

Vilniaus universiteto Teisės fakulteto

Privatinės teisės katedra

Roberto Grabio,
V kurso, komercinės teisės
studijų šakos studento

Magistrinis darbas

Prekybos ES finansų rinkose teisiniai ribojimai

Vadovas: Dr. Laurynas Didžiulis

Recenzentas: Dr. Paulius Miliauskas

Vilnius

2017

Turinys

1. Ribojimų prekybos ES finansų rinkose teisinis ir ekonominis pagrindimas	6
2. Ribojimų santykis su private teise ir jų poveikis civiliniams santykiams	20
3. Atskiros ribojimų rūšys pagal ES finansų rinkų teisinio reguliavimo tikslus.....	30
3.1. Ribojimai, tarnaujantys finansinių paslaugų vidaus rinkos kūrimui	32
3.2. Ribojimai, susiję su investuotojų apsauga.....	39
3.3. Ribojimai, tarnaujantys finansų rinkų efektyvumui	48
3.4. Ribojimai, tarnaujantys finansų rinkų skaidrumui ir prekybos jose sąžiningumui užtikrinti	61
Išvados	70
Santrauka.....	80
Summary	81

Ivadas

Per paskutinius trisdešimt metų finansų sektoriaus svarba pasaulio ekonomikai labai padidėjo¹. Gerai išvystyta finansų rinka užtikrina efektyvų piniginių išteklių bei rizikos paskirstymą, suteikia geresnes galimybes verslininkams sukaupti kapitalo investicijoms, o investuotojams leidžia uždirbti iš piniginių išteklių pertekliaus, t. y. „įdarbinti“ pinigus. Tačiau, kaip parodė istorija, prekyba finansų rinkose gali sukelti ne tik greitą ekonominį augimą, bet ir dideles ekonomines krizes turinčias ilgalaikių ekonominių, socialinių bei politinių pasekmių. Tam, kad finansų rinka tinkamai ir efektyviai funkcionuotų, yra būtinas aiškus ir realiai taikomas teisinis reguliavimas. Būtent dėl finansų rinkų įtakos valstybių ekonomikai bei teisinio reguliavimo įtakos pačiai finansų sistemai Europos Sąjunga (toliau – ir ES) jau nuo septintojo dešimtmečio kūrė vieningą teisinį finansų reguliavimą ES. Šio proceso vaisius buvo Finansinių priemonių rinkų direktyva 2004/39/EC (*angl. Markets in Financial Instruments Directive*) (toliau – MIFID), kuri, vos pradėjusi galioti, turėjo atlaikyti milžinišką išbandymą – 2007-2009 m. finansų krizę. Pasibaigus krizei ir identifikavus reguliavimo spragas, ES institucijos parengė naują finansų rinkų reguliavimo paketą, kuris visa apimtimi pradės galioti 2018-01-03. Minėto reguliavimo paketo apimtis yra didžiulė, o jam iškelti tikslai ambicingi. Nors dabar galime tik spėlioti ir svarstyti, kokios bus šio paketo įgyvendinimo pasekmės, galime būti tikri, kad jos neapsiribos vien teisinio reguliavimo spragų šalinimu, bet paveiks tiek ekonomines, tiek politines, tiek socialines sferas.

Temos aktualumas. Po 2007-2009 m. globalios finansų krizės, Europos Sąjunga ėmėsi esminių pakeitimų finansų rinkų reguliavimo srityje. Nepaisant to, kad dauguma ES priimtų pakeitimų jau yra įgyvendinti, didžiausias pakeitimų paketas įsigalios nuo 2018-01-03. Atsižvelgiant į tai, kad Lietuvos teismai vis dažniau nagrinėja bylas susijusias su prekyba finansų rinkose bei į tai, kad Lietuvos teisės doktrinoje naujasis reglamentavimas nebuvo detalai nagrinėtas, yra būtina išnagrinėti naujojo reglamentavimo naujoves bei identifikuoti galimas problemas.

Darbo tikslas. Atskleisti ir detalai išnagrinėti darbo rašymo metu esančių ir nuo 2018 01 03 pradedamų taikyti teisinių ribojimų prekybai ES finansų rinkose poreikį, tikslus bei problematiką.

Darbo uždaviniai. Šiame darbe tyrimo tikslui pasiekti keliama šie uždaviniai:

¹ PILBEAM, Keith. *Finance & Financial markets. Third edition.* New York: Palgrave Macmillan, 2010, p. 11.

- 1) atskleisti prekybos ES finansų rinkose teisinių ribojimų poreikį teisiniame ir ekonominiame kontekste;
- 2) išanalizuoti atskirų ribojimų prekybai ES finansų rinkose turinį, tikslus bei problematiką;
- 3) ištirti prekybos ES finansų rinkose teisinių ribojimų įtaką civiliniams santykiams.

Darbo objektas. Darbo objektas yra nuo 2018-01-03 įsigaliosiančioje ES finansų rinkos teisinio reguliavimo sistemoje įtvirtinti teisiniai prekybos finansų rinkose ribojimai, įskaitant ES teisės aktus, kurie jau yra priimti ir galioja.

Tyrimo metodai. Šiame darbe naudojami šie tyrimo metodai:

- 1) Teleologinis metodas – darbe analizuojami ir atskleidžiami įsigaliosiančio Europos Sąjungos prekybos finansų rinkose reguliavimo tikslai;
- 2) Istorinis metodas – darbe atskleidžiamas ir analizuojamas tiek buvęs, tiek šiuo metu galiojantis, tiek nuo 2018-01-03 įsigaliosiantis prekybos finansų rinkose reguliavimas bei jais nustatyti ribojimai;
- 3) Sisteminis metodas – prekybos ES finansų rinkose teisiniai ribojimai bus vertinami atsižvelgiant į finansų rinkų reguliavimo sistemą;
- 4) Kritinės analizės metodas – pasitelkiant ekonomikos literatūroje pateiktais argumentais bei įžvalgomis siekiama išsiaiškinti galimus ribojimų trūkumus ar neigiamą poveikį;
- 5) Loginis – analitinis metodas – prekybos ribojimai analizuojami siekiant sukonkretinti ir suprasti abstrakčių ribojimų esmę bei poveikį;
- 6) Lingvistinis metodas – analizuojamas prekybos ribojimus įtvirtinančių teisės aktų tekstas bei normų formuluotės.

Darbo originalumas. Prekybos finansų rinkose ribojimų tema Lietuvos teisės doktrinoje nėra pakankamai ištirta. Išsamiausią ir detaliausią analizę atliko Laurynas Didžiulis disertacijoje tema „Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė“. Minėta disertacija labiausiai orientuojasi į investuotojo apsaugą. Tuo tarpu šiame darbe stengiamasi apžvelgti visus prekybai taikomus ribojimus. Po 2007- 2009 m. vykę finansų rinkų teisinio reglamentavimo pokyčiai bei nuo 2018 -01-03 įsigaliosiantis reglamentavimas yra nemažai nagrinėti vakarų Europos mokslininkų (ypač Jungtinės Karalystės bei Nyderlandų). Visgi, Lietuvoje absoliuti dauguma kitų darbų šia tema buvo parašyti nagrinėjant senąją MIFID redakciją bei orientuojantis į investuotojų apsaugos klausimus. Kadangi prekybos ribojimai yra nustatomi ne vien investuotojų apsaugos tikslu bei atsižvelgiant į tai, kad nuo šių darbų jau praėjo keletas metų, kas, dėl sparčiai besiplėtojančio ir greitai besikeičiančio finansinių paslaugų ir

prekybos finansų rinkose reguliavimo, yra nemažas laiko tarpas, manytina, kad būtina peržvelgti naujai įsigaliosiančio reguliavimo nustatomų ribojimų ypatybes.

Svarbiausi šaltiniai. Rašant pirmąsias dvi darbo dalis daugiausia remtasi įvairių Lietuvos bei užsienio autorių monografijomis, aprašančiomis tiek bendruosius finansų rinkų sistemos klausimus, tiek detalizuojančiomis ES finansų rinkų sistemos problemas, vystymąsi bei specifiką. Rašant trečiąją darbo dalį remtasi Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos (angl. *European Securities and Markets Authority*) (toliau – ESMA) išaiškinimais bei įvairių užsienio teisės mokslininkų įžvalgomis apie naująjį reguliavimą. Toks šaltinių išskaidymas pasirinktas atsižvelgiant į tai, kad pirmosios darbo dalys ne maža dalimi susijusios su ekonomikos mokslu, todėl gilinimasis į šias temas reikalauja mokslinių ekonomikos šaltinių analizės. Trečiojoje darbo dalyje aprašomi jau dabar galiojantys ir nuo 2018-01-03 įsigaliosiantys ribojimai prekybai ES finansų rinkose. Nesant teismų bei institucijų praktikos, detaliausias ir tiksliausias būsimo reglamentavimo veikimo apibūdinimas gali būti randamas institucijos, kuri vykdys reglamentavimo vykdymo kontrolę (ESMA), išaiškinimuose, bei įvairių mokslininkų atliktais ribojimų poveikio rinkos vertinimuose. Kaip papildomi šaltiniai buvo naudojamos ir atskirų ES valstybių finansų rinkų priežiūros institucijų rekomendacijos.

1. Ribojimų prekybos ES finansų rinkose teisinis ir ekonominis pagrindimas

Pagrindinė finansų rinkos funkcija yra kapitalo paskirstymas iš gyventojų, įmonių ar vyriausybių, kurios turi jo perteklių, tiems gyventojams, įmonėms ar vyriausybėms, kurios turi jo trūkumą². Finansų rinkos yra struktūros, kuriomis kapitalas yra perduodamas³, t. y. susitarimų leidžiančių prekiauti tarp finansų rinkų dalyvių sistema⁴. Kad kapitalas būtų perduodamas finansų rinkai, kiekvienoje prekybos stadijoje privalo būti užtikrintas toliau nurodomų funkcijų atlikimas:

1. Iki prekybinėje stadijoje. Kainos nustatymo funkcija, leidžianti nustatyti kiek kainuoja viena ar kita finansinė priemonė įvertinant rinkoje esančią informaciją;
2. Prekybos stadijoje. Sandorių sudarymo funkcija, leidžianti pardavėjui surasti pirkėją ir atvirkščiai;
3. Po prekybinėje stadijoje. Tarpuskaitos ir įskaitymo funkcijos, leidžiančios užtvirtinti sudarytų sandorių sąlygas, įtvirtinti pirkėjo ir pardavėjo pareigas bei saugiai perleisti nuosavybės teises⁵.

Finansų rinkų reguliavimas ir ribojimai yra kuriami siekiant užtikrinti stabilų šių funkcijų atlikimą, nes sutrikimai prekybos stadijose, kurių rinka nesugeba išspręsti savo viduje, trukdo veiksmingam kapitalo išteklių paskirstymui.⁶ Taigi, finansų rinkos yra susitarimų tarp jos dalyvių rinkinys užtikrinantis tinkamą infrastruktūrą kapitalo perdavimui iš vienos visuomenės dalies į kitą.

Visgi, Europos Komisija (toliau - EK) nurodo, kad Europos Parlamento ir tarybos direktyvos 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES⁷ (angl. *Markets in Financial Instruments Directive II*) (toliau - MIFID II) peržiūros tikslai yra: „padidinti investuotojų pasitikėjimą, sumažinti rinkos sąmyšio riziką ir sistemine riziką, padidinti

² MISHKIN, Frederic, Stanley. *The Economics of money, banking and financial markets. Eight edition.* Boston: Pearson Education Inc., 2007, p. 23.

³ SAUNDERS, A.; CORNETT, M., M. *Financial markets and institutions. Fifth edition.* Singapore: The McGraw- Hill Irwin, 2012, p. 3.

⁴ DE HAAN, J.; OOSTERLOO, S.; SHOENMAKER, D. *Financial Markets and Institutions.* European perspective. Second edition. Cambridge: Cambridge university press, 2012, p.131.

⁵ *Ibid.*

⁶ MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation. Seventh edition.* Oxford University press Inc. New York: 2008, p. 6.

⁷ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496.

finansų rinkų veiksmingumą ir kartu sumažinti nereikalingas rinkos dalyvių išlaidas“⁸. ES esantis finansų rinkų reguliavimas yra specifinis ta prasme, kad svarbiausias tikslas, kaip nurodo EK apibūdindama pirmosios MIFID II tikslus, yra „skatinti ES finansų rinkų integraciją, konkurencingumą ir veiksmingumą“⁹. Rinkų integracijos poreikis kildinamas iš ES siekio sukurti vieningą rinką¹⁰. Toks ES finansų rinkų reguliavimo tikslų ir pačios ES išskirtinumas leidžia ekonominius argumentus išskaidyti į dar smulkesnes grupes, kurios tiesiogiai susijusios su ES tikslais, t.y. grindžia ES reguliavimui nustatytų tikslų įgyvendinimo poreikį. Pagal minėtus tikslus argumentai, kuriais grindžiami ES teisės sistemoje nustatyti ribojimai gali būti skirstomi į:

1. Bendrus ekonominius argumentus, grindžiančius poreikį reguliuoti finansų rinkas, įskaitant prekybą jose. Aiškumo dėlei juos pavadinsime bendraisiais argumentais;
2. Ekonominis argumentus, grindžiančius poreikį nustatyti ribojimus finansų rinkose ES mastu, t.y. kodėl prekybos ES finansų rinkose reguliavimas negali visa apimtimi būti paliktas valstybių narių kompetencijai (ekonominiai ES argumentai).

Ekonominis ribojimų pagrindimas (bendrieji argumentai)

Doktrina finansų rinkų reglamentavimo ir ribojimo poreikį grindžia investuotojų pasitikėjimo stiprinimo ir efektyvaus bei pigaus kapitalo paskirstymo užtikrinimo argumentais¹¹. Esant normalioms sąlygoms, finansų sistema „nematomos rinkos rankos“ pagalba sugeba susitvarkyti. Tačiau dėl įvairių priežasčių finansų rinkose susidaro situacijos, kai patys jų dalyviai nesugeba užtikrinti tvarkingo kapitalo srautų tekėjimo bei optimalaus rinkų poveikio. Esant tokiai situacijai laikoma, kad rinka yra neefektyvi ir valstybei yra būtina nustatyti įvairius teisinius ribojimus, norint išlaikyti finansų rinkas stabilias, nes finansų rinkų atliekama kapitalo perskirstymo funkcija yra itin svarbi visai ekonomikai¹². Tam, kad būtų galima suprasti ekonominius argumentus grindžiančius teisinius ribojimus yra būtina išsiaiškinti finansinių rinkų neefektyvumo priežastis. Tik

⁸ Europos Komisija. Komisijos tarnybų darbinis dokumentas poveikio vertinimas, pridedamas prie dokumento Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Finansinių priemonių rinka ir Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Finansinių priemonių rinka [interaktyvus]. Briuselis, 2011 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directive-2014-65-eu/legislative-history_en>, p. 6.

⁹ *Ibid.*

¹⁰ 2007 m. gruodžio 13 d. Europos Sąjungos sutarties suvestinė redakcija - Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo suvestinė redakcija. OL, 2012 C 326, p. 47–390, 26 str.

¹¹ MOLONEY, Niamh. *EC Securities regulation. Seventh edition.* Oxford University press Inc. New York: 2008, p. 200.

¹² PILBEAM, Keith. *Finance & Financial markets. Third edition.* New York: Palgrave Macmillan, 2010, p. 459.

sužinoję priežastis galėsime pagrįsti priemonių, skirtų neutralizuoti tas priežastis, egzistavimą. Mokslinėje literatūroje išskiriama keletas priežasčių, kurios skatina finansų rinkų neefektyvumą, galintį sutrikdyti tinkamą finansų rinkų veiklą bei sąlygoti ekonomines krizes:

1. Informacijos asimetriškumas ir investuotojų apsauga;
2. Šalutinio poveikio galia;
3. Sisteminė rizika;
4. Moralinis neatsakingumas;¹³
5. Rinkos galia ir konkurencijos problemos¹⁴.

Informacijos asimetriškumas ir investuotojų apsauga

Informacijos asimetrija - tai situacija, kai pardavėjas turi daugiau informacijos apie parduodamą prekę nei pirkėjas. Kiekvienam prekybos ar mainų sandoriui būdinga informacijos asimetrija, ar tai būtų naudoto automobilio pardavimas, ar išvestinio finansinio produkto pardavimas, pardavėjas beveik visada turės daugiau informacijos nei pirkėjas.

Informacijos asimetriją finansų rinkose galima išskirti į keletą lygių. Pirmasis lygis yra susijęs su tuo, kad finansinės priemonės kaip akcijos, obligacijos yra susietos su bendrovių, apie kurias finansinių produktų pirkėjas gali turėti mažiau informacijos nei pardavėjas, ekonominiais rodikliais ir veikla. Neįtvirtinus pareigos (ribojimo) atskleisti įmonės finansinę informaciją, pirkėjas labai rizikuotų pasitikėdamas pardavėju arba išvis neinvestuotų ir nukreiptų pinigų srautus kitoms reikmėms. Antrasis lygis yra informacijos asimetrija apie pačią finansinę priemonę. Šiuolaikiniame pasaulyje finansų rinkose parduvinėjami produktai tampa vis sudėtingesni (pvz., sintetinė turtu garantuota obligacija (angl. *Sinthetic colateralized debt obligation*)), todėl nebeužtenka vien įvertinti ar bendrovė, kurios turto dalį reprezentuoja akcija, turi potencialo toliau augti, tačiau būtina įvertinti ir paties finansinio produkto struktūrą bei pobūdį. Trečias lygmuo yra vertė finansų rinkose. Remiantis rinkų efektyvumo teorema visi produktai yra puikiai įvertinti rinkoje, nes visi turi reikalingą informaciją¹⁵. Tačiau kaip parodė 2008 -2010 m. finansinė krizė, finansinių priemonių pardavėjai užbiržinėse (angl. *Over the counter*

¹³ PILBEAM, Keith. *Finance & Financial markets. Third edition*. New York: Palgrave Macmillan, 2010, p. 459-460.

¹⁴ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. University edition. London: Sweet & Maxwell, 2008, p. 342.

¹⁵ ALEKNAVIČIENĖ, Vilija. *Finansai ir kreditas*. Vilnius: Enciklopedija, 2005, p. 185.

(OTC)) rinkose pardavinėjo pervertintus produktus, dauguma turtu garantuotų obligacijų ir kitus produktus nusipirkusių asmenų, net ir suprasdami galimą riziką, negalėjo numatyti tikrosios finansinio produkto vertės, nes neturėjo prieigos prie finansinių produktų rinkų informacijos.

Iš pirmo žvilgsnio investuotojų apsaugos ir asimetrijos problemų sprendimas gali pasirodyti kaip labiau teisinis nei ekonominis argumentas, t.y. stengiamasi apginti silpnesniąją sutarties šalį. Tačiau reikia atsižvelgti į tai, kad skaidresnė rinka yra efektyvesnė rinka, kurioje finansinių priemonių kaina yra identifikuojama tiksliau¹⁶. Asimetrija rinkose gali sukelti pačios rinkos mažėjimo efektą, t.y. neturėdami pakankamai informacijos investuotojai gali pradėti riboti savo investicijų dydį arba išvis nutraukti investicijas ir skirti pinigus kitoms reikmėms¹⁷. Dėl asimetrijos nukenčia ne tik pirkėjai, bet ir pardavėjai, kaip tai savo formule įrodė Nobelio premijos laureatas George A. Akerlof, teigdamas, jog asimetriška informacija rinkoje gali sukelti situaciją, kai pirkėjai neturi galimybės atskirti „geros“ prekės nuo „blogos“, dėl šios priežasties „geros“ prekės turi būti pardavinėjamos už ta pačią kainą kaip ir „blogos“, kas ilgainiui prives prie tokios situacijos, kad iš rinkos bus išstumti „gerų“ prekių gamintojai, o pati rinka išnyks arba labai sumažės¹⁸. Taigi, asimetrija finansų rinkose yra problema, kuri sukelia neefektyvumą ir sumažina kapitalo srautus, atgrasydama investuotojus, kenkia kainų formavimo funkcijai.

Šalutinio poveikio galia

Finansų rinkos turi neįtikėtinai didelį poveikį kitiems ekonominiams sektoriams¹⁹. Pagrindinė to priežastis slypi finansinių institucijų esmėje, t.y. jos veikia kaip tarpininkai tarp skolininkų ir skolintojų,²⁰ be to, bankai taip pat yra atsakingi už mokėjimų sistemos palaikymą²¹. Visas bankinės ir finansinės sistemos stabilumas priklauso nuo visuomenės įsitikinimo, kad, esant reikalui, bankai ir kitos finansinės įstaigos sugebės atiduoti jiems

¹⁶ LEE, Ruben. *Capital markets that benefit investors. Survey of the evidence on fragmentation, internalisation and market transparency*. Oxford finance group, 2002 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <http://www.dbmf.dk/Resources/Documents/DBMF%20-%20UK/Publications/1033_63.pdf>, p. 32.

¹⁷ MACNEIL, Ian. *An Introduction to the law on financial investment*. Oxford and Portland, Oregon: Hart Publishing, 2005, p. 28.

¹⁸ AKERLOF, George, Arthur. The market for „lemons“: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, t. 84(3), p. 495.

¹⁹ PILBEAM, Keith. *Finance & Financial markets*. Third edition. New York: Palgrave Macmillan, 2010, p. 461.

²⁰ KANCEREVYČIUS, Gitanas. *Finansai ir investicijos*. III atnaujintas leidimas. Kaunas: Semantijos leidykla, 2009, p. 13.

²¹ *Ibid*, p 23.

visuomenės patikėtus pinigus. Tačiau finansinės įstaigos pinigus investuoja į ne tokį likvidų turtą kaip pinigai (suteikia paskolas, perka finansines priemones). Jei atsitiktų taip, kad bankas ar kita finansinė institucija nebesugebėtų atiduoti pinigų visiems savo klientams, arba jo kapitalą sudarančių finansinių priemonių vertė pradėtų kristi dėl svyravimų rinkose, jis privalėtų pardavinėti turimą turtą ir/arba skolintis tarpbankinėje rinkoje. Bankui susidūrus su likvidumo problemomis, kurios tampa viešos, skolinimasis iš kitų bankų didmeninėje skolinimo rinkoje sunkiai įmanomas, nes kiti bankai, dėl informacijos asimetrijos, nerizikuos bei neskolins sunkumų turinčiam bankui, arba skolins brangiau nei įprasta. Tad bankas būtų priverstas pardavinėti savo turtą „degančiomis kainomis“ (angl. *firesale*). Tokia prekyba sumažintų parduodamo finansinio ir/arba realaus turto rinkos kainas. Nukritus kainoms, gali kristi pasitikėjimas ir kitomis finansinėmis institucijomis, kurios kaip likvidumo užtikrinimą laiko „degančiomis kainomis“ parduodamus produktus. Bankai ir kitos kredito institucijos veikia ne tik finansų rinkose, bet ir kredito veikloje, tad sąmyšis finansų rinkose, gali turėti neigiamą poveikį kreditavimo veiklai, t.y. dėl sudėtingos finansinės situacijos sumažėja kredito srautai, nes bankai pradeda skolinti pinigus kur kas griežtesnėmis sąlygomis arba neskolinti išvis. Kreditas dėl savo atliekamų funkcijų (laikinais laisvų finansinių išteklių perskirstymas, trumpalaikio turto apyvartumo pagreitinimas, kapitalo koncentravimas investicijoms, prekių apyvartos aptarnavimo realizavimas bei įmonių finansinę būklę kontroliavimas)²² yra gyvybiškai svarbus ekonomikai, nes užtikrina nenutrūkstamą gamybos ciklą bei turto apyvartą. Bandydamos atkurti likvidumą, finansų įstaigos gali pradėti griežtinti kreditavimo sąlygas, kas visada paveiks realios rinkos (maisto produktų ir pan. prekių kainas)²³. Būtent dėl tokios didelės finansinio sektoriaus įtakos ir svarbos visai likusiai ekonomikai yra būtina užtikrinti, kad jame vykstantys procesai ir veikiantys asmenys būtų bent minimaliai reguliuojami ir jų veikla tam tikrose srityse ribojama.

Sisteminė rizika

Sisteminė rizika yra laikoma rizika, kad tam tikras įvykis (vieno iš finansų rinkos dalyvių bankrotas) gali sukelti ekonominius praradimus arba pasitikėjimo kritimą visoje arba didžiojoje dalyje finansų sistemos, kas gali sukelti neigiamus pokyčius realioje

²² ALEKNAVIČIENĖ, Vilija. *Finansai ir kreditas*. Vilnius: Enciklopedija, 2005, p. 141-142.

²³ VANDALEZ, S.; MOLYNEUX, P., *An Introduction to global finance markets*. Seventh edition. Hampshire: Palgrave Macmillan, 2013, p. 128.

ekonomikoje²⁴. Sistemine riziką padidina šalutinio poveikio problema, nes bankrotas finansų sektoriuje apsunkina kredito gavimą, pinigų pervedimo sistemų darbą ir sukuria netikrumą rinkose²⁵. Per 2007-2009 m. krizę buvo suprasta, kad šiuolaikinės finansinės sistemos dalyviai (bankai, draudimo kompanijos, investavimo fondai ir kiti) yra vienas su kitu labai susiję, kad vieno didelio skolininko bankrotas paskui save gali nusitempti daugybę kitų finansinių įmonių. Geriausias to pavyzdys - AIG, kuris praėjusį dešimtmetį buvo stipriai įsitraukęs į kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsidraudimo sandorių (angl. *Credit default swap* (toliau - CDS)) verslą. Kritus daugumos turtu garantuotų obligacijų vertei, ši įmonė turėjo išmokėti milžiniškas išmokas CDS sandorius sudariusiems investuotojams, tačiau turtas, kurį AIG laikė, nebuvo likvidus, kas sukėlė mokumo problemą. Mokslininkų manymu, AIG bankrotas, dėl šios įmonės svarbos pinigų rinkos fondams, būtų sugriovęs pasitikėjimą rinkomis. Negana to daugybę kitų finansinių įmonių buvo nemažai investavusios į pačios AIG išleistus komercinius vekselius bei kitus finansinius produktus, jei ne JAV valdžios įsikišimas, AIG bankrotas juos būtų pavertęs bevertėmis, kas būtų sukėlę didelius nuostolius ir finansines problemas kitoms sistemiskai svarbioms finansinėms institucijoms.²⁶ Kaip matyti iš pateikto pavyzdžio, vienos finansinės įmonės problemos gali turėti daug nevaldomų ir nenusipėjamų finansinių pasekmių, kurios sukuria netikrumą rinkose ir kenkia visai finansinei sistemai. Negana to, veikdama kartu su informacijos asimetrija, sisteminė rizika padidina nepasitikėjimą finansų rinkomis, taip nuosmukio laikotarpiais sumažindama būtinus kapitalo išteklius ir likvidumą, sukuria sąmyšį ir chaosą rinkose.

Rinkos galia ir konkurencija

Rinkos galia yra problema su kuria susiduria ir kurią bando spręsti konkurencijos teisė. Konkurencijos teisėje rinkos galia suteikia ją turinčiam subjektui galimybę pakelti kainas, išstumti potencialius konkurentus bei imtis kitos antikonkurencinės veiklos²⁷. Finansų srityje didžiulę rinkos galią turintys subjektai kartu turi ir didelę svarbą, nes nuo jų egzistavimo priklauso su jais susijusių verslų, fizinių ar juridinių asmenų, kurie skolina šiam subjektui, ekonominė gerovė ir turtas. Rinkos galia gali sukurti tokias įmones,

²⁴ ATKINS, A., P. The AIG Bailout: Constraining the Fed's discretion. *North Carolina Banking Institute*, 2010, t. 14(1), p. 345-347.

²⁵ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. University edition. London: Sweet & Maxwell, 2008, p. 342.

²⁶ ATKINS, A., P. The AIG Bailout: Constraining the Fed's discretion. *North Carolina Banking Institute*, 2010, t. 14(1), p. 345-347.

²⁷ WISH, R., BAILEY, D. *Competition law*. New York: Oxford University press Inc., 2012, p. 715.

kurios laikomos per didelėmis žlugti (angl. *Too big to fail*), kas gali sukelti kitokio tipo problemų nei konkurencijos teisėje esančios problemos. Kaip jau minėta, aprašant išoriškumą ir sisteminę riziką, didelę rinkos dalį turinčio subjekto žlugimas gali su savimi nusinešti tiek kitas mokias finansų institucijas, tiek daugybę verslų. Be specifinių finansų sričiai konkurencijos teisės problemų, finansų rinkose susiduriama ir su įprastais antikonkurencinio rinkos dalyvių veikimo efektais, t.y. kainų vartotojams kilimas. Finansų rinkose „prekė“ yra kreditas arba nuosavybė²⁸, t.y. finansinis kapitalas, būtinas verslo vystymui ir/arba palaikymui. Didelės finansų bendrovės (įmonės reguliuojančios akcijų biržas, bankai, investicinės bendrovės) veikiančios uždaroje rinkoje pasiekusios tam tikrą rinkos galios lygį, įvairių mokesčių pagalba, gali padidinti kapitalo kainą jo gavėjams, kas kenkia rinkų efektyvumui ir realiai ekonomikai, nes brangus kapitalas reiškia didesnes išlaidas skolos aptarnavimui, o didesnės išlaidos skolos aptarnavimui reiškia konkurencijos - apsunkinimą kitose rinkose. Be to, konkurencijos trūkumas neskatina imtis finansinės inovacijos, kurios tiesioginė pasekmė yra didesnės ir likvidesnės kapitalo rinkos, geriau valdoma rizika, geresni finansinių priemonių įkainojimo, reklamavimo ir arbitražo būdai²⁹. Taigi, konkurencijos trūkumas kenkia visai finansų sistemai, mažindamas kapitalo srautus, likvidumą, didindamas kapitalo paskirstymo kainą ir taip kenkdamas finansų rinkų efektyvumui.

Moralinis neatsakingumas

Moralinis neatsakingumas yra padėtis, kai dėl tam tikrų aplinkybių (dažnai – valstybės intervencijos) rinkos dalyvis linkęs prisiimti didesnę riziką nei tada, jei šių aplinkybių nebūtų. Rinkos dalyvis veikia rizikingiau, nes, jeigu jis veikia nesėkmingai, veiklos nuostolius dažnai atlygina tretieji asmenys.³⁰ Visi aukščiau paminėtos priežastys suteikia rimtą pagrindą, kodėl reikia reguliuoti finansų rinkose vykstančią prekybą. Valstybei pradėjus kištis į finansų rinkas atsiranda moralinio neatsakingumo problema, t.y. kai kurie finansų rinkų dalyviai gali klaidingai preziumuoti, jog vienas ar kitas veikiantis subjektas yra patikimas partneris vien todėl, kad jis turi licenciją arba turi formaliai ribas atitinkantį kapitalo rezervą. Toks perdėtas pasitikėjimas gali apsunkinti finansų rinkų priežiūros institucijų darbą ir sukelti didelių nuostolių, nes valstybei perkelia rinkos dalyvių „darbą“

²⁸ KANCEREVYČIUS, Gitanas. *Finansai ir investicijos. III atnaujintas leidimas*. Kaunas: Semantijos leidykla, 2009, p. 15.

²⁹ PILBEAM, Keith. *Finance & Financial markets. Third edition*. New York: Palgrave Macmillan, 2010, p. 17.

³⁰ VAINIENĖ, Rūta. *Ekonomikos terminų žodynas*. Vilnius: Tyto alba, 2008, p. 178.

identifikuoti ir eliminuoti neefektyvius rinkos dalyvius. Investuotojai nesielgdami racionaliai ir apgalvotai, gali patikėti neproporcingai didelę savo lėšų labai rizikingoms institucijoms, manydami, kad nelaimės atveju jie atgaus bent dalį savo lėšų.³¹ Toks finansų rinkų dalyvių elgesys neigiamai veikia kainos nustatymo funkciją bei trikdo efektyviam kapitalo srautų tekėjimui. Svarbu pabrėžti, kad moraliniu neatsakingumu gali pasižymėti tiek indėlininkai, kurie dažniausiai minimi teikiant pavyzdžius, tiek institucijos. Tačiau tiek pirmųjų, tiek antrųjų elgesys vienodai destruktivus. Kuo daugiau žmonių vedami nesidomėjimo ar paprasčiausio godumo, perkels savo pinigus į tokias bendroves, tuo daugiau praradimų patirs visa finansinė sistema, nes: valstybė turės leisti pinigus padengdama indėlių draudimą, o pinigai, kurie buvo laikomi bankrutavusioje bendrovėje, galėjo būti naudojami kitų efektyvesnių ir skaidresnių bendrovių, plėtojant ekonomiką investuojant į efektingesnes bendroves.

Institucinis moralinis neatsakingumas gali būti dar labiau kenkiantis valstybės ir net pasaulio ekonomikai. Kaip jau minėta aprašant konkurencijos ir rinkos galios problemas, kai kurios finansų rinkos dalyvės tampa tokios didelės, kad sukelia sisteminę riziką, t.y. jų bankrotas gali sukelti milžiniškus nuostolius visoje finansų sistemoje ir ekonomikoje. Suprasdama savo svarbą įmonė gali imtis rizikingesnio verslo siekdama sėkmės trumpalaikėje perspektyvoje, didelių pelnų iš labai rizikingų investicijų, suprasdama, kad jei jos investicijos neatsipirks nuostolius padengs mokesčių mokėtojas. Visgi, negalima ignoruoti fakto, kad moraliniam neatsakingumui nėra būtinas eksplicitiškas trečiojo asmens įsipareigojimas padengti subjekto nuostolius ar net didelę rinkos galia. Moralinis neatsakingumas gali sukelti problemų ir be valstybės įsikišimo, kai dėl informacijos asimetrijos rinkos pardavėjas geba perduoti pirkėjui daugiau rizikos, nei norėtų, taip pažeisdamas kainos nustatymo funkciją, iškreipdamas finansų rinkose prekiaujamų produktų kainas.

Taigi, moralinis neatsakingumas veikia kaip dvigubas kardas, sumažindamas rinkos dalyvių poreikį tinkamai ir racionaliai įvertinti investicijos riziką, bei nukreipdamas kapitalą į neefektyvias investicijas, kas sumažina likvidumą bei kapitalo paskirstymo efektyvumą.

Apibendrinant bendruosius ekonominius prekybos finansų rinkose ribojimus matyti, kad šiame darbe remtasi efektyvumo, skaidrumo ir pasitikėjimo finansų rinkomis užtikrinimo argumentais. Autoriaus nuomone, būtent esant visiems trimis veiksniams finansų rinkose gali būti sudarytos sąlygos veikti racionaliems investuotojams bei

³¹ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. University edition. London: Sweet & Maxwell, 2008, p. 343.

užtikrinti tinkamą finansų rinkų funkcijų vykdymą. Norint, kad ekonomika augtų reikia investicijų ir kapitalo koncentravimo. Tik būdama efektyvi ir turėdama investuotojų pasitikėjimą, finansų rinka gali pritraukti didelius pinigų srautus, reikalingus investicijoms į realią ekonomiką. Finansų rinka bus efektyvi tik tada, jei joje pardavinėjamas finansinis turtas bus įkainotas teisingai. Kad tai būtų pasiekta, finansų rinkos turi būti skaidrios, t.y. informacija veikianti kainas į vieną arba kitą pusę turi būti vieša, tiksli ir prieinama, kaina neturi būti veikiamą dirbtinų veiksmų (piktnaudžiavimas rinka). Kaip matyti iš pateiktų praėjusio amžiaus ir praėjusio dešimtmečio krizių pavyzdžių, vienas iš veiksnių (kurių yra daugybė) buvo informacijos trūkumas apie tikrąją finansinio produkto kainą, sukėlęs disbalansą tarp finansinio produkto pelningumo ir rizikos. Jei racionalus investuotojas turėtų informaciją apie jo riziką didinančius veiksnius, jis tikriausiai atsisakytų investicijos ir nukreiptų savo lėšas į kitą investavimo galimybę, kuri bus naudingesnė tiek jam pačiam, tiek ekonomikai.

Ekonominiai ES reglamentavimo argumentai

Viso ES finansų rinkų reguliavimo pagrindas yra ES tikslas sukurti vieningą ir integruotą ES rinką, kuri apimtų visą ES teritoriją³². Integracija sumažina kaštus, atveria kelius į platesnes rinkas ir pagerina konkurencines sąlygas - tai pagrindiniai argumentai, kuriais grindžiamas prekybos ES finansų rinkose ribojimas. Sukūrus vieningą finansų rinką, įmonės turės galimybę prieiti prie didesnių kapitalo rinkų³³, padidėjusi konkurencija sumažins kapitalo sutelkimo kainas visiems ūkio subjektams, o ypač mažoms ir vidutinio dydžio įmonėms, užtikrins darbo vietų ir bendro vidaus produkto augimą bei suteiks investuotojams platesnį paslaugų ir finansinių produktų pasirinkimą³⁴. Dar prieš 16 metų *London Economics* tyrimas parodė, kad finansų rinkų integracija ne tik užtikrintų investuotojų portfelių diversifikaciją bei labiau likvidžias ir didesnei ES gyventojų daliai prieinamas kapitalo rinkas, tačiau ir paspartintų BVP augimą net 1,1 proc.³⁵

Doktrinoje kapitalo rinkų integracijos privalumai apibūdinami taip:

1. Integracija sumažina mažoms rinkoms būdingų trikdžių riziką;
2. Integracija padidina kapitalo tiekimą, nes dėl geresnių perspektyvų investicijoms yra suteikiama papildomų santaupų;

³² HUDSON, Alastair. *Securities law. First edition*. London: Sweet and Maxwell. London, 2008, p. 33.

³³ *Ibid.*

³⁴ MOLONEY, Niamh. *EC Securities regulation. Seventh edition*. Oxford University press Inc. New York: 2008, p. 6.

³⁵ *Ibid* p.10.

3. Tiems, kuriems trūksta kapitalo, integracija suteikia galimybę surinkti didesnes sumas lengvesniais būdais;
4. Suvienodinamos gamybos sąlygos bei sumažinamas konkurencinių trukdžių dydis.³⁶

Būtent siekiant gilesnės integracijos ir buvo nuspręsta, kad yra būtina sukurti vieningą teisinį finansinių rinkų reglamentavimą. Direktyvomis ir reglamentais siekiama sukurti efektyvias konkurencingas finansų rinkas, per kurias įmonės gauna prieigą prie likvidaus kapitalo rinkų, o investuotojai gauna didesnę pasirinkimą ir patogesnę priėjimą prie rinkų. Didesnis pasirinkimas ir tvirta investuotojų apsaugos sistema, pritraukia daugiau investuotojų.³⁷ Būtina nepamiršti, kad vienodų reikalavimų nustatymas panaikina didelį konkurencinį barjerą – skirtingą reglamentavimą skirtingose jurisdikcijose. Skirtingi reikalavimai skirtingose valstybėse reiškia papildomus kaštus pritaikant savo finansinius produktus, finansines paslaugas ar kitas sritis tam tikroms valstybėms, visa tai padaro finansines priemones brangesnes ir pastato finansų institucijas, kurios realiai yra efektyvesnės, į nenaudingą padėtį. Panaikindama tokias kliūtis ES sukuria galimybes finansų rinkos įmonėms ne tik prieiti prie didesnių rinkų, tačiau ir skatina didesnę jų konkurenciją, kas sumažina kapitalo kainas ir palengvina kapitalo gavimą įmonėms.

Dar vienas svarbus ribojimų išskėlimo į ES lygmenį tikslas yra tai, kad ES siekia sukurti alternatyvią kapitalo sutelkimo (angl. *Capital raising*) sistemą. Kadangi Europoje kapitalas tradiciškai yra sutelkiamas naudojantis bankų teikiamomis paskolomis, siekiama sukurti alternatyvią kapitalo sutelkimo sistemą, t.y. stiprią vertybinių popierių rinką, kuri ES nuomone yra geresnis būdas telkiant kapitalą³⁸. Visgi kapitalo sutelkimas naudojantis bankine sistema arba grynai vertybinių popierių rinkos sistema turi savų plusų ir minusų, manytina, kad geriausias rezultatas būtų pasiektas subalansavus abi sistemas.³⁹

Taigi, ekonominiai argumentai ribojimų nustatymui ES lygmeniu yra susiję likvidumu ir didesniais kapitalo srautais. Sujungus daug mažų atskirų ir susiskaldžiusių finansų rinkų galima pagerinti likvidumą, paspartinti kapitalo sutelkimą. Integracijos pasekmė yra didesnė konkurencija tarp finansų paslaugų tiekėjų, tai lemia geresnę kokybę ir racionalesnį lėšų naudojimą.

³⁶ MOLONEY, Niamh. *EC Securities regulation. Seventh edition*. Oxford University press Inc. New York: 2008, p. 321.

³⁷ HUDSON, Alastair. *Securities law. First edition*. London: Sweet and Maxwell. London, 2008, p. 38.

³⁸ *Ibid*, p. 63.

³⁹ MOLONEY, Niamh. *EC Securities regulation. Seventh edition*. Oxford University press Inc. New York: 2008, p. 56.

Teisiniai pagrindai ES reglamentavimui

Norint suprasti teisinį pagrindą ES finansų rinkos reglamentavimui, būtina susipažinti su visa reglamentavimo geneze ir evoliucija, kuri nulėmė esamų direktyvų ir reglamentų egzistavimą. Europos Sąjunga jau nuo pat savo gyvavimo pradžios stengėsi sukurti vieningą rinką, kuri leistų pasiekti spartesnį ekonominį augimą. Dar 1957 m. Romos sutartis įtvirtino laisvo kapitalo judėjimo laisvę. ES gyvavimo pradžioje buvo manoma, kad paties laisvo kapitalo judėjimo principo nustatymo pakanka norint užtikrinti finansų rinkų integraciją,⁴⁰ o ir pati Romos sutarties formuluotė nurodanti, kad kapitalo judėjimo laisve reikia užtikrinti tik tiek, kiek to reikia bendros rinkos kūrimui, rodė, kad valstybės narės nebuvo šimtu procentu suinteresuotos kapitalo rinkų integracija⁴¹. Tačiau bėgant metams buvo suprasta, kad skirtumai tarp valstybių narių teisinių sistemų yra per dideli ir vystymasis vyksta per lėtai⁴². Pagrindinė problema, dėl ko kapitalo liberalizavimas smarkiai atsiliko nuo kitų ES laisvių įgyvendinimo buvo tai, kad jis susijęs su valstybių ekonomine ir pinigų politika⁴³. Buvo manoma, kad problemos sprendimas slypi harmonizacijoje, t. y. skirtumai tarp valstybių narių teisinių sistemų yra tokie milžiniški, jog niekada nebus įmanoma veikti jokiai integruotai finansų sistemai. Tačiau pamačius, kad dėl ilgų derinimo procesų šis planas neveikia, buvo imtasi derinimo (angl. *approximation*) veiksmų strategijos. Pastaroji pasireiškė dviem būdais:

1. Buvo pradėta siekti minimalaus standarto, t.y. ES valstybėms direktyvų ir reglamentų pagalba buvo nurodomi reikalavimai finansų rinkų reguliavimo srityje laikytis bent minimalaus standarto;
2. Pradėta reikalauti, kad ES valstybės pripažintų ES pasą finansų paslaugoms, t.y. kad vienoje valstybėje parduodami finansų produktai, gali būti parduodami ir kitose. Šiai „paso“ doktrinai pamatus padėjo EŽTT sprendimas *Cassis de Dijon*, kuriame teismas išaiškino, kad negalima uždrausti pradinėti prekių vienoje valstybėje narėje, jei jos yra parduodamos ir yra laikomos saugiomis kitose ES valstybėse.⁴⁴

⁴⁰ HUDSON, Alastair. *Securities law. First edition*. London: Sweet and Maxwell. London, 2008, p. 35.

⁴¹ BERNARD, Catherine. *Europos Sąjungos Materialinė teisė. Keturios laisvės, laisvas asmenų, paslaugų ir kapitalo judėjimas*. Vilnius: Eugrimas, 2006, p. 122.

⁴² HUDSON, Alastair. *Securities law. First edition*. London: Sweet and Maxwell. London, 2008, p. 40.

⁴³ MOLONEY, Niamh. *EC Securities regulation. Seventh edition*. Oxford University press Inc. New York: 2008, p. 322.

⁴⁴ Teisingumo Teismas. 1979 m. vasario 20 d. sprendimas *Rewe/Bundesmonopolverwaltung für Branntwein C- 120/78*, ECLI:EU:C:1979:42.

Visgi pirmas realus finansų integracijos vaisius buvo 1993 m. gegužės 10 d Tarybos direktyva 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje (angl. *Investment services directive*) (toliau ISD). Pastaroji direktyva nurodė daugybę naujovių ir sukūrė sąlygas kurti vieningą finansinę rinką. Tačiau, kaip išaiškino Lamfalussy komitetas, finansų sistema keitėsi greičiau nei ES teisės sistema, todėl buvo nuspręsta pereiti prie naujo reglamentavimo tipo ją išskaidant į keturias dalis:

1. Pirmas lygis buvo finansinius produktus reguliuojančių bendro pobūdžio direktyvų sukūrimas;
2. Antrasis buvo patikėtas EK, kuri privalėjo išleisti teisės aktus, kurie detalizavo direktyvas. Pagrindinis tokio išskyrimo argumentas buvo tai, kad bendri dalykai yra lengviau pritaikomi ir lengviau suderinami tarp ES narių. Taip pat būtina atsižvelgti į tai, kad principais grįstas reglamentavimas yra lankstesnis, o tokia greitai besikeičiančiame reglamentavime kaip finansų rinkų, jis yra būtinas. EK gali kur kas greičiau pakeisti techninius reglamentavimo klausimus nei visos valstybės suderins direktyvos tekstą;
3. Trečiasis lygis buvo patikėtas Europos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų komitetui (angl. *The Committee of European Securities Regulators*) (toliau - CESR) (dabar ESMA), kuris turėjo užtikrinti tai, kad nacionalinės reguliavimo tarnybos taikytų teisės aktus kiek galima panašiau;
4. Ketvirtasis lygis patikėjo EK galias užtikrinti, kad valstybės tinkamai įgyvendintų MIFID reikalavimus⁴⁵.

Toks reglamentavimo išskaidymas leido sukurti sistemą, kuri galėjo užtikrinti, kad bendrosios finansų rinkos reglamentavimo „tiesos“ (skaidrumas, investuotojų apsauga ir pan.) būtų įtvirtintos aukščiausiu lygiu ir sudarytų ES finansų sistemos reguliavimo stuburą. Tai, kad techniniai dalykai buvo palikti EK, leido sudaryti sąlygas ES teisei greitai ir be ilgos derinimo procedūros pritaikyti savo teisinę sistemą prie finansinių sistemų realijų.

Europos Sąjungos teisės šaltiniai yra skirstomi į pirminius ir antrinius. Teisinis pagrindas riboti prekybą ES kyla iš ES pirminių šaltinių - Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo (toliau – SESV)⁴⁶. ES diskrecija ir teisinį pagrindą nustatyti apribojimus galime išskirti į dvi labai svarbias finansų rinkoms sritis: kapitalo judėjimą bei paslaugų teikimą

⁴⁵ HUDSON, Alastair. *Securities law*. First edition. London: Sweet and Maxwell, London, 2008, p. 38.

⁴⁶ 2007 m. gruodžio 13 d. Europos Sąjungos sutarties suvestinė redakcija - Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo suvestinė redakcija. OL, 2012 C 326, p. 47–390.

SESV 2 str. suteikia ES išimtinę kompetenciją tam tikrose srityse priimti teisiškai privalomus aktus vienai (SESV 2 str. 1 d.) arba kartu su valstybėmis narėmis (SESV 2 str. 2 d.). Iš visų šių ES kompetencijos sričių finansų rinkų reguliavimui ir prekybos ribojimams aktualiausia yra vidaus rinkos veikimui būtinų konkurencijos taisyklių nustatymas (SESV 3 str.) bei vidaus rinka (SESV 4 str.). Viena iš vidaus rinkos sudedamųjų dalių yra laisvas kapitalo judėjimas (SESV 26 str. 2) ir ES gali imtis taikyti SESV nurodytas priemones siekdama užtikrinti vidaus rinkos egzistavimą. Be to, SESV 63 str., nustato, jog: pagal šiame skyriuje išdėstytas nuostatas uždraudžiami visi kapitalo judėjimo tarp valstybių narių ir tarp valstybių narių bei trečiųjų šalių apribojimai. Tad akivaizdu, jog ES turi diskreciją priimti teisės aktus, kurie užtikrintų laisvą kapitalo judėjimą tarp ES valstybių.

Kaip matyti iš pirminės ES teisės apžvalgos, kapitalo judėjimas yra eksplicitiškai ginamas ES pirminėje teisėje. Tačiau žodis kapitalas apima daug sričių. Rūta Vainienė ekonomikos terminų žodyne kapitalą apibrėžia kaip: „Pinigais įvertintą visų ketinamų įsigyti (ar įsigytų) kapitalinių gėrybių visumą; finansiniai ištekliai, investuojami į prekių ir paslaugų gamybą“⁴⁷. SESV kapitalo apibrėžimo nerasime, dėl tos priežasties atsakymo į klausimą ar finansų rinkos ir jose pardavinėjami finansiniai produktai patenka po kapitalo apibrėžimu reikia ieškoti teismų praktikoje⁴⁸.

2002 m. birželio 4 d. Teisingumo Teismo sprendime Nr. C-367/98 Europos Bendrijų Komisija prieš Portugalijos Respubliką patvirtino, kad pirminėje ES teisėje nerasime kapitalo judėjimo apibrėžimo, visgi, Teisingumo Teismas konstatavo, kad aiškinant sąvoką „kapitalo judėjimas“ galima remtis 1993 m. gegužės 10 d Tarybos direktyva 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje ir jos priedais. Minėtoje direktyvoje nurodyta, kad akcijų bei obligacijų pirkimas yra kapitalo judėjimas.⁴⁹ Tiesa, būtina pabrėžti, kad minėtoje byloje buvo kalbama apie draudimą valstybėms narėms riboti laisvą kapitalo judėjimą ES teritorijoje, tačiau šis sprendimo išaiškinimas dėl kapitalo judėjimo apibrėžimo gali būti taikomas į abi puses, t.y. nusakant kas yra draudžiama valstybėms (t.y. draudžiama riboti kapitalo judėjimą) bei nustatant, kokias sritis gali reglamentuoti ES tam, kad užtikrintų kapitalo judėjimą ir rinkos integraciją.

⁴⁷ VAINIENĖ, Rūta. *Ekonomikos terminų žodynas*. Vilnius: Tyto alba, 2008., p. 25.

⁴⁸ MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation. Seventh edition*. Oxford University press Inc. New York: 2008, p. 326.

⁴⁹ Teisingumo teismas. 2002 m. birželio 4 d. sprendimas Komisija/Portugalija Nr. C-367/98, ECLI:EU:C:2002:326.

Taigi, kaip matyti iš aukščiau pateiktų ekonominių ir teisinių argumentų, pagrindas riboti prekybą finansų rinkose yra pačios finansų rinkos gerovė ir stabilumas ilgalaikėje perspektyvoje, kuris gali būti pasiektas tik esant efektyviai, skaidriai ir integruotai finansų rinkai, kurioje gerbiamas investuotojas ir jo teisės. Finansų rinkų neefektyvumą bei nestabilumą sukeliančios priežastys negali būti išspręstos pačių finansų rinkos dalyvių pastangomis, todėl valstybėms bei ES yra privalu įsikišti į finansų rinkose vykstančius procesus, siekiant apsaugoti finansų rinkų atliekamų funkcijų stabilumą bei pagerinti pasitikėjimą finansų rinkomis ir paspartinti integraciją tarp atskirų valstybių finansų rinkų. Priežasčių, lemiančių nestabilumą bei finansų rinkų neefektyvumą, poveikio mažinimas arba neutralizavimas naudojant teisinius užtikrina, kad finansų rinkos užuot kenkusios realiai ekonomai, ją sutvirtina bei skatina ūkio augimą.

2. Ribojimų santykis su privatine teise ir jų poveikis civiliniams santykiams

Kaip aprašyta pirmojoje darbo dalyje, finansų rinkose vyksta vertybinių popierių ir kitų finansinių priemonių apyvarta. Finansų rinkų dalyviai, veikdami finansų rinkose, dalyvauja finansinių priemonių apyvartoje sudarydami sandorius dėl finansinio turto perleidimo. Šis autoriaus pateiktas labai supaprastintas finansų rinkų veiklos apibūdinimas iš esmės atitinka vienos iš turtinių santykių - nuosavybės objektų perdavimo santykių apibrėžimą. Pastarieji teisiniai santykiai teisės doktrinoje yra priskiriami privatinės (civilinės) teisės reguliavimo dalykui, kaip ir nuosavybės turtiniai santykiai.⁵⁰ Privatinė teisė nustato turtinių teisių turinį taip pat įtvirtinta sutarčių sudarymo tvarką bei jų vykdymo taisykles.⁵¹ Būtent privatinės teisės dalis, t. y. daiktinė teisė, reglamentuoja nuosavybės teisės įgijimą ir praradimą. Prievolių teisė reglamentuoja sutarčių sudarymą, jų vykdymą ir kitus su sutartimis ir iš jų kylančius klausimus.

Visos šios sritys yra aktualios prekybai finansų rinkose, kuriose, kaip jau minėta, vyksta sandorių sudarymas ir nuosavybės perleidimas. Reglamentuodama santykius tarp asmenų, privatinė teisė nustato ne tik asmenų teises, tačiau ir šių teisių apribojimus, kurie taikomi asmenims, užsiimantiems civilinei apyvarta, pvz., Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso⁵² (toliau CK) 6.163 str. 4 d. nustatytas reikalavimas šalims atskleisti viena kitai joms žinomą informaciją, turinčią esminės reikšmės sutarčiai sudaryti. Tačiau dėl pirmajame skyriuje nurodomų priežasčių (informacijos asimetrijos ir poveikio visai ekonomikai), civilinei apyvartai finansų rinkose yra taikomi papildomi ribojimai, o dalis prekybos finansų rinkos klausimų yra reglamentuojami ne privatinės teisės šaltiniuose, o viešosios teisės šaltiniuose⁵³, privatinei teisei paliekant tik tas dalis, kurių nereglamentuoja viešojoji teisė⁵⁴. Tai, kad ES reglamentuose ir direktyvose bei žemesnės teisės galios ES teisės aktuose įtvirtintas finansų rinkų reglamentavimas yra viešosios teisės sritis pripažįstama tiek teisės doktrinoje, tiek teismų praktikoje⁵⁵.

Teisės doktrinoje pripažįstama, kad privatine teise stengiamasi išspręsti individualius ginčus, tuo tarpu ES viešosios teisės reguliavimas yra skirtas įgyvendinti

⁵⁰ VILEITA, A., et al. *Civilinė teisė: Bendroji dalis*. Vilnius: Justitia, 2009, p. 21.

⁵¹ *Ibid.*

⁵² Lietuvos Respublikos Civilinis Kodeksas. Valstybės žinios, 2000-09-06, Nr. 74-226.

⁵³ Lietuvoje viešą vertybinių popierių prekybą reglamentuoja ne CK, o FPRĮ.

⁵⁴ MIKELĖNAS, V. et al. *Lietuvos Respublikos Civilinio Kodekso Komentaras*. Pirmoji Knyga. Bendrosios Nuostatos. Vilnius: Justitia, 2001, p. 56.

⁵⁵ DIDŽIULIS, L. Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2014, p. 102.

įvairius reguliavimo politikos tikslus⁵⁶. Ir iš tiesų, jei pažvelgsime į ES reglamentų ir direktyvų preambules, atrasime tokius teiginius kaip efektyvumo skatinimas, investuotojų apsauga, skaidrumo palaikymas ir daugybę kitų, kurių ekonominis naudingumas jau buvo aptartas kalbant apie ekonominių ribojimų pagrindus. Tačiau savo esme viešosios teisės ribojimai yra atsiradę iš privatinės teisės ypač iš sutarčių teisės (angl. *Contract laws*). Doktrinoje nurodoma, kad tokios pareigos kaip kliento supažindinimas su galima rizika bei jo poreikių išsiaiškinimas yra atėjusios iš teismų praktikoje išplėto bendrųjų privatinėje teisėje įtvirtintų pareigų aiškinimo⁵⁷. Manytina, kad tokie patys argumentai gali būti nurodomi ir nagrinėjant ribojimų prekybai santykį su private teise. ES teisės aktai nustato papildomus ribojimus, susijusius su prekybos finansų rinkose specifika (pvz. Europos Parlamento ir Tarybos reglamente 236/2012 nustatytas draudimas vykdyti nepadengtą skolintų vertybinių popierių prekybą, kurio atitikmens CK neatrasime) bei ribojimus, kurie detalizuoja ir pritaiko finansų rinkų specifikai CK nustatytus ribojamus civilinei apyvartai bei paslaugų teikimui (pvz., geriausios vykdymo pareigos nustatymas MIFID bei jos detalizavimas Komisijos bei ESMA leidžiamuose viešosios teisės aktuose yra ne kas kita kaip finansų rinkoms pritaikyta sąžiningumo pareiga⁵⁸).

Analizuodamas MIFID reikšmę civilinei atsakomybei Laurynas Didžiulis nurodė, kad tiek bendrųjų civilinių, tiek komercinių, tiek finansinių įstatymų ir faktinių šių šaltinių normų motyvų ir tikslų santykis pasireiškia tuo, kad jie susiduria civiline apyvarta, kuri yra ekonominių gėrybių, įskaitant finansinio turto, judėjimas tarp visuomenės narių.⁵⁹ Manytina, kad vertinant ribojimų ir privatinės teisės santykį svarbu atsižvelgti į privatinės ir viešosios teisės normų motyvų ir tikslų santykį. Veikdami civilinėje apyvartoje šie du teisiniai režimai veikia vienas kitą papildydami. Ypač tai pasireiškia žvelgiant per reglamentavimo sprendžiamų problemų prizmę. Nepaisant to, kad private teise siekiama išspręsti individualius konfliktus, tiek ji, tiek finansų rinkų teisė siekia užtikrinti efektyvią civilinę apyvartą. Be to, tiek privatinės teisės ribojimai civiliniams santykiams, tiek viešosios teisės ribojimai civiliniams santykiams yra nukreipti į informacijos asimetrijos ir išorinio efekto valdymą⁶⁰. ES teisinių ribojimų santykį su private teise galima apibūdinti kaip abipusiai vertikalų (arba kaip nurodo

⁵⁶ CHEREDNYCHENKO, Olha O. European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm-Client Relationship. *European review of private law*, 2009, t. 17(5).p. 931.

⁵⁷ Ibid, p.932.

⁵⁸ MIFID II 24 str. 1 d. eksplicitiškai įtvirtinta, jog paslaugos turi būti teikiamos sąžiningai, profesionaliai ir teisingai.

⁵⁹ DIDŽIULIS, L. Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2014, p. 111.

⁶⁰ STONYS A. Reguliacinės sutartys viešojoje teisėje: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 136.

L.Didžiulis bendrojo ir specialiojo įstatymo santykį). Viešoji teisė nustato apribojimus privatinės teisėje įtvirtintoms, su civiline apyvarta susijusioms, laisvėms (sutarčių laisvė bei disponavimo turtu laisvė) bei jų įgyvendinimo būdams, pakeisdama ir pritaikydama privatinės teisės ribojimus finansų rinkose vykstančios civilinės apyvartos specifikai, tačiau palikdama privatinės teisės reglamentavimui ir joje esantiems ribojimams atskirų klausimų sprendimą (pvz., civilinė atsakomybė už finansinių paslaugų prastą teikimą).

Tokio santykio ištakos slypi pačios prekybos finansų rinkose atsiradime, kuris, nepaisant dabartinio didžiulio administracinės teisės antstato, buvo nulemtas ištobulėjusio privatinės teisės reglamentavimo. Visų pirma, finansinių priemonių atsiradimas ir jų kaip nematerialaus turto perleidimo specifika buvo nulemta privatinės teisės reglamentavimo. Būtent pritaikant privatinės teisės institutus buvo sudaiktintos reikalavimo teisės inkorporuojant jas į dokumentą, suteikiant joms daiktinės teisės objekto statusą, skirtą turtinių teisių apyvartai palengvinimui⁶¹. Pačios prekybos egzistavimas buvo užtikrintas vis tobulėjančios privatinės teisės. Pačioje akcijų biržų prekybos pradžioje Nyderlanduose akcijų prekybai buvo taikomas nekilnojamojo turto perleidimo reglamentavimas, kuris sukeldavo nemažai neapibrėžtumo, tačiau vis gerinama ir plėtojama teismų praktika sukūrė vis aiškesnį nuosavybės perleidimo ir prekybos režimą.⁶² Visgi jau nuo pat pradžių bendrųjų privatinės teisės principų neužteko tinkamam reglamentavimui ir valstybei vis tekdavo įsikišti į finansų rinkų sistemą siekiant politinių reguliavimo tikslų (pvz., Pietų jūros burbulas, įvairūs *short sale* draudimai)⁶³. Nepaisant to, prekyba iki XX a. pradžios vyko savireguliacijos principu, kuomet akcijų biržose veikiantys asmenys veikė vienas kito pažinimo ir pasitikėjimo principais. Bėgant metams, prekyba vis sudėtingėjo bei pradėjo turėti vis didesnę įtaką realiai ekonomikai, atsirado naujų finansinių priemonių ir privatinei teisei tapo sunkiau sukontroliuoti šiuos veiksmus. Apogėjus buvo pasiektas 1929 m., kuomet įvykusios krizės padariniai ypatingai smarkiai paveikė ekonomiką (ar tikrai vien finansų rinkų griūtį reikėtų kaltinti dėl ekonominės krizės yra diskutuotina) ir buvo nustatyti aiškūs apribojimai *lasiaze faire* prekybai ir jai vykdyti padedančiai privatinei teisei. Finansų rinkų teisės ribojimai atėjo į pagalbą tuomet, kai prekyba finansų rinkose tapo masiška, kai prekiauti pradėjo vis daugiau nepažįstamų asmenų, kuomet asmenys nebegalėjo pasitikėti vienas kitu, kuomet finansų rinka tapo tokia svarbi

⁶¹ DIDŽIULIS, Laurynas. Finansinio turto ir finansinių priemonių teisinė prigimtis ir reikšmė. *Teisė*, 2012, t. 84, p. 96.

⁶² PETRAM, L., O. The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700: daktaro disertacija. Humanitariniai mokslai, istorija. Amsterdamas: Amsterdamo Universitetas, 2011, p. 99.

⁶³ VANAHA, Dominykas. *Viešoji prekyba akcijomis. Teisinio reglamentavimo ypatumai ir problemos*. Vilnius: MES, 2011, p. 18.

ekonomikai, kad manipuliacijos ir apgavystės pradėjo iš esmės neigiamai veikti visą ekonomiką. Tokiame kontekste privatinėje teisėje esantys sutarčių teisės bendrieji principai buvo pakeisti įsakmiais viešosios teisės reikalavimais, kurie apribojo asmenų teises.

Žvelgiant į šį istorinį kontekstą, galime finansų rinkų ribojimo ir kišimosi į privatinės teisės reglamentuojamus santykius prilyginti kelių eismo taisyklių istorinei genezei, t.y. XIX a. ir XX a. sandūroje, tik pradėjus plėtotis automobilių technologijai, nebuvo beveik jokių taisyklių jų naudojimui, tačiau vis didėjantis jų greitis ir vis daugėjantis vairuotojų skaičius nulėmė tai, kad valstybės pradėjo įvedinėti kelių eismą reglamentuojančias taisykles, tam, kad eismo srautai vyktų tvarkingai ir efektyviai. Taip ir finansų rinkų ribojimai buvo sukurti norint patikslinti finansų rinkų dalyviams privatinėje teisėje nustatytų ribojimų apimtį, sukuriant tikslesnę ir detalesnę reglamentavimą, kuris jiems padeda įgyvendinti savo turtines teises tokiu būdu, kuris nekenkia nei kitiems finansų dalyviams, nei finansinei sistemos visumai. Visų šių išvardintų tikslų siekia ir privatinės teisės ribojimai, tačiau dėl jų bendrumo jie negali būti taikomi tiesiogiai finansų rinkose. Taip yra todėl, kad rinkos dalyviai vertina aiškumą, o į *ex post* poveikį nukreipti privatinės teisės ribojimai negali užtikrinti tokio pat aiškumo kaip viešosios teisės *ex ante* reglamentavimas⁶⁴.

Be to, verta pažvelgti ir iš ekonominės pusės. Kuo didesnė investicijos rizika, tuo didesnė jos grąža ir tuo didesnė kapitalo pritraukimo kaina. Kas galėtų paneigti, kad rizika išaugtų kur kas labiau, jei finansų rinkų dalyviai nebūtų užtikrinti dėl jų atliekamų veiksmų tinkamumo (pvz., investicinių paslaugų teikimo srityje). Taigi, galima teigti, kad viešojoje teisėje nustatytų ribojimų prekybai finansų rinkose santykis su private teise (įskaitant ir jos pačios ribojimus prekybai) yra vertikalusis, kurį nulemia tiek privatinės, tiek viešosios teisės taikymo srities (civilinės apyvartos) tapatumas bei tiek privatinės, tiek finansų rinkų teisės sprendžiamų problemų panašumas, o kai kuriuose srityse net tapatumas. Visgi, labiausiai tai pasireiškia vertinant viešosios teisės ribojimų poveikį privatinės teisės reglamentavimo objektui – civiliniams santykiams.

⁶⁴ CHEREDNYCHENKO, Olha O. European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm-Client Relationship. *European review of private law*, 2009, t. 17(5), p. 932.

Ribojimų poveikis civiliams santykiams

Žinant, kad prekybos finansų rinkose metu susiklosto turtiniai nuosavybės ir turtiniai nuosavybės objekto perleidimo santykiai ir tai, jog viešosios teisės ribojimai skirti išspręsti finansų rinkose kylančias neefektyvumo problemas, svarbu nustatyti kaip ribojimai veikia civilinius santykius. Civilinius santykius riboja ne tik viešoji teisė, tačiau ir privatinės teisės ribojimai. Visgi, privatinės teisės ribojimai yra bendresnio pobūdžio ir palieka ganėtinai daug laisvės šalių susitarimui bei pareigos interpretavimui. Ribodami civilinius santykius, prekybos finansų rinkose teisiniai ribojimai veikia asmenų turto disponavimo bei sutarčių laisvės teises. Tiesa, būtina nepamiršti, jog sutarčių teisė negali būti nagrinėjama atskirai nuo nuosavybės teisės įgyvendinimo⁶⁵. Be to, teisės doktrinoje ir teismų praktikoje pabrėžiama, jog nuosavybės teisės „trejetas“ (teisė disponuoti, valdyti ir naudoti turtą) gali būti apribotas ir nėra absoliutus⁶⁶, kaip ir sutarčių laisvės principas⁶⁷.

Disponavimo turtu ir sutarčių sudarymo laisvės apribojimas

Vienas iš visiems finansų rinkų dalyviams taikomų ribojimų yra draudimas manipuluoti rinka. Ribojimų poveikis yra tas, kad jie suvaržo civilinius santykius, arba tiesiogiai (draudžiama prekiauti ar mėginti prekiauti vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija⁶⁸) arba netiesiogiai (draudžiamas finansinių priemonių pirkimas ar pardavimas pačioje prekybos rinkoje sesijos pradžioje ar pabaigoje, dėl kurio buvo arba, tikėtina, bus suklaidinti investuotojai, priimančys sprendimus remdamiesi paskelbtomis kainomis, įskaitant sesijos pradžios ar pabaigos kainas⁶⁹). Tiesioginis suvaržymas pasireiškia turto disponavimo teisės apribojimu tiesiogiai uždraudžiant asmenims disponuoti jų turimu turtu, o tai savaime uždraudžia bet kokius sutartinius santykius ir sutarčių laisvės principo atsiradimą. Netiesioginio suvaržymo ribojimai eksplicitiškai neuždraudžia asmenims sudaryti sandorių ar disponuoti turtu, tačiau nustato

⁶⁵ HAENTJENS, Matthias. *Between Property Law and Contract Law: the Case of Securities* [interaktyvus]. Leiden: Hazelhoff Centre for Financial Law Leiden Law School, 2014 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2436906>, p. 3.

⁶⁶ ŠVILPAITĖ, Eglė. Konstitucija ir nuosavybės teisės apribojimo galimybės. *Jurisprudencija*, 2002, t. 30(22), p. 70.

⁶⁷ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2009 m. vasario 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-24/2009.

⁶⁸ Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 2014 m. balandžio 16 d. dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos. OL, 2014 L 173, p. 1–61, 14 str.

⁶⁹ Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 2014 m. balandžio 16 d. dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos. OL, 2014 L 173, p. 1–61, 12 str.

ribojimus, kurie neigiamai veikia šalių autonomiją bei nustato ribas sutarčių laisvės principui. Sutarčių laisvės principas yra ribojamas, nes jo turinį sudaro tai, jog asmenys turi teisę sudaryti sutartį ir nustatyti jos turinį bei formą⁷⁰, tuo tarpu piktnaudžiavimo prekyba bei, ypač, informacijos apie sudarytus sandorius atskleidimo ribojimai tiesiogiai įsikiša į finansų rinkose prekiaujančių asmenų sutarčių turinį. Be to, viena iš sutarčių laisvės principo sudedamųjų dalių yra konfidencialumas. Akivaizdu, kad įvairūs informaciją atskleisti reikalaujantys ribojimai apriboja konfidencialumo galimybes tarp šalių.

Doktrinoje laikomasi nuomonės, kad sutarties laisvės principas privatinėje teisėje yra ribojamas siekiant užtikrinti:

1. Sutarties šalies laisvės apsaugą, kurios poreikį lemia informacijos trūkumas bei prievartos galimybė;
2. Trečiųjų asmenų teisių apsaugą, kurios poreikis nulemtas sutarčių poveikio aplinkai bei suprekinimo.⁷¹

Matyti, kad privatinės teisės ribojimai sutarčių laisvės principui ir šalių autonomijai yra nustatomi iš esmės tuo pačiu tikslu, kaip ir ribojimai finansų rinkose, t.y. siekiant sumažinti informacijos asimetrijos ir sutarčių poveikio išoriniams santykiams poveikį. Kaip jau nurodyta aprašant ekonominius argumentus, prekybos finansų rinkose pobūdis lemia tai, kad joje yra ypatingai stiprus informacijos asimetrijos veikimas, t.y. informacijos trūkumas. Be to, viso finansų sektoriaus poveikis ekonomikai, o sutarčių poveikis finansų sektoriui irgi yra nemenka problema, kurią būtina spręsti. Ribojimams prekybai keliamas uždavinys yra efektyvios rinkos užtikrinimas.⁷² Rinkos efektyvumas gali būti pasiektas tik tuo atveju, jei joje investuojantys asmenys galės savo investicijas nukreipti ten, kur, jų manymu yra geriausia, tačiau tai jis gali daryti tik tada, kai gali tinkamai įgyvendinti savo civilines turtines teises. Manytina, kad esant informacijos asimetrijai asmenys negali pilnavertiškai įgyvendinti savo civilinių teisių, o finansų sektoriaus poveikis ekonomikai ir sandorio išorinis veikimas paveikia kitų asmenų teises, todėl ribojami yra būtini. Todėl ribojimų poveikis turtiniams ir prievoliams santykiams bus nagrinėjamas aiškinantis ribojimų taikymo tikslus.

⁷⁰ MIKELĖNAS, V. et al. *Lietuvos Respublikos Civilinio Kodekso Komentaras*. Pirmoji Knyga. Bendrosios Nuostatos. Vilnius: Justitia, 2001, p. 194.

⁷¹ STONYS A. Reguliacinės sutartys viešojoje teisėje: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 134.

⁷² PILBEAM, Keith. *Finance & Financial markets*. Third edition. New York: Palgrave Macmillan, 2010, p. 459.

Ribojimai, susiję su informacijos atskleidimu

Kaip jau minėta, tiek civilinė, tiek finansų rinkų teise siekiama sumažinti informacijos asimetrijos efektą. Doktrinoje laikomasi nuomonės, kad informacijos trūkumai neigiamai veikia sutarties laisvę sukeldami neatitikimus tarp išreikštos valios ir sutarties turinio.⁷³ CK 6.158, 6.163, 6.228, 1.90, 1.91 straipsniais siekiama spręsti informacijos asimetrijos problemą. Išvardinti straipsniai nustato sandorius sudarančioms šalims įvairias pareigas, susijusias su informacijos atskleidimu kitai šaliai, pvz., CK 6.163 str. 4 d. Lietuvos teismų praktikoje aiškinama kaip prievolė atskleisti informaciją, kokia nuosavybės teisės forma perleidžiami vertybiniai popieriai priklauso pardavėjui.⁷⁴ Pažvelgus į finansų rinkų specifiką matome, kad joje susiduriama su ta pačia informacijos asimetrijos problema, tačiau dėl to, kad finansų rinkose veikia daug atskirų investuotojų, kurie kiekvienas atskirai ir visi kartu veikia finansų rinkose vykstančius procesus. Minėtų straipsnių nepakanka, nes, net jei jie ir būtų taikomi, jie labai sulėtintų prekybos tempus. Be to, finansų rinkose dalyvaujantys asmenys gali turėti viešai neatskleistos informacijos, kuri jiems suteikia didelį pranašumą prieš kitus finansų rinkų dalyvius. Galima teigti, kad asmenys, kurie prekiauja naudodamiesi viešai neatskleista informacija, turi perdėtą pranašumą kitos šalies atžvilgiu. Tokios situacijos privatinėje teisėje apibūdinamos kaip esminė šalių nelygybė. Teismų praktikoje laikoma, kad sąlyga nulemia didelę šalių prievolių neatitiktį, kai viena šalis kitos sąskaita įgyja neproporcingai didelę, palyginti su jos prievolėmis, naudą, o kita šalis negauna nieko arba jos nauda yra neproporcingai maža, palyginus su kitos šalies prievole. Tokia nelygybė dėl tarpusavio prievolių neatitikties turi būti jau sudarant sutartį.⁷⁵ Kas galėtų paneigti, jog asmuo, kuris parduoda finansines priemones arba perka jas naudodamasis viešai neatskleista informacija, gauna neproporcingai didelę naudą, palyginus su investuotoju, kuris šios informacijos nežino? Finansinė veikla yra susijusi su rizika, negali susidaryti situacijos, kuomet tik viena sandorio šalis priima visą riziką, nes neturi galimybės prieiti prie tikslios ir investiciniam sprendimui būtinos informacijos. Būtent spręsti tokiai nelygybei yra pasitelkiami apribojimai. Tačiau prekybos finansų rinkose pobūdis lemia, kad privatinės teisės ribojimai neveikia taip efektyviai siekiant užtikrinti tinkamą civilinę apyvartą finansų

⁷³ STONYS A. Reguliacinės sutartys viešojoje teisėje: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 136.

⁷⁴ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija 2013 m. sausio 18 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-138/2013.

⁷⁵ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija 2014 m. balandžio 16 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-206/2014.

rinkose. Finansų rinkose nėra galimybės atskleisti informaciją apie parduodamas akcijas kiekvienam asmeniui atskirai, o kartais nesavalaikis informacijos atskleidimas gali padaryti daugiau blogo nei gero, nes sulėtintų prekybą ir civilinę apyvartą. Norint išspręsti šią problemą, ES teisėje nustatytas reguliavimas įtvirtina ribojimus turto disponavimo ir sandorių laisvės principams. Viešosios teisės ribojimai įsikiša į civilinius santykius ir informacijos asimetrijos sprendimo pagrindais nustatyto disponavimo teisės ir sutarčių laisvės principo apribojimus. Visų pirma, nustatomi draudimai laisvai disponuoti turtu asmenims, kurie turi viešai neatskleistos informacijos. Tokiems asmenims, priklausomai nuo numatomos informacijos pobūdžio, draudžiama tiek parduoti finansines priemones, tiek pirkti, kol informacija nėra paskelbta viešai. Antra, yra ribojamas sutarčių laisvės principo veikimas, nurodant, kad visa informacija apie finansinių priemonių apyvartą privalo būti anksčiau ar vėliau paviešinta, kitiems finansų rinkos dalyviams, taip įsikišant į sutarčių laisvės principą ir apribojant asmenų teises sudaryti sandorius visiškai konfidencialiai nuslepiant tikrosios prekybos mastus.

Nuosavybės disponavimo apribojimas užkerta civilinių santykių atsiradimą tarp finansų rinkų dalyvių, nes draudžia asmenims disponuoti finansinėmis priemonėmis taip sprendžiamas informacijos asimetrijos problema ir drausdamas prekybą finansų rinkose. Antrasis ribojimas kišdamasis į civilinius santykius tarp šalių ir nustatydamas informacijos apie atliekamą finansinių priemonių apyvartą atskleidimo pareigą, kurios pagrindu sukurama informacijos skleidimo infrastruktūra. Kaip pastebima doktrinoje, utilitaristinė asmenų padėtis lemia tai, kad informacijos bus atskleista tiek, kiek jiems liepia imperatyvios įstatymo normos⁷⁶, tad jau vien dėl šios priežasties nekontroliuojamose finansų rinkose gali atsirasti neefektyvumas. Abu ribojimai gali būti aptinkami ir privatinėje teisėje, pvz., CK 4.37 str. nustatyta, kad nuosavybės teisė – tai teisė savo nuožiūra, nepažeidžiant įstatymų ir kitų asmenų teisių ir interesų, valdyti, naudoti nuosavybės teisės objektą ir juo disponuoti. Tačiau tai yra labai bendras apibūdinimas, kurio nepakanka finansų rinkų prekyboje, nes asmens veiksmai kenkia kitų asmenų teisėms netiesiogiai ir labiausiai veikia neapčiuopiamą gėrį – pasitikėjimą finansų rinkų skaidrumu. Visgi, tai tik parodo, kad finansų rinkose taikomi ribojimai iš esmės siekia tų pačių tikslų kaip ir privatinės teisės ribojimai kitų rūšies civilinei apyvartai, t.y. informacijos trūkumo, kuris trukdo sutarčių laisvės principo įgyvendinimui (informacijos asimetrijos) sprendimas ir mažinimas.

⁷⁶ STONYS A. Reguliacinės sutartys viešojoje teisėje: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 138.

Poveikio trečiųjų asmenų teisėms ribojimai

Dar vienas, gal net svarbesnis, ribojimų civiliams santykiams veikimas pasireiškia siekiant užtikrinti trečiųjų asmenų apsaugą. Sutartys tarp dviejų šalių dėl visuomenės narių priklausymo vienas nuo kito daro įtaką ne vien sutarčių šalims, tačiau ir tretiesiems asmenims, jų teisėms. Sutarties šalims veikiant visuomenėje jų veiksmai daro teigiamą arba neigiamą įtaką ir kitiems asmenims.⁷⁷ Dėl šios priežasties teisė privalo įsikišti į šiuos santykius siekdama apginti trečiųjų asmenų interesus. Finansų rinkose šis poveikis dar labiau sustiprėja, nes šalių vienoks ar kitoks veikimas gali paveikti visą finansų rinką. Įvairūs manipuliacijos būdai pasireiškia tuo, kad asmenys, naudodamiesi turto disponavimo teise ir sukurdami civilinius santykius, paveikia ne tik sutarčių šalių teises ir pareigas, tačiau ir visos finansų rinkos dalyvių turtines teises. Nematerialus vertybinių popierių pobūdis lemia tai, kad dideli, dirbtinai finansų rinkų dalyvių sukurti pasikeitimai finansų rinkose, kurie neigiamai veikia finansinių priemonių vertę, gali asmenis palikti be jokio turto, t. y. skirtingai nei kitose civilinės apyvartos srityse, asmenys gali visiškai prarasti savo investuotą kapitalą, be galimybės jį susigražinti. Tad akivaizdu, jog finansų rinkose be atodairos veikiantys finansų rinkų dalyviai gali neigiamai paveikti kito asmens turto vertę. Kaip buvo nurodyta aprašant ekonominius ribojimų pagrindus, finansų sistemos ribojimai iš dalies yra nulemti finansų sistemos gebėjimo daryti tiek žalą, tiek naudą kitiems ekonominiams sektoriams. Manytina, kad civilinių santykių apribojimas užtikrina, kad civilinės sutarties efektas nepereitų į efektą finansų sistemai, o pastarosios efektai bumerangu negrįžtu toms pačioms finansų rinkose manipuliuojančioms šalims. Nustatyti ribojimai veikia asmenų turto disponavimo teisę nustatydami, kokiais būdais jie negali įgyvendinti savo turto disponavimo teisės, t.y. kokie turtinių teisių įgyvendinimo būdai yra kenksmingi tretiesiems asmenims.

Taip pat yra kišamasi į sutarčių laisvės principą, nes asmuo negali nustatyti sutarčių turinio kaip tinkamas, pvz., kainos pokyčio dydžio ribojimas, tiesiogiai įsikiša į vieną iš sutarties sąlygų – kainą, ir nustato, kad ji gali keistis tik tam tikrais intervalais palyginus su rinkos kaina⁷⁸. Toks veikimas ryškiai apriboja asmens sutarčių laisvę. Pastaroji laisvė vardan efektyvumo ir kainos skaidrumo tikslo yra ribojama įvairiais būdais, be jau minėto turinio ribojimo, finansų rinkose kai kurios sutartys gali būti tiesiog

⁷⁷ STONYS A. Reguliacinės sutartys viešojoje teisėje: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 144.

⁷⁸ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, 49 str.

uždraustos, pvz., esant ekstremalioms sąlygoms finansų rinkose, priežiūros institucijos gali uždrausti prekybą skolintais vertybiniais popieriais, toks ribojimas užkertą kelia sukurti civilinius santykius tarp trijų subjektų - asmens, kuris skolinasi, kuris parduoda ir kuris perka.

Taigi, akivaizdu, jog prekybos ribojimai finansų rinkose suvaržo asmenų turto disponavimo ir sutarčių laisvės teises. Šiais ribojimais iš esmės siekiama tų pačių tikslų, kokių siekia ir privatinės teisės ribojimai, tačiau prekybos finansų rinkose teisiniai ribojimai yra labiau pritaikyti specifinėms finansų rinkoms bei jose vykstančiai civilinei apyvartai. Visgi, būtina nepamiršti, jog 1950 m. Žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių apsaugos konvencija, būdama Lietuvos ir visų ES valstybių narių teisės dalis, nustato, jog ribojimai nuosavybės „trejetui“ turi būti proporcingi ir reikalingi bendrajam interesui patenkinti. Kaip jau minėta ir pabrėžiama doktrinoje, turto disponavimo teisė gali būti ribojama ir kišantis į prievolinius santykius,⁷⁹(pvz. ribojant sutarčių laisvę). Tad įstatymo leidėjas turi labai atidžiai įvertinti, ar jo nustatomi ribojimai finansų rinkose veikiančių subjektų turtinėms ir sutartinėms laisvėms yra pagrįsti ir proporcingi.

⁷⁹ ŠVILPAITĖ, E. Konstitucija ir nuosavybės teisės apribojimo galimybės. *Jurisprudencija*, 2002, t. 30(22), p. 71.

3. Atskiros ribojimų rūšys pagal ES finansų rinkų teisinio reguliavimo tikslus

Skirtingai nei paskutinės dvi didelės finansų rinkas paveikusias ES finansų teisės reformos (ISD ir MIFID), dabartinė, vis dar vykstanti reforma, didžiąja dalimi yra įtakota finansų krizės, tai galime matyti tiek iš ES viešųjų konsultacijų, tiek iš La Rosiere grupės pasiūlymų, kurie buvo įtraukti į minėtas konsultacijas. Konsultacijose buvo sprendžiama, kad pagrindinės ES finansų rinkų reglamentavimo problemos buvo:

1. Per mažas integravimas. Per mažą integravimą nulemia tai, kad, nepaisant MIFID priėmimo, ganėtinai daug sričių yra paliekama nereguluota, kas lemia teisinio reglamentavimo skirtumus valstybėse narėse. Skirtumai reguliavime neigiamai veikia konkurenciją bei tinkamą kapitalo paskirstymą⁸⁰;
2. Neefektyvios rinkos, reglamentavimo skirtumai, sparti technologijų bei rinkų struktūros kaita sukėlė nenumatytų efektyvumo finansų rinkose kliūčių⁸¹;
3. Menkai apsaugoti investuotojai. Europos finansų rinkų nacionalinės reguliavimo institucijos pastebėjo, kad MIFID nustatyta apsauga tiek apimtimi, tiek jos praktiniu panaudojimu yra nevisiškai veiksminga. Tokie pavydžiai, kai neišprususiems investuotojams buvo siūlomi itin sudėtingi ir jiems netinkami produktai, neįspėjant jų apie galimą investavimo riziką, reikalauja rimto peržiūrėjimo⁸²;
4. Per mažas skaidrumas prekyboje. Patikimos, kainą formuojančios informacijos trūkumas padidina finansų rinkų dalyvių išlaidas. Trūkstant tikslios informacijos apie finansų rinkose prekiaujamų produktų kainas, padidėja analizės kainos ir netiesioginės perlaidų išlaidos be to sumažėja likvidumas ir perlaidų skaičius⁸³.

Atsižvelgdami į šias problemas EK ir EP pradėjo finansų rinkos teisinio reglamentavimo reforma, kuria siekiama išspręsti per krizę iškilusias problemas. Tačiau nepaisant to, kad paskutine reforma siekiama išspręsti per krizę išryškėjusias silpnąsias finansų rinkų sritis, ES vis dar stengiasi sukurti vieningą finansų rinką ir ištraukti ES iš bankų finansavimo gniaužtų, nurodydama, kad stipresnės kapitalo rinkos sukurtų alternatyvą bankams ir sumažintų jų įtaką finansavimo srityje, padėdamos: pritraukti daugiau investicijų visoms

⁸⁰ LAROSIERE J., et al. *The High Level group on financial supervision in the EU report* [Interaktyvus]. Bruselis: The de Larosiére Group, 2009 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiére_report_en.pdf>, p. 28.

⁸¹ European Commission. Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) [interaktyvus]. 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf>, p. 7

⁸² *Ibid*, p. 50.

⁸³ *Ibid*, p. 21.

įmonėms, ypač mažosioms ir vidutinėms įmonėms (toliau - MVI) ir infrastruktūros projektams; pritraukti daugiau investicijų į ES iš kitų pasaulio šalių; ir padidinti finansų sistemos stabilumą, užtikrindamos įvairesnių finansavimo šaltinių⁸⁴. Stipresnės ir labiau integruotos finansų rinkos sukurtų daugiau darbo vietų geriau paskirstytą kapitalą ir užtikrintų didesnę konkurencingumą. Tačiau visiems šiems kilniems ir ambicingiems tikslams pasiekti trukdo tai, kad galimybės gauti finansavimą visoms įmonėms ir investiciniams projektams visoje Europoje yra prastos, nėra užtikrinami pakankamai įvairūs ES ir likusio pasaulio investuotojų teikiami finansavimo šaltiniai, rinkos efektyvumas ir veiksmingumas investuotojų ir finansavimo naudotojų suvedimo srityje nėra didelis, tiek valstybėse narėse, tiek tarpvalstybiniu mastu⁸⁵. Kaip buvo aptarta pirmojoje ir antrojoje šio darbo dalyse, šias problemas galima spręsti arba užkirsti kelią jų atsiradimui teisinėmis priemonėmis. Aukščiau paminėtų keturių politinių tikslų siekiama įvairiais teisiniais reikalavimais, visgi šio darbo tema susijusi su ribojimais prekybai, todėl svarbu išsiaiškinti, kokie ribojimai prekybai yra taikomi dabar ir bus prekybai finansų rinkose po 2018-01-03.

⁸⁴ Europos Komisija. *Žalioji knyga. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas* [Interaktyvus]. Briuselis, 2015, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=LT>>, p. 2.

⁸⁵ *Ibid*, p. 13.

3.1. Ribojimai, tarnaujantys finansinių paslaugų vidaus rinkos kūrimui

EK nurodo, kad didesnio integracijos lygio skatinimas sudarytų sąlygas didesnėms investicijoms, nedidinant išiskolinimo bei padarytų ES rinkas atsparesnes finansų rinkų sukrėtimams⁸⁶. Viešai yra įvardijama, jog viena iš bėdų, trukdančių pasiekti didesnę integraciją finansų rinkose, yra tai, kad finansų rinkos yra ne pakankamai reglamentuojamos ES mastu,⁸⁷ reglamentavimo skirtingumas trukdo finansinių paslaugų rinkos kūrimui.

Finansinės paslaugos MIFID II yra skirstomos į

1. Investicines paslaugas ir veiklą;
2. Papildomos paslaugos.⁸⁸

Tiek investicinės paslaugos ir veikla, tiek papildomos paslaugos yra svarbios tinkamam finansų rinkų egzistavimui. Norint užtikrinti tinkamą šių paslaugų integraciją visos ES teritorijoje, reikia pašalinti ekonominius ir teisinius barjerus, kliudančius šiai integracijai. Pagrindiniai teisiniai barjerai, kurie kliudo vieningos rinkos sukūrimui, yra susiję su konkurencijos ribojimais⁸⁹. Konkurenciją galima riboti apsunkinant priėjimą prie tam tikrų, veiklai reikalingų išteklių ar infrastruktūros arba nustatant nevienodus teisinių paslaugų teikimo reikalavimus. Skirtingi finansinių paslaugų teikimo standartai ir reikalavimai paslaugas teikiantiems asmenims izoliuoja mažesnes rinkas, nes įėjimas į jas sukelia nereikalingus kaštus. Ribojimai gali veikti tiek patekimą į paslaugų teikimo rinką, tiek patį paslaugų teikimą. Būtina pabrėžti, kad labiausiai prie bendros finansinių paslaugų rinko kūrimo prisideda vadinamoji „Europos paso“ sistema leidžianti finansų paslaugas teikiančioms įmonėms veikti visoje ES teritorijoje, nereikalaujant gauti leidimą vykdyti veiklą kiekvienoje valstybėje atskirai, tačiau dėl finansų prekyboje vykstančių procesų vien leidimo prekiauti ar užsiimti veikla visoje ES nepakanka, dėl to finansų rinkų prekyboje yra nustatyti tam tikri ribojimai prekybai susiję su finansinių paslaugų teikimu bei su informacijos atskleidimu.

⁸⁶ Europos Komisija. *Žalioji knyga. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas* [Interaktyvus]. Briuselis, 2015, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=LT>>, p. 4.

⁸⁷ LAROSIERE J., et al. *The High Level group on financial supervision in the EU report* [Interaktyvus]. Briuselis: The de Larosièrè Group, 2009 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>, p. 28.

⁸⁸ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496. I Priedas.

⁸⁹ FERRARINI, G.; WYMEERSCH, E. *Investor protection in Europe. Corporate law making, The MiFID and beyond*. New York: Oxford University press Inc., 2007, p. 201-206.

Ribojimai, susiję su paslaugų teikimu

Labiausiai su vieningu finansinių paslaugų kūrimu bei integracijos stiprinimu yra susijusi MIFID II 27 str. nustatyta finansų tarpininko pareiga vykdyti kliento pavedimus geriausiais kliento interesais⁹⁰. MIFID II 27 str. 1 d. apibrėžia „geriausio vykdymo pareigą“ kaip „valstybių narių reikalavimą, kad vykdydamos pavedimus, investicinės įmonės imtųsi visų pakankamų veiksmų, klientų naudai siekdamos kuo geresnių rezultatų atsižvelgiant į kainą, išlaidas, greitumą, įvykdymo ir atsiskaitymo tikimybes, dydį, pobūdį ar bet kokį kitą veiksni, susijusį su pavedimo įvykdymu.“⁹¹

Atsižvelgiant į tai, kad mažmeniniams investuotojams, prieiga prie finansų rinkų yra ribojama, siekiant suvaldyti riziką, viena iš paprasčiausių, bet kartu ir svarbiausių paslaugų, kurias suteikia finansų tarpininkai yra prieigos prie finansų rinkos suteikimas.⁹² Visgi, 2014 m. JK finansų priežiūros atliktas 36 investicines paslaugas teikiančių bendrovių tyrimas parodė, jog dauguma finansų rinkose veikiančių finansų tarpininkų nesugebėdavo užtikrinti geriausio vykdymo pareigos atlikimo.⁹³ Minėtoms bendrovėms trūko žinių sprendžiant apie šios pareigos apimtį, jos neturėjo pakankamo pareigos vykdymo aparato, trūko įrodymų patvirtinančių, kad klientams tikrai buvo suteikta geriausia paslauga bei atsakingų darbuotojų, kurie turėjo prižiūrėti pavedimų politikos atitikimą rinkos situacijai. Taigi, aiškiai matyti, jog problema yra ir ją būtina spręsti.

Šio ribojimo varžomasis poveikis prekybai akivaizdus, nes jis apriboja finansų tarpininko laisvę atlikti prekybą neįvertinus galimų pakankamo kiekio investavimo galimybių. Be to, prieš nukreipdamas kliento pavedimą pirkti vieną ar kitą finansų priemonę finansų tarpininkas turi atlikti detalią analizę, tam, kad klientas gautų geriausią paslaugą. Tačiau iš pareigos pobūdžio taip pat matyti, kad jis veikia ir konkurenciją bei integraciją, nes įpareigoja finansų rinkų tarpininkus peržvelgti daugiau nei vieną finansų prekybos vietą.

⁹⁰ Šioje dalyje apie ribojimus investicinių paslaugų teikėjams kalbama tik iš bendros finansinių paslaugų rinkos kūrimo perspektyvos.

⁹¹ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, 27 str.

⁹² DIDŽIULIS, Laurynas. Investicinių pavedimų priėmimo, perdavimo ir vykdymo civilinis teisinis kvalifikavimas. *Teise*, 2016, t. 100, p. 41.

⁹³ Financial Conduct Authority. Thematic Review TR14/13. *Best execution and payment for order flow* [interaktyvus]. Londonas: FCA, 2014 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieigą per internetą: <<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr14-13.pdf>>, p. 5.

Nuo pat 1999 m. pristatyto FSAP plano ES stengiamasi sukurti didelę, efektyvią ir likvidžią kapitalo rinką⁹⁴. Tokiam jos kūrimui yra privalu į finansų rinkas pritraukti kuo daugiau namų ūkių ir neprofesionalių investuotojų⁹⁵. Tam, kad investuotojai būtų pritraukti, reikia užtikrinti tam tikrą infrastruktūrą ir apsaugą finansų rinkose. Norint sukurti tinkamą finansinių paslaugų infrastruktūrą, yra būtina užtikrinti lygias sąlygas visiems finansines paslaugas teikiantiems subjektams. Mokslininkai atkreipė dėmesį į tai, jog dauguma investuotojų yra neigiamai nusiteikę užsienio finansų tarpininkų atžvilgiu, kadangi nežino, kokios jiems taikomos veiklos taisyklės ir standartai. Todėl harmonizuojant paslaugų teikimo kokybės standartus, šis neužtikrintumo jausmas gali būti sušvelninamas, užtikrinant vienodą paslaugų teikimo standartą visoje ES finansų rinkoje⁹⁶, t.y. nustatant vienodus paslaugų teikimo ribojimus visoje finansų rinkoje. Toks režimas užtikrina tai, kad investuotojai gali lengviau identifikuoti savo pareigas prastai vykdančias įmones ir padeda pagerinti pasitikėjimą tiek savo paties valstybės, tiek visų kitų ES valstybių narių tarpininkais⁹⁷.

EK deleguoto reglamento⁹⁸ 64 str. nurodoma, kad norėdamas įvykdyti geriausio vykdymo pareigą, finansų tarpininkas turi įvertinti toliau nurodomus kriterijus bei nustatyti MIFID II 27 str. nurodytų veiksmų svarbą: (a) kliento ypatybes, įskaitant kliento kategoriją, t. y. ar klientas yra mažmeninis, ar profesionalus klientas; (b) kliento pavedimo ypatybes, įskaitant atvejus, kai pavedimas susijęs su vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandoriu; (c) su tuo pavedimu susijusių finansinių priemonių ypatybes; (d) įvykdymo vietų, į kurias tas pavedimas gali būti nukreiptas, ypatybes. Paskutinis kriterijus (d punktas) yra svarbiausias vertinant finansinių paslaugų rinkos kūrimą. Nepaisant to, kad šis kriterijus tiesiogiai yra skirtas investuotojų apsaugai, jis taip pat tarnauja ir skatinant vieningos finansinių paslaugų rinkos kūrimą. Skatinamasis poveikis pasireiškia dviem būdais. Visų pirma, detalesnė įvykdymo vietos analizė (kaip ir kitų ypatybių vertinimas) skatina konkurenciją tarp prekyviečių, kurios norėdamos gauti daugiau pavedimų stengsis sudaryti geresnes sąlygas savo klientams. Antra, atsižvelgiant

⁹⁴ FERRARINI, G.; WYMEERSCH, E. *Investor protection in Europe. Corporate law making, The MiFID and beyond*. New York: Oxford University press Inc., 2007, p. 383.

⁹⁵ Europos Komisija. *Žalioji knyga. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas* [Interaktyvus]. Briuselis, 2015, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=LT>>, p. 20.

⁹⁶ FERRARINI, G.; WYMEERSCH, E. *Investor protection in Europe. Corporate law making, The MiFID and beyond*. New York: Oxford University press Inc., 2007, p. 386.

⁹⁷ Ibid, p. 389.

⁹⁸ 2016 m. balandžio 25 D. Europos Komisijos deleguotas reglamentas (ES) .../... kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų. Prieiga internetu <<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2016/LT/3-2016-2398-LT-F1-1.PDF>>, p. 64.

į tai, kad nemažai finansų tarpininkų savo klientams parduoda finansines priemones savo sąskaita, detalesnis ir griežtesnis geriausio vykdymo pareigos reikalavimas turėtų užtikrinti, kad kiti finansų rinkų dalyviai nebūtų atkirsti nuo iš savo sąskaitos pardavinėjančio finansų tarpininko klientų.

MIFID II 27 str. nustato, kad investicinė įmonė negali gauti jokio atlygio, nuolaidos ar nepiniginės naudos už tai, kad nukreipia kliento pavedimus į konkrečią prekybos vietą ar pavedimų įvykdymo vietą, jeigu tai pažeistų MIFID II 27 str. 1 dalyje, 16 str. 3 dalyje, ir 23 bei 24 str. nustatytus reikalavimus, susijusius su interesų konfliktais ar paskatomis⁹⁹. Ribodamas finansų tarpininko turtines teises (galimybę gauti turtinę naudą dėl nukreipiamų pavedimų) draudimas gauti atlygį užkerta kelią didžiuliams finansiniams konglomeratams naudotis savo dominuojančia padėtimi ir neleidžia jiems „nupirkti“ finansų tarpininkų. Piniginės naudos gavimo ribojimas užtikrina, kad įvairiais piniginiiais ar kitais ryšiais paremtas bendradarbiavimas tarp tarpininkų ir prekyviečių negali užkirsti kelio iš tiesų geriausiam pareigos įvykdymui, bei sudaro sąlygas konkurencijai tarp prekyviečių ir pačių finansų tarpininkų. Šios pareigos nustatymas laikytinas būtina priemone spręsti finansų rinkų išsiskaidymo problemas, nes realybėje tarp finansų tarpininkų, brokerių ir didelių prekyviečių atsiranda vertikalusis susitarimas. Kuomet pinigais ar kitais ryšiais susiję asmenys atlieka savo klientų pavedimus tik tam tikrose finansų prekyvietėse.

Teisinėje doktrinoje pabrėžiama, jog geriausio vykdymo pareigos sprendžia rinkų susiskaldymą ir fragmentaciją¹⁰⁰, t.y. skatina rinkos integraciją. Pavyzdžiui, EK reglamentas nustato draudimą nustatyti tokias komisinių mokėjimų tvarkas, kurios diskriminuotų vieną ar kitą prekyvietę¹⁰¹. Manytina, kad toks draudimas užkerta kelią nepagrįstiems kainų iškraipymams ir skatina prekyviečių konkurenciją, kadangi nesuteikia nei vienai prekyviete visiška nepagrįsto pranašumo. Komisinių dydžiai yra įtraukiami į geriausio vykdymo pareigos vertinimą, todėl pagrįstas jų dydis yra labai svarbus užtikrinant tinkamą geriausio vykdymo pareigos veikimą skatinant finansinių paslaugų integraciją. Informacijos pateikimo klientams reikalavimas suteikia teisę

⁹⁹ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, 27 str.

¹⁰⁰ DIDŽIULIS, L. Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2014, p. 247

¹⁰¹ 2016 m. balandžio 25 D. Europos Komisijos deleguotas reglamentas (ES) .../... kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų. Prieiga internetu <<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2016/LT/3-2016-2398-LT-F1-1.PDF>>. 64 str.

investuotojams patikrinti, ar finansų makleris tikrai atlieka savo geriausio vykdymo pareigas.

Nepaisant EK ir doktrinos teigiamų atsiliepimų apie ribojimo teigiamą poveikį integracijai ir finansinių paslaugų rinkos kūrimui, yra teisės mokslininkų, kurie mano, kad toks ribojimas gali veikti konkurencijos (kurios skatinimas ir sukuria integruotą rinką) naudai tik tuomet, kai į geriausio vykdymo pareigą žvelgiama lanksčiai, t.y. atsižvelgiant ne tik į kainą, bet ir į kitus prekybos rodiklius. Kadangi, esant labai siauram geriausios pareigos įvykdymo apibrėžimui, yra užtikrinama jau ir taip įsigalėjusių akcijų biržų rinkos galia, mat pastarosios turi didesnius likvidumo šaltinius ir dažniausiai tai nulemia jų kainos pranašumą¹⁰². Manytina, kad būtent dėl šios priežasties finansų tarpininkams yra nustatytas ganėtinai platus geriausios pareigos vykdymo apibrėžimas, reikalaujantis įvertinti daugiau sandorio vykdymo parametrų nei tik kainą. MIFID II 27 str. pabrėžia, jog siekiant užtikrinti pareigos įvykdymą, būtina atsižvelgti į kainą, išlaidas, greitumą, įvykdymo ir atsiskaitymo tikimybes, dydį, pobūdį ar bet kokią kitą veiksnį, susijusį su pavedimo įvykdymu. Ir tai nėra vien demonstratyvus reikalavimas, finansų tarpininkai savo pavedimo politikoje privalo įvertinti kaip kiekvienas iš veiksnių yra laikomas geriausio pavedimo vykdymo dalimi (2016 m. balandžio 25 d. Europos Komisijos deleguotas reglamento¹⁰³ 66 str. d ir e punktai). Štai ESMA, detalizuodama geriausio vykdymo pareigos vykdymą, klausimyne nurodo, kad ji nereiškia, jog finansų paslaugas teikiančioms įmonėms yra draudžiama pavedimus vykdyti vienoje prekybos vietoje, tačiau pažymi, kad toks vykdymas ne visada užtikrina, kad pavedimai įvykdomi geriausiais kliento interesais¹⁰⁴. EK ir ESMA MIFID nuostatas detalizuojančiuose išaiškinimuose (deleguotuose reglamentuose bei ESMA techniniuose standartuose) nustato, kad finansų tarpininkas, prieš suteikdamas savo klientui paslaugą, turi remdamasis objektyviais kriterijais, įvertinti geriausias prekyvietes savo klientui, be to, jis turi tai daryti pakankamai dažnai, nes net ir turėdamas sutartis ir savo pavedimų vykdymų politikoje nusirodęs tik vieną rinkos vietą, finansų tarpininkas yra įpareigotas išnagrinėti kitas, labiau kliento poreikius atitinkančias prekyvietes.

¹⁰² FERRARINI, Guido. Best Execution and Competition between Trading Venues - MiFID's Likely Impact. *Capital Markets Law Journal*, 2007, t. 2(4), p. 407-408.

¹⁰³ 2016 m. balandžio 25 D. Europos Komisijos deleguotas reglamentas (ES) .../... kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų. Prieiga internetu <<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2016/LT/3-2016-2398-LT-F1-1.PDF>>.

¹⁰⁴ ESMA. Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection topics [Interaktyvus]. Briuselis: 2016, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga internetu: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1444_mifid_ii_qa_investor_protection.pdf>, p. 11.

Geriausios vykdymo pareigos reikalavimai buvo pradėti taikyti dar MIFID I, tačiau po krizės atsižvelgus į tai, kad į finansų rinkas įsitraukia vis mažiau jas suprantantys asmenys, bei į investuotojų skundus, buvo nuspręsta tvarkas modifikuoti įnešant daugiau skaidrumo į paslaugų teikimą.¹⁰⁵ Finansinių paslaugų teikimo vieningos rinkos kūrimo prasme svarbūs keli pakeitimai. Visų pirma, buvo nustatytas penkių geriausiai atliekamų užsakymų režimo raportavimas¹⁰⁶. Tokia priemonė, manytina, suteiks finansų tarpininkų klientams priemonę lengviau stebėti kaip jų tarpininkai vykdo pareigas, nes, kaip buvo pastebėta, senasis reglamentavimas perkeldavo daugybę informacijos klientui, kurios jis pats nesuprasdavo¹⁰⁷. Toks būdas yra sveikintinas, kadangi finansų rinkų priežiūros tarnybos sutaupo daugiau lėšų ir laiko, nes dalis priežiūros yra perkeliama investuotojams. Beje, investuotojai, gindami savo teises ir tikrindami ar finansų tarpininkas tinkamai atlieka savo pareigas, tampa savotiškai konkurencijos priežiūros vykdytojais bei integracijos skatintojais. Dar viena naujovė, pristatyta MIFID II, yra tai, jog į apžvalgos ratą įtrauktos ne tik reguliuojamos rinkos bei daugiašalės prekybos sistemos (toliau – DPS), bet ir organizuotos prekybos sistemos (toliau – OPS)¹⁰⁸. Manytina, kad tai yra labai svarbus sisteminis pakeitimas. Kadangi keičiant ir vis daugiau prekybos traukiant į reguliuojamas prekyvietes, yra logiška šių prekyviečių kainas įtraukti į geriausio vykdymo pareigą. Toks įtraukimas sudaro sąlygas plėtotis skaidrioms rinkoms ir padeda joms konkuruoti jose esančių finansinių priemonių kaina, o ne slaptumu.

Visgi, būtina nepamiršti, kad tokios pareigos vykdymas sukelia kaštus tiek laiko, tiek išlaidų prasme. Tai ypač paveikia nedideles įmones, kadangi jų išlaidos siekiant gauti prieigą prie įvairių rinkų yra padalijamos nedideliame kiekiui klientų. Manytina, kad šie kaštai privals būtų padengti klientų, kuriems ir bus teikiamos investicinės paslaugos. Tai padidins jiems teikiamų paslaugų kainas ir galimai gali paveikti konkurenciją ir integraciją iš kitos pozicijos, t.y. didelė geriausio vykdymo kaina ir masyvus reglamentavimas gali užkirsti kelia mažoms įmonėms teikti paslaugas. Be to, atkreiptinas dėmesys, kad privatinė teisė ir jos taikymo poveikis gali žymiai apriboti investicinių paslaugų teikimo galimybes ir konkurenciją, nustatydamos aukštesnius standartus, nei

¹⁰⁵ European Commission. Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) [interaktyvus]. 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf>, p. 63

¹⁰⁶ 2016 m. balandžio 25 D. Europos Komisijos deleguotas reglamentas (ES) .../... kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų, 65 str.

¹⁰⁷ FERRARINI, G.; WYMEERSCH, E. *Investor protection in Europe. Corporate law making, The MiFID and beyond*. New York: Oxford University press Inc., 2007, p. 386.

¹⁰⁸ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, 4 str. 22 p. ir 23 p.

MIFID II.¹⁰⁹ Vis dėl to, atsižvelgiant į aukščiau pateiktus argumentus, pripažintina, kad ribojimai, susiję su finansų tarpininkų pareiga, yra reglamentuoti taip, jog pasiektų savąjį tikslą - finansinių paslaugų rinkos integravimą ES.

¹⁰⁹ BUSCH, Danny. Why MiFID Matters to Private Law - The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability. *Capital Markets Law Journal*, 2012, t. 7(4), p. 395.

3.2. Ribojimai, susiję su investuotojų apsauga

Vienas iš kapitalo rinkos kūrimo principų yra veiksmingų investuotojų apsaugos priemonių kūrimas¹¹⁰. Siekdama užtikrinti kuo didesnę apsaugą investuotojams, ES sukūrė teisinių reikalavimų ir ribojimų sistemą, kuri susideda iš finansų tarpininkams taikomų geriausio veiklos standarto pareigų bei kitų ribojimų susijusių su investicinėmis paslaugomis, kurias jie gali pasiūlyti savo klientams.

Investicinių paslaugų teikimo ribojimai yra tiesiogiai susiję su prekyba, nes nemažai investicinių bendrovių parduoda finansines priemones iš savo sąskaitų (angl. *Dealing from your own account*), finansų tarpininkai taip pat negali suvesti savo klientų su finansinių priemonių, kurios neatitinka jų klientų poreikių, pardavėjais. Kaip jau minėta, MIFID II nustatė tam tikrus investicinių paslaugų pakeitimus. Tokių pakeitimų imtasi, nes ES, atlikus tyrimą ir įvertinus La Rosiere grupės ataskaitą, nustatė, kad krizės patirtis parodė tris pagrindines sritis, kurias buvo būtina peržiūrėti:

1. Direktyvos apimtis, kuri buvo neaiški ir neapėmė kai kurių investicinių priemonių, nepaisant to, kad šios buvo siūlomos investuotojams;
2. Nepaisant detalumo ir apibrėžtumo, veiklos taisyklės privalėjo būti pakeistos dėl per krizę iškilusių bėdų;
3. Būtinybė atnaujinti vidinių tvarkų reikalavimus ir operacijų valdymo tvarkų kūrimą¹¹¹.

Akivaizdu, kad įvairūs paslaugų teikimo reikalavimams taikomi ribojimai yra skirti apsaugoti finansų rinkose dalyvaujančius investuotojus. Tokie teiginiai yra randami tiek MIFID preambulėje, tiek įvairiuose komisijos dokumentuose¹¹². Tačiau šie ribojimai ne tik sukuria pagrindą civilinės atsakomybės atsiradimui, bet ir veikia prekybą apribodami finansų tarpininkų veikimo laisvę bei prekybą.

Jau MIFID I buvo nustatyta pareiga vykdyti kliento pavedimus geriausiomis klientui sąlygomis. Doktrinoje aiškinama, kad tokia pareiga siekiama apsaugoti investuotojus nuo tarpininkų rūpestingumo pareigos pažeidinėjimo, nukreipiant

¹¹⁰ Europos Komisija. *Žalioji knyga. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas* [Interaktyvus]. Briuselis, 2015, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=LT>>, p. 5.

¹¹¹ European Commission. Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) [interaktyvus]. 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf>, p. 50.

¹¹² Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, Preambulės 7 punktas.

pavedimus į brangesnes vietas arba atliekant veiksmus per lėtai. Tokie ribojimai gerina kokybę ir mažina sandorio sudarymo kaštus¹¹³. Tai svarbu, nes šiuolaikinėse finansų rinkose prieiga yra ribojama rizikos valdymo tikslais ir pati paprasčiausia pagalba, kurią investuotojams gali suteikti finansų tarpininkai, yra techninė prieiga¹¹⁴. Tai reiškia, kad investuotojai patys negali vykdyti savo pavedimų, todėl yra priversti kreiptis į finansų tarpininkus. Akivaizdu, kad esant tokiai prekybos finansų rinkose tvarkai yra būtina reguliuoti ir riboti finansų tarpininkų veiklą, kadangi investuotojai, ypač mažmeniniai, negali autonomiškai įgyvendinti savo turtinių teisių. Be to absoliučiai tiesioginės prieigos prie prekyviečių neturėjimas sudaro situacijas, kuomet investuotojas yra nelygiavertėje padėtyje (informacijos asimetrijos problema), negalėdamas įvertinti ar jis tikrai perka finansinę priemonę geriausiomis sąlygomis.

MIFID II sugriežtino šios pareigos turinį nustatydamas aukštesnį paslaugų teikimo standartą. Vietoje „visų įmanomų veiksmų“ nuspręsta pritaikyti „visų pakankamų veiksmų“ standartą. ESMA sugriežtinto pareigos reikalavimo poreikį aiškina nurodyma, jog tai pagerins kokybę ir sukurs reikalavimus apžiūrėti ir įvertinti daugiau finansinių priemonių¹¹⁵. Tačiau ar tikrai toks aukštas paslaugos teikimo lygis yra būtinas? Doktrinoje nurodoma, kad MIFID nustatytos pareigos reiškia pareigą siekti geriausio rezultato, o ne tikslo¹¹⁶, t.y. dėti maksimalias pastangas siekiant rezultato. Atsižvelgiant į finansų rinkų specifiką, akivaizdu, jog geriausias rezultatas ne visada gali būti pasiektas, ypač jei svyravimai finansų rinkose vyksta dėl kitų finansų rinkų dalyvių neteisėtų veiksmų. Tačiau įpareigojimas imtis „visų pakankamų veiksmų“ pradeda savo esmę panašėti į reikalavimą pasiekti tikslą, o ne siekti geriausio rezultato, nes vien „protingų veiksmų“ tinkamam pareigos įvykdymui nebeužteks. Prisiminus, jau aukščiau minėto JK priežiūros tarnybos detales akivaizdu, jog nemažam kiekiui finansų tarpininkų sunku užtikrinti, net protingų veiksmų standartą¹¹⁷. Pati ESMA nurodė, kad „visų pakankamų veiksmų“ standartas yra aukštesnis nei „visų įmanomų veiksmų standartas“ ir aiškindama

¹¹³ DIDŽIULIS, L. Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2014, p. 247.

¹¹⁴ DIDŽIULIS, Laurynas. Investicinių pavedimų priėmimo, perdavimo ir vykdymo civilinis teisinis kvalifikavimas. *Teisė*, 2016, t. 100, p. 4.

¹¹⁵ ESMA. Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection topics [Interaktyvus]. Briuselis: 2016, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga internetu: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1444_mifid_ii_qa_investor_protection.pdf>, p. 11.

¹¹⁶ DIDŽIULIS, L. Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2014, p. 250.

¹¹⁷ Financial Conduct Authority. Thematic Review TR14/13. *Best execution and payment for order flow* [interaktyvus]. Londonas: FCA, 2014 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr14-13.pdf>>, p. 5.

šio griežtėjimo esmę nurodo, kad jis įtvirtins *ex ante* ir *ex post* pareigas stebėti kaip yra taikoma pavedimų vykdymo politika¹¹⁸. Bet net ir ESMA pabrėžia, jog šis pareigos sugriežtėjimas nereiškia, kad geriausio įvykdymo rezultatas pasiekiamas kiekvieną kartą ir suteikia įrankį finansų tarpininkui stebėti, kaip yra vykdoma investavimo politika ir, reikalui esant, taikyti žalą atlyginančias priemones taip įrodydamos, jog iš tiesų tinkamai vykdė savo pareigą¹¹⁹. Kaip matyti, ESMA aiškina, jog pareigos sugriežtinimo tikslas yra labiau orientuotas į griežtesnių vidinių tvarkų nustatymą, kadangi nenumato, kad tikslas turi būti būtinai pasiektas. Tad galima konstatuoti, kad pačioje direktyvoje nustatyto aukštesnio paslaugų teikimo standartas pareigos vykdymui prideda papildomų administracinių ribojimų, susijusių su platesniu finansų rinkose esančios informacijos įvertinimu, tačiau niekaip neįpareigoja finansines paslaugas teikiančio subjekto suteikti klientui geresnes paslaugas nei buvo nustatyta galiojant senajai MIFID redakcijai. Tačiau reikia nepamiršti, kad MIFID II nustatytų paslaugų teikimo standartų pažeidimas gali užtraukti civilinę atsakomybę. Tai svarbu, nes kai kurių ES valstybių teismai (Italijos, Ispanijos, Anglijos ir Velso bei Škotijos) yra pagarsėję tuo, kad taiko griežtesnius standartus nei buvo nustatyti MIFID¹²⁰.

Manytina, kad toks griežtas pareigos apibrėžimas praplės pavedimus vykdančių finansų tarpininkų civilinės atsakomybės ribas. Stengdamiesi išvengti galimos atsakomybės už netinkamas paslaugas bei užtikrinti tinkamą paslaugų suteikimo standartą, tarpininkai, įsigaliojus naujam reguliavimui turės atlikti dar išsamesnę analizę, kas reikš, jog padidės paslaugų teikimo kaštai. Pastebėtina, kad jau cituotas JK priežiūros institucijos tyrimas parodė, jog pareigų tarpininkai nesugebėdavo užtikrinti net ir esant senajam reglamentavimui. Manytina, kad esant labiau detalizuotai pareigai rinkti dokumentacija stebėti ir nuolatos prižiūrėti (atlikti vidinius koordinavimo veiksmus) bus pasiektas geresnis paslaugų teikimo standartas ir geresnė investuotojų apsauga.

Antra, atsižvelgdama į krizės pamokas, ES nusprendė po investuotojų apsaugos skėčiu iš dalies patraukti ir tinkamas sandorio šalis. MIFID tinkamoms sandorio šalims buvo netaikoma beveik jokia apsauga, tuo tarpu MIFID II 30 str. nurodo štai tokią pareigą: „Valstybės narės užtikrina, kad investicinės įmonės su savo tinkamomis sandorio šalimis būtų garbingos, sąžiningos ir profesionalios, ir bendrautų su jomis teisingai,

¹¹⁸ ESMA. Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection topics [Interaktyvus]. Briuselis: 2016, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga internetu: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1444_mifid_ii_qa_investor_protection.pdf>, p. 11.

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ BUSCH, Danny. Why MiFID Matters to Private Law - The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability. *Capital Markets Law Journal*, 2012, t. 7(4), p. 395.

aiškiai ir neklaidindamos, atsižvelgdamos į tinkamos sandorio šalies ir jos verslo pobūdį.“ Ribojimas atsirado po to, kai daugybė ypač sudėtingų finansinių produktų buvo parduota įvairiems pensiniams fondams, savivaldybėms ir kitiems subjektams, kurie buvo laikomi tinkamomis sandorio šalimis, nors neturėjo jokio supratimo, ką perka¹²¹.

Autoriaus nuomone, šis ribojimas yra perteklinis. Visų pirma, tinkamos sandorio šalys turi teisę pasirinkti, kad joms būtų taikomi visi MIFID II 24, 25, 27 ir 28 str. nurodyti gynybos būdai, be to, jos gali reikalauti, kad joms būtų taikomas profesionalaus kliento arba net mažmeninio investuotojo statusas¹²². Esant bet kokioms abejonėms dėl savo investavimo sugebėjimų ar supratimo apie finansines priemones, tinkamos šalys gali bet kada pasididinti joms taikomos apsaugos apimtį. Be to, bendrojo rūpestingumo pareiga jau yra nustatyta privatinėje teisėje ir praktikoje tikriausiai nėra sutarties, kurioje nėra įtraukiama sąžiningumo pareiga, tad šis įpareigojimas tik perrašo kodeksą. Manytina, kad atsižvelgiant į po krizės išaiškėjusias nesąžiningas dalies bankų praktikas¹²³, siekta sugriežtinti apsaugą tinkamoms sandorio šalims. Tačiau kyla klausimas, ar proporcinga papildoma apsauga? Tinkamomis sandorio šalimis yra laikomos kredito institucijos, UCITS fondai ir kitos institucijos, kurių veikla tiesiogiai susijusi su finansų rinkomis¹²⁴, todėl jie turėtų išmanyti ir suprasti riziką kylančią imantis investicijų. Be to, asmenys, kurie sudaro sandorius su finansinėmis bendrovėmis, turi fiduciarines pareigas savo investuotojams (pensijų fondai, UCITS) arba akcininkams (kredito įstaigos, investicinės bendrovės). Autorius nesiūlo atimti iš tinkamų sandorio šalių visų teisių ir nesuteikti galimybės persikvalifikuoti į aukštesnio apsaugos lygio standartą. Tačiau yra nesuprantama, kodėl finansines paslaugas teikianti bendrovė turėtų savo iniciatyva vertinti tinkamos sandorio šalies ir jos verslo pobūdį. Tinkama sandorio šalis (angl. *Eligable counterparty*) reiškia, jog šiuos veiksmus ši sandorio šalis privalo atlikti pati, finansų tarpininkas tiesiog privalo sąžiningai pateikti informaciją (tokiam būdui pakanka ir privatinėje teisėje įtvirtintų principų taikymo), o tinkamos šalies atstovas, kuris turi pareigą prieš savo investuotojus, turėtų įvertinti, ar tai yra toks investicinis produktas, kurio jam reikia, ar tai yra tokia rizika, kurią jis yra linkęs

¹²¹ Financial times straipsnis apie itin sudėtingus produktus pirkusius Vokietijos bankus [interaktyvus]. [žiūrėta 2017-03 27]. Prieiga per internetą: <<https://www.ft.com/content/178cbd98-5014-11dc-a6b0-0000779fd2ac>>

¹²² 2016 m. balandžio 25 D. Europos Komisijos deleguotas reglamentas (ES) .../... kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų 71 str.

¹²³ HILL, C., A. Bankers behaving badly? The limits of regulatory reform. *Review of Banking and Financial Law*, 2012, t. 31, p. 1.

¹²⁴ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496

prisiimti. Tokių papildomų ribojimų įtraukimas įneša neaiškumo bei palieka galimybių finansų rinkose veikiantiems subjektams piktnaudžiauti savo teise, dalinai perkeliant investavimo riziką finansų tarpininkui.

Tinkamumo ir priimtino testas, taip pat yra skirtas apsaugoti potencialaus investuotojo interesus nustatant finansų tarpininko pareigą įvertinti, ar tam tikras investavimo pasiūlymas yra tinkamas šiam klientui. MIFID II ši pareiga yra nurodoma, kaip: teikdama konsultaciją dėl investicijų arba valdydama portfelį, investicinė įmonė gauna visą būtiną informaciją apie esamo ar potencialaus kliento žinias ir patirtį konkretaus produkto ar paslaugos investicijų srityje, to asmens finansinę padėtį, įskaitant jo galimybes patirti nuostolių, ir investicinius tikslus, įskaitant priimtinos rizikos lygį, kad investicinė įmonė galėtų rekomenduoti esamam ar potencialiam klientui investicines paslaugas ir finansines priemones, kurios jam tinka ir visų pirma atitinka jam priimtinos rizikos lygį ir jo galimybes patirti nuostolių¹²⁵. Įvertinusi gautą informaciją įmonė turi nuspręsti ar tam tikras finansinis produktas yra tinkamas būtent šiam klientui. Klientas yra apsaugomas nuo potencialiai jam pačiam nenaudingos investicijos.

Kadangi mažmeniniai investuotojai neturi labai gilių žinių bei gali labai lengvai susigundyti dideliais laimėjimais neatsižvelgdami į riziką, finansų tarpininko pareiga yra įvertinti ar tikrai ši investicija jam yra tinkama. Manytina, kad čia veikiama dviem būdais. Pirma, investuotojas yra apsaugomas nuo neskrupulingų „patarėjų“, kuriems svarbiausia tik parduoti finansines prekes. Antra, investuotojas yra apsaugomas ir nuo paties savęs, nes, pas finansų tarpininką, jis gali ateiti su investavimo planu, kuris tikrai nepasiteisins arba bus pernelyg rizikingas.

Produkto valdymo pareiga (MIFID II 24 str. 2d.) taip pat yra labai svarbus investuotojų apsaugai tarnaujantis prekybos ribojimas. Investicinė įmonė, kurianti finansines priemones, kurios bus parduodamos klientams, privalo užtikrinti, kad tos finansinės priemonės būtų sukurtos taip, jog atitiktų nustatytos, iš atitinkamos klientų kategorijos išskirtų galutinių klientų tikslinės rinkos poreikius, kad finansinių priemonių platinimo strategija būtų suderinama su nustatyta tiksline rinka ir būtų imtasi pagrįstų veiksmų, siekiant užtikrinti, kad finansinė priemonė būtų platinama nustatytoje tikslinėje rinkoje¹²⁶.

¹²⁵ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496 24 str. 2d.

¹²⁶ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, 24 str.

Šis ribojimas yra nulemtas finansinės inovacijos ir jos greičio. Daugybė autorių pripažino, kad 2008 m. finansų krizė iš dalies buvo nulemta finansinės inovacijos sukurtų ypatingai sudėtingų produktų, kurių nesugebėjo suvokti ir net patys jų kūrėjai. Investuotojai prisiimdavo žymiai daugiau rizikos, o finansų produktus platinančios rizikos pačios nesugebėdavo įvertinti kas kam yra galima.¹²⁷ Norint išspręsti šią inovacijos sukeliama problemą pasitelkta finansų teisė, kurioje buvo nustatyti ribojimai, susiję su finansinių produktų klasifikavimu. Toks reikalavimas nebuvo nustatytas MIFID ir yra skirtas sumažinti informacijos asimetriją tarp pirkėjų ir pardavėjo, sukuriant dar vieną finansinės priemonės tinkamumo įvertinimo barjerą.

Visų pirma, yra privaloma įvertinti ir įspėti apie riziką jau kuriant finansinę priemonę, ta pati informacija tuomet perkeliama ir investuotojui finansinę priemonę parduodančiam finansų tarpininkui. MIFID II investuotojų apsaugos reikalavimai nustato reikalavimus produktų kūrimui ir prekybai abiejuose prekybos lygmenyse, nepaisant to koks produktas yra parduodamas ir kokia finansinė paslauga yra teikiama.

Gamintojai privalo kurti finansinius produktus taip, kad būtų identifiukuotas tikslinis tokio produkto pirkėjas, taip pat turi būti sukurta tokia distribucijos sistema, kuri veiktų tinkama linkme link tinkamo kliento, reikia imtis visų reikiamų veiksmų siekiant užtikrinti, kad produktas būtų teikiamas teisingiems rinkos segmentams. Platintojai turi suprasti tai, ką parduoda, įvertinti ar klientui reikia tokio produkto, užtikrinti, kad produktas yra rekomenduojamas atsižvelgiant į kliento interesus. Įmonės, kurios užsiima tiek prekyba, tiek gamyba, privalo laikytis abiem kategorijoms taikomų ribojimų.¹²⁸ Šie ribojimai yra skirti dar geriau užtikrinti geriausio vykdymo pareigos laikymąsi, kadangi dėl finansinės inovacijos finansiniai produktai tampa vis sudėtingesni ir vis sunkiau nustatyti, kokia jų rizika. Nustatant reglamentavimą atsižvelgiama į tai, kad realybėje gali būti visa eilė finansinės priemonės platintojų, todėl paskutinės eilės distributorius privalo užtikrinti, kad produktų valdymo taisyklės būtų tinkamai užtikrinamos investuotojų atžvilgiu.¹²⁹ Be to, visoje platintojų grandinėje yra nustatyta abipusė informacijos teikimo pareiga, t.y. kad tiek produktus gaminantys, tiek investuotojams parduodantys asmenys

¹²⁷ PILBEAM, Keith. *Finance & Financial markets. Third edition*. New York: Palgrave Macmillan, 2010, p. 412.

¹²⁸ FERRARINI, G.; BUSCH, D. *Regulation of the EU financial markets*. Oxford: Oxford university press, 2017. [interaktyvus]. [žiūrėta 2017-03 27]. Prieiga per internetą: <<http://olrl.oup.com/view/10.1093/law/9780198767671.001.0001/law-9780198767671-chapter-5>>

¹²⁹ Commission delegated directive (EU) .../... of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits. Prieiga internetu <<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2016/EN/3-2016-2031-EN-F1-1.PDF>> 10 str. 10 d.

turi perduoti vienas kitam informaciją. Toks reikalavimas sukuria dalinimosi informacija pareigą ir leidžia specializuoti tam tikrus produktus. Tarpininkai taip pat turi taikyti tas pačias produktų valdymo taisykles, kurias taiko ir gamintojai. Toks tarpininkavimo perkėlimas į gamintojo vietą daliai mokslininkų kelia nuostabą, nes tarpininkas neužiima gamybos veiksmis¹³⁰.

Manytina, kad tai yra labai geras ribojimas sprendžiantis net keletą problemų. Visų pirma, šis reikalavimas užtikrina, kad asmenys jau finansinės priemonės gyvavimo pradžioje turi nuspręsti, kokiems asmenims ji turės būti platinama, tinkamam tokios pareigos įgyvendinimui būtinas geras šios priemonės specifikos išmanymas. Jau minėta, kad per krizę netgi prekiautojai nesuprato nemažos dalies parduodamų itin sudėtingų finansinių priemonių. Be to, taip dar labiau sutvirtinama finansinių paslaugų bendrovių pareiga žinoti savo klientą (angl. „*know your client*“) ir sukuriami pareiga žinoti savo produktą (angl. „*know your product*“). Akivaizdu, kad investuotojui užtikrinama geresnė apsauga, kai asmenys, kurie jam siūlo įvairias investavimo strategijas, tikrai išmano šiuos produktus, o jei jų patys nesukūrė, tai bent turi pakankamai žinių apie tikslines rinkas.

Visgi doktrinoje sprendžiama, kad šios taisyklės turi būti taikomos proporcingai, atsižvelgiant į parduodamų produktų kompleksiskumą bei prigimtį. Tai reiškia, kad vykdymu užsiimantiems platintojams pareigos neturėtų būti labai intensyvios kuomet yra prekiaujama paprastais finansiniais produktais¹³¹.

Manytina, kad šis produktų skirstymo režimas veiks kaip papildomas argumentas asmenims, siekiant prisiteisti žalą iš netinkamai paslaugas teikusių tarpininkų. Visgi, vertinimas, ypač finansinių priemonių, jų rizikos, potencialių pirkėjų grupių identifikavimas, yra brangus procesas ir reikia pripažinti, jog didžiąją dalį šių išlaidų teks padengti tiems patiems investuotojams, kuriuos siekiama apsaugoti. Nepaisant to, autoriaus nuomone, šiuo ribojimu prekybai investuotojų apsaugos tikslas gali būti pasiektas ir padės ne tik apsaugoti investuotojus, bet ir suteiks finansų tarpininkams galimybę suteikti geriausias paslaugas.

Dar vienas ypatingai reikalingas ribojimas yra nustatytas MIFID II 28 str. ir reikalauja finansų tarpininkų, kad investicinės įmonės, įgaliotos vykdyti pavedimus kliento vardu, įgyvendintų procedūras ir priemones, kuriose būtų numatyta neatidėliojant, sąžiningai ir operatyviai atlikti klientų pavedimus, palyginti su kitais klientų pavedimais

¹³⁰ FERRARINI, G.; BUSCH, D. *Regulation of the EU financial markets*. Oxford: Oxford university press, 2017. [interaktyvus]. [žiūrėta 2017-03 27]. Prieiga per internetą: <<http://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780198767671.001.0001/law-9780198767671-chapter-5>>

¹³¹ *Ibid.*

ar investicinės įmonės prekybiniais interesais¹³². Pastarasis ribojimas susijęs su „bėgimo prieš“ (angl. *Front running*) ir sekimo paskui (angl. *Tailgaiting*) praktika, kuri ne tik kenkia finansų tarpininko klientui, tačiau ir visai finansų rinkai, nes yra manipuliuojama finansų rinkose pardavinėjamų priemonių kaina. Be to, šitokios praktikos yra laikomos prekybos, naudojantis viešai neatskleista informacija, atmainomis. Manytina, kad toks reglamentavimas yra būtinas, siekiant užtikrinti tiek investuotojų apsaugą, tiek tai, kad nebūtų manipuliuojama rinka ir naudojamosi savo padėtimi. Pabrėžtina, kad tai nėra aklas ir visiškai griežtas draudimas įvykdyti kliento užsakymus operatyviai ir staigiai. EK reglamentuoja, jog prieš vykdydami šiuos pavedimus finansų tarpininkai privalo atsižvelgti, kad klientų pavedimų informacija būtų saugiai ir tvarkingai įrašyta, vykdyti klientų pavedimus paeiliui, nebent tai prieštarautų kliento interesams, informuoti klientą apie svarbius pokyčius, kurie svarbūs vykdant kliento pavedimą¹³³. Šis lankstumas leidžia finansų tarpininkams atlikti jų pareigas geriau ir efektyviau, nes kai kurių investuotojų atveju staigus ir iškart atliekamas pardavimas yra neefektyvus ir nelems geriausio pareigos įgyvendinimo, pavyzdžiui, didelio pardavimo atveju.

Žvelgiant iš ekonominės perspektyvos, finansų rinkose visi nurodyti investuotojų teisių gynimui skirti finansinių priemonių prekybos ribojimai atlieka ypatingai svarbią funkciją apgindami investuotojus, suteikdami jiems daugiau pasitikėjimo finansų rinkomis ir nukreipdami mažiau supratimo turinčius investuotojus pas finansų tarpininkus, kurie atlieka ypatingai svarbų darbą. Tačiau nepaisant visų skambių šūkių ir tikslų, būtina prisiminti, kad investicinių paslaugų veikla negali būti labai smarkiai apribota, nes Konstitucijos 46 str. yra įtvirtinta asmens laisvė užsiimti ūkine veikla¹³⁴. Tai reiškia, kad negalima apkrauti veiklos pernelyg griežtais ribojimais, nes tai ne tik paveiks užsiėmimo šia veikla naudingumą, bet ir bus prieštaras Konstitucijai ir laisvo paslaugų teikimo laisvei ES. Be to, investavimas yra susijęs su rizika ir investuotojas, net ir mažmeninis, privalo tai suprasti. Negali susidaryti situacijos, kai investuotojas yra visiškai apsaugomas nuo rizikos, nes taip atsiranda moralinio neatsargumo problema. Per didelių ir plačių finansinių paslaugų teikėjų apribojimas gali turėti ir neigiamą efektą, padidindamas finansinių paslaugų tarpininkų paslaugų kainas, taip atskirdamas dalį investuotojų nuo geros kokybės investicinės informacijos, palikdamas juos kliautis

¹³² Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496.

¹³³ 2016 m. balandžio 25 D. Europos Komisijos deleguotas reglamentas (ES) .../... kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų, 67str.

¹³⁴ Lietuvos Respublikos Konstitucija. *Valstybės žinios*, 1992, nr. 33-1014. 46 str.

gandais. Kinijos rinkų griūtis, įvykusi 2015 m. vasarą, parodė, kad investavimo tarpininkai yra būtinai reikalingi finansų rinkose, nes užtikrina realistišką požiūrį į finansus, kadangi internetas pritraukia vis daugiau neišsimokslinusių žmonių (net du trečdaliai investuotojų Kinijoje neturėjo net vidurinio išsilavinimo), kurie gali sukelti daug problemų tiek sau patiems, tiek visai finansų rinkai¹³⁵.

Be to, griežtas paslaugų teikimo reglamentavimas ir prekybos ribojimas, susijęs su investuotojais, ne visada užtikrins, kad bus pilnai apsaugoti investuotojų interesai. Potencialūs investuotojai gali patirti nuostolių ir naudodamiesi įvairių nelicencijuotų asmenų paslaugomis. Puikiausias to pavyzdys yra ne per seniausiai Lietuvoje išaiškinta nelicencijuota finansų tarpininko veikla, susijusi su vieno Lietuvos universiteto ekonomikos dėstytojo įkurta įmone Investa LT¹³⁶.

¹³⁵ Straipsnis, kuriame pateikiama informacija apie Kinijos investuotojų išsilavinimą patarėją [interaktyvus]. [žiūrėta 2017-03-28]. Prieiga per internetą: <<https://qz.com/371412/two-thirds-of-new-investors-in-chinas-stock-market-mega-rally-didnt-finish-high-school/>>

¹³⁶ Žurnalistinis tyrimas apie be licencijos veikiančią finansų patarėją [interaktyvus]. [žiūrėta 2017-03-28]. Prieiga per internetą: <<http://www.15min.lt/naujiena/aktualu/lietuva/volstrito-vilku-zavejesis-ekonomikos-destytojas-evaldas-racickas-kure-savo-sukciavimo-schemas-56-664261>>

3.3. Ribojimai, tarnaujantys finansų rinkų efektyvumui

Efektyvi rinka yra tokia rinka, kurioje finansinės priemonės kaina atspindi visą viešai prieinamą informaciją, nėra „burbulų“ bei yra galimybė valdyti riziką naudojantis finansine apsauga (angl. *Hedging*), o finansų rinkų dalyviai savo santaupas naudoja investicijoms. Toks efektyvumas gali būti pasiektas tik esant stabilioms ir išsivysčiusioms finansų rinkoms¹³⁷. Rinkos stabilumą gali paveikti ne tik susiskaldžiusios rinkos bei infrastruktūros trūkumai, dalis prekybos veiksmų gali iškreipti finansų rinkose vykstančią prekybą. Kadangi teisingas kainos nustatymas yra vienas iš svarbiausių efektyvios rinkos požymių, teisiniai prekybos ribojimai, kurie įtakoja teisingą kainos nustatymo procesą, turi didžiausią poveikį finansų rinkų efektyvumui bei stabilumui¹³⁸.

Skolintų vertybinių popierių pardavimas

Per finansų krizę buvo pastebėta, kad skolintų vertybinių popierių pardavimas (angl. „*short sale*“) (toliau – trumpasis pardavimas) gali labai iškreipti finansų rinkose pardavinėjamų priemonių kainas. Nekontriuojamas skolintų vertybinių popierių pardavimas ES ir kitų pasaulio institucijų nuomone, paskatino didesnę finansų bendrovių akcijų kirtimą¹³⁹. Tam, kad būtų galima suprasti, kaip ribojimai trumpiesiems pardavimams veikia visą finansinių priemonių prekybą, privalu išsiaiškinti, kas yra trumpieji pardavimai.

Pagrindinis teisės aktas, nustatantis skolintų vertybinių popierių prekybos ribojimus, yra 2012 m. kovo 14 d Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių aspektų (toliau – Trumpųjų pardavimų reglamentas). Trumpųjų pardavimų reglamentas skolintų vertybinių popierių pardavimą apibūdina kaip skolintos finansinės priemonės pardavimą (kai kalbama apie akciją arba skolos finansinę

¹³⁷ World Economic Forum. *The Global Competitiveness Report 2015–2016* [interaktyvus]. 2016 [Žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/financial-market-efficiency>>

¹³⁸ Poveikį rinkų efektyvumui turi ir skaidrumo bei sąžiningumo palaikymas finansų rinkose. Tačiau šiame skyriuje bus kalbama apie draudimus tokiems prekybos veiksams, kurie nėra tiesiogiai susiję ar negali tiesiogiai būti pavadinti rinkos manipuliavimu. Šie ribojimai, kartu su skaidrumą užtikrinančiais ribojimais bus aptarti 4 darbo skyriuje.

¹³⁹ European Commission. European Commission staff working document. Impact assessment. Accompanying document to the Proposal for a regulation of the European Parliament and Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps [Interaktyvus]. Briuselis: 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>>, p. 24.

priemonę) – pardavimo susitarimo sudarymo metu pardavėjui nepriklausančios bet kokios akcijos arba bet kokios skolos finansinės priemonės pardavimas, įskaitant pardavimą, kai pardavimo susitarimo sudarymo metu pardavėjas yra pasiskolinęs arba susitaręs pasiskolinti akciją arba skolos finansinę priemonę, kad galėtų ją pateikti atsiskaitydamas¹⁴⁰. Skolintos finansinės priemonės pardavimas gali būti padengtas ir nepadengtas. Padengtas yra toks pardavimas, kuomet skolintų vertybinių popierių prekyba užsiimantis asmuo yra sudaręs susitarimą dėl finansinės priemonės pateikimo, arba yra ją pasiskolinęs, nepadengtas skolintų vertybinių popierių pardavimas yra atvirkščias¹⁴¹. Trumpieji pardavimai taip pat gali būti atliekami sudarant CDS sandorį, kuris savo esme atlieka panašią funkciją, nes už tam tikrą mokestį yra „apdraudžiama“ finansinės priemonės vertė ir nauda yra gaunama, kai kaina krinta¹⁴².

Trumpieji pardavimai yra naudojami siekiant apsidrausti nuo rizikos arba rinkos formavimo bei kainų spekuliacijos tikslais¹⁴³. Trumpųjų pardavimų veikla ilgai buvo laikoma priemone, kuri užtikrina, kad rinkos liktų likvidžios ir kaina jose būtų nustatyta kuo efektyviau. Tačiau net ir prieš krizę buvo pastebėta, kad esant tam tikroms situacijoms, nekontroliuojami trumpieji pardavimai gali turėti padidinamąjį efektą ir taip greitai krentančioms kainoms. Toks efektas susidarydavo dėl neskaidrios CDS trumpųjų pardavimų veiklos, manipuliacijų ir neefektyvumo nustatant CDS ir trumpųjų pardavimų kainas, spekuliacijos nepadengtais trumpųjų pozicijų pardavimais¹⁴⁴. Doktrinoje laikoma, kad esant rinkos kritimams, skolintų vertybinių popierių prekiautojai į rinką paleidžia daugybę skolintų vertybinių popierių, taip sumažindami likvidumą, neracionaliai išpūsdami pasiūlą bei padidindami kainų spaudimą krentančioms finansinių priemonių kainoms¹⁴⁵. Būtent tokia veikla ir sukėlė didžiausias problemas per krizę, kuomet didžiulis kiekis trumpųjų pardavimų finansinių įstaigų akcijų ir valstybinės skolos

¹⁴⁰ 2012 m. kovo 14 d Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsiikeitimo sandorių aspektų. OL, 2012 L 86, p. 1–24, 12 str.

¹⁴¹ *Ibid*

¹⁴² European Commission. European commission staff working document. Impact assessment. Accompanying document to the Proposal for a regulation of the European Parliament and Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps [Interaktyvus]. Briuselis: 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>>, p. 25.

¹⁴³ MOLONEY, Niamh. *EU securities regulation. Third edition*. New York: Oxford university press Inc. 2014, [Interaktyvus]. [Žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780199664344.001.0001/law-9780199664344-chapter-6#law-9780199664344-chapter-6-div1-48>>.

¹⁴⁴ *Ibid*

¹⁴⁵ SHKILKO, A.; VAN NESS, B., F.; VAN NESS R., A. *Aggressive Short Selling and Price Reversals* [Interaktyvus]. 2008 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://faculty.bus.olemiss.edu/rvanness/Working%20Papers/AggressiveShortSelling.pdf>>, p. 5.

instrumentų lėmė minėtų finansinių priemonių nevaldomą kritimą¹⁴⁶. Be to, skolintų vertybinių popierių pardavimas gali labai greitai peraugti į manipuliaciją rinkose atliekant tokius veiksmus kaip meškų reidas (angl. *bear raid*)¹⁴⁷ arba dar labiau padidinti prekybą pasinaudojant neatskleista informacija užsiimančių asmenų pelnus¹⁴⁸. Tad akivaizdu, kad nekontroliuojama skolintų vertybinių popierių prekyba gali pakenkti tiek tinkamam kainos formavimo procesui, tiek būti kaip papildymas vykdant kitus neteisėtus veiksmus finansų rinkose ir palikimas šią sritį reglamentuoti patiems finansų rinkų dalyviams, gali lemti rinkos neefektyvumą.

Trumpųjų pardavimų reglamente nurodytus draudimus ir ribojimus prekybai galima išskirti į 2 kategorijas ribojimų, taikomų esant normalioms finansų rinkų sąlygoms bei papildomus ribojimus, taikomus esant ypatingiems pokyčiams finansų rinkose:

1. Trumpųjų pardavimų reglamentas (5 str. ir 6 str.) nustato reikalavimus, susijusius su informacijos apie turimas trumpąsias pozicijas atskleidimu, kai jos pasiekia tam tikrą ribą;
2. Trumpųjų pardavimų reglamentas (12 str.) draudžia nepadengtų skolintų vertybinių popierių prekybą;
3. Esant tam tikroms aplinkybėms, nacionalinės finansų priežiūros institucijos ir ESMA turi teisę uždrausti prekybą ir padengtais skolintais vertybiniais popieriais arba gali pavišinti pozicijas nepaisant to, kad jos nepasiekė tam tikros ribos (Trumpųjų pardavimų reglamento 18 str. ir 20 str.).

Ribojimai, susiję su informacijos atskleidimu

Trumpųjų pardavimų reglamentas nustato dviejų lygių pranešimo sistemą:

1. Asmenys, turintys grynąją trumpąją poziciją, susijusią su įmonės, kurios akcijomis leista prekiauti prekybos vietoje, išleistu akciniu kapitalu, atitinkamai kompetentingai valdžios institucijai praneša,

¹⁴⁶ European Commission. European Commission staff working document. Impact assessment. Accompanying document to the Proposal for a regulation of the European Parliament and Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps [Interaktyvus]. Briuselis: 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>>, p. 24.

¹⁴⁷ Situacija kuomet finansų rinkų dalyviai tikėdamiesi sumažinti finansinės priemonės kainą atlieka labai didelį kiekį skolintų vertybinių popierių pardavimų. [Interaktyvus] [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://www.nasdaq.com/investing/glossary/b/bear-raid>>

¹⁴⁸ United States district court Southern district of New York. 2014 vasario 6 d. sprendimas byloje United States of America v. Mathew Martoma. Kaltinamasis aktas [Interaktyvus] [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<https://www.justice.gov/sites/default/files/usao-sdny/legacy/2015/03/25/Martoma%2C%20Mathew%20S1%20Indictmentpdf.pdf>>

kai ši pozicija yra 0,2 % susijusios įmonės išleisto akcinio kapitalo ir kas 0,1 % už ją didesnė vertė atitinkamą arba jos nebesiekia¹⁴⁹;

2. Asmenys, turintys grynąją trumpąją poziciją, susijusią su įmonės, kurios akcijomis leista prekiauti prekybos vietoje, išleistu akciniu kapitalu, visuomenei atskleidžia informaciją apie poziciją, kai ši pozicija yra 0,5 % išleisto susijusios įmonės akcinio kapitalo ir kas 0,1 % už ją didesnė vertė arba jos nebesiekia¹⁵⁰.

Du viešumo trumpųjų pozicijų ribojimai yra nustatyti siekiant užtikrinti, kad finansų rinkų priežiūros institucijos galėtų tinkamai prižiūrėti, ar finansų rinkų dalyviai neužsiima rinkos manipuliavimu ar sisteminės rizikos didinimu, taip pat siekiant efektyvesnio kainos nustatymo proceso¹⁵¹. Informacijos atskleidimas riboja prekybą finansų rinkose įtvirtinant papildomas pareigas skolintų vertybinių popierių ir CDS sandorius sudarantiems asmenims, taip pat išviešindamas jų pozicijas, kai jos pasiekia tam tikrą lygį. Visų pirma, yra ribojama sutarties konfidencialumo teisė, nes asmuo privalo pavišinti finansų rinkai sudarytus sandorius. Tiek trumpųjų pardavimų, tiek CDS yra susitarimai (vienas yra susitarimas pasiskolinti tam tikras finansines priemones, o kitas yra susitarimas apdrausti tam tikros finansinės priemonės). Išviešindamas jo turimas pozicijas, asmuo netiesiogiai atskleidžia savo finansinius sandorius¹⁵², taip yra pavišinama ne tik asmens prekyba finansų rinkose, tačiau ir jo užbiržinė veikla, t.y. skolinimasis finansų rinkose. Antra, yra kišamasi į asmens turtinius santykius, nes asmuo privalo pavišinti, kiek trumpųjų pozicijų jis turi, tokiu būdu pavišinama bent dalis jo turto bei dalis strategijos finansų rinkose.

Verta pabrėžti, jog EK reikalauja, kad visuomenei būtų prieinama ne tik dabar turimos trumposios pozicijos, tačiau ir praeityje turėtos pozicijos¹⁵³. Taip, kaip jau

¹⁴⁹ 2012 m. kovo 14 d Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių aspektų. OL, 2012 L 86, p. 1–24, 5 str.

¹⁵⁰ 2012 m. kovo 14 d Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių aspektų. OL, 2012 L 86, p. 1–24, 6 str.

¹⁵¹ MOLONEY, Niamh. *EU securities Regulation*. Third edition. New York: Oxford university press Inc. 2014, [Interaktyvus]. [Žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780199664344.001.0001/law-9780199664344-chapter-6#law-9780199664344-chapter-6-div1-48>>.

¹⁵² Komisijos reglamente nėra reikalaujama detalizuoti, kokie sandoriai sudaryti CDS ar skolinimosi;

¹⁵³ 2012 m. birželio 29 d Komisijos įgyvendinimo reglamentas (ES) Nr. 827/2012 kuriuo nustatomi šie techniniai įgyvendinimo standartai: viešo informacijos apie grynąsias trumpąsias akcijų pozicijas atskleidimo būdų; informacijos apie grynąsias trumpąsias pozicijas, kurią reikia teikti Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijai, formato; susitarimų, sutarčių ir priemonių, skirtų deramai užtikrinti, kad akcijų arba valstybės skolos finansinės priemonės būtų pateiktos, kai reikės atsiskaityti, tipų ir pagrindinės prekybos akcijomis vietos nustatymo terminų bei laikotarpio pagal Europos Parlamento ir Tarybos

minėta, gali būti atskleista bent dalis finansų rinkose veikiančių investuotojų strategijos. Svarbu atsižvelgti į tai, kad trumpųjų pardavimų reglamentas reikalauja atskleisti tik „grynąsias“ trumpąsias pozicijas, t.y. jos gaunamos apskaičiuojant santykį tarp ilgųjų ir trumpųjų pozicijų, gryniosios bus tokios, kurios viršys ilgųjų skaičių¹⁵⁴. Ši išlyga yra labai svarbi, nes išsaugoma trumpųjų pardavimų naudojimo investicijos apsaugos (angl. *Hedging*) galimybė, ir labiau koncentruojamasi į spekuliacinio pobūdžio pardavimus.

Informacijos atskleidimas leidžia didesnių kainos kritimų laikotarpiais finansų rinkose esantiems asmenims susiorientuoti ir įvertinti ar finansinės priemonės kaina tikrai yra teisingai vertinama. Tokios išvados yra patvirtintos ir moksliniais tyrimais, kurie parodė, kad dažnesnis ir informatyvus trumpųjų pozicijų atskleidimas greitai paveikia kainas, bei pagerina informacijos panaudojimą. Be to trumpųjų pozicijų dydžio atskleidimas sumažina skolintų vertybinių popierių laikymo laikotarpius bei horizonto riziką¹⁵⁵.

Prieš finansų krizę ribojimų susijusių su trumpųjų pardavimų veikla nebuvo. Remiantis aukščiau nurodytais empiriniais duomenimis manytina, kad tai yra puiki teisinė priemonė galimai užtikrinsianti geresnę ir efektyvesnę finansų rinkos veiklą ES, bei pernelyg neužkraunantis neproporcingų ribojimų finansų rinkų dalyviams, pagerinantis kainos nustatymo proceso efektyvumą bei sudarantis sąlygas tiek rinkos dalyviams, tiek finansų rinkos priežiūros institucijoms sąlygas stebėti kokie pokyčiai vyksta finansų rinkose ir racionaliai įvertinti finansinės priemonės kainą. Todėl, manytina, jog ES politinis tikslas turėtų būti pasiektas, o asmenų teisės suvaržytos proporcingai siekiamam tikslui.

Ribojimai, susiję su pardavimu

Atsižvelgdamos į 2008 m. vykusias trumpųjų pardavimų ir CDS apimtis bei 2010 m. vykusius masyvius trumpųjų pardavimų srautus valstybių skolos popierių sektoriuje, ES priežiūros institucijos nusprendė uždrausti prekybą nepadengtais, skolintais vertybiniais popieriais. EK nagrinėdama nepadengtus trumpuosius pardavimus nurodė, jog

reglamentą (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių aspektų. OL, 2012 L 251, p. 1–18, 2 str.

¹⁵⁴ 2012 m. kovo 14 d Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių aspektų. OL, 2012 L 86, p. 1–24, 3 str 4 d.

¹⁵⁵ KAHRAMAN, B.; PACHARE, S. *Show Us Your Shorts!* [Interaktyvus]. Oxford: Saïd Business School. [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą: <<http://eureka.sbs.ox.ac.uk/5355/>>, p. 32-33.

nepadengtas pardavinėjimas gali padidinti neatsiskaitymo ir nestabilumo riziką.¹⁵⁶ Ekonomikos mokslininkų tarpe yra manoma, kad nekontroliuojamas nepadengtų trumpųjų pardavimų atlikimas gali sukelti dar didesnę pavojų nei nekontroliuojami padengti trumpieji pardavimai, nes neturėdami pareigos pristatyti skolintos finansinės priemonės nepadengtų trumpųjų pardavimų vykdytojai gali kaina sumažinti žymiai labiau nei įprasti trumpųjų pardavimų veiksmai, ypač, kai pradedami skleisti įvairūs gandai¹⁵⁷.

Reglamente eksplicitiškai nėra parašyta, kad nepadengtų vertybinių popierių prekyba yra draudžiama, vietoje to naudojama sąvoka „apribojimai“. Tačiau paties reglamento ir jį detalizuojančio komisijos reglamento reikalavimai yra tokie griežti ir apima tokį platų trumpųjų pardavimų veiklos spektrą, kad realiai nepadengtų vertybinių popierių prekyba yra draudžiama. Trumpųjų pardavimų reglamento 12 str. nustato tris alternatyvias sąlygas, kurioms esant yra leidžiama vykdyti skolintų vertybinių popierių prekybą. Šios sąlygos reikalauja, kad asmuo būtų pasiskolinęs akciją arba sudaręs šios akcijos skolinimo susitarimą, kad suėjus atsiskaitymo terminui, bus galima atsiskaityti, arba yra sudaręs susitarimą su trečiąja šalimi, pagal kurį ši trečioji šalis patvirtino, jog suėjus atsiskaitymo terminui bus galima atsiskaityti¹⁵⁸. EK deleguotas reglamentas, patikslina, kokie susitarimai įrodo, tai, kad vykdomas padengtas trumpasis pardavimas, o kada ne. Susitarimai apima derivatyvus (ateities sandorius, apsikeitimo sandorius, opcionus) REPO susitarimus ir kitus susitarimus suteikiančius teisę į tam tikrą finansinę priemonę dar prieš įskaitymo datą¹⁵⁹. Aptariamasis draudimas veikia apribodamas asmens ir sutarčių laisvės principus. Asmuo negali sudaryti sandorio dėl šiuo metu neturimos finansinės priemonės, asmuo turi būtinai pasiskolinti tam tikrą finansinę priemonę arba būti sudaręs susitarimą turėti tą priemonę suėjus atsiskaitymo terminui tam, kad galėtų sudaryti trumpąjį pardavimą.

¹⁵⁶ European Commission. European commission staff working document. Impact assessment. Accompanying document to the Proposal for a regulation of the European Parliament and Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps [Interaktyvus]. Briuselis: 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>>, p. 27.

¹⁵⁷ BRANSON, Douglas M. Nibbling at the Edges - Regulation of Short Selling: Stock Borrowing and Restoration of an Uptick Rule. *University of Pittsburgh Legal Studies Research Paper*, No. 2009-10, p. 13.

¹⁵⁸ 2012 m. kovo 14 d Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių aspektų. OL, 2012 L 86, p. 1–24, 12str.

¹⁵⁹ 2012 m. birželio 29 d Komisijos įgyvendinimo reglamentas (ES) Nr. 827/2012 kuriuo nustatomi šie techniniai įgyvendinimo standartai: viešo informacijos apie grynąsias trumpąsias akcijų pozicijas atskleidimo būdų; informacijos apie grynąsias trumpąsias pozicijas, kurią reikia teikti Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijai, formato; susitarimų, sutarčių ir priemonių, skirtų deramai užtikrinti, kad akcijos arba valstybės skolos finansinės priemonės būtų pateiktos, kai reikės atsiskaityti, tipų ir pagrindinės prekybos akcijomis vietos nustatymo terminų bei laikotarpio pagal Europos Parlamento ir Tarybos reglamentą (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių aspektų. OL, 2012 L 251, p. 1–18, 5str.

Dėl jau anksčiau paminėtų priežasčių nepadengi trumpieji pardavimai gali užkrauti finansų prekybą netikrais sandoriais, kurie nebus įvykdyti ir gali nuvartyti kainą žemiau jos tikrosios ribos. Tokius teiginius grindžia ir praktiniai pavyzdžiai, kuomet 2008 m. liepą SEC pritaikė ribojimus skolintų vertybinių popierių prekybai, kurie realiai veikė kaip nepadengtų skolintų vertybinių popierių prekybos uždraudimas, 43 finansinių institucijų akcijų kainos pakilo vidutiniškai apie 25.6%, o Fannie Mae ir Freddie Mac, kuriuose trumpųjų pozicijų dydis siekė net 14.22 (Fannie Mae) ir 12.81 (Freddie Mac), pakilo daugiau nei 70 procentų. Visa tai buvo nulemta, to kad nepadengtų trumpųjų pardavimų veikla ryškiai sumažino šių finansinių institucijų akcijų kainas.¹⁶⁰ Tokie skaičiai parodo, kad nepadengtų skolintų vertybinių popierių prekyba gali būti išties pavojinga ir turėtų būti ribojama. Juolab, kad nepadengta prekyba užsiimantis asmuo visada gali užsiimti padengtų vertybinių popierių prekyba, kuriai nėra taikomas draudimas.

Papildomi ribojimai. Vienas iš jų yra Trumpųjų pavedimų reglamento 18 str. nurodyta priemonė – priverstinis pozicijų, esančių žemiau reglamento 5 str. ir 6 str. nustatytos ribos, pavišėjimas. Apie pozicijų išviešinimo poveikį ir tikslą jau apkalbėta aprašant ribas viršijantį atskleidimą, todėl manytina, todėl labiau nebesigilinsime. Problematiškesnis ribojimas, kurio įgyvendinimo jurisdikcijos teisės suteikimas ESMA net buvo JK kvestionuotas ESTT¹⁶¹, yra nustatytas Trumpųjų pardavimų reglamento 20 str., suteikiančiame galias valstybinėms institucijoms uždrausti skolintų vertybinių popierių pardavinėjimą ir kitus sandorius suteikiančius pranašumą vienai iš šalių vertybinio popieriaus kainos mažėjimo atveju.

Šis draudimas nustatytas tam, kad būtų užkirstas kelias nevaldomam kainų kritimui¹⁶² ypač finansinėse institucijose, kurios yra labai jautrios tokiems kainų svyravimams. Iš esmės toks ribojimas nustato draudimą skolintis ir pardavinėti vertybinius popierius finansų rinkoje. Taip apribojama sutarties sudarymo laisvė ir turtinės teisės, nes asmuo negali laisvai disponuoti savo turtu. Tačiau, jei nepadengtų vertybinių popierių prekyba yra laikoma tikrai pavojingu reiškiniu, kuris gali kainos kritimo spiralę užsukti iki begalybės, tai padengtų vertybinių popierių prekybos draudimas ne visada yra laikomas geriausiu problemos sprendimo būdu.

¹⁶⁰ BRANSON, Douglas M. Nibbling at the Edges - Regulation of Short Selling: Stock Borrowing and Restoration of an Uptick Rule. *University of Pittsburgh Legal Studies Research Paper*, No. 2009-10, p. 13.

¹⁶¹ Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2014 m. sausio 22 d. sprendimas Jungtinė Karalystė/ Europos Parlamentas ir Taryba C 270/12, ECLI:EU:C:2014:18.

¹⁶² Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496;

2008 m. krizės metu daugybė finansų rinkas prižiūrinčių institucijų uždraudė skolintų vertybinių popierių prekybą tikėdamiesi, kad tai pagelbės stabilizuojant krentančias akcijų kainas¹⁶³. Tačiau jau po metų, tos pačios priežiūros tarnybos bei dalis mokslininkų nustatė, kad minėti draudimai neturėjo jokio poveikio arba netgi neigiamai paveikė likvidumą rinkose.¹⁶⁴ Finansų rinkas tyrę mokslininkai nustatė, kad 2008 – 2012 m. taikyti trumpalaikiai trumpųjų pradavimų draudimai, kurie buvo nustatyti siekiant apsaugoti bankus, sumažino likvidumą, pablogino kainos išaiškinimą ir geriausiu atveju nedarė visiškai jokio poveikio. Atliktas tyrimas parodė, kad draudimai netgi davė priešinga efektą, nes sukėlė dar didesnius akcijų vertės kritimus bei didesnę bankroto riziką. Toks poveikis buvo nulemtas signalo rinkos dalyviams, kad bankas turi rimtų mokumo problemų, kas lėmė dar didesnę akcijų kainų kritimą.¹⁶⁵ Verta pabrėžti, kad minėto tyrimo autoriai atliko šiuos tyrimus tirdami skolintų vertybinių popierių prekybos draudimų veikimą bankų stabilumo srityje ir kad vienu atveju akcijų kainos kritimas iš tiesų sumažėjo, tačiau pačių autorių teigimu į šią tyrimo dalį reikia žvelgti labai atsargiai.¹⁶⁶ Įdomiausias šios studijos teiginys yra, kad „finansų rinkos dalyviai draudimą parduoti finansų rinkose laiko ženklu, kad institucija, kurios akcijomis uždraudžiama prekiauti skolinantis jas (angl. *On short*) turi mokumo problemų todėl dar labiau krenta jos akcijų kaina. EK, tuo tarpu, pabrėžia, kad jų viešų konsultacijų rezultatai parodė, jog tai veiktų kaip ženklas stabdantis spekuliaciją ir liepiantis įsikišti finansų rinkos dalyviams sustabdant kainos kritimą. Be to EK nuomone trumpieji pradavimai, didelių svyravimų laikotarpiu sukuria sąlygas manipuliacijai ir iškreiptoms kainoms¹⁶⁷, o draudimai gali sumažinti chaosą ir sumažintų kritimo pagreitį¹⁶⁸.

Kaip matyti, nėra vieningo sutarimo dėl tokių draudimų veiksmingumo, tačiau net ir EK privėlėjo sutikti su dviejų jau minėtos studijos autorių ankstesnio tyrimo, kuris iš

¹⁶³ APPEL, I.; FOHLIN, C. „Shooting the Messenger?“ *The Impact of Short Sale Bans in Times of Crisis* [Interaktyvus]. 2010 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1595003>, p. 2.

¹⁶⁴ AVGOULEAS, Emilius. A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, 2010, t. 16(2), p. 6.

¹⁶⁵ BEBER, A.; FABBRI, D.; PAGANO, M. *Short-Selling Bans and Bank Stability: Evidence from two Crises* [Interaktyvus]. 2014 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://www.cass.city.ac.uk/data/assets/pdf_file/0007/219823/ban_bank_stability_10_May_2014.pdf>, p. 19-20.

¹⁶⁶ *Ibid.*

¹⁶⁷ European Commission. European commission staff working document. Impact assessment. Accompanying document to the Proposal for a regulation of the European Parliament and Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps [Interaktyvus]. Briuselis: 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>>, p. 23-24.

¹⁶⁸ *Ibid.*, p. 45.

esmės nustatė tą patį rezultatą, atradimais¹⁶⁹, t.y. kad trumpųjų pardavimų draudimai gali atnešti neigiamų padarinių. Atsižvelgiant minėtos mokslinės studijos atradimus, EK argumentai, kad žala būtų menka ir būtų keliama tik draudimo laikotarpiu bei būtų atsverta naudos, kuri sukeliama trumpųjų pardavimų draudimo¹⁷⁰, neatrodo tokie pagrįsti. Be to pasirinkimų įvertinimo lentelėje pati EK, konstatuoja, kad būtų sumažinta tik kainos kritimo dėl turimų trumpųjų pozicijų rizika, kas reiškia, jog neatsižvelgiama į neigiamus padarinius¹⁷¹, kurie gali būti sukleti informacijos susijusios su neigiama tokių draudimų reakcija rinkose.

Autoriaus nuomone, šis draudimas gali būti naudojamas tik ypatingais atvejais ir labai apskaičiavus tokių draudimų neigiamus padarinius. Žala, kuri gali būti sukelta draudžiant pardavinėti skolintus vertybinius popierius arba prastų žinių įnešimas į finansų rinkas tiesiog uždraudžiant prekybą gali turėti prastesnių padarinių nei tikėtasi. Manytina, jog tokios priemonės kaip pozicijų išviešinimas yra žymiai geresnės skatinant rinką pačia išspręsti be pagrindo didėlius kainų kritimus, nes finansų rinkų dalyviai gali iš anksto įvertinti situaciją, o rinkos priežiūros tarnybos, gali iš anksto pastebėti galimos manipuliacijos ženklus. Tai turi būti gerai apgalvotas priežiūros institucijų žingsnis, nes įmonės, kurios akcijų vertė pervertinta, neišgelbės jokie trumpųjų pardavimų draudimai. Atkreipus rinkos dalyvių dėmesį į rinkos neefektyvumą akcijų vertė kris kol pasieks teisingą ribą, net jei ir ta riba būtų nulis. Tačiau nepaisant visų išsakytų argumentų, manytina, kad leidimas ypač išskirtinėmis sąlygomis taikyti trumpalaikį ribojimą turėtų būti suteiktas finansų rinkas prižiūrinčioms institucijoms, vien tam, kad užtikrinti paskutinę gynybos liniją tuo atveju, kai rinkos manipuliavimas nebuvo pastebėtas ir laiku užfiksuotas tiek priežiūros institucijų, tiek rinkos dalyvių.

Kiti efektyvų kainos formavimo procesą užtikrinantys ribojimai

2010 m. „Blyksnio griūtis“ (angl. *Flash crash*) JAV akcijų biržose parodė, jog nestabilumą finansų rinkose gali nulemti ir nevaldoma technologinė pažanga. Kaip viena

¹⁶⁹ *Ibid*, p. 44.

¹⁷⁰ European commission. European commission staff working document. Impact assessment. Accompanying document to the Proposal for a regulation of the European Parliament and Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps [Interaktyvus]. Briuselis: 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>>, p. 43.

¹⁷¹ *Ibid*, p. 47.

iš minėtos griūties priežasčių buvo nurodyta didelio dažnio algoritminė prekyba¹⁷². Algoritminė prekyba vyksta tuomet, kai finansinėmis priemonėmis prekiaujama kompiuteriniu algoritmu automatiškai nustatant atskirus pavedimų parametrus¹⁷³. Kalbant paprastai tai finansinių priemonių prekybos automatizavimas apribojant žmogaus įsikišimą į prekybos procesą.

Visų pirma reikia pabrėžti, kad algoritminė prekyba pati savaime nėra prekybos strategija, tai yra kompiuterinės technikos naudojimas siekiant įgyvendinti prekybos strategiją¹⁷⁴. Tačiau didelio dažnio algoritminės prekybos (angl. *High frequency trading*) (toliau – HFT) poveikis finansų rinkoms kelia priežiūros institucijų ir dalyvių susirūpinimą. EK pristatydamą savo gaires dėl MIFID pokyčių atkreipė dėmesį, kad nepaisant atnešto likvidumo į finansų rinkas, HFT ryškiai sumažino vidutinių sandorių finansų rinkose dydį. Be to, nereguluojama HFT yra susijusi su didesne rizika finansų rinkų prekybai, kurią gali sukelti neteisingai veikiantis algoritmas, taip pat algoritmas gali būti sureguliuotas taip, kad vykdytų rinkos manipuliavimo veiksmus¹⁷⁵. Tiesa, kaip pabrėžia pati EK, nėra vienareikšmiškos nuomonės, kad HFT gali sukelti didesnę riziką prekybai finansų rinkose. Štai grupės Frankfurto prie Maino universiteto mokslininkų atlikto tyrimo rezultatai nurodo, kad dauguma viešumoje apie HFT skleidžiamos informacijos yra netiesa ir kad mokslinė literatūra patvirtina, jog HFT yra naudingi finansų rinkų likvidumui ir kainų svyravimams, nes technologijų pagalba buvo sumažintos prekiavimo išlaidos, pardavimo ir pirkimo kainos skirtumo dydis bei pagerinamas kainų sužinojimas.¹⁷⁶ Tačiau net ir šis, „Deutsche borse“, užsakytas tyrimas pripažino, kad reglamentavimo ir ribojimų tokiai prekybai reikia. Nes „pamišę“ algoritmai gali nutempti visą finansų rinką žemyn¹⁷⁷.

Galimam HFT neigiamam poveikiui riboti pasitelktos ir trumpiesiems pardavimams riboti taikomos priemonės - sistemos išjungikliai (angl. *Circuit breaker*) bei kainos dydžio pokyčio ribojimai (angl. *Tick size*).

¹⁷² US. Commodity and Futures Trading Commission and US Securities & Exchange Commission Findings Regarding Market events of May 6, 2010 [interaktyvus]. Washington, 2010 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>>, p. 6.

¹⁷³ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, 4 str. 39 p.

¹⁷⁴ European Commission. Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) [interaktyvus]. 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf>, p. 14.

¹⁷⁵ *Ibid*, p. 14

¹⁷⁶ GOMBER, P. et al. *High – Frequency trading*. 2011, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <https://deutsche-boerse.com/blob/2534540/050b9a4c5c9a2fbd73eca72fe9c0ff73/data/high-frequency-trading_de.pdf>, p. 37.

¹⁷⁷ *Ibid*, p. 52.

Kainos pokyčio dydis yra apibrėžiamas, kaip mažiausias kainos pasikeitimas¹⁷⁸. EK šį instrumentą nurodė, kaip priemonę siekiant užtikrinti, kad didžiulius kiekius pardavimų vykdantys HFT fiktyviai nesumažins kainos¹⁷⁹. Ribojimas realiai veikia kaip draudimas laisvai nustatyti kainą finansų rinkų dalyviams, tai jau savaime yra įsikišimas į prekybą, nurodant kokiais dydžiais gali kisti kaina, tokių būdų apribojant asmens turtines ir sutartines teises. Tačiau ar šis ribojimas efektyvus? Ekonomistų atlikti tyrimai pateikia dviprasmiškus rezultatus, nes jų teigimu, kainos pokyčio ribojimas riboja atbaido HFT veikla užsiimančius prekyautojus tik tada, kai kainos pokytis kinta dideliais dydžiais¹⁸⁰. Pasak tyrimą atlikusių autorių HFT prekyba yra naudinga ir vyksta tuomet, kai kainos pokyčio ribojimai yra nedideli, nes HFT prekyautojai gali pigiau „užšokti“ (angl. *undercut*) prieš kitus finansų rinkų dalyvius. Tuo tarpu, esant dideliems ribojimams kainos juda ne taip dažnai ir trumpalaikės prekybos galimybės nėra tokios dažnos. Esant dideliems kainos pokyčio ribojimams, HFT prekiavimo galimybės yra prilyginamos kitų, lėtesnių dalyvių prekybos galimybėms¹⁸¹.

Toks ribojimas nebuvo randamas MIFID direktyvoje, tačiau jau ilgą laiką buvo nusistatytas pačių prekyviečių ir faktiškai galiojo daugumoje ES valstybių. Tačiau, kaip savo tyrimo metu pastebėjo FCA, nesureglamentuotas ir nekoordinuotas kainos pokyčio ribojimų režimas patapo lenktynėmis į dugną¹⁸², t.y. kas gali pritaikyti mažesnę kainos pokytį. Kaip jau buvo aprašyta būtent mažesnis kainos pokyčio ribojimas ir lemia HFT pakilimą. Be to, prekyvietės, kurios taikė šiuos ribojimus buvo tiesiogiai suinteresuotos, kad kainos pokyčio ribojimai būtų naudingesni HFT, nes dėl jų atliekamų pavedimų gausos jos gauna gan didelius komisinius. Manytina, kad nors šiuo ribojimu yra įsikišama į kainos formavimo procesą bei yra ribojamos finansų rinkos dalyvių turtinės teisės bei savivalda, jis nėra toks neigiamas, kad sukeltų milžinišką žalą. Esant pagrįstam ir apgalvotam naudojimui, bei atsižvelgus į prekybos specifikas, šis ribojimas gali pasiekti savo tikslą, įtvirtindamas tvarkingą kainos kilimo arba kritimo tvarką.

¹⁷⁸ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, 49 str.

¹⁷⁹ European Commission. Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) [interaktyvus]. 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf>, p. 14

¹⁸⁰ FRINO, A., MOLLICA, V., ZHANG, S. *The Impact of Tick Size on High Frequency Trading: The Case for Splits* [Interaktyvus]. Sidnėjus: Macquarie University 2015 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2607391>, p. 10 -11.

¹⁸¹ *Ibid.*

¹⁸² ANGEL, James J. *Tick size regulation: costs, benefits, and risks* [Interaktyvus]. London: Foresight, 2012 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą: <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289037/12-1068-eia7-tick-size-regulation-costs-benefits.pdf>, p. 3

Finansų rinkų istorija rodo, kad finansinių priemonių kainų judėjimas ne visada atspindi realius ekonominius pasikeitimus¹⁸³. Tokie neracionalūs pokyčiai būna nulemti įvairių faktorių, tarp kurių gali būti ir panika. Norint užkirsti kelią neapgalvotiems ir destruktiviems veiksams būtina nustatyti apribojimus prekybos procesui, kuomet jame dėl informacijos asimetrijos prasideda nepagrįstai didelis mažėjimas. Jau minėta, kad ES reguliavimo tarnybos ypatingais atvejais gali uždrausti prekybą skolintais vertybiniais popieriais, tačiau dėl milžiniško HFT prekiautojų atliekamų pavedimų greičio ir fakto, kad jie ne visada prekiauja skolintais vertybiniais popieriais, tokių draudimų nepakanka, norint užtikrinti, kad panika finansų rinkose būtų suvaldyta. Šiam tikslui pasiekti naudojamas sistemos išjungiklio ribojimas. Iš esmės tai yra draudimas prekiauti kai kaina nukrenta tam tikrą lygį¹⁸⁴. EK sistemos išjungiklį apibrėžia kaip mechanizmą naudojamą, trumpalaikiam prekybos sustabdymui, esant tam tikroms rinkos sąlygoms, tokioms kaip didelis kainos kritimas. Taip siekiama užkirsti kelia masiniams, panikos sukeltiems prekiavimui finansų rinkose¹⁸⁵. Šis ribojimas yra tiesioginis kišimasis į prekybą, nes finansų rinkų priežiūros institucijos turi teisę uždrausti prekiauti tam tikra finansine priemone finansų rinkose, vien dėl to, kad jos kaina nukrito per dideliu intervalu.

Taikant sistemos išjungiklio sistemą yra tikimasi sustabdyti nepateisinamą kainos nestabilumą bei sumažinti likvidumo išsekimo problemas. Be to, stabdymas suteikia finansų rinkos dalyviams daugiau stabilumo užtikrindamas, kad investuotojai finansines priemones perka už kainą, kuri yra artimiausia realiai kainai ir nėra paveikta netvarkingo prekybos finansų rinkose efekto¹⁸⁶. Aiškos sistemos išjungiklio taisyklės nustatymas, kartu su mechanizmais skatinančiais informacijos finansų rinkose sklaidą pagerina pasitikėjimą rinkomis¹⁸⁷.

Visgi, sustabdžius prekybą yra pakenkiama kainos formavimo procesui, kadangi nevykstant prekybai negali būti formuojama ir kaina. Tarp mokslininkų yra nuomonių,

¹⁸³ ACKERT, Lucy F. *The impact of circuit breakers on market outcomes* [Interaktyvus]. London: Foresight, 2012 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289039/12-1070-eia9-impact-circuit-breakers-on-market-outcomes.pdf>, p. 14

¹⁸⁴ Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. OL, 2014 L 173, p. 349–496, 48 str.

¹⁸⁵ Komisijos tarnybų darbinis dokumentas. Poveikio vertinimas pridedamas prie dokumento Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Finansinių priemonių rinka [nauja redakcija] ir Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Finansinių priemonių rinka p. 127.

¹⁸⁶ *Ibid.*

¹⁸⁷ ACKERT, Lucy F. *The impact of circuit breakers on market outcomes* [Interaktyvus]. London: Foresight, 2012 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289039/12-1070-eia9-impact-circuit-breakers-on-market-outcomes.pdf>, p. 14.

kad sistemos išjungikliai yra naudingi tik destruktivos ir klaidingos prekybos ribojimams, nes nesumažina kainos nepastovumo bei nesumažina panikos inspiruotų pardavimų ir kenkia kainos formavimo procesui. Palaikantys šia nuomone teigia, jog šis draudimas veikia atvirkščiai, nes pritraukia vis daugiau prekyautojų kuo kaina yra artimesnė sistemos išjungiklio ribai¹⁸⁸. Visgi, net nuomonę, jog sistemos išjungikliai nesustabdys panikos finansų rinkose išreiškiantys autoriai, sutinka, jog HFT sukeltus prekybos trukdžius sistemos išjungikliai turėtų sukontroliuoti, nes HFT sukelti svyravimai yra tokie greiti, kad gali nesukelti pritraukimo efekto ir būti visiškai nekontroliuojami.

Atsižvelgus į aukščiau pateiktus tyrimus ir teiginius manytina, kad, nors toks ribojimas tam tikrą laikotarpį neigiamai veiktų kainos formavimo procesą bei į tai, kad jo poveikis ribojant panikos inspiruotus kritimus yra abejotinas, jis yra būtinas atsižvelgiant į technologinių priemonių keliamą grėsmę finansų rinkų stabilumui. Šis laikinas disponavimo turtų teisės apribojimas yra proporcinga priemonė siekiant finansų rinkos efektyvumo užtikrinimo tikslo ir skirtingai nei, pavyzdžiui trumpųjų pardavimų draudimas yra taikoma visiems prekyboje dalyvaujantiems asmenims.

¹⁸⁸ SUBRAHMANYAM, A. Algorithmic trading, the Flash Crash, and coordinated circuit breakers. *Borsa Istanbul Review* 2013, t.13(3), p. 7.

3.4. Ribojimai, tarnaujantys finansų rinkų skaidrumui ir prekybos jose sąžiningumui užtikrinti

Sąžiningumo užtikrinimas

Pagrindiniai veiksniai kenkiantys prekybos finansų rinkose sąžiningumui yra rinkos manipuliacija ir prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija, kartu vadinami piktnaudžiavimu rinka. Piktnaudžiavimas rinka apibrėžiamas, kaip situacija, kuomet vieni investuotojai yra neracionaliai prastesnėje padėtyje, kurią sukelia kitų investuotojų veiksmai. Minėti veiksmai yra prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija, gandų skleidimas bei prekybinė veikla kuri iškreipia kainos formavimo procesą¹⁸⁹. Pirmasis veiksmas suteikia juo užsiimantiems asmenims nepagrįstai didesnę pranašumą prieš kitus investuotojus ir pažeidžia investuotojų lygybės principą, o antrasis ir trečias veiksmai siunčia į rinką netikrus signalus dėl tam tikros finansinės priemonės kainos pagrįstumo. ES teisės sistemoje pagrindinis teisės aktas reglamentuojantis manipuliavimo finansų rinkose draudimus yra Europos parlamento ir tarybos reglamentas Nr. 596/2014 (toliau MAR).

Prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija

Prekybos naudojantis viešai neatskleista informacija yra situacija, kuomet investuotojas priima savo investicinius sprendimus, remdamasis viešai neatskleista ir kitiems dalyviams nežinoma informacija¹⁹⁰. Šis rinkos piktnaudžiavimo poskyris visada yra išskiriamas nuo kitų veiksmų, kurie gali neigiamai veikti rinką. Manytina, kad taip yra todėl, kad skirtingai nei rinkos manipuliacija siaurąja prasme, prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija gali būti atlikta tik tam tikro subjekto, t.y. asmuo privalo turėti neatskleistos informacijos. MAR 14 str. tiesiogiai įvardija draudžiamus veiksmus susijusius su viešai neatskleistos informacijos panaudojimu:

- a) draudžiama prekiauti ar mėginti prekiauti vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija;

¹⁸⁹ FRUZEROVA, O. Piktnaudžiavimo rinka genezė prekybos vertybiniais popieriais kontekste. *Teisė*, 2015, t. 95, p. 57.

¹⁹⁰ FRUZEROVA, O. Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija vertybinių popierių rinkoje. *Teisė*, 2013, t. 86, p. 124.

- b) draudžiama patarti kitam asmeniui ar skatinti kitą asmenį užsiimti prekyba vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija;
- c) draudžiama neteisėtai atskleisti viešai neatskleistą informaciją.

Su prekybos ribojimais susijusi 14 str. a dalis, kadangi eksplicitiškai uždraudžia prekybą ir net mėginimą prekiauti finansų rinkose naudojantis viešai neatskleista informacija. Toks draudimas veikia asmens sandorio sudarymo laisvę, nes dėl informacijos, kuri yra žinoma jam, tačiau nėra žinoma kitiems rinkos dalyviams, jis privalo susilaikyti nuo bet kokių sandorių sudarymo. Pati viešai neatskleista informacija ES yra laikoma – konkreti, viešai neatskleista, informacija susijusi su emitentais, finansinėmis priemonėmis (tiek įprastomis, tiek išvestinėmis), kurios viešas atskleidimas gali turėti didelį poveikį finansų rinkose prekiaujamų finansinių priemonių kainai. Be to prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija laikomi ir veiksmai susiję su informacijos apie klientų pavedimus panaudojimas¹⁹¹. MAR nedetalizuoja, kokia informacija yra laikoma turinti didelį poveikį finansų rinkose prekiaujamų finansinių priemonių kainoms, vietoje to yra pateikiamas labai bendro pobūdžio apibrėžimas - informacija, kuria sumanus investuotojas būtų linkęs pasinaudoti priimdamas sprendimus dėl investicijų. Manytina, kad toks bendro pobūdžio apibrėžimas tam, kad apimti kuo platesnį ratą informacijos ir taikyti ribojimus kuo platesnei asmenų grupei.

Tiek ekonomikos, tiek teisės mokslininkai neturi vienareikšmiškos nuomonės prekybos naudojantis viešai neatskleista informacija atžvilgiu. Asmenys ginčijantys draudimų naudą nurodo, kad tokia prekyba pasitarnauja visuomenei dviem būdais:

1. Prekybos naudojantis viešai neatskleista informacija veiksmai pastumi akcijos kainą link tikrosios vertės jos vertės, tai pasitarnauja visuomenei, nes patikslina akcijų kainą;
2. Prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija yra efektyvus būdas kompensuoti įmonės vadovams už šios informacijos sukūrimą ir skatina juos dirbti dar geriau, kad akcijų kaina kiltų dar labiau¹⁹².

Abu argumentai yra ganėtinai lengvai nuginkijami. Visų pirma, ir be prekybos naudojantis viešai neatskleista informacija veiksmų kaina priartės prie realiosios finansinės priemonės kainos, kuomet ji pataps paskelbta informacija. Antra, įmonių

¹⁹¹ Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 2014 m. balandžio 16 d. dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos. OL, 2014 L 173, p. 1–61, 7 str.

¹⁹² BAINBRIDGE, Stephen M. *Insider Trading: An Overview* [Interaktyvus]. 1998, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132529>, p. 5.

vadovai sėkmingai gali pasinaudoti ir neigiama informacija, t.y. parduoti savo turimas akcijas prieš paskelbiant prastas žinias, arba pasinaudoti 3 poskyryje aprašytais trumpaisiais pardavimais. Be to bendrovės vadovai yra tik vadinamieji pirminiai insaideriai ir gali perduoti informaciją antriniam insaideriams – bet kokiems asmenims, net nesusijusiems su finansų rinka¹⁹³. Antrinių insaiderių veikla, manytina, gali būti net pavojingesnė, nes jie neturi suinteresuotumo įmonės ateitimi ir vienintelis informacijos panaudojimo tikslas yra kuo didesnis pelnas.

Visgi doktrinoje vyrauja nuomonė, kad draudimai yra naudingi, nes prekyba viešai neatskleista informacija pažeidžia teisingumo principą, informacijos išviešinimo sistemos gynybos poreikį, bei investuotojų ir įmonių teises¹⁹⁴. Ginant apibijomus teisingumo principo pagrindus teigiama, jog naudojantis viešai neatskleista informacija prekybai yra pažeidžiamas vienodos prieigos prie informacijos prezumpcija, be to toks informacijos naudojimas yra nesąžiningas kitos šalies atžvilgiu. Tokie argumentai dažniausiai reiškiami remiamasi rinkos egalitarizmo teorija, kuri nurodo, jog kiekvienas investuotojas turi turėti teisę į tą pačią informaciją¹⁹⁵. Informacijos išviešinimo argumentas nurodomas teigiant, kad prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija paneigia pačios informacijos išviešinimo sistemos esmę. Be to, praradimus patiria tiek investuotojai, nes parduoda per pigiai ar per brangiai, tiek įmonė, kuriai pakenkiama sutrikdant jos vystymosi planus, bei apribojant jos pačios teisę į informaciją susijusią su ja¹⁹⁶.

Prekybai taikomi ribojimai susiję su prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija iš esmės lieka nepakitę. Pagrindinės naujovės susijusios su MAR pristatymu yra tai, jog skirtingai nei prieš tai galiojusi Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2003/6/EB 2003 m. sausio 28 d. dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) (angl. *Market abuse directive*) (toliau MAD), MAR turi platesnę taikymo sritį, t.y. senoji MAD direktyva buvo taikoma tik reguliuojamose rinkose prekiaujamų finansinių priemonių prekybai arba finansinėms priemonėms, kurių kaina priklauso nuo reguliuojamoje rinkose prekiaujamų priemonių. MAR taikymo sritis išplėsta į visas prekyvietes ir daugiau, t.y. paliekama taisyklė, jog MAR taikomas ir neapibrėžtose prekyvietėse prekiaujamoms finansinėms priemonėms, kuriose parduodamų finansinių priemonių kaina priklauso nuo

¹⁹³ FRUZEROVA, O. Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija vertybinių popierių rinkoje. *Teisė* 2013, t. 86, p. 134.

¹⁹⁴ *Ibid* p. 138.

¹⁹⁵ *Ibid* p. 126.

¹⁹⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. *Insider Trading: An Overview* [Interaktyvus]. 1998, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132529>, p. 5.

prekyvietėse prekyjamų finansinių priemonių¹⁹⁷. Autoriaus nuomone, tai yra būtinas pakeitimas žvelgiant tiek į technologinę, tiek į teisinę pažangą nuo pirmosios MAD priėmimo. Visų pirma, prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija ir kaip vėliau bus aprašyta manipuliavimas rinkose yra kenksminga veikla, ji neturėtų būti toleruojama jokiose prekyvietėse, jei norima užtikrinti sąžiningos prekybos sistemą visoje ES. Antra, žvelgiant sistemiškai svarbu nepamiršti, jog geriausios vykdymo pareigos apimtis MIFID II redakcija išplėsta į visas galimas prekyvietes, tad akivaizdu, kad tai papildoma priemonė siekiant užtikrinti geresnę investuotojų apsaugą.

Manipuliacija rinkose

Kaip jau minėta manipuliavimas rinkose gali pasireikšti gandų ir neteisingos informacijos skleidimu bei prekybos veiksmams, kurie iškreipia kainos formavimo procesą. Su prekyba yra susijęs finansų draudimas užsiimti tokia prekyba, kuri iškreipia rinkos kainas. Jeigu prekyba naudojantis viešai neatskleista informacija, kai kurių asmenų yra laikomas nusikaltimas be aukos, tai rinkos manipuliavimo atveju yra aišku, kad nesąžiningais būdais pasiektas naudos perkėlimas atskiriems rinkos dalyviams, nulemia žalos atsiradimą likusiems rinkos dalyviams, kurie sudaro sandorius manipuliavimu rinka paveiktomis kainomis¹⁹⁸. Doktrinoje išskiriami du būdai, kaip galima manipuluoti kaina rinkose:

1. Kainos manipuliavimas, kuomet sudaroma keletas sandoriu norint sukurti likvidžios rinkos įspūdį taip dirbtinai palaikant kainą;
2. Paklausos ir pasiūlos manipuliavimas, kuomet asmenys, turintys didelę įtaką finansų rinkose sudaro sutarimus, kurių pagalba yra iškreipiama finansinių priemonių pasiūla ir paklausa rinkose¹⁹⁹.

Teisės ir ekonomikos mokslininkai rinkos manipuliavimo draudimą argumentuoja, tuo, kad manipuliavimas rinkose neigiamai paveikia išteklių paskirstymą rinkose, pakelia kapitalo kainą, trikdo tinkamą kainos formavimosi procesą ir mažina pasitikėjimą rinka²⁰⁰. Prekyba grindžiamas manipuliavimas rinka vykdomas siekiant sudaromais sandoriais ar teikiamais pavedimais įtakoti akcijų kainą didėjimo arba mažėjimo

¹⁹⁷ Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 2014 m. balandžio 16 d. dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos. OL, 2014 L 173, p. 1–61, 2 str.

¹⁹⁸ FRUZEROVA, O. Draudimas manipuluoti rinka. *Teisė*, 2013, t. 88, p.166

¹⁹⁹ *Ibid*, p.168

²⁰⁰ MOLONEY, Niamh. *EC Securities regulation. Seventh edition*. Oxford University press Inc. New York: 2008, p. 931.

linkme²⁰¹. Prekyba grindžiamas manipuliavimas rinka pasireiškia daugybe formų nuo paprasčiausio vertybinių popierių pardavimo iki jau minėtų meškų reidų bei didelio dažnio algoritminės prekybos atliekamų veiksmų. Tikėtina, kad būtent todėl MAR 15 str. nurodo labai bendrą draudimą, nurodydamas, kad draudžiama manipuluoti rinka ar bandyti manipuluoti rinka, o veiksmus detalizuoja MAR 12 str.

Šis draudimas riboja ne pačią prekybą, o prekybos būdą, t.y. asmeniui nėra draudžiama įgyvendinti savo turtines teises, tačiau ribojami įgyvendinimo būdai. Pavyzdžiui, yra draudžiamas finansinių priemonių pirkimas ar pardavimas pačioje prekybos rinkoje sesijos pradžioje ar pabaigoje, dėl kurio buvo arba, tikėtina, bus suklaidinti investuotojai, priimančys sprendimus remdamiesi paskelbtomis kainomis, įskaitant sesijos pradžios ar pabaigos kainas²⁰². Nėra draudžiama parduoti ar pirkti finansines priemones sesijos pradžioje, draudžiama tai daryti tokiu būdu, kuris galėtų klaidinti kitus finansų rinkos dalyvius, nes įgyvendindamas savo turtines teises tokiu būdu, manipuliotojas nepagrįstai praturtėja kitų asmenų sąskaita.

Finansų rinkose gali būti atliekami ardomieji veiksmai, įvairūs netikri pavedimai, kuomet nesikeičia prekės savininkas, siunčia į finansų rinkas netikrus signalus bei iškreiptą informaciją²⁰³. Tos informacijos pasekmė yra neteisingai nustatyta finansinės priemonės kaina, tad yra pakenkiama ir rinkos efektyvumui. Be to, asmuo, kuris užsiima manipuliacija yra privilegijuotoje padėtyje lyginant su kitais investuotojais. Jis žino, kad kainos judėjimas į vieną ar į kita pusę yra jo atliekamų veiksmų padarinys. Tuo tarpu kiti investuotojai apie rinkoje vykstančius procesus gali spręsti tik iš viešai prieinamos informacijos, kuri jau būna paveikta rinkos manipuliavimo veiksmus atliekančių veiksmus. Manytina, kad toks prekybos ribojimas yra būtinas ir reikalingas, nes dalinai išsprendžia informacijos asimetrijos problemą.

Rinkų manipuliavimui taikomos tos pačios naujovės kaip ir prekybai viešai neatskleista informacija, t.y. reglamento veikimas išplėstas ir į DPS bei OPS, įtvirtinta atsakomybė ir už pasikėsinimą atlikti manipuliavimą. Kaip jau minėta aprašant prekybą naudojantis viešai neatskleista informacija išplėtimas į visas prekybos vietas yra sveikintinas pakeitimas, užtikrinsiantis, kad manipuliacijos poveikis vienoje prekyvietės nepersikeltų į kitas. Atsakomybės už pasikėsinimą manipuluoti rinka taip pat yra teigiamas postūmis, nes tiek Lietuvos tarnybų darbuotojų, tiek EK, tiek doktrinoje

²⁰¹ FRUZEROVA, O. Draudimas manipuluoti rinka. *Teisė*, 2013, t. 88, p. 173.

²⁰² Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 2014 m. balandžio 16 d. dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos. OL, 2014 L 173, p. 1–61, 12 str.

²⁰³ FRUZEROVA, O. Draudimas manipuluoti rinka. *Teisė*, 2013, t. 88, p. 173.

nurodoma, kad manipuliaciją rinkose yra labai sudėtinga įrodyti, nepaisant to, kad realybėje jo padariniai yra matomi²⁰⁴. Be to žala rinkai yra padaroma, net ir nesant apčiuopiamos naudos pažeidėjui, nes žala rinkai pasireiškia dirbtiniu jos funkcionavimo bei klaidinant investuotojus²⁰⁵. Žvelgiant iš prekybos ribojimų srities akivaizdu, kad priežiūros apimties bei atsakomybės praplėtimas paskatins manipuliaciją rinkose užsiimančius asmenis pagalvoti du kart prieš imantis manipuliavimo veiksmų. Sąžiningesnė prekybą, kaip jau minėta pirmame šio darbo skyriuje, pritrauks daugiau mažmeninių investuotojų, tai pagerins likvidumą ir padidins kapitalo srautus. Manytina, kad asmenų turto disponavimo teisių apribojimas yra pagrįstas ir proporcingas siekiamam tikslui, nes niekas neturėtų tikėtis praturtėti apgaudinėdamas ir sukčiaudamas, o ne naudodamasis savo gabumais ir patirtimi.

Finansų rinkų skaidrumas

Doktrinoje pripažįstama, kad vienas iš svarbiausių veiksnių nulemiančių efektingą kainos formavimo procesą finansų rinkose yra prekybos skaidrumas, kurį sudaro, kuo greičiau paviešinama informacija apie finansų rinkose vykstančios prekybos mastus, finansinių priemonių kainą²⁰⁶. Tokia informacija leidžia finansų rinkų dalyviams įvertinti prekybą rinkose, leidžia priimti apgalvotą sprendimą. Be to empiriniais tyrimais yra įrodyta, kad kai kuriose rinkose po prekybinis skaidrumas pagerina likvidumą, o prieš prekybinis skaidrumas sukelia nedidelius pakitimus likvidume, tačiau nesukelia didelio neigiamo poveikio²⁰⁷. Akivaizdu, kad viešumas finansų rinkose gali atnešti naudos, kadangi viešai skleidžiama informacija sumažina finansų rinkose esančios informacijos asimetrijos poveikį. Kaip jau aprašyta pirmoje šio darbo dalyje, informacijos asimetrija kenkia efektyviam finansų rinkos veikimui. Tačiau reikalavimai paviešinti informaciją įsikiša į asmenų tarpusavio civilinius santykius, nes nustato pareigą paviešinti informaciją apie ofertą arba jau sudaryto sandorio informaciją. Prekiautojai privalo informuoti finansų rinkas apie jų atliktus sandorius, o tai yra papildomas administracinis reikalavimas, kuris apriboja sandorio sudarymo laisvę. Visgi, siekdama užtikrinti skaidrumą finansų rinkose ES Europos Parlamento ir Tarybos reglamente (ES) Nr. 600/2014 2014 m. gegužės 15 d. dėl

²⁰⁴ *Ibid*, p. 178.

²⁰⁵ *Ibid*, p. 167

²⁰⁶ MOLONEY, Niamh. *EC securities regulation*. Second edition. New York: Oxford university press Inc. 2008, p. 815.

²⁰⁷ HOLDEN, C., W.; JACOBSEN, S.; SUBRAHMANYAM, A. *The Empirical Analysis of Liquidity* [Interaktyvus]. 2014, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2402215>, p. 40.

finansinių priemonių rinkų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012 (angl. *Markets in financial instruments regulation*) (toliau – MIFIR) nustatė reikalavimus informacijos pavišininimui, ribojančius prekybą finansų rinkose:

MIFIR 3 str. įtvirtinti reikalavimai iki prekybinės informacijos paskelbimui:

Prekybos vietą valdantys rinkos operatoriai ir investicinės įmonės viešai skelbia tuo metu siūlomas pirkimo ir pardavimo kainas ir komercinio susidomėjimo tomis jų sistemose skelbiamomis akcijų, depozitoriumo pakvitavimų, biržinių fondų, sertifikatų ir kitų panašių finansinių priemonių, kuriomis prekiaujama prekybos vietoje, kainomis mastą. Tas reikalavimas taikomas ir informaciniams pranešimams apie susidomėjimą. Prekybos vietą valdantys rinkos operatoriai ir investicinės įmonės įprastomis prekybos valandomis nuolat viešai skelbia tą informaciją²⁰⁸.

Šie ribojimai nustatyti tam, kad sumažinti prekybą vadinamuosiuose „tamsiuosiuose likvidumo telkiniuose“. EK savo išvadose nurodė, kad prieš prekybinės informacijos trūkumas ir prekyba neviešose vietose gali iškreipti kainos formavimo procesą²⁰⁹. Atsižvelgiant į 3 poskyryje apkalbėtą efektyvumą, akivaizdu, kad neigiamas poveikis kainos formavimui atsiliepia ir rinkos efektyvumui, tai yra problema, kurią būtina spręsti. Atlikti tyrimai, kuriais buvo vertinamas MIFID poveikis rinkų efektyvumui, atsižvelgiant į skaidrumo padidinimą rinkose, parodė, kad ribojimai teigiamai veikia rinkų efektyvumą bei likvidumą²¹⁰, tad akivaizdu, jog šie ribojimai savo funkciją siekiant pašalinti finansų rinkose esančią informacijos asimetriją ir pagerinti finansų rinkų egzistavimą atliko, dar tebegaliojant MIFID redakcijai. Tačiau viskas skamba gerai tik iš pirmo žvilgsnio, kadangi jau pati EK pastebėjo, jog prieš prekybinis skaidrumas padeda ne visose situacijose, jis ypač gali pakenkti tuomet, kai daromi dideli pavedimai, kadangi skaidrumas gali padidinti arba sumažinti geriausio įvykdymo kainą²¹¹. Todėl šio ribojimo

²⁰⁸ Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 600/2014 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012. OL, 2014 L 173, p. 84–148, 3 str.

²⁰⁹ Europos Komisija. Komisijos tarnybų darbinis dokumentas poveikio vertinimas, pridedamas prie dokumento Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Finansinių priemonių rinka ir Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Finansinių priemonių rinka [interaktyvus]. Briuselis, 2011 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directive-2014-65-eu/legislative-history_en>, p. 13.

²¹⁰ SOLTANI, B.; JERBI, M.; MINH MAI, H. *Transparency and market quality: An Analysis of the effect of Mifid on Euronext* [Interaktyvus]. 2011, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga internetu: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1833605

²¹¹ ESMA. Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection topics [Interaktyvus]. Briuselis: 2016, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga internetu: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1444_mifid_ii_qa_investor_protection.pdf>, p. 7

veikimas ir taikymas turi būti derinamas su jam taikomomis išimtimis, t.y. finansų priežiūros institucijų išduodamų leidimų informaciją apie siūlymus pavišinti vėliau²¹².

MIFID II ir MIFIR pristatė naujoves finansų rinkų skaidrumo reglamentavime. Visų pirma, skaidrumo režimas buvo išplėstas į visas prekyvietes, įskaitant ir užbiržinę prekybą. Argumentuojant, tuo, jog bus ištraukiami pinigai iš „tamsiųjų telkinių“ bei užtikrintų, kad instrumentai pardavinėjami tik DPS arba tik OPS prekyvietėse yra matomi visiems finansų rinkų dalyviams²¹³. Antra, buvo išplėstas finansinių priemonių apie, kurių prekybą privaloma paskelbti informaciją, nuo tik reguliuojamose rinkose listinguojamų akcijų iki beveik visų finansinių priemonių. Argumentai kuriais grindžiamas šis išplėtimas yra labai panašūs kaip ir išplėstų prekyviečių, t.y. kad visi finansų rinkų dalyviai turėtų prieigą prie didesnio pasirinkimo finansinių priemonių²¹⁴. Išplėstas skaidrumas yra vertinamas nevienareikšmiškai, viena dalis mokslininkų bei ES tikina, kad tai padės pritraukti daugiau investuotojų ir pagerins prekybą ir visą finansų rinkos stabilumą bei efektyvumą nustatant tinkamas finansinių priemonių kainas²¹⁵. Tačiau yra nuomonių ir empirinių tyrimų nurodančių, kad didelis skaidrumas, ypač skolos vertybinių popierių sektoriuje, gali ypač pakenkti finansų rinkose, sumažindamas prekybos apimtis ir kainų svyravimus, o tai gali neigiamai atsiliiepti kainos nustatymo procesui²¹⁶. Tad ribojimas, kurio siekiama užtikrinti tinkamą kainos formavimo procesą gali turėti atvirkščią efektą ir sulėtinti kainos formavimo procesą, t.y. esant mažoms prekybos apimtims rinkos kaina lėčiau reaguoja į pasikeitimus finansų rinkose²¹⁷.

Akivaizdu, kad šiais ribojimais yra siekiama užtikrinti informacijos asimetrijos poveikio sumažinimą bei suteikti galimybes finansų rinkų priežiūros institucijos aptikti potencialius pažeidimus operatyviau ir mažesniais kaštais. Autoriaus nuomone, didesnio skaidrumo finansų rinkose tikslai ir siekis bus pasiektas, jau vien dėl to, kad finansų rinkų

²¹² Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 600/2014 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012. OL, 2014 L 173, p. 84–148, 6 str.

²¹³ Europos Komisija. Komisijos tarnybų darbinis dokumentas poveikio vertinimas, pridedamas prie dokumento Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Finansinių priemonių rinka ir Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Finansinių priemonių rinka [interaktyvus]. Briuselis, 2011 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directive-2014-65-eu/legislative-history_en>, p. 12-13.

²¹⁴ *Ibid.*

²¹⁵ FERRARINI, G.; SAGUATO, P. *Regulating Financial Market Infrastructures* [Interaktyvus]. ECGI Working Paper Series in Law, 259/2014, 2014 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://eprints.lse.ac.uk/59683/1/Ferrarini_Saguato_Regulating-financial-market-infrastructures_2014.pdf>, p. 19

²¹⁶ ASQUITH, P.; COVERT, T., R.; PATHAK, P., A. *The Effects of Mandatory Transparency in Financial Market Design: Evidence from the Corporate Bond Market* [Interaktyvus]. 2013, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą < <http://economics.mit.edu/files/9018>>, p. 32-34.

²¹⁷ *Ibid.*

dalyviai siekdami išvengti baudų ir neturėdami pasirinkimo sieks tinkamai vykdyti pareigas, tačiau kyla klausimas ar ES finansų rinkų reglamentavimo siekis yra vien tik didesnis skaidrumas finansų rinkose, ar finansų rinkų sutvirtinimas ir plėtojimas. Pateikti įvairių mokslininkų tyrimai parodo, kad visiškas skaidrumas finansų rinkose gali neigiamai paveikti ne tik atskirų investuotojų interesus tačiau ir visos finansų rinkos darbą. Manytina, kad siekiant skaidrumo finansų rinkų prekyboje būtina nepamiršti galutinio finansų rinkų reglamentavimo tikslo, stiprios ir efektyvios finansų rinkos užtikrinimo.

Išvados:

1. Finansų rinkų atliekamų funkcijų svarba ekonomikai bei laisvos ir nekontroliuojamos prekybos keliamos problemos šių funkcijų tinkamam atlikimui lemia poreikį riboti prekybą finansų rinkose. Informacijos asimetrija, sisteminė rizika išorinis poveikis bei moralinis neatsakingumas kenkia efektyviam finansų rinkos veikimui. Teisiniais ribojimais prekybai yra apribojamas minėtų problemų poveikis bei užtikrinamas tvarkingas bei efektyvus finansų rinkų veikimas.
2. Menka finansų rinkų integracija tarp ES valstybių neišnaudoja galimo investicinių paslaugų potencialo bei kenkia kapitalo judėjimo laisvei. Tokios problemos verčia ES imtis iniciatyvos nustatyti ribojimus, kurie būtų taikomi visos ES mastu.
3. Kartu su private teise veikdami civilinėje apyvartoje ribojimai tiesiogiai įsikiša į privatinės teisės reglamentuojamą sutartinių santykių sritį, siekiant pritaikyti teisinį reglamentavimą finansų rinkose kylančių problemų sprendimui. Ribojimai veikia privatinės teisės institutus, kaip ir šie veikia ribojimus. Vardan finansų rinkų stabilumo ir tvarkingo plėtojimosi bei visos finansų rinkos dalyvių interesų apsaugos civiliniai santykiai tarp finansų rinkose veikiančių subjektų yra ribojami, nustatant turtinių bei sutartinių teisių ribojimus.
4. Prekybos ES finansų rinkose teisinių ribojimų įtvirtinimu siekiama užtikrinti efektyvią, sąžiningą, skaidrią prekybą vieningoje ES finansų rinkoje. Siekdama šių tikslų ES įtvirtina ribojimus tiek finansų rinkose veikiantiems finansų tarpininkams, tiek visiems finansų rinkose dalyvaujantiems investuotojams. Tikslams pasiekti naudojami ribojimai veikia, tam tikrais atvejais, drausdami asmenims naudotis jų turtinėmis teisėmis (nepadengtų skolintų vertybinių popierių prekyba bei prekybos naudojantis neatskleista informacija draudimas) arba įsikišdami į asmenų sutartinius santykius ribojant sutarčių konfidencialumą (turimų pozicijų pavišinimas, prieš prekybinės informacijos pavišinimas). Tokiu būdu siekiant užtikrinti, kad informacijos asimetrija ir kitos priežastys nepaveiktų finansų rinkose vykstančios prekybos bei nekenktų finansų rinkų efektyvumui.
5. Nepaisant to, kad didžioji dalis po 2008 m. pradėtų taikyti ir būsimų teisinių prekybos ribojimų užtikrins skaidresnę finansų rinkų veiklą, dalies jų efektyvumas siekiant jiems nustatytų tikslų yra kvestionuotinas. Per platus finansų tarpininkams taikomų pareigų išplėtimas galimai pakenks konkurencijai ir perkels finansų tarpininkams nepamatuotai didelę investavimo riziką. Rinkų efektyvumo tikslu taikomi ribojimai

gali būti neefektyvūs siekiant užtikrinti stabilų finansinių rinkų veikimą, ypač tie, kuriais nustatomi prekybos draudimai. Tokių draudimų veikimas reikalauja ypatingo ES priežiūros institucijų dėmesio ir atsakomybės pritaikant šiuos draudimus skirtingoms finansų rinkos sritims skirtingose situacijose.

6. Manytina, kad ne visose finansų rinkos srityse išplėstas skaidrumo reikalavimas atneš apčiuopiamos naudos tiek finansų rinkoms, tiek investuotojams. Toks platus informacijos pavišinio reikalavimas padarys finansų rinkose veikiančius ir geriausio investicijos rezultato siekiančius asmenis labiau priklausomus nuo finansų priežiūros institucijų, taip apribodamas finansų rinkose veikiančių asmenų veikimo laisvę.
7. Galimai neefektyvių ribojimų nustatymas iškelia neproporcingų asmens teisių apribojimo problemą. Neefektyvių ir gremėzdiškų ribojimų nustatymas negali būti pateisinamas atsižvelgiant į galimus finansų rinkose veikiančių asmenų praradimus bei į galimą neigiamą šių ribojimų poveikį visai finansų rinkos sistemai.

Literatūros sąrašas

Norminiai aktai:

1. Lietuvos Respublikos teisės aktai:

- 1.1. Lietuvos Respublikos Konstitucija. *Valstybės žinios*, 1992, Nr. 33-1014;
- 1.2. Lietuvos Respublikos Civilinis Kodeksas. *Valstybės žinios*, 2000-09-06, Nr. 74-226.

2. Europos sąjungos teisės aktai:

- 2.1. Europos Parlamento ir tarybos direktyva 2014/65/ES 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. *OL, 2014 L 173*, p. 349–496.
- 2.2. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 2014 m. balandžio 16 d. dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos. *OL, 2014 L 173*, p. 1–61.
- 2.3. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 600/2014 2014 m. gegužės 15 d. dėl finansinių priemonių rinkų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012. *OL, 2014 L 173*, p. 84–148.
- 2.4. 2012 m. kovo 14 d Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsiikeitimo sandorių aspektų. *OL, 2012 L 86*, p. 1–24.
- 2.5. 2012 m. birželio 29 d Komisijos įgyvendinimo reglamentas (ES) Nr. 827/2012 kuriuo nustatomi šie techniniai įgyvendinimo standartai: viešo informacijos apie grynąsias trumpąsias akcijų pozicijas atskleidimo būdų; informacijos apie grynąsias trumpąsias pozicijas, kurią reikia teikti Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijai, formato; susitarimų, sutarčių ir priemonių, skirtų deramai užtikrinti, kad akcijos arba valstybės skolos finansinės priemonės būtų pateiktos, kai reikės atsiskaityti, tipų ir pagrindinės prekybos akcijomis vietos nustatymo terminų bei laikotarpio pagal Europos Parlamento ir Tarybos reglamentą (ES) Nr. 236/2012 dėl skolintų vertybinių popierių pardavimo ir tam tikrų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsiikeitimo sandorių aspektų. *OL, 2012 L 251*, p. 1–18.

2.6. 2007 m. gruodžio 13 d. Europos Sąjungos sutarties suvestinė redakcija - Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo suvestinė redakcija. OL, 2012 C 326, p. 47–390.

Specialioji literatūra:

1. ACKERT, Lucy F. *The impact of circuit breakers on market outcomes* [Interaktyvus]. London: Foresight, 2012 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289039/12-1070-eia9-impact-circuit-breakers-on-market-outcomes.pdf>
2. AKERLOF, George, Arthur. The market for „lemons“: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, t. 84(3).
3. ALEKNAVIČIENĖ, Vilija. *Finansai ir kreditas*. Vilnius: Enciklopedija, 2005.
4. ANGEL, James J. Tick size regulation: costs, benefits, and risks [Interaktyvus]. London: Foresight, 2012 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289037/12-1068-eia7-tick-size-regulation-costs-benefits.pdf>
5. APPEL, I.; FOHLIN, C. „Shooting the Messenger?“ *The Impact of Short Sale Bans in Times of Crisis* [Interaktyvus]. 2010 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1595003>
6. ASQUITH, P.; COVERT, T., R.; PATHAK, P., A. *The Effects of Mandatory Transparency in Financial Market Design: Evidence from the Corporate Bond Market* [Interaktyvus]. 2013, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://economics.mit.edu/files/9018>>
7. ATKINS, A.; P. The AIG Bailout: Constraining the Fed's discretion. *North Carolina Banking Institute*, 2010, t. 14(1).
8. AVGOULEAS, Emilios. A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, 2010, t. 16(2).
9. BAINBRIDGE, Stephen M. *Insider Trading: An Overview* [Interaktyvus]. 1998, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132529> .
10. BEBER, A.; FABBRI, D.; PAGANO, M. *Short-Selling Bans and Bank Stability: Evidence from two Crises* [Interaktyvus]. 2014 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą

<https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0007/219823/ban_bank_stability_10_May_2014.pdf>

11. BERNARD, Catherine. *Europos Sąjungos Materialinė teisė. Keturių laisvės, laisvas asmenų, paslaugų ir kapitalo judėjimas*. Vilnius: Eugrimas, 2006
12. BRANSON, Douglas M. Nibbling at the Edges - Regulation of Short Selling: Stock Borrowing and Restoration of an Uptick Rule. *University of Pittsburgh Legal Studies Research Paper*, No. 2009-10.
13. BUSCH, Danny. Why MiFID Matters to Private Law - The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability. *Capital Markets Law Journal*, 2012, t. 7(4).
14. CHEREDNYCHENKO, Olha O. European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm-Client Relationship. *European review of private law*, 2009, t. 17(5).
15. DE HAAN, J., OOSTERLOO, S., SHOENMAKER, D. *Financial Markets and Institutions. European perspective*. Second edition. Cambridge: Cambridge university press, 2012.
16. DIDŽIULIS, L. Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2014.
17. DIDŽIULIS, Laurynas. Investicinių pavedimų priėmimo, perdavimo ir vykdymo civilinis teisinis kvalifikavimas. *Teise*, 2016, t. 100.
18. FERRARINI, G.; BUSCH, D. *Regulation of the EU financial markets*. Oxford: Oxford university press, 2017. [Interaktyvus]. 2017 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780198767671.001.0001/law-9780198767671-chapter-5>>
19. FERRARINI, G.; SAGUATO, P. *Regulating Financial Market Infrastructures* [Interaktyvus]. ECGI Working Paper Series in Law, 259/2014, 2014 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://eprints.lse.ac.uk/59683/1/Ferrarini_Saguato_Regulating-financial-market-infrastructures_2014.pdf>
20. FERRARINI, G.; WYMEERSCH, E. *Investor protection in Europe. Corporate law making, The MiFID and beyond*. New York: Oxford University press Inc., 2007.

21. FERRARINI, Guido. Best Execution and Competition between Trading Venues - MiFID's Likely Impact. *Capital Markets Law Journal*, 2007, t. 2(4).
22. FRINO, A., MOLLICA, V., ZHANG, S. *The Impact of Tick Size on High Frequency Trading: The Case for Splits* [Interaktyvus]. Sidnėjus: Macquarie University 2015 [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2607391>
23. FRUZEROVA, O. Draudimas manipuluoti rinka. *Teisė*, 2013, t. 88.
24. FRUZEROVA, O. Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija vertybinių popierių rinkoje. *Teisė*, 2013, t. 86.
25. FRUZEROVA, O. Piktnaudžiavimo rinka genezė prekybos vertybiniais popieriais kontekste. *Teisė*, 2015, t. 95.
26. HAENTJENS, Matthias. *Between Property Law and Contract Law: the Case of Securities* [interaktyvus]. Leiden: Hazelhoff Centre for Financial Law Leiden Law School, 2014 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2436906>
27. HILL, C., A. Bankers behaving badly? The limits of regulatory reform. *Review of Banking and Financial Law*, 2012, t. 31.
28. HOLDEN, C.; W., JACOBSEN, S.; SUBRAHMANYAM, A. *The Empirical Analysis of Liquidity* [Interaktyvus]. 2014, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2402215>.
29. HUDSON, Alastair. *Securities law. First edition*. London: Sweet and Maxwell. London, 2008.
30. KAHRAMAN, B.; PACHARE, S. *Show Us Your Shorts!* [Interaktyvus]. Oxford: Saïd Business School. [žiūrėta 2017-03-27] Prieiga per internetą: <<http://eureka.sbs.ox.ac.uk/5355/>>
31. KANCEREVYČIUS, Gitanas. *Finansai ir investicijos. III atnaujintas leidimas*. Kaunas: Semantijos leidykla, 2009.
32. LEE, Ruben. *Capital markets that benefit investors. Survey of the evidence on fragmentation, internalisation and market transparency*. Oxford finance group, 2002 [žiūrėta 2017-03-27]. P. 32. Prieiga per internetą <http://www.dbmf.dk/Resources/Documents/DBMF%20-%20UK/Publications/1033_63.pdf>
33. MACNEIL, Ian. *An Introduction to the law on financial investment*. Oxford and Portland, Oregon: Hart Publishing, 2005.

34. MIKELĖNAS, V. et al. *Lietuvos Respublikos Civilinio Kodekso Komentaras. Pirmoji knyga*. Bendrosios Nuostatos. Vilnius: Justitia, 2001.
35. MISHKIN, Frederic, Stanley. *The Economics of money, banking and financial markets. Eight edition*. Boston: Pearson Education Inc., 2007.
36. MOLONEY, Niamh. *EC Securities regulation. Seventh edition*. Oxford University press Inc. New York: 2008.
37. MOLONEY, Niamh. *EU securities regulation. Third edition*. New York: Oxford university press Inc. 2014, [Interaktyvus]. [Žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą:
<<http://olrl.ouplaw.com/view/10.1093/law/9780199664344.001.0001/law-9780199664344-chapter-6#law-9780199664344-chapter-6-div1-48>>
38. PETRAM, L., O. The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700: daktaro disertacija. Humanitariniai mokslai, istorija. Amsterdamas: Amsterdamo Universitetas, 2011.
39. PILBEAM, Keith. *Finance & Financial markets*. Third edition. New York: Palgrave Macmillan, 2010.
40. SAUNDERS, A.; CORNETT, M., M. *Financial markets and institutions. Fifth edition*. Singapore: The McGraw- Hill Irwin, 2012.
41. SHKILKO, A.; VAN NESS, B., F.; VAN NESS R., A. *Aggressive Short Selling and Price Reversals* [Interaktyvus]. 2008 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą:
<<http://faculty.bus.olemiss.edu/rvanness/Working%20Papers/AggressiveShortSelling.pdf>>
42. SOLTANI, B.; JERBI, M.; MINH MAI, H. *Transparency and market quality: An Analysis of the effect of Mifid on Euronext* [Interaktyvus]. 2011, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą:
<https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1833605>
43. STONYS A. Reguliacinės sutartys viešojoje teisėje: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01 S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013.
44. SUBRAHMANYAM, A. Algorithmic trading, the Flash Crash, and coordinated circuit breakers. *Borsa Istanbul Review*, 2013, t.13(3).
45. ŠVILPAITĖ, Eglė. Konstitucija ir nuosavybės teisės apribojimo galimybės. *Jurisprudencija*, 2002, t. 30(22).

46. VAINIENĖ, Rūta. *Ekonomikos terminų žodynas*. Vilnius: Tyto alba, 2008.
47. VANAHAARA, Dominykas. *Viešoji prekyba akcijomis. Teisinio reglamentavimo ypatumai ir problemos*. Vilnius: MES, 2011.
48. VANDALEZ, S., MOLYNEUX, P., *An Introduction to global finance markets. Seventh edition*. Hampshire: Palgrave Macmillan, 2013.
49. VILEITA, A., et al., *Civilinė teisė: Bendroji dalis*. Vilnius: Justitia, 2009.
50. WISH, R., BAILEY, D. *Competition law*. New York: Oxford University press Inc., 2012.
51. WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. University edition. London: Sweet & Maxwell, 2008.
52. World Economic Forum. The Global Competitiveness Report 2015–2016 [interaktyvus]. 2016 [Žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/financial-market-efficiency>>

Praktinė medžiaga:

1. Teisingumo Teismas. 1979 m. vasario 20 d. sprendimas Rewe/Bundesmonopolverwaltung für Branntwein C- 120/78, ECLI:EU:C:1979:42.
2. Teisingumo teismas. 2002 m. birželio 4 d. sprendimas Komisija/Portugalija Nr. C-367/98, ECLI:EU:C:2002:326.
3. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2014 m. sausio 22 d. sprendimas Jungtinė Karalystė/ Europos Parlamentas ir Taryba C-270/12, ECLI:EU:C:2014:18.
4. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija 2013 m. sausio 18 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-138/2013.
5. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija 2014 m. balandžio 16 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-206/2014.
6. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2009 m. vasario 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-24/2009.
7. United States district court Southern district of New York. 2014 vasario 6 d. sprendimas byloje United States of America v. Mathew Martoma. Kaltinamasis aktas [Interaktyvus] [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<https://www.justice.gov/sites/default/files/usao-sdny/legacy/2015/03/25/Martoma%2C%20Mathew%20S1%20Indictmentpdf.pdf>>

Trevaux preparatoires

1. 2016 m. balandžio 25 D. Europos Komisijos deleguotas reglamentas (ES) .../... kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų.
2. 2016 m. balandžio 25 D. Europos Komisijos deleguotas reglamentas (ES) .../... kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES papildoma nuostatomis dėl investicinių įmonių organizacinių reikalavimų bei veiklos sąlygų ir toje direktyvoje apibrėžtų terminų.
3. Commission delegated directive (EU) .../... of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits.
4. ESMA. *Questions and Answers On MIFID II and MIFIR investor protection topics* [Interaktyvus]. Briuselis: 2016, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga internetu: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1444_mifid_ii_qa_investor_protection.pdf>
5. European Commission. Commission staff working paper impact assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation [interaktyvus]. Briuselis, 2011 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1217&from=EN>>.
6. European commission. *European commission staff working document. Impact assessment. Accompanying document to the Proposal for a regulation of the European Parliament and Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps* [Interaktyvus]. Briuselis: 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>>
7. European Commission. Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) [interaktyvus]. 2010, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf
≥

8. Europos Komisija. *Komisijos tarnybų darbinis dokumentas poveikio vertinimas, pridedamas prie dokumento Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Finansinių priemonių rinka ir Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Finansinių priemonių rinka* [interaktyvus]. Briuselis, 2011 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directive-2014-65-eu/legislative-history_en>
9. Europos Komisija. *Žalioji knyga. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas* [Interaktyvus]. Briuselis, 2015, [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=LT>>
10. LAROSIERE J., et al. *The High Level group on financial supervision in the EU report* [Interaktyvus]. Briuselis: The de Larosièrè Group, 2009 [žiūrėta 2017-03-27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>

Prekybos ES finansų rinkose teisiniai ribojimai

Santrauka

Reikšminiai žodžiai: MIFID, finansų rinkos, informacijos asimetrija, MIFIR, prekybos ribojimai, piktnaudžiavimas rinka, prekyba viešai neatskleista informacija, skolintų vertybinių popierių prekyba, sistemos išjungikliai, kainos dydžio pokyčio ribojimai.

Šiame darbe nagrinėjamas prekybos ES finansų rinkose teisinių ribojimų poreikis, pagrindimas bei analizuojamas po 2008 m. krizės priimto ir galiojančio bei nuo 2018-01-03 įsigaliosiančio prekybos finansų rinkose reglamentavimo problematika. Atsižvelgiant į ekonomikos ir teisės mokslininkų identifikuotas laisvos prekybos finansų rinkose problemas, konstatuotina, kad prekybos ir asmens teisių suvaržymai yra būtini tvarkingam finansų srautų tekėjimui ir efektyviam finansų rinkų egzistavimui. Visgi, kiekvienas prekybos ribojimas yra tiesioginis įsikišimas į privačius santykius ir asmenų teisių suvaržymas, kuris privalo būti būtinas ir proporcingas. Be to, ribojimai veikia iš esmės privatinės teisės srityje, reglamentuodami specifinę civilinės turto apyvartos sritį – finansų rinkas.

2008 – 2009 m. vykusio finansų krizė išryškino teisinio reglamentavimo finansų rinkose spragas ir privertė ES institucijas imtis teisinės reformos siekiant įtvirtinti griežtesnį bei platesnei finansų rinkos sričiai taikomą reglamentavimą, įskaitant ir ribojimus prekybai. Prekybos ribojimai finansų rinkose nustatomi siekiant apsaugoti investuotojus, skatinti finansinių paslaugų vieningos rinkos kūrimą, užtikrinti prekybos efektyvumą bei skaidrią ir sąžiningą prekybą. Nepaisant to, kad didžioji dalis naujų ribojimų užtikrins skaidresnę prekybą finansų rinkose, dalies ribojimų poreikis ir poveikis, siekiant užtikrinti efektyvią ir stabilią finansų rinkų veiklą yra kvestionuotinas. Ypatingai problematiškas yra dalies prekybos draudimų poveikis finansų rinkoms bei finansų rinkose veikiančių asmenų teisėms, taip pat galimas skaidrumo poveikis, kai kurioms finansų rinkos sritims.

Legal restrictions of trade in EU financial markets

Summary

Key words: MIFID, financial markets, information asymmetry, MIFIR, trade restrictions, market abuse, insider trading, short sales, circuit breakers, tick size.

Author of this paper investigates the need and reasoning of legal restrictions of trade in the EU financial markets as well as considers potential problems of restrictions which were introduced after 2008 financial crisis as well as those which will come into force on 2018 January 3rd. Considering problems arising from uncontrolled trading in financial markets, which were identified by both law and economic scholars it is clear that trade and person right restrictions are necessary for orderly and effective functioning of the financial markets. However, any restriction on trading in financial markets is an intrusion by the government into private relations as well as restriction of individual's rights; therefore it has to be proportional and necessary. Moreover restrictions, while regulating specific asset circulation field – financial markets, are applied to contracts which are primary area private law regulation.

2008 – 2009 financial crisis exposed legislative gaps in financial regulation, which motivated EU institutions to start legal reform, in order to create tighter as well as more broadly applied financial regulation. These reforms also included restrictions on trade. Restrictions on trade in financial markets are aimed to safeguard investors, encourage creation of the single financial services market, and assure effectiveness of financial system as well as transparent and honest trading process. Despite that, most of the restrictions will improve transparency of financial markets, their impact on market efficiency and stability is questionable. Especially problematic are those restrictions, which ban some types of trade as well as improved transparency impact on some parts of the financial markets.