

**VILNIAUS UNIVERSITETO
TEISĖS FAKULTETO
VIEŠOSIOS TEISĖS KATEDRA**

Andriaus Pilitausko
V kurso, tarptautinės ir ES
studijų šakos studento

Magistro darbas

**Prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija draudimas: ES ir JAV teisinio
reguliavimo analizė**

Prohibition of Insider trading: An Analysis of EU and US Legal Regulation

Vadovas: asist. dr. Donatas Murauskas
Recenzentė: asist. dr. Deimilė Prapiestytė

Vilnius

2023

ANOTACIJA IR PAGRINDINIAI ŽODŽIAI

Šiame darbe analizuojant viešai neatskleistą informaciją kaip kainą lemiantį veiksni siekiama išsiaiškinti, kokie yra viešai neatskleistos informacijos požymiai, kaip yra nustatomas jos reikšmingumas bei taip pat bandoma suformuluoti tokios informacijos ekonominę turinį. Taip pat analizuojamas tokios informacijos bei prekybos ja pasinaudojus poveikis rinkai. Analizuojant JAV ir ES reguliavimą bei doktriną yra atskleidžiami viešai neatskleistos informacijos požymiai, reikšmingumo nustatymo kriterijai bei koks yra informacijos bei prekybos ja poveikis rinkai.

Pagrindiniai žodžiai: viešai neatskleista informacija, reikšmingumas, insaideris, poveikis rinkai.

By analyzing insider information as price determinant this research aims to establish what are the elements of insider information, how its materiality is determined and also tries to establish economic capacity of insider information. Also, the impact of such information and insider trading itself on the market is analysed. Analysing US and EU regulation and doctrine provides what are elements of insider information, how its materiality is determined and what are the effects of insider trading and such information as well on the markets.

Keywords. Insider information, materiality, insider, impact on the market.

TURINYS

Įvadas	3
1 Kas yra viešai neatskleista informacija, jos draudimas?	6
1.1 Viešai neatskleistos informacijos samprata pagal MAR ir JAV įstatymus	6
1.1.1 Samprata bei požymiai pagal ES teisę.....	6
1.1.2 Viešai neatskleistos informacijos samprata bei požymiai pagal JAV teisę.....	7
1.2 Atskleidimas	10
1.3 Reguliacinė paskirtis riboti prekybą pasinaudojant viešai neatskleista informacija.....	12
1.4 Viešai neatskleista informacija kaip priežastis sandorio sudarymui ir atsakomybei kilti	13
1.4.1 Europos Sąjunga.....	13
1.4.2 JAV.....	16
2 Reikšmingumo nustatymas	18
2.1 Racionalaus investuotojo testas	19
2.1.1 Pavyzdinės situacijos analizė racionalaus investuotojo standarto kontekste.....	20
2.1.2 Ar investuotojai yra iš tikrųjų racionalūs?.....	21
2.2 Tikėtinumo ir mąsto testas.....	23
2.3 Aiškios linijos testas	25
2.4 Kainos jautrumo testas	26
2.5 Kokia informacija gali būti reikšminga – poveikio turinio elementai	27
2.6 8-K ir CESR	28
2.7 Kas vienija CESR Gaires ir formą 8-K?.....	30
2.8 Ekonominis viešai neatskleistos informacijos turinio elementai.....	30
3 Viešai neatskleistos informacijos poveikis	32
3.1 Planuojamo Microsoft bendrovės Activision Blizzard įsigijimas	32
3.1.1 Informacijos buvimo nevieša požymis	34
3.1.2 Informacijos konkretumas	34
3.1.3 Informacija yra susijusi su emitentu.....	35
3.1.4 Reikšmingumas	35
3.2 Kaip kitaip gali informacija paveikti rinką?	38
4 Prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija poveikis	39
4.1 Prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija ir efektyvios rinkos teorija: pirminių insaiderių sudaromi sandoriai.....	40
4.2 Dėl prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija praranda kiti rinkos dalyviai ..	42
4.3 Nuostolių stabdžiai ir prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija.....	44

Išvados	47
Šaltinių sąrašas	49
SANTRAUKA.....	55
SUMMARY.....	56

Išvadas

Kapitalo rinkos yra viena pagrindinių finansų ir ekonomikos ekosistemų. Būtent dėka kapitalo rinkų bendrovės gali pritraukti didelį finansavimą, riboti savo rizikas remdamasi išvestinėmis finansų priemonėmis, pritraukti išorinio kapitalo ir pan. Dalyvavimas Vakarų kapitalo rinkose yra daugelio bendrovių siekiamybė, o kokiam nors svarbiam rinkos lyginamajam indeksui, pavyzdžiui, *Standart&Poor 500* – prestižo reikalas.

Daliai asmenų kapitalo rinkos yra pajamų šaltinis. Bet kaip ir bet kurioje gyvenimo srityje vieni tai daro sąžiningai, kiti – mažiau. Rinkos dalyviai, turėdami vienokį ar kitokį pranašumą (informaciją ar rinkos svertus), dažnu atveju gali siekti šį pranašumą išnaudoti ekonominei naudai gauti, nebūtinai atsižvelgdami į galimas ilgalaikes ar trumpalaikes pasekmes po savo veiksmų. Dėl to kapitalo rinkose ir egzistuoja savos taisyklės bei reguliavimas (vienos yra nustatomos valstybių, kitos pačių rinkų). Viena vertus reguliavimas reikalingas rinkų tvarumui palaikyti, kita vertus, kitų rinkos dalyvių interesų apsaugai užtikrinti. Jie yra apsaugomi nuo manipuliavimo rinkomis, pavyzdžiui, *pump and dump* schemų (kurių metu finansinės priemonės kaina yra smarkiai išpučiama bei po to finansinė priemonė yra staigiai parduodama). Taip pat yra reikalinga apsauga ir nuo nesąžiningo ir neteisėto pranašumo. Šiame rašto darbe gi, autorius, ir nagrinės vieną iš tokių priemonių: ribojimą prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Ir nors Lietuvoje prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija yra gana retas reiškinys ir mažai tirtas, JAV jis yra gana paplitęs bei dažnas ir net tapo savotiška disciplina vertybinių popierių teisėje bei ekonomikos ir finansų moksle.

Prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija vargu ar gali būti analizuojama be finansų ar ekonomikos konteksto. Ekonominis informacijos reikšmingumas, kuris ir yra priežastis sudaryti sandorį, nėra tiek teisinė, kiek ekonominė kategorija. Dėl to šiame darbe autorius nebandys lyginti JAV ir ES teisinio reguliavimo bandant nustatyti, kuris reguliavimas yra geresnis ar efektyvesnis, o šių dviejų teisinių režimų kontekste bandys nustatyti, kas yra ekonominis informacijos reikšmingumas, kuris ir skatina sudaryti sandorį bei koks yra tokios informacijos bei prekybos pasinaudojant ja poveikis rinkai. Autorius taip pat pabandys

suformuluoti ekonominę viešai neatskleistos informacijos turinį. Šis turinys aktualus teisiniame kontekste tuo, kad papildomai padės apibrėžti viešai neatskleistą informaciją ne kaip tam tikrų požymių visumą, bet kaip tam tikros informacijos kategoriją.

Aktualumas: ne bet kokia informacija yra ekonomiškai naudinga bei gali paveikti rinkas. Tą galinti padaryti informacija yra pakankamai specifiška bei sudėtinga, tačiau būtent ji, autoriaus nuomone, yra lemiamas veiksnys sandoriui sudaryti bei priežastis draudimui prekiauti ja pasinaudojant. Dėl to, autoriaus nuomone, svarbu nustatyti, kaip yra nustatomas informacijos reikšmingumas, koks yra ekonominis viešai neatskleistos informacijos turinys bei kokį poveikį ji turi. Kita vertus, kapitalo rinkos nuolat keičiasi bei tobulėja. Dėl to autoriaus nuomone, svarbu pažvelgti į šį institutą per esančią rinkos praktiką.

Kiek ši problema yra ištirta: Lietuvoje beveik nėra mokslinių darbų be O. Fruzerovos, kurie bent kažkiek analizuotų ekonominę prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija pusę. Taip pat šis klausimas Lietuvoje nebuvo daug tyrinėtas ir tarp ekonomikos bei finansų mokslų atstovų. Taip pat ir pats viešai neatskleistos informacijos institutas yra mažai tyrinėtas Lietuvos teisinėje doktrinoje. Kita vertus, užsienyje šis institutas yra gana plačiai ištirtas tokių autorių kaip S. Bainbridge, D. Langevoort, J. Heminway ir kitų. Vis dėlto, užsienio doktrina nors iš išsamesnė, dažnu atveju analizuoja pavyzdžius abstrakčiau. Ir nors autorius ir analizuos pagrindines bylas, taip pat jis siūlo pažvelgti kaip jau buvo minėta naujai, t.y. atsižvelgiant į naujausią rinkos praktiką. Autorius savo darbe siūlo kitaip pažiūrėti į viešai neatskleistą informaciją, tai yra per ekonominę jos prizmę, nustatant jos reikšmingumo kriterijus, bandant sistemizuoti koks yra viešai neatskleistos informacijos ekonominis turinys bei identifikuojant tokios informacijos bei prekyba ja poveikį rinkai.

Tikslas: nustatyti viešai neatskleistos informacijos požymius, viešai neatskleistos informacijos reikšmingumo nustatymo kriterijus bei ekonominę turinį. Taip pat nustatyti kokį poveikį turi viešai neatskleista informacija bei prekyba ja pasinaudojant.

Uždaviniai:

1. Nustatyti viešai neatskleistos informacijos pagrindinius požymiai bei kaip pasireiškia jos draudimas JAV ir ES.
2. Ištirti viešai neatskleistos informacijos reikšmingumo nustatymo kriterijus, apibrėžti ekonominę reikšmę turinčią informaciją.

3. Nustatyti viešai neatskleistos informacijos poveikį. Atlikti informacijos bei prekybos ja pasinaudojant poveikio vertinimą.

Objektas: viešai neatskleista informacija kaip kainą lemiantis veiksnys.

Šaltiniai: ES Piktnaudžiavimo rinka reglamentas, 1934 m. Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas, ES ir JAV teismų praktika, doktrina.

Metodai. Siekiant nustatyti viešai neatskleistos informacijos požymius autorius analizuos JAV bei ES reguliavimą, teismų praktiką, užsienio autorių doktriną. Analizuojant reikšmingumo kriterijus autorius pasitelkdamas teisės aktus, teismų praktiką, teisės doktriną, ekonomikos mokslo darbus bei ekonominę analizę nustatys viešai neatskleistos informacijos reikšmingumo kriterijus bei suformuos viešai neatskleistos informacijos ekonominį turinį. Analizuojant viešai neatskleistos bei reikšmingos informacijos poveikį autorius pasitelks realią rinkos situaciją bei vadovaudamasis prieš tai nustatytais viešai neatskleistos informacijos požymiais bei reikšmingumo kriterijais nustatys ar įvykis būtų laikomas viešai neatskleista informacija, taip pat nustatys kodėl tokia informacija paveikė rinkos kainą. Taip autorius nustatys, kaip doktrina apibrėžia viešai neatskleistos informacijos poveikį rinkai. Galiausiai autorius nustatys kokį poveikį rinkai turi prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija pasiremdamas užsienio autorių doktrina, ekonomine teisės analize bei hipotetinės situacijos analize ir jos vertinimu.

Magistro darbe dominuoja **doktrininis, lyginamasis bei ekonominis** tyrimo metodai.

1 Kas yra viešai neatskleista informacija, jos draudimas?

Prieš pereinant prie pagrindinės magistrinio darbo temos analizės, t.y. ekonominės viešai neatskleistos informacijos instituto analizės, autoriaus nuomone svarbu yra išsiaiškinti, kas yra viešai neatskleista informacija, kokiais pagrindiniais požymiais ją galima apibrėžti, kaip pasireiškia jos draudimas pagal ES ir JAV įstatymus, koks ribojimo pasinaudojant viešai neatskleista informacija tikslas.

1.1 Viešai neatskleistos informacijos samprata pagal MAR ir JAV įstatymus

Toliau autorius pristatys kaip yra reguliuojamas draudimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija JAV ir ES bei išskirs viešai neatskleistos informacijos požymius.

1.1.1 Samprata bei požymiai pagal ES teisę

Europos Sąjungoje viešai neatskleistą informaciją ir jo draudimą reglamentuoja 2014 m. balandžio 16 d. ES Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 dėl piktnaudžiavimo rinka (toliau-**MAR**)¹. Taigi, pagal MAR reglamento 7 straipsnio 1 dalį, viešai neatskleista informacija yra apibrėžiama kaip konkretaus pobūdžio informacija, kuri nėra atskleista viešai, kuri yra tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau emitentų arba viena ar daugiau finansinių priemonių ir kuri, ją atskleidus viešai, galėtų turėti didelį poveikį tų finansinių priemonių kainoms ar su jomis susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai. Kaip matyti iš šio apibrėžimo, pagal ES teisę viešai neatskleistą informaciją galima apibrėžti kaip konkretaus pobūdžio informaciją, kurios atskleidimas gali turėti didelę poveikį finansų priemonės ar su ja susijusios išvestinės finansų priemonės kainai. Doktrina gi nurodo, kad pagrindiniai yra šie du elementai: informacijos tikslumas bei poveikis kainai atskleidus (Brellochs, Krause, 2013, p. 286). Prieš tai nurodytus keturis viešai neatskleistos informacijos požymius išskiria ir Europos Sąjungos Teisingumo Teismas (toliau- **ESTT**). Savo praktikoje dėl viešai neatskleistos informacijos ESTT byloje Markus Gertl prieš Daimler AG yra pažymėjęs, kad viešai neatskleista informacija apima keturis pagrindinius elementus. Pirma, yra kalbama apie tikslią informaciją. Antra, ši informacija nebuvo paskelbta. Trečia, ji

¹ Ši reglamentas panaikino Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2003/6/EB ir Komisijos direktyvas 2003/124/EB, 2003/125/EB ir 2004/72/EB. Tai svarbu paminėti, kadangi analizuojant Europos Sąjungos Teisingumo Teismo (**ESTT**) praktiką dėl viešai neatskleistos informacijos, bus minimos ir prieš tai galiojusios direktyvos, o ne MAR, kadangi pagal jį ESTT dar nėra suformavęs išsamios praktikos.

tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi su viena ar daugiau finansinių priemonių ar jų emitentais. Ketvirta, jos viešas paskelbimas gali turėti didelės įtakos tų finansinių priemonių kainai arba susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai. Pažymėtina, kad informacija yra laikoma tiksli, jeigu įvykdytos dvi kumuliacinės sąlygos. Pirma, joje nurodomos aplinkybės, kurios egzistuoja arba pagrįstai gali atsirasti, arba įvykis, kuris įvyko arba pagrįstai gali įvykti. Antra, ji pakankamai konkreti, kad galima būtų padaryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių ar įvykio įtakos finansinių priemonių ar susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai.

Taigi, kaip mes matome, ES yra išskirtini šie keturi viešai neatskleistos informacijos požymiai: tikslumas, informacijos nebuvimas vieša, tokios informacijos ryšys su finansine priemone bei tokios informacijos poveikis finansų priemonės kainai ją atskleidus (reikšmingumas), iš kurių du svarbiausi yra informacijos tikslumas bei reikšmingumas. Autorius taip pat pateikia lentelę vizualizacijai.

1 lentelė. Viešai neatskleistos informacijos požymiai ES

Požymis	Kaip yra suprantamas šis požymis
Informacijos tikslumas	Informacijos tikslumas apibrėžiamas per du kriterijus: a) nurodytos aplinkybės egzistuoja ar turi pakankamą pagrindą įvykti ir b) informacija yra pakankamai konkreti, kad būtų galima daryti sprendimą dėl jos galimo poveikio.
Informacija nėra vieša	Informacija nebuvo atskleista, t.y. nėra žinoma kitiems investuotojams
Informacija yra susijusi su finansine priemone/emitentu	Šis požymis reiškia, kad informacija turi būti tiesiogiai arba netiesiogiai susijusi su emitentu/finansine priemone, dėl kurios atskleidimo skirsis jų kaina
Informacija yra reikšminga	Informacija yra reikšminga, kai ji gali daryti poveikį kainai.

Pats gi draudimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija pagal MAR 14 straipsnį apima tris pagrindines veiklas: prekybą, rekomendacijos teikimą prekiauti (angl. *tipping*) bei neteisėtą atskleidimą (Kang, 2023, p. 106).

1.1.2 Viešai neatskleistos informacijos samprata bei požymiai pagal JAV teisę

JAV gi, skirtingai nei ES, nėra teisės aktų, kurie tiesiogiai apibrėžtų viešai neatskleistą informaciją, dėl to labai didelė yra teismų projektą reikšmė (Verstein, 2021, p. 1256). JAV doktrinoje ribojimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija formavosi per teismų precedentus, susijusius su bendrais sukčiavimo prevencijos reikalavimais, esančiais vertybinių popierių reguliavimo srityje (Kang, 2023, p. 110). Dėl to šiuo klausimu aktualu yra analizuoti šiuos du pagrindinius teisės aktus: 1934 m. Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo (angl. *the Securities and Exchange Act of 1934*; toliau- **SEA 1934**) 10 straipsnio taisyklę b bei Jungtinių valstijų vertybinių popierių ir biržos komisijos (angl. *Securities and Exchange Commission*, toliau- **SEC**) taisyklę 10b-5 bei jų aiškinimą².

Pirma, žiūrint į SEA 1934 10 straipsnio b taisyklę, pagal ją yra neteisėta bet kuriam asmeniui tiesiogiai ar netiesiogiai, per tarpininkus ar kitais būdais pasinaudojant apgaulingas priemones, manipuliavimą, pažeidžiant reguliavimą ar taisykles įgyti ar parduoti vertybinius popierius rinkoje. Analizuojant šią formuluotę matyti, kad joje nėra jokios nuorodos į tai, kad yra draudžiama prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Taip pat nėra pateikiamas ir tokios informacijos apibrėžimas.

Kita vertus, taip pat yra aktuali ir jau minėta SEA 1934 10 straipsnio b punktą paaiškinanti SEC taisyklė 10b-5³. Pagal ją yra neteisėta sudaryti sandorį, jei buvo panaudotos priemonės ar schemos sukčiavimui, buvo meluojama apie esminius faktus, jie buvo nutylimi ir pan. arba jei buvo sudarytas įsipareigojimas sukčiauti rinkoje (Ventoruzzo, 2014, p. 557). Kaip matyti, šioje taisyklėje taip pat nėra iš esmės minima viešai neatskleistos informacijos sąvoka.

Atitinkamai kaip jau minėta, reikia pažvelgti į JAV teismų praktiką. Visų pirma, nors ir ne teismo, bet yra aktuali SEC administracinė byla Cady, Roberts & Co, kurioje SEC nurodė, kad sukčiaujama yra tada, kai yra pasitelkiama viešai neatskleista informacija. SEC nurodė, kad apribojimas sukčiauti gali paliesti bet kurį asmenį, turintį esminės (reikšmingos) viešai neatkleistos informacijos, kuri visuomenei nebuvo prieinama, kadangi yra išnaudojamas informacinis pranašumas (Kang, 2023 p. 111). Kitais žodžiais tariant, SEC taisyklė 10b-5, ribojanti apgaulingus veiksmus, buvo praplėsta ir iki prekybos viešai neatskleista informacija (Banoff, 1988, p. 149). Be to, būtent šioje byloje SEC taip pat įvedė koncepciją, pagal kurią

² Kiti teisės aktai bus paminėti kiek tai yra aktualu.

³ Paminėtina, kad pagal SEA 1934 SEC yra numatyta kaip valstybės institucija, atsakinga už su sukčiavimu vertybiniais popieriais susijusių teisės aktų kūrimą, priežiūrą bei vykdymą.

egzistuoja pareiga arba atskleisti informaciją arba susilaikyti nuo tokios viešai neatskleistos informacijos panaudojimo (Ventoruzzo, 2014, p. 558). Po to, 1963 metais tai tapo ir teismų praktikos suformuotu principu, kai byloje *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur* Antros apeliacinės apygardos teismas palaikė SEC poziciją, pagal kurią žinant viešai neatskleistą ji turi būti arba atskleista arba turi būti susilaikoma prekiauti, siejant tai su lygia teise į informaciją ir kad visi rinkos dalyviai turėtų tas pačias sąlygas dalyvaujant prekyboje (Ventoruzzo, 2014, p. 559). Be to taip pat pažymėtina, kad draudimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija JAV taip pat apima ir rekomendavimą tą daryti, kaip yra ir ES pagal MAR reglamentą.

Grįžtant prie teisės aktų, JAV paminėtini ir kiti teisės aktai, pavyzdžiui, SEC taisyklė 14e-3, kuri draudžia prekybą pasinaudojant viešai neatskleista informacija esant viešam pasiūlymui įsigyti bendrovę (angl. *tender offer*). Tai yra bendrovės, kurią planuojama įsigyti (angl. *target company*) insaideriai ir įsigijančios bendrovės (angl. *bidder*) insaideriai negali pirkti (ar parduoti) ar rekomenduoti sudaryti sandorio kitam asmeniui finansinių priemonių, susijusių su vienu iš sandorio emitentu⁴. Kitaip tariant, šis teisės aktas draudžia prekybą pasinaudojant viešai neatskleista informacija vykstant įmonių įsigijimų ar susijungimų (angl. *mergers and acquisitions*) procesui.

Paminėtina, kad JAV yra svarstomas teisės projektas pavadinimu *Insider Trading Prohibition Act* (toliau- **ITPA**), pagal kurį būtų pakeistas SEA 1934 ir būtų tiesiogiai uždrausta prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija. ITPA iš esmės yra siekiama aiškiai apibrėžti viešai neatskleistą informaciją bei kodifikuoti jos draudimą, taip išsprendžiant tas ydas, kurios yra šio instituto reglamentavime bendrosios teisės tradicijoje (Kang, 2023, p. 117). Pagal ITPA projektą SEA 1934 yra papildomas nauju skyriumi, pagal kurį bus draudžiama asmeniui prekiauti vertybiniais popieriais (finansinėmis priemonėmis), jei jis žino reikšmingą viešai neatskleistą informaciją ar bet kokią kitą neatskleistą informaciją, kuri turės ar yra pagrįsta manyti, kad turės reikšmingą įtaką vertybinių popierių kainai. Taip pat šis siūlomas draudimas apimtų ir rekomendavimą bei prekybą ją pasinaudojus, jei žinoma, kad yra neteisėta. Dėl to, autoriaus nuomone, šis reguliavimas būtų panašus į MAR.

⁴ Insaidieris yra asmuo, turintis viešai neatskleistą informaciją. Doktrinoje galima išskirti dvi insaidierių rūšis: pirminius ir antrinius insaidierius. Pirminiai insaidieriai yra finansų priemonės emitento vadovai, pagrindiniai pareigūnai, stambūs akcininkai ir t.t. Antriniai insaidieriai gi yra tokie insaidieriai, kurie viešai neatskleistą informaciją gauna iš pirminių insaidierių. Dažnu atveju tai yra emitento auditoriai, advokatų kontoros etc. Vis dėlto, šiame darbe skirstymas nėra aktualus ir privalomai analizuotinas, dėl to šiame darbe autorius insaiderio sąvoką naudos bendrai apibrėžti asmeniui, turinčiam viešai neatskleistą informaciją.

Vis dėlto autorius plačiau nenagrinės ITPA, kadangi viena vertus, šis projektas dar nėra priimtas, t.y. nors jis ir buvo patvirtintas JAV Atstovų rūmų, jį dėl dvinarės parlamento struktūros JAV dar turi patvirtinti JAV Senatas (bei galiausiai pasirašyti Prezidentas). Kita vertus, nors teisėkūros ir bendro viešai neatskleistos informacijos reglamentavimo JAV srityje šis projektas ir yra įdomus, šiam darbui papildoma analizė būtų perteklinė.

Kalbant apie tai, kokius pagrindinius požymius turi viešai neatskleista informacija JAV, kad būtų laikoma tokia, JAV doktrinoje yra išskiriami šie du požymiai: informacijos buvimas reikšminga ir neatskleista (Sinai, 2000, p. 758). Reikšmingumas gali būti susijęs su tuo, kad informacija yra reikšminga investuotojui priimant investicinį sprendimą arba pakankamai reikšminga, kad pakeistų investuotojui bendrą suvokimą apie finansų priemonę remiantis turima informacija (Ventoruzzo, 2014, p. 567).

1.2 Atskleidimas

Kitas svarbus aspektas, kuris yra paminėtinas dėl prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija yra jos atskleidimas santykyje su neprekiavimu pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Į šį institutą, autoriaus nuomone, galima žiūrėti iš kelių pusių: informacijos atskleidimo ar susilaikymo nuo prekybos (angl. *abstain or disclose*), insaiderių sandorio atskleidimo ir einamo informacijos atskleidimo. Informacijos atskleidimas (jos tapimas vieša) yra labai aktualus ekonominio poveikio vertinime, kas bus vertinama trečioje bei ketvirtoje dalyse.

Pirma, analizuotina yra informacijos atskleidimo ar susilaikymo nuo prekybos taisyklė. Ši taisyklė yra taikytina JAV ir yra kildinama iš SEA 1934 10 taisyklės b punkto ir SEC taisyklės 10b-5 (bei patvirtinta prieš tai mūsų minėto teismo precedentu S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur), pagal kurią asmuo, turintis viešai neatskleistą bei reikšmingą informaciją turi ją arba atskleisti, arba susilaikyti nuo prekybos finansinėmis priemonėmis. Ši taisyklė yra vienas pagrindinių mechanizmų, ribojančių prekybą pasinaudojant viešai neatskleista informacija (Fried, 2003, p. 456). Ribojimo prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informaciją šalininkai teigia, kad iš esmės nėra draudžiama prekiauti pasinaudojant tokia informacija, jei tokia yra informacija yra atskleidžiama. Vis dėlto doktrinos požiūriu ši taisyklė veikia priešingai, tai yra kaip tik veikia kaip pagrindinis ribojantis elementas. Tai susiję su tuo, kad, pavyzdžiui, viešai neatskleista informacija gali būti konkurenciniu pranašumu, kurį

atskleidus, jis bus prarastas (Carlton, Fischel, 1983, p. 885). Iš kitos pusės, įdomi šios taisyklės ypatybė yra ta, kad į ją galima žiūrėti ir visiškai priešingu kampu: t.y. nėra draudimo susilaikyti nuo prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Pavyzdžiui, jei yra planuojama parduoti finansinių priemonių pirmadienį, tačiau sužinoma, kad antradienį bus paskelbtos geros naujienos, kurios teigiamai įtakos finansinės priemonės kainą. Jei yra susilaikoma nuo pardavimo iki informacijos paskelbimo ir parduodama už didesnę kainą, nebūtų pažeidimo (Fried, 2003, p. 457).

ES gi, šiuo klausimu yra pasirinkusi kitokį kelią. Pagal MAR reglamento 17 straipsnio 1 dalį emitentas nedelsdamas informuoja visuomenę apie viešai neatskleistą informaciją, tiesiogiai susijusią su emitentu⁵. Šis straipsnis savo reguliavimo turiniu iš esmės riboja insaideriams prekiauti pasinaudojant informacija, jeigu ji nebuvo atskleista (Kang, 2023, p. 102). Autorius atkreipia dėmesį, kad šiuo klausimu yra tam tikrų probleminių aspektų. Kadangi turi būti atskleidžiama reikšminga informacija, emitentui paliekama labai didelė diskrecija spręsti, kokia informacija gali atitikti reikšmingumo kriterijų, kas nėra visada aišku ir reguliuotojui⁶. Pačios taisyklės paskirtis yra susijusi su siekiu padidinti esminės informacijos srautą į kapitalo rinkas, kad vertybinių popierių kainos apimtų visą viešai prieinamą informaciją ir taip padidintų rinką efektyvumą (Taleska, 2020, p. 566). Tačiau analizuojant kartu su tuo, kad nėra visada aišku, kokia informacija turi būti atskleidžiama, atskleidžiamos informacijos srautas gali būti perteklinis ir užpildyti rinką iš esmės nereikšminga bei pertekline informacija.

JAV gi nėra pareigos atskleisti visą reikšmingą informaciją, kuo ši jurisdikcija iš esmės ir skiriasi nuo ES (Ventoruzzo, 2014 p. 571). Be abejo, yra reikalavimai dėl periodinės informacijos atskleidimo, pavyzdžiui, ketvirčio finansinių ataskaitų. Taip pat SEC yra paruošęs specialią formą 8-K (toliau - **8-K**), kur turi būti atskleidžiama reikšminga bei neplaninė informacija, pavyzdžiui apie bankrotą, reorganizavimą ir t.t.

Kitas pjūvis, į kurį galima pažvelgti į atskleidimo institutą, autoriaus nuomone, yra per emitento insaiderių sandorių atskleidimą (pirminių insaiderių kaip buvo paaiškinta aukščiau).

⁵ Pažymėtina, kad, pavyzdžiui, pagal to paties MAR straipsnio 4 dalį atskleidimas gali būti atidėtas tam tikromis aplinkybėmis.

⁶ Pavyzdžiui, 2022 metų rudenį Lietuvos bankas organizavo konferenciją šiuo klausimu, tačiau taip pat nepateikė detalių atsakymų dėl to, kas gali būti vertintina kaip reikšminga informacija, būtina atskleidimui pagal MAR 17 straipsnį.

JAV pagal SEA 1934 16 dalies a punkto reikalavimus emitento insaideriai (vadovai, naudos gavėjai, turintys daugiau nei 5% ir t.t.) turi pranešti SEC apie savo sudarytus sandorius, susijusius su emitento finansinėmis priemonėmis. To tikslas iš esmės yra susijęs su labai paprasta aplinkybe: asmenys, dėl savo ryšių (pareigų) su emitentu turi *a priori* informacinį pranašumą prieš kitus rinkos dalyvius (tačiau visiškai uždrausti jiems prekiauti nebūtų proporcinga ir net sunkiai įgyvendinama autoriaus nuomone priemonė), dėl to tam, kad būtų galima riboti informacinį pranašumą bei užtikrinti rinkų vientisumą ir reikalingas šis atskleidimo institutas (Huddart *et al.*, 2001, p. 665). Panašus instrumentas yra įtvirtintas ir MAR. Pagal MAR reglamento 19 straipsnį vadovaujamas pareigas einantys asmenys, taip pat su jais glaudžiai susiję asmenys priežiūros institucijai turi pranešti apie savo sudarytus sandorius, susijusius su emitento finansinėmis priemonėmis. Kaip matyti iš MAR reglamento preambulės, toks reikalavimas yra susijęs su rinkų skaidrumo užtikrinimu, prevencija prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija, investuotojų informavimu bei pagalba priežiūros institucijai efektyviau vykdyti savo kontrolę.

Atskleidimo institutas svarbus, kadangi autoriaus nuomone jis iš esmės yra susijęs su pačios informacijos poveikiu rinkai. Apie tai plačiau autorius aprašys antroje bei trečioje šio darbo dalyje.

1.3 Reguliacinė paskirtis riboti prekybą pasinaudojant viešai neatskleista informacija

Kitas svarbus dalykas, autoriaus nuomone, kuris turi būti išgrynintas yra koks gi tikslas yra apskritai riboti prekybą pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Ir nors jau buvo minėta, kad vienas iš tikslų yra, kad nebūtų įgytas nesąžiningas pranašumas prieš kitus finansų rinkos dalyvius, svarbu suvokti platesnį šio reguliavimo teisinį turinį.

Analizuojant MAR reglamentą bei jo preambulę matyti, kad MAR reglamentas buvo priimtas siekiant sukurti integruotą, veiksmingą ir skaidrią finansų rinką, kad yra būtinas rinkos vientisumas. Sklandus vertybinių popierių rinkų veikimas ir visuomenės pasitikėjimas rinkomis yra būtinos ekonomikos augimo ir gerovės sąlygos. Piktnaudžiavimas rinka kenkia finansų rinkų vientisumui ir visuomenės pasitikėjimui vertybiniais popieriais ir išvestinėmis finansinėmis priemonėmis. Taigi, kaip matyti iš pateiktos MAR reglamento preambulės, vienas iš tokio reguliavimo tikslų yra visuomenės pasitikėjimas finansų rinkomis. Tokia nuostata taip pat atsispindi ir ESTT praktikoje, pavyzdžiui, byloje *Garlsson Real Estate* ir kt.,

kurioje ESTT pasakė, kad ribojimu prekiauti viešai neatskleista informacija yra siekiama apsaugoti Europos Sąjungos finansų rinkų vientisumą ir visuomenės pasitikėjimą finansų priemonėmis. Pažymėtina, kad naudojamas ekonominis argumentas (nors ir nėra naudojamas pačių ekonomistų) už draudimą prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija yra tas, kad investuotojai pasitrauks iš finansų rinkos jei matys, kad kiti rinkos dalyviai turi nesąžiningą pranašumą. Ir nors šis argumentas pakankamai tikėtinas, niekada vis dėlto nebuvo ištirtas (Cox, Fogarty, 1988, p. 354). Kita vertus, kaip yra nurodoma doktrinoje, prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija turi mažai įtakos bendram (kitų rinkos dalyvių) dalyvavimui rinkoje (Schroeder, 2014, p. 173).

Jeigu pažvelgti į doktriną JAV, teisinio reguliavimo tikslas, autoriaus nuomone, yra labai panašus į ES. JAV autoriai teigia, kad draudimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija yra susijęs su tuo, kad tokia prekyba pažeidžia pagrindinius sąžiningumo principus bei pažeidžia kapitalo rinkų vientisumą. Sąžiningumo samprata remiasi prielaida, kad instituciniai ir patyrę investuotojai neturi turėti pranašumo prieš kitus, t.y. smulkius rinkos investuotojus. Dėl to prekybos viešai neatskleista informacija reguliavimas padeda „sureguliuoti žaidimo taisykles“. Tai taip pat padeda pritraukti užsienio investuotojus, kurti tarptautinius finansų centrus. (Caccese, 1997, p. 9). Autorius sutinka su tokia nuomone, kadangi iš tikrųjų, viena vertus, visi turi investuotojai turi būti apsaugoti nuo kitų nesąžiningų investuotojų, kad nebūtų neprieinamos informacijos asimetrijos rinkose, kita vertus, sąžininga rinka yra patraukli investavimui.

1.4 Viešai neatskleista informacija kaip priežastis sandorio sudarymui ir atsakomybei kilti

Kitas analizuotinas klausimas yra susijęs su tuo, kokią reikšmę viešai neatskleista informacija turi turėti sprendimo priėmimui: ar užtenka, kad informacija būtų turima, ar reikia, kad ja būtų pasinaudota (pasinaudojama informaciniu pranašumu, t.y. viešai neatskleistos informacijos turėjimas lėmė investicinį sprendimą ar turėjo didžiausią įtaką).

1.4.1 Europos Sąjunga

Pagal MAR reglamento 8 straipsnį yra laikoma, kad prekiaujama vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija, kai asmuo turi viešai neatskleistos informacijos ir pasinaudoja ta informacija, kad savo ar trečiojo asmens labai tiesiogiai ar netiesiogiai įsigytų ar parduotų finansines priemones, su kuriomis ta informacija yra susijusi. Vis dėlto, autoriaus

nuomone, ši formuluotė pilnai neatsako į klausimą, koks turi būti priežastinis ryšys tarp turimos informacijos ir sudaromo sandorio. Dėl to, autoriaus nuomone, ES klausimas aiškiau dėl priežastinio ryšio yra išspręstas MAR reglamento preambulėje. Pagal MAR reglamentą matyti, kad kai juridinis arba fizinis asmuo, turintis viešai neatskleistos informacijos, savo arba trečiojo asmens labui, tiesiogiai arba netiesiogiai įsigyja ar parduoda arba bando įsigyti ar parduoti finansines priemones, su kuriomis ta informacija susijusi, turėtų būti preziumuojama, kad tas asmuo ta informacija pasinaudojo. Vis dėlto atkreiptinas dėmesys, kad tokia prezumpcija gali būti nugincyta. Taip pat MAR reglamentas nustato ir atvejus, kai yra laikoma, kai sandoris yra sudarytas, nebuvo pasinaudota viešai neatskleista informacija. Pavyzdžiui, pavedimai, padaryti prieš įgyjant viešai neatskleistą informaciją, neturėtų būti laikomi prekyba vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija (tačiau bet kokie tolimesni pakeitimai jau būtų preziumuojami kaip pasinaudojimas viešai neatskleista informacija). Taip pat galima paminėti ir tokius atvejus kai rinkos formuotojai arba asmenys, įgalioti veikti kaip sandorio subjektai, vykdo teisėtą veiklą, susijusią su finansinių priemonių pirkimu ar pardavimu, arba tai, kad asmenys, įgalioti vykdyti pavedimus žinančių viešai neatskleistą informaciją trečiųjų asmenų vardu, pagal savo pareigas vykdo atšaukiamą ar keičiamą pavedimą, neturėtų būti savai laikoma prekyba vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija. Priešingu atveju tai iš *de facto* uždraustų jų veiklą (Langenbucher, 2010, p. 461) Tačiau pabrėžtina, kad tokia apsauga pagal MAR reglamentą neapima, pavyzdžiui, kliento aplenkimo praktikos (angl. *front running*)⁷.

Tačiau grįžtat prie pagrindinės prezumpcijos, manytina, kad ši nuostata MAR reglamente buvo suformuota atsižvelgiant į ESTT sprendimą byloje Spector Photo Group ir Van Raemdonck, kurioje ESTT nagrinėjo klausimą, ar informacijos panaudojimo elementui yra reikalingas “protinis suvokimas” (Kang, 2023, p. 107). Ir nors Spector Photo Group ir Van Raemdonck byloje buvo analizuojama problema buvo kildinama iš direktyvos 2003/6, kaip jau buvo nurodyta prieš tai, tai nepaneigia suformuotos praktikos aktualumo ir MAR kontekste.

Spector Photo Group (toliau- **Spector**) buvo pagal Belgijos teisę įsteigta bendrovė, kurios akcijos buvo listinguojamos vertybinių popierių biržoje. Vykdydama savo darbuotojų skatinimo politiką, Spector siūlė akcijų opcionų programą, suteikiančią jos darbuotojams galimybę įsigyti akcijų. Siekdama įvykdyti išpareigojimus tuo atveju, jei šiais opcionais būtų

⁷ Kliento aplenkimas (angl. *front running* arba *tailgating*) yra tokia praktika, kai brokeris, vykdydamas kliento pavedimą, kuris gali (ar tikėtina) paveikti rinkos kainą, prieš tai įvykdo pavedimą savo naudai.

pasinaudota, Spector numatė pirmiausia panaudoti savo turimas akcijas, o prireikus rinkoje įsigyti likusį reikalingą kiekį, ką ir pradėjo daryti. Eigoje Spector paskelbė tam tikrą informaciją apie savo veiklos rezultatus ir prekybos politiką. Tai padarius, smarkiai išaugo Spector akcijų vertė.

Susiklosčius tokiai situacijai, dėl sandorių, atliktų 2003 metų rugpjūčio 11 ir 13 dieną Belgijos finansų priežiūros institucija skyrė baudas, aiškindama tuo, kad buvo Spector prekiauvo pasinaudojus viešai neatskleista informacija (nes atskleidus kaina išaugo, o prieš tai buvo supirkinėjamos akcijos). Galiausiai dėl tokio sprendimo buvo kreiptasi į ESTT su prejudiciniu klausimu. Šiam tyrimui gi aktualus klausimas yra susijęs su tuo, ar tam, kad prekyba vertybiniais popieriais būtų laikoma draudžiama, t.y. prekyba vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, pakanka, jog pirmasis viešai neatskleistą informaciją žinantis asmuo rinkoje įvykdytų prekybos finansinėmis priemonėmis, su kuriomis ši informacija yra susijusi, sandorį, ar, be to, reikia nustatyti, kad šis asmuo „panaudojo“ šią informaciją „žinodamas visus faktus“. Kitaip tariant ar reikia nustatyti, kad informacija turėjo įtaką sprendimo priėmimui.

Ši byla yra įdomi keliais aspektais. Pirmia, ESTT suformavo taisyklę, pagal kurią prekyba turint viešai neatskleistą informaciją yra preziumuojama kaip pasinaudojimas, nors šią prezumpciją galima ir paneigti. Kitais žodžiais tariant, ESTT argumentacija reiškia, kad viešai neatskleista informacija buvo įtraukta į sprendimų priėmimo procesą (Langenbucher, 2010, p. 458). Antra, ESTT sukūrė standartą, pagal kurį tik tokia prekyba, kuri pažeidžia kitų investuotojų interesus, jų teisę į informaciją yra laikoma pažeidimu prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija. (Klöhn, 2010, p. 356). Tai reiškia, kad ne bet koks pasinaudojimas viešai neatskleista informacija laikomas pažeidimu, o tik toks, kuris pažeidžia kitų investuotojų interesus bei rinkos vientisumą. Vis dėlto pažymėtina, kad doktrinos teigimu, toks ESTT aktyvizmas standarto sukūrimui nebuvo būtinas siekiant atsakyti į prejudicinius klausimus. Dabar gi, yra sukuriamas teisinis neaiškumas (Klöhn, 2010, p. 356). Autorius pritaria tokiai nuomonei. Iš sprendimo nėra aišku, ką reiškia prekyba, kuri pažeidžia kitų investuotojų interesus, rinkų vientisumą. Deja, bet ESTT šiuo klausimu nepateikė detalesnių paaiškinimų, dėl to belieka tik spėlioti. Trečia, ESTT iš esmės perkėlė įrodinėjimo našta insaideriui, t.y. jis turi paneigti nustatytą prezumpciją. ESTT teigia, kad jei būtų įrodinėjimo pareiga perkelta administraciniam subjektui, tokiu atveju nukentėtų efektyvumas administracinių sankcijų bei reguliavimo prevencinis pobūdis (Langenbucher, 2010, p. 457).

Tai yra ydinga tuo aspektu, kad nėra nurodyto aiškaus standarto, kada prezumpcija yra paneigiama, nors ESTT ir pasirinko tokį kelią, kad būtų efektyviau užtikrinamas ribojimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija (Klöhn, 2010, p. 360).

Taigi, apibendrinant Spector suformuotą doktriną iš esmės paminėtina, kad yra trys elementai, kuriuos apjungia draudimas prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija: a) yra viešai neatskleistos informacijos turėjimas; b) yra sandorio atlikimas turint tokią viešai neatskleistą informaciją c) pasinaudojimo elementas yra susijęs su tuo, ar yra a ir b punktuose nurodyti elementai (Langenbucher, 2010, p. 469). Kitaip tariant, teisės aktai, reglamentuojantys draudimą prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija, pradedami taikyti nuo momento kai asmuo, turintis viešai neatskleistą informaciją, atlieka sandorį (Langenbucher, 2010, p. 460). Pažeidimu laikoma tokia prekyba, kiek ji prieštarauja reguliavimo tikslui- apsaugoti investuotojų interesus bei užtikrinti rinkos vientisumą.

1.4.2 JAV

JAV teismų praktikoje šiuo klausimu yra išskiriamos dvi teorijos: turėjimo (angl. *knowing possession*) ir panaudojimo (angl. *use*). Jeigu žiūrėti į informacijos turėjimo doktriną JAV, analizuotinas yra JAV teismų praktikos precedentas byloje *United States v. Teicher*. Šioje byloje atsakovai argumentavo, kad neteisinga yra nustatyti jų kaltę vien dėl to, kad jie atliko sandorį žinodami viešai neatskleistą informaciją, nevertinant, ar buvo pasinaudojimo elementas (t.y. kad viešai neatskleista informacija turėjo reikšmę sandorio sudarymui). Vis dėlto teismas pasisakė, kad informacijos turėjimo standartas yra tinkamesnis, juo labiau tuo, kad jis atspindi lingvistinį taisyklės prieš tai minėtos 14e-3 aiškinimą (Schoen, p. 256, 1999). Teismas savo poziciją teismas parėmė trimis argumentais. Pirma, teismas argumentavo, kad taisyklių 10b ir 10b-5 nustatyta nuostata, kad apgaulinga praktika susijusi su sandorio sudarymu suponuoja labiau lanksčią bei paprastesnę interpretaciją, reiškiančią, kad informacijos turėjimo standartas yra labiau tinkamas (Schoen, 1999, p. 256). Antra, atskleidimo ar susilaikymo taisyklė patvirtina informacijos turėjimo doktriną. SEC požiūriu negalėjimas atskleisti informaciją yra visiškai apribojimas prekiauti, nepriklausomai nuo to, ar informacija buvo panaudota, t.y. ar buvo informacija reikšminga sprendimo priėmimui (Sinai, 2000, p. 751). Trečia, informacijos turėjimo standartas yra lengvas ir efektyvus pritaikyti, kai informacijos panaudojimo standartas reikalautų ištirti labai daug faktinių dalykų, ar viešai neatskleista informacija buvo priimama į investicinio sprendimo priėmimo grandinę ir t.t.

(Schoen, 1999, p. 257). Teismas taip pat abejojo, kad viešai neatskleistos informacijos turėjimas nebūtų turėjęs reikšmingo poveikio sandorio sudarymui.

Kalbant apie informacijos panaudojimo doktriną JAV paminėtina, kad ją išryškino byla SEC v. Adler. Būtent šioje byloje yra laikoma, teismas nustatė, kad turėtų būti taikytinas informacijos panaudojimo standartas. Jis tai argumentavo tuo, kad informacijos panaudojimo standartas yra tinkamesnis, tačiau pažymėjo, kad išvada prekiauti yra susijusi su tuo, kad asmuo turi viešai neatskleistos informacijos. Angliškai tai vadinama *“inference to use”*. Autoriaus nuomone, nors ir doktrinoje ir yra laikoma, kad šiuo precedentu buvo nustatytas informacijos panaudojimo standartas, autorius laikosi nuomonės, kad teismas daugiau suformavo prezumpciją, kad informacijos turėjimas lėmė viešai neatskleistos informacijos panaudojimą. Viena vertus, mes galime sakyti, kad informacija yra panaudojama, kita vertus tokia prezumpcija suponuoja, kad užtenka turėti informaciją. Dėl to manytina, kad galutinai informacijos panaudojimo doktrina įsitvirtino byloje United States v. Smith, kurioje iš esmės palaikė SEC v. Adler argumentus, tačiau kadangi nagrinėjamas klausimas buvo taip pat susijęs su baudžiamąja atsakomybė, teismas byloje United States v. Smith pasakė, laisvė nustatyti prezumpcijas neturėtų būti taikoma (Schoen, 1999, p. 260).

Vis dėlto svarbu paminėti, kad nepriklausomai nuo to, kokią JAV doktriną-teoriją mes pasirinksim, atsakomybės klausimas yra susijęs su šiais dviem pagrindiniais elementais: turėjimas informacijos kuri yra neatskleista bei reikšminga kainai, ir tik tada seka ar mes reikalaujame nustatyti priežastinį ryšį, kad informacija buvo pasinaudota (Sinai, 2000, p. 758).

Taigi, apibendrinimui autorius nori pateikti iliustruojančią lentelę, kaip atrodo viešai neatskleistos informacijos reguliavimas JAV ir ES. Ji iliustratyviai parodo pagrindinius abiejų jurisdikcijų bruožus, pagrindinius panašumus bei skirtumus.

2 lentelė. ES ir JAV viešai neatskleistos informacijos požymiai ir reguliavimas.

Reguliavimas Europos Sąjungoje	Reguliavimas JAV
ES viešai neatskleistos informacijos požymiai yra konkretumas, informacijos nebuvimas vieša, informacijos ryšys su finansine priemone bei informacijos reikšmingumas, iš kurių svarbiausi yra konkretumas bei reikšmingumas.	JAV doktrinoje viešai neatskleista informacija yra apibrėžiama per reikšmingumo bei ne viešumo požymius.

ES reguliavimas reikalauja, kad viešai neatskleista informacija būtų nuolat atskleidžiama rinkos dalyviams.	JAV, nors dalis informacijos ir turi būti atskleidžiama, iš esmės taikoma lankstesnė susilaikymo ar atskleidimo doktrina
ES yra preziumuojama, kad jei buvo sudarytas sandoris turint viešai neatskleistą informaciją, kad ja pasinaudojo.	JAV pagal paskutines teismų praktikos tendencijas yra reikalaujama įrodyti, kad informacija buvo priešastis sandoriui sudaryti.
Reguliavimas yra skirtas apsaugoti investuotojų interesus, rinkų vientisumą.	Reguliavimas yra skirtas apsaugoti investuotojų interesus, rinkų vientisumą.

Tačiau apibendrinant paminėtina, kad insaideris sudaro sandorį ne dėl to, kad informacija atitinka visus viešai neatskleistos informacijos požymius. Insiderį iš esmės domina konkrečiai vienas požymis, kurio dėka jis ir gali pasipelnėti. Autorius kalba apie reikšmingumo požymį, kuris yra ne tiek teisės, kiek ekonominės analizės nagrinėjimo dalykas. Kitoje dalyje autorius pabandys nustatyti, kaip yra nustatomas reikšmingumas bei ar įmanoma kaip nors apibrėžti informaciją, darančią poveikį kainai.

2 Reikšmingumo nustatymas

Pereikime prie vieno iš pagrindinių šio darbo tikslų- ekonominės informacijos reikšmingumo analizės. Kaip yra matyti iš prieš tai atliktos analizės, informacijos reikšmingumo bei poveikio finansinės priemonės kainai kriterijus yra esminis tiek JAV, tiek ES. Autorius šioje dalyje iškėlė sau tikslą išsiaiškinti, kokie yra pagrindiniai kriterijai, kai mes kalbame apie informacijos reikšmingumą bei kaip galėtų būti apibrėžiamas ekonominis informacijos turinys.

Ne visa informacija, net ir konfidenciali ir neatskleista, turi ekonominę vertę. Klausimas dėl to, ar informacija yra reikšminga, t.y. ekonomiškai vertinga galiausiai yra paliktas rinkos investuotojams spręsti, kai jie priima sprendimus dėl sandorių sudarymo dėl finansinių priemonių (Liu, 2022, p. 1118). Kita vertus, standartas, pagal kurį yra nusprendžiama, ar informacija yra ekonomiškai reikšminga “žaidžia” lemiamą reikšmę kai mes bandome apibrėžti viešai neatskleistą informaciją (Liu, 2022, p. 1118). Šis vadinamas reikšmingumas iš esmės reiškia viešai neatskleistos informacijos apribojimą kiekybinių lygmeniu (angl. *quantitative level*), kas įprastai reiškia, kad atskleidus tokią informaciją, ji gali rimtai paveikti investuotojų sprendimų priėmimą ar finansinės priemonės kainą (Liu, 2022, p. 1122). Dėl to

yra aktualus standartas ar testas, pagal ką mes nustatome, ar informacija yra reikšminga, tai yra turinti ekonominę vertę. Doktrinoje gi yra išskiriami šie pagrindiniai informacijos nustatymo kaip reikšmingos standartai/testai: racionalaus investuotojo (angl. *rational investor*), kainos jautrumo (angl. *price sensitivity*), tikėtinumo ir masto bei aiškios linijos standartai/testai. Vis dėlto pažymėtina, kad kiekvieno standarto taikymas labai priklauso nuo faktinių aplinkybių ir ne visada duoda projektuojamą rezultatą (Heminway, 2003, p. 1139). Toliau autorius atliks kiekvieno iš standarto analizę bei pasistengs nustatyti, koks standartas yra taikytinas JAV bei ES jurisdikcijose. Taip pat autorius įvertins kiekvieną standartą ekonominiu požiūriu.

2.1 Racionalaus investuotojo testas

Racionalaus investuotojo testas remiasi prielaida, kad rinkose veikia racionalūs, t.y. protingi rinkos dalyviai. Šio testo esmė yra ta, kad vertinant faktą, ar informacija yra reikšminga, reikia atsižvelgti, ar vidutinis racionalus investuotojas, turintis viešai neatskleistą informaciją, nuspręstų, kad ši turima informacija yra reikšminga jo investicinio sprendimo priėmimui (Heminway, 2003, p. 1137). Be to, reikia ne tik nustatyti, ar atskleista informacija turės įtakos racionalaus investuotojo sprendimo priėmimui, bet taip pat ar informacija reikšmingai pakeis visą turimą rinkos informaciją apie tą finansinę priemonę, su kuria ji yra susijusi. Informacija, kuri neatitinka šių dviejų kriterijų negali būti laikoma reikšminga (Heminway, 2003, p. 1138).

Kalbant apie racionalaus investuotojo testą JAV, jis buvo suformuluotas JAV Aukščiausiojo Teismo (toliau- **SCOTUS**) byloje TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. Nors pati byla ir nebuvo susijusi su prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija, o su klaidinančiu įgaliotinio pareiškimu (angl. *proxy statement*) ši byla doktrinoje yra laikoma pavyzdine kalbant apie informacijos reikšmingumo nustatymo testą. Šioje byloje teismas suformulavo standartą, kad faktas yra reikšmingas, jei yra didelė tikimybė, kad protingas akcininkas manys, kad faktas yra svarbus sprendžiant kaip jam kaip balsuoti. Kitaip tariant, teismas turi nustatyti, ar, esant visoms aplinkybėms, paskelbtas faktas akcininko sprendime būtų įgijęs realią reikšmę. Kalbant apie prekybą pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ši taisyklė iš esmės reiškia, kad žinomas faktas turi turėti racionaliam investuotojui turėti įtakos dėl sandorio sudarymo.

Kalbant apie ES, tai žvelgiant į MAR reglamentą yra matyti, kad jame taip yra nustatytas racionalaus investuotojo testas (Taleska, 2020, p. 587). MAR reglamento 7 straipsnio 4 dalyje yra nurodyta, kad viešai neatskleista (reikšminga) informacija, kurią atskleidus viešai galėtų turėti didelį poveikį finansinių priemonių, su jomis susijusių išvestinių finansinių priemonių kainoms tai informacija, kuria sumanus investuotojas būtų linkęs pasinaudoti priimdamas sprendimus dėl investicijų. Taigi, kaip matome, pačiame reglamente yra nustatytas racionalaus investuotojo testas. Taip paminėtina, kad MAR reglamento preambulėje yra nurodoma, kad apdairūs investuotojai savo investicinius sprendimus grindžia jau turima informacija, t. y. *ex ante* turima informacija. *Ex ante* vertinimas reiškia, kad turi būti vertinama, ar kai buvo panaudota viešai neatskleista informacija, tokios informacijos atskleidimas turėtų reikšmingą įtaką kainai. Atliekant šį vertinimą reikalingas tam tikras tikrumo laipsnis, t. y. nors ir nėra reikalaujama tiksliai žinoti koks bus poveikis kainai, tačiau vien nedidelės tikimybės galimybė reikšmingam poveikiui kainai nėra pakankama, kad būtų galima taikyti racionalaus investuotojo testą (Taleska, 2020, p. 587).

2.1.1 Pavyzdinės situacijos analizė racionalaus investuotojo standarto kontekste

Autoriaus nuomone, svarbu yra pažvelgti, kaip racionalaus investuotojo standartas galėtų būti taikomas praktikoje. Šiuo klausimu autorius pasitelks sumodeliuotą J. Heminway pavyzdį. Įsivaizduokime bendrovę XYZ, kurios finansų direktorius (toliau- **CFO**) pardavė savo turimų XYZ akcijų dalį, turėdamas galimai viešai neatskleistą informaciją, kad XYZ finansinės ataskaitos yra neteisingos, t.y. jose neteisingai daugiau nurodomi XYZ turimi rezervai, dėl ko visas turimas turtas yra neteisingai pervertintas 2%. Viena vertus kyla klausimas, ar racionalus investuotojas iš tikrųjų vertins klaidingai nurodytus rezervus (ko pasėkoje visas turimas turtas yra pervertintas 2%) svarbiu faktoriumi dėl investicinio sprendimo priėmimo bei tai paveiks visą turimą informaciją apie XYZ. Viena vertus, po tokių kaip Enron skandalo dauguma investuotojų yra labai atsargūs ir skeptiški, kai bendrovės finansinės ataskaitos yra neteisingos nurodytos ir kartu yra vykdančias funkcijas (kokias atlieka CFO) sudaromi sandoriai⁸. Kita vertus, XYZ bendrovės netikslumas yra ganėtinai mažas, t.y. 2%, palyginus su visa XYZ verte. Kita vertus, šis netikslumas, pavyzdžiui, buvo ištaisytas. Klaida atsirado dėl netinkamų apskaitos standarto taikymo, bet ne piktybiškai (tai yra nebuvo siekiama apgauti

⁸ Enron skandalo metu bendrovės vadovai teikė neteisingas finansines ataskaitas, naudojo specialios paskirties bendroves (angl. *SPV's*) kad nuslėpti didžiules skolas ir nepageidaujamus aktyvus.

investuotojus). Iš viso to būtų galima išvada, kad informacija nebūtų laikoma reikšminga, nes vargu ar paveiktų racionalaus investuotojo sprendimą. Dėl to iš tikrųjų vertinant pateiktą XYZ bendrovės pavyzdį būtų iš tiesų sunku nustatyti, ar informacija apie klaidingą finansinę ataskaitą būtų laikoma reikšminga.

Kita vertus, autoriaus nuomone, galima pabandyti pateikti paprastesnį pavyzdį. Įsivaizduokime situaciją, kad bendrovės ZYX, veikiančios pramonės sektoriuje, viena iš gamyklų, iš kurios ji sugeneruoja 25% visų savo pajamų, turi techninį gedimą, dėl kurio gamykla negalės veikti ne mažiau nei 6 mėnesius. Apie techninį gedimą dar nėra paskelbta. ZYX technikas, žinantis apie gedimą, nusiperka bendrovės ZYX opcionų, leidžiančių pasipelnyti iš akcijos vertės kritimo (angl. *put options*). Klausimas, ar tokia informacija būtų laikoma reikšminga, kad mes ją laikytume turinčią įtakos kainai. Šiuo gi atveju mes matome, kad paskelbus tokią informaciją, investuotojai sužinotų, kad įmonės pajamingumas praktiškai sumažės 25% ne mažiau nei pusei metų. Be to, ZYX turėjo tam tikrų finansinių įsipareigojimų, o dėl sumažėjusio pajamingumo ji negalės tam tikrų įvykdyti, tai yra jie bus pradelsti. Dėl to dalis kreditorių kreipsis į teismą. Įvertinus visą pateiktą informaciją būtų pagrįsta manyti, kad finansiniai sunkumai, su kuriais susidurs ZYX, gali paveikti investuotojų sprendimą dėl ZYX. Investuotojai yra suinteresuoti didinti savo pajamas, atitinkamai jų interesas yra, kad bendrovė būtų pelninga. Smarkiai sumažėjęs pelnas bei teisiniai procesai, kurie taip pat turės savo kaštų, investuotojų akyse vargu ar bus vertinami pozityviai. Atitinkamai galima manyti, kad tokia informacija vidutiniam racionaliam investuotojui turėtų reikšmės priimant sprendimą. Vis dėlto pabrėžtina, kad tokia autoriaus sumodeliuota hipotetinė situacija viso labo iliustratyviai parodo kas galėtų būti reikšminga racionaliam investuotojui. Tikromis rinkos sąlygomis turi būti vertinamas informacijos visatas bei daugybe kitų faktorių, dėl ko atsakymas be abejo negalėtų būti toks vienareikšmis.

2.1.2 Ar investuotojai yra iš tikrųjų racionalūs?

Kadangi kaip jau nustatėme, racionalaus investuotojo standartas remiasi prielaida, kad rinkose dalyvauja protingi rinkos dalyviai autorius platesnei diskusijai nori išnagrinėti klausimą, ar rinkos dalyviai iš tiesų yra racionalūs bei ar yra tam pagrindimas ekonomikos moksle, kad nustatytą racionalaus investuotojo standartą mes laikytume ne deklaratyviu, o efektyviu bei pritaikomu realios rinkos praktikoje. Dėl to tam, kad būtų galima išsiaiškinti, ar įmanoma

efektyviai taikyti racionalaus investuotojo testą, reikia nustatyti, kas apskritai yra racionalus investuotojas ir ar tokia koncepcija gali būti pateisinama.

Racionalų investuotoją galima apibūdinti keliais skirtingais apibrėžimais. Viena vertus, racionalus investuotojas yra idealizuotas, tobulai racionalus neoklasikinės ekonomikos dalyvis⁹. Jis gali veikti racionaliai siekiant rinkoje maksimizuoti savo pelną. Prieš atlikdamas investicinį sprendimą racionalus investuotojas geba išskaityti visus rinkos teikiamus signalus, suprasti visas paskelbtas ataskaitas, ekonominius rodiklius, rinkos tendencijas, išvelgti spekuliacijas bei atskirti nereikšmingus gandus (Lin, 2015, p. 467). Kaip matyti, toks kuriamas racionalaus investuotojo poveikslas vargu ar atitinka vidutinį investuotoją, net ir finansiškai raštingą. Dėl to kitu požiūriu racionalus investuotojas yra vidutinio finansinio raštingumo asmuo (Lin, 2015, p. 468). Tai nebūtinai reiškia, kad asmuo atitiks visus pirminio racionalaus investuotojo kriterijus, kuris buvo apibrėžtas pirmiau. Šiame rašto darbe autorius laikysis tokios pozicijos, t.y. kad racionalus investuotojas yra vidutinio finansinio raštingumo asmuo.

Jei ekonominė veikla (ko dalyvavimas rinkoje yra forma) yra vertinama pagal jos sukuriamą vertę, galima manyti, kad racionalus elgesys yra dominuojantis. Vienas vidutinis investuotojas gali klaidingai įvertinti atskleistą informaciją, tačiau daug mažesnė tikimybė yra ta, kad tą patį padarys didžioji masė investuotojų. Tai iš esmės yra grindžiama natūralios atrankos koncepcija, pagal kurią net jei ir egzistuoja neracionalūs rinkos dalyviai, galiausiai jie išnyks (Zeckhauser, 1986, p. 444).

Kita vertus platesnei diskusijai yra paminėtina, kad kitų ekonomikos mokslo atstovų požiūriu investuotojai daugumoje nėra racionalūs. Investuotojai dažnai laikysis savo nuostolingų pozicijų, norėdami “atsverti” savo nuostolius. Jie dažnai spekuliuos aktyviai prekiaudami, taip mažindami savo pelną dėl didesnių komisinių mokesčių, palyginus su pasyviais investuotojais (Choi, Pritchard, 2003, p. 2). Didelės masės žmonių investuoja į vertės neturinčias bendroves, vedami tikėjimo. Šiuos pateiktus pavyzdžius, autoriaus nuomone, nereikia vertinti izoliuotai. Šis neracionalumas gali pasireikšti ir reakcijoje į atskleistą informaciją.

⁹ Neoklasikinė ekonomika-teorija, kurioje pagrindinis dėmesys skiriamas pasiūlai ir paklausai, kaip prekių ir paslaugų gamybos, kainodaros ir vartojimo varomajai jėgai. Šioje teorijoje ekonominis dalyvis (*homo economicus*) siekia padidinti pelną minimizuojant sąnaudas.

Racionalaus investuotojo koncepcija dažnai yra kritikuojama elgsenos ekonomikos (angl. *behavioral economics*) atstovų. Elgsenos ekonomikos teorijoje yra atsisakyta prielaidos, kad rinkos dalyvis yra racionalus, t.y. nevaldomas emocijų. Įvairūs autoriai pritaikė elgsenos ekonomikos taisykles ir finansų rinkose. Yra teigiama, kad investuotojai yra pernelyg pasitikintys savo turimomis žiniomis. Investiciniai sprendimai yra susiję su pernelyg daug pasirinkimų, įskaitant kokią riziką gali prisiimti investuotojas, kokios klasės finansinį produktą jis planuoja įsigyti (nuosavybės, skolos vertybinius popierius ar su jais susijusias išvestines finansines priemones) ir kuri finansinė priemonė iš konkrečios klasės duos optimaliausią grąžą pagal prisiimtą riziką (angl. *risk-reward ratio*). Taip pat investuotojai dažnai bando pateisinti savo prastus investicinius sprendimus juos racionalizuodami, neatsižvelgdami į tai, kad siekdami išsaugoti savo *ego* bando pateisinti nuostolingą poziciją (Choi, Pritchard, 2003, p. 12-13). Taip pat dažnai investuotojai yra vedami rinkos entuziazmo įvairių „rinkos burbulų“ atvejais, investuojant į vertės neturinčias bendroves, kaip buvo „Dot com“ burbulo atveju praėjo amžiaus dešimto dešimtmečio pabaigoje šio amžiaus pirmo dešimtmečio pradžioje.

Dėl to kalbant apie racionalaus investuotojo standartą, negalima kategoriškai teigti, kad rinkoje nuolatos veikia racionalūs (net ir finansiškai raštingi) rinkos dalyviai. Tačiau iš kitos pusės negalima sakyti, kad dėl to, kad yra investuotojų, kurie elgiasi neracionaliai (ar rinka tam tikromis sąlygomis kaip tokia elgiasi neracionaliai), kad rinkos dalyviai visumoje nėra racionalūs. Kaip teigiama doktrinoje kiekvienas investuotojas, kaip individas, yra pakankamai sumanus ir racionalus, tačiau kai tai yra minia, tada ir ateina neracionalumas (Langevoort, 1992, p. 868).

Atitinkamai kaip minėjo autorius jis laikysis pozicijos, kad racionalus investuotojas yra vidutinio finansinio raštingumo investuotojas, analizuojantis rinkos teikiamą informaciją bei galintis ją interpretuoti ir dėl to gebantis priimti pasvertą investicinį sprendimą. Dėl to, racionalaus investuotojo standartas, autoriaus nuomone, gali būti taikytinas ir analizuojant viešai neatskleistos informacijos reikšmingumą, kadangi: a) yra efektyvus, nes nereikalauja pernelyg spekuliatyvaus vertinimo; b) pakankamai aiškus, nes kriterijus yra vidutinis rinkos dalyvis.

2.2 Tikėtinumo ir mąsto testas

Kitas gi testas, pagal kurį gali būti nustatoma ar informacija yra reikšminga, yra tikėtinumo ir mąsto testas (angl. *probability and magnitude*). Šio testo esmė yra ta, kad reikšmingumas yra nustatomas subalansuojant tikimybę, kad įvyks įvykis ir galimą įvykio mastą (poveikį) atsižvelgiant į bendrovės veiklos visumą. Šis testas paplitęs JAV teisinėje doktrinoje. Šis testas buvo suformuotas mūsų jau prieš tai minėto JAV precedento SEC v. Texas Gulf Sulphur. Texas Gulf Sulphur bendrovės (toliau- **TGS**) darbuotojai sužinojo, kad TGS kasybos darbų metu Kanadoje atrado tikėtinais dideliais mineralų išteklius. Informacija apie tai nebuvo paskelbta viešai, o TGS bendrovės darbuotojai pradėjo prekiauti savo bendrovės akcijomis. Teismui reikėjo atsakyti į klausimą, ar turima informacija buvo reikšminga, net vertinant tai, kad dar nebuvo aišku, ar informacija apie mineralų išteklius pasitvirtins. Teismas šiuo klausimu suformulavo tikėtinumo ir mąsto testą pasakydamas, kad reikšmingumas yra nustatomas subalansuojant tikimybę, kad įvyks įvykis ir galimą įvykio mastą, atsižvelgiant į bendrovės veiklos visumą. Tokiu būdu teismas iš esmės nustatė testą atvejams, kai įvykis nėra aiškiai žinoma, ar įvyks (Baum, Solomon, 2020, p. 18).

Kita vertus, kyla klausimas, kiek įvykis turi būti tikėtinas kaip labiau tikėtina įvykstantis. Ir nors kaip ir buvo minėta, byloje SEC v. Texas Gulf Sulphur šis klausimas buvo užkabintas, autoriaus nuomone, daugiau aiškumo įnešė SCOTUS precedentas byloje Basic v. Levinson. Šioje byloje teismui reikėjo spręsti, ar turima informacija apie nežinomą ar įvykstantį įmonių susijungimą, gali būti laikytina reikšminga. Byloje buvo pažymėta, kad informacija, kuri nėra visiškai tikėtina, gali suklaidinti investuotojus. Vis dėlto teismas nurodė, kad jo teigimu informacijos reikšmingumo nustatymas reikalingas ne tam, kad būtų galima atriboti nebūtinai tikslią informaciją nuo investuotojų, bet tam, kad būtų galima atriboti nereikšmingą informaciją. Teismas pasakė, kad net jei įvykis nėra labai tikėtinas, tai nereiškia, kad tokia informacija nėra reikšminga investuotojams. Tokiu atveju tokios informacijos neatskleidimas nėra tinkama praktika (Baum, Solomon, 2020 p. 20). Iš to darytina išvada, kad net jei įvykis, apie kurį yra disponuojama informacija yra mažai tikėtinas, tačiau jis būtų reikšmingas, tokia informacija atitiktų reikšmingumo kriterijų. Vis dėlto pažymėtina, kad pagal šį testą poveikis nėra susijęs su finansinės priemonės kaina. Poveikio mastas turi būti pačiai bendrovei (Baum, Solomon, 2020, p. 27). Be abejo, rinka taip pat reaguoja į poveikį bendrovei ir dėl to atitinkamai finansinės priemonės kaina rinkoje koreguojasi, tačiau bet kokių atveju paminėtina, kad teorija kalba ne apie poveikį kainai, bet apie poveikį bendrovei/emitentui.

2.3 Aiškios linijos testas

Europos Sąjungoje taip pat be racionalaus investuotojo testo informacijos reikšmingumui nustatyti gali būti taikomas ir aiškios linijos testas (angl. *bright-line*). Jis yra savotiška pamaina JAV taikytinam tikėtinumo ir masto standartui. Šio testo specifika yra ta, kad jis yra smarkiai susijęs su vienu iš viešai neatskleistos informacijos požymių, t.y. jos konkretumu. Dėl to šis testas iš esmės yra orientuotas į tam tikro įvykio tikėtinumą (Baum, Solomon, 2020, p. 25). Taip pat šio testo taikymas gali būti įžvelgtinas ir ES teismų doktrinoje, pavyzdžiui, mūsų jau prieš tai minėtame ESTT sprendime Markus Geltl prieš Daimler AG. Šioje byloje ESTT pasakė, kad įvykio tikėtinumas turi būti vertinamas pagal turimus įrodymus ir iš jų gali būti daroma išvada, kad yra reali perspektyva, kad tam tikras įvykis įvyks. Kita vertus ESTT pažymėjo, kad kalbant apie įvykio tikėtinumą nėra privaloma atsižvelgti į šių aplinkybių ar šių įvykių poveikio atitinkamų finansinių priemonių kainoms reikšmingumą (tačiau tai nereiškia, kad jis visiškai turi būti atmestas. Autoriaus nuomone čia turima omeny, kad pats kainos pokyčio skirtumas neprivalo būti reikšmingas ar kažkaip kiekybiškai nustatytas).

Šis testas, autoriaus nuomone, yra įdomus kelias aspektais. Pirma, pagal aiškios linijos testą dėmesys yra sutelkiamas į tai, kad tam tikras įvykis atsiras (t.y. bus peržengta tikėtinumo riba). Peržengus tam tikrą slenkstį, informacija tampa reikšminga (Baum, Solomon, 2020, p. 24). Laikytina, kad neapibrėžto įvykio tikimybė turėtų būti šiek tiek daugiau nei 50 procentų arba didesnė, kad jis būtų laikomas viešai neatskleista informacija (Baum, Solomon, 2020, p. 25)¹⁰. Vis dėlto kaip jau buvo minėta yra pažymėtina, kad aiškios linijos testas taip pat visiškai neatmeta ir poveikio kainai reikalavimo. Vis dėlto, skirtingai nei JAV gi taikomo tikėtinumo ir masto testo atveju, poveikis yra susijęs su kainos jautrumu, o ne su galutiniu poveikiu bendrovei (Baum, Solomon, 2020, p. 26). Tai kelia tam tikrų problemų, kadangi, pavyzdžiui, rinkos kainos smarkiai priklauso nuo subjektyvaus investuotojų ir rinkos dalyvių vertinimo, kas gali nesutapti su tuo, ką žino bendrovės insaideriai ar kokio efekto jie tikisi iš informacijos (Baum, Solomon, 2020, p. 16). Taip pat pažymėtina, kad aiškios linijos testas visada reikalauja *ex ante* vertinimo, t.y. reikia įvertinti, ant kiek įvykis yra tikėtinas įvykti (Baum, Solomon, 2020, p. 26).

¹⁰ Tai yra susiję su viešai neatskleistos informacijos požymiu pagal ES teisę- konkretumu.

Paminėtina, kad aiškios linijos testas yra minimas ir JAV teisinėje doktrinoje. Pavyzdžiui, byloje Greenfield v. Heublein teismas pasakė, kad informacija apie planuojama sandorį tampa reikšminga tada, kai bendras sutarimas yra pasiektas, pavyzdžiui yra susitariama dėl kainos bei sandorio struktūros. Pasiektas bendras sutarimas ir gali būti laikytinas tuo aiškios linijos testu (Baum, Solomon, 2020, p. 9). Be to pažymėtina, kad JAV tikėtinumas yra patvirtinimas pagal turimą informaciją: dokumentus, susitarimus, memorandumus ir t.t. Tačiau šis testas dabar nėra taikytinas JAV, kadangi buvo atmestas minėtame sprendime Basic v. Levinson.

Didesniam aiškumui autorius siūlo palyginti JAV tikėtinumo ir mąsto testą su ES taikomu aiškios linijos testu. Toliau autorius pateikia palyginimo lentelę.

3 lentelė. Aiškios linijos ir tikėtinumo ir mąsto testų palyginimas.

Aiškios linijos testas	Tikėtinumo ir mąsto testas
Orientyras į įvykio tikėtinumą	Orientyras į įvykio poveikio mąstą
Įvykio tikėtinumas yra didesnis	Įvykio tikėtinumas neprivalo būti aukštas
Poveikis turi būti susijęs su kaina	Poveikis turi būti susijęs su pačia bendrove

2.4 Kainos jautrumo testas

Kitas testas kuris taip pat yra gali būti taikomas, yra kainos jautrumo (angl. *price sensitivity*) standartas. Kainos jautrumo standarto esmė yra ta, kad pagal jį informacijos reikšmingumas yra vertinamas pagal tokios informacijos įtaką finansinės priemonės kainai (Cunliffe, 2007, p. 13). Kitais žodžiais tariant, yra fokusuojamasi į objektyvų informacijos poveikį finansinės priemonės kainai (Liu, 2022, p. 1120). Šis standartas yra neatskiriamas nuo prielaidos, kad rinkos yra efektyvios. Efektyvios rinkos teorija teigia, kad kaina finansinės priemonės kainai pilnai atspindi visą rinkai prieinamą informaciją, taip pat ir viešai neatskleistą, kuri yra svarbi investuotojams sprendžiant dėl investicinio sprendimo (Jordan, 1983, p. 1325).

Vis dėlto, autoriaus nuomone, šio testo taikymas yra labai sudėtingas. Pirma, kaip jau buvo minėta, pagal šį testą informacijos reikšmingumas yra nustatomas pagal tai, kokią įtaką finansinės priemonės kainai turėjo ta informacija. Pirma, asmuo, turintis informaciją, kuri yra neatskleista *ex ante* turi įvertinti *ex post* poveikį kainai. Šioje situacijoje yra susiduriama su tam tikrais keblumais. Pirma, nustatyti koks bus poveikis kainai yra ne vien tik, kad sudėtinga,

bet ir beveik neįmanoma. Niekas nežino kaip ir kur judės kaina. Dėl to asmeniui iš esmės yra sukuriama, autoriaus nuomone, pernelyg didelė našta. Kita, informacija gali atsverti bendrą rinkos negatyvą apie finansų priemonę, dėl ko kaina nepasikeis. Be to, finansinės priemonės turi skirtingą kintamumą, dėl ko galimas poveikis kainai taip pat bus skirtingas. Taip pat autorius mano, kad šis testas nėra savarankiškas. Autoriaus nuomone, į jį turi ir gali būti atsižvelgiama žiūrint kartu su kitais testais. Viena vertus, tai susiję su tuo, kad labai sunku įvertinti patį kainos poveikį, kita, kainos poveikis vienaip ar kitaip yra susijęs su pačia informacija ir rinkos vertinimu. Plačiau autorius tai analizuos sekančiose dalyse.

2.5 Kokia informacija gali būti reikšminga – poveikio turinio elementai

Kaip jau nustatėme, egzistuoja skirtingi testai pagal ką mes galime nustatyti informacijos reikšmingumą. Tačiau autoriui yra įdomu, ar įmanoma kaip nors sistemizuoti šią informaciją. Atitinkamai kyla klausimas, apie ką turi būti ta informacija, kuri gali būti reikšminga.

Kaip jau minėta, ne visa informacija turi ekonominę reikšmę. Viena vertus yra tai, kaip į informaciją reaguoja rinka (per bet kurio iš testų prizmę), kita vertus apie ką yra ta informacija. Juk sutiktina, kad informacija, pavyzdžiui, apie demografinę bendrovės darbuotojų sudėtį bei jų vidutinį amžių nors ir gali būti konfidenciali, vargu ar per bet kurią iš mūsų prieš tai analizuotą testą būtų laikoma reikšminga viešai neatskleistos informacijos kontekste. Dėl to vienas esminių klausimų yra kokio tipo informacija investuotojai vertins kaip reikšmingą jų investicinio sprendimo priėmimui (Heminway, 2003, p. 1196). Kadangi investuotojų pagrindinis tikslas dalyvaujant finansų rinkose yra maksimaliai didinti savo pelną priklausomai nuo prisiimtos rizikos, autoriaus nuomone, investuotojams investiciniam sprendimui priimti yra svarbi ekonomiškai reikšminga informacija. Ekonominis reikšmingumas yra apibrėžiamas faktų, kurie gali reikšmingai paveikti bendrovės finansinę veiklą (Fedders, 1998, p. 46). Doktrinoje nurodoma, kad informacija, kuri gali paveikti bendrovę gali būti apibrėžiama per šiuos kriterijus: a) faktinį ar galimą informacijos poveikį emitento finansinei būklei ar veiklos rezultatams (finansinė poveikis); b) faktinį ar galimą informacijos poveikį emitento verslui ar veiklai, įskaitant faktinį ar galimą informacijos poveikį emitento valdymui (operacinis poveikis) (Heminway, 2003, p. 1197). Kitaip tariant, informacija turi būti susijusi su tuo, kas gali arba paveikti finansinę emitento būklę arba jo operacinę veiklą,

2.6 8-K ir CESR

Kaip nurodyta prieš tai, informacija iš esmės turi būti susijusi su finansiniu arba operaciniu poveikiu. Tačiau kyla klausimas, ar yra tokia informacija kaip reikšminga apibrėžta kokiose nors teisės aktuose ar rekomendacijose.

Kalbant apie ES, tai šiuo klausimu autoriaus nuomone naudinga pažvelgti į Europos vertybinių popierių reguliatorių komiteto (toliau- **CESR**), kuris dabar yra pakeistas Europos Sąjungos vertybinių popierių ir rinkų priežiūrą (angl. *European Securities and Markets Authority*), požiūriu pagal jų paruoštas 2007 metų gaires (**Gairės**). Viena vertus, pagal šias Gaires CESR vertinimu, kainos judėjimo nustatyti slenksčiai (angl. *fixed thresholds*) nėra tinkama priemonė kainos judėjimo reikšmingumui nustatyti. Kaip viena iš to priežasčių gali būti kaip jau buvo minėta yra tai, kad skiriasi finansinių priemonių kainų kintamumas. Pavyzdžiui, mėlyno žetono (angl. *blue-chip*), t.y. didelę kapitalizaciją ir puikią reputaciją turinčių bendrovių akcijų kintamumas yra mažesnis, nei pavyzdžiui mažesnių, mažiau likvidžių bendrovių, kurių kintamumas būna didesnis. Didelis procentinis kainos kilimas yra pakankamai retas reiškinys mėlynojo žetono akcijose, palyginus su mažesnės kapitalizacijos bendrovių akcijomis, tačiau tai nereiškia, kad mažas pokytis neturi būti vertinamas kaip reikšmingas. Autorius sutinka su tokia CESR pozicija ir priaria nuomonei, kad kainos reikšmingumo pokytis (bent jau išreikštas tam tikru procentu) neturi būti vertinamas žiūrint ar informacija buvo reikšminga. Labai iliustratyviu pavyzdžiu gali būti pateiktas kainos pasipriešinimo lygio pramušimas (angl. *resistance level*).

Įsivaizduokime situaciją, kad vienos bendrovės (**X**) akcijos kaina vienerių metų laikotarpyje svyruoja tarp EUR 90 ir EUR 100, tačiau niekaip negali praeiti EUR 100 kainos ribos. Tai yra vadinama kainos pasipriešinimo lygiu. Įsivaizduokime, kad insaideris sužino viešai neatskleistą informaciją, dėl kurios yra didelė tikimybė, kad kaina gali išaugti. Kai insaideris sužinojo tokią informaciją, vienos akcijos kaina buvo EUR 98,5, o vidutinis mėnesio kintamumas buvo apie 5% (tai yra kaina svyruodavo tarp EUR 95 ir EUR 100). Tas asmuo nusipirko 100 vienetų akcijų už nurodytą kainą. Paskelbus mūsų minėtą viešai neatskleistą informaciją, kaina pramušė EUR 100 ir tą dieną užsidarė su kaina EUR 101,5 už akciją. Kaip matome, kaina paaugo tik EUR 3, tai yra palyginus su akcijos kaina, augimas nebuvo labai didelis. Bet ar buvo reikšmingas šis augimas? Nors viena vertus, yra pakankamai spekuliatyvu teigti kažką vienareikšmiškai, bet autorius laikosi pozicijos, kad toks augimas galėtų būti

laikomas reikšmingu. Tai yra susiję su tuo, kad labai dažnai buvęs pasipriešinimo lygis tampa naujų kainos palaikymo lygiu, t.y. kad kaina žemiau tos ribos nekris (angl. *support level*) ar tos ribos „pramušimas“ vyks sunkiai. To priežastis yra gana paprasta. Jei akcijos (ar finansinė priemonė) buvo prekiaujamos už tam tikrą kainą smarkiai pakyla aukšty, tikėtina, kad atsiras daug pirkėjų, kurie norės pirkti, kai akcijos (finansinės priemonės) taps prieinamos ta kaina, kuria buvo prekiaujama ilgą laiką. Taip ir susidaro palaikymo lygis. (Tabell A., Tabell E., 1964, p. 73). Atitinkamai, investuotojas, tikėdamasis tolimesnio augimo, gali tikėtis vien to, kad kaina reikės pramušti pasipriešinimo lygį ir suformuoti naują palaikymo lygį, kainai net nedidėjant dideliu procentu iš esmės.

CESR Gairėse nurodė, kad vertinant, ar gali būti reikšmingas poveikis, reikia pažvelgti į numatomas nagrinėjamo dalyko ar įvykio mastą visos įmonės veiklos kontekste, informacijos svarbą, atsižvelgiant į pagrindinius veiksnius nustatančius finansinės priemonės kainą, informacijos šaltinio patikimumą bei kitus rinkus kintamuosius, turinčius įtakos atitinkamos finansinės priemonės kainai šie kintamieji gali apimti kainas, gražą, nepastovumą, likvidumą, kainą ir t.t. CESR nurodo, kad yra tam tikrų rodiklių, galinčių nurodyti, ar informacija turės reikšmingą poveikį kainai, t.y. informacijos pobūdis ir ar tokia informacija prieš tai jau yra turėjusi reikšmingą poveikį kainai, tai yra, pavyzdžiui, turimų analitikų tyrimų ataskaitos ir nuomonės rodančios, kad tokio tipo informacija yra jautri kainai arba pati bendrovė praeityje tam tikrus įvykius traktavo kaip viešai neatskleistą informaciją (galinčią paveikti kainą). Be abejo pabrėžtina, kaip ir nurodo pačioje Gairėse CESR, visa tai nėra viso labo indikatoriai, dėl ko kiekvienu konkrečiu atveju viskas turi būti vertinama atskirai atsižvelgiant į visas aplinkybes.

Taip pat autoriaus nuomone svarbu pabrėžti, kad vis gi CESR gairėse bando pateikti sąrašą, nors ir nebaigtinį atvejų, kurie būtų laikomi viešai neatskleista informacija. Pagal šį sąrašą tokie atvejai apima restruktūrizavimo procesą, įmonių susijungimą, teisinius ginčus, skolininkų nemokumą, naujus produktus, pasikeitusį pajamingumą ir t.t. Taip pat CESR bandė pateikti pavyzdžius, kurie apima atvejus, susijusius su emitentu netiesiogiai. Tokie atvejai apima, pavyzdžiui, centrinio banko sprendimus dėl palūkanų normų, konkurencijos priežiūros institucijų pranešimus, skirtus listinguotoms bendrovėm ir t.t.

Taigi, kaip matyti nors CESR ir nepateikė išsamų sąrašą atvejų, kurie laikomi kaip reikšmingi, vis dėlto CESR savo Gairėse pasistengė suformuoti gaires bei orientyrus į ką turi būti atsižvelgiama, kas yra svarbu vertinant ar informacija yra reikšminga.

JAV gi, kaip jau buvo minėta, egzistuoja taip vadinamas pranešimas forma 8-K. 8-K yra pranešimas apie nenumatytus esminius įvykius ar įmonės pokyčius, kurie gali būti svarbūs akcininkams arba SEC. Šiuo pranešimu siekiama pranešti apie tokius įvykius kaip įmonių susijungimus, bankroto procesus, restruktūrizavimą, vadovų pasitraukimą iš pareigų ir pan. Dėka 8-K formos investuotojams yra pranešama apie esminius įvykius laiku, dėl ko bendrovių darbuotojai (insaideriai) gali iš esmės išvengti problemų, susijusių su prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Kitais žodžiais tariant, šia 8-K forma yra prašoma atskleisti reikšmingą informaciją, kuri būtų aktuali racionaliems investuotojams priimant sprendimą. Vis dėlto paminėtina, kad tyrimų duomenimis rinka nebūtinai reaguoja į formą 8-K kažkaip ypatingai (Carter, Soo, 1999, p. 131).

2.7 Kas vienija CESR Gaires ir formą 8-K?

Vis dėlto, autoriaus nuomone, nors ir nėra būtina lyginti JAV formos 8-K ir CESR Gairių, galima pabandyti nustatyti, kas juos vienija. Kadangi tiek forma 8-K, tiek CESR Gairės iš esmės tam tikra prasme identifikuoja, kas gali būti laikoma reikšminga informacija, autoriaus nuomone, reikia pažvelgti į tai, kokia informacija gali būti laikoma reikšminga. Tiek pagal 8-K, tiek pagal CESR gaires reikšminga informacija apimtų įmonių susijungimų bei įsigijimų procesus, restruktūrizavimo klausimus, klausimus susijusius su bendrovės finansais (pajamingumo pasikeitimus ir pan.), valdysenos klausimus ir t.t. Kaip galima apibrėžti visus šią informaciją? Autoriaus nuomone, visus juos vienija vienas dalykas: jie yra tiesiogiai ar netiesiogiai susiję su bendrovės veikla. Vėl gi, jeigu analizuoti visus atvejus įmanomus atvejus galbūt ir galima atrasti, kurie nėra susiję su emitento vykdoma veikla, tačiau autoriui sunku įsivaizduoti tokį pavyzdį. Tačiau kaip matyti iš reguliatorių suformuotų principų, pagrindinis orientyras yra į atvejus, susijusius su emitentų vykdoma veikla.

2.8 Ekonominis viešai neatskleistos informacijos turinio elementai

Autoriaus nuomone taip svarbu pabandyti apibrėžti viešai neatskleistos informacijos ekonominį turinį, tai yra tokios informacijos, kuri gali daryti poveikį finansinės priemonės kainai ar su ja susijusios išvestinės finansinės priemonės kainai. Teisiniame kontekste tai yra

aktualu tuo, kad gali padėti apibrėžti viešai neatskleistą informaciją kaip informacijos kategoriją, t.y. kaip konkrečiai kainą veikiančią informaciją, o ne kaip požymių visumą, kas autoriaus nuomone, gali palengvinti tokios informacijos kvalifikavimą. Kita, tai būtų naudinga patiems rinkos dalyviams identifikuojant tokią informaciją. Kitais žodžiais tariant, šio turinio apibrėžimas plačiau apibūdinti pačią informaciją ją identifikuojant per ekonominį vertinimą.

Nors doktrina ir kalba, kad svarbus yra reikšmingumo kriterijus, kaip matyti informacijos reikšmingumas nebūtinai paveiks kainą, kadangi galiausiai tai yra pačios rinkos vertinimo klausimas. Autorius ekonominį turinį apibrėžia per jo elementus. Tai yra svarbu, kadangi insaideris reaguoja į informaciją, kuri turės poveikį kainai (ko pasėkoje jis uždirbs). Insaideri dominą ne tik reikšminga informacija, bet ir ekonominį poveikį galinti daryti informacija. Atitinkamai, į ką jis žiūrės, kai vertinis informaciją?. Kitaip tariant, ekonominis informacijos turinys galėtų būti suprantamas kaip visuma elementų, kurie apibūdina informaciją (viešai neatskleistą), galinčią daryti poveikį kainai.

Taigi, pirma, tokia informacija turi būti reikšminga, kadangi kaina keičiasi nuo rinkos požiūrio į konkrečią finansinę priemonę. Reikšmingumas susijęs su rinkos sentimentu, kuris ir gali "judinti kainą". Antra, informacija turi būti susijusi su finansiniu arba operaciniu poveikiu. Trečia, ji turi būti tiesiogiai arba netiesiogiai susijusi su emitento ekonomine-finansine, t.y. bendrovės veikla plačiąja prasme. Dėl to ekonominis viešai neatskleistos informacijos, galinčios daryti poveikį kainai turinys gali būti apibrėžtas kaip tiesiogiai ar netiesiogiai su emitento vykdoma veikla reikšminga informacija, galinti daryti finansinį arba operacinį poveikį. Dėl to insaideris iš esmės analizuos visus šiuos elementus, vertindamas ar sudaryti sandorį dėl turimos informacijos.

Taigi, apibrėžiant šią dalį paminėtina, kad informacijos reikšmingumas gali būti nustatomas pagal skirtingus testus, tokius kaip racionalaus investuotojo, reikalaujančio atsižvelgti į tai, kaip vidutinis rinkos dalyvis reaguoti į informaciją. Kitas taikytinas testas yra tikėtimumo bei masto, pagal kurį reikšmingumas yra nustatomas subalansuojant tikimybę, kad įvykis įvykis ir galimą įvykio mastą, atsižvelgiant į bendrovės veiklos visumą. Taip pat gali būti taikytinas ir aiškios linijos testas, kuris daugiau yra susijęs su informacijos konkretumu ir pagal jį reikalaujama žiūrėti, kiek įvykis yra tikėtinas. Taip pat yra išskirtinas ir kainos jautrumo testas, pagal kurį informacijos reikšmingumas yra vertinamas pagal tokios informacijos įtaką finansinės priemonės kainai. Pati reikšminga informacija turi būti susijusi

su finansine veikla (finansinio poveikio informacija) arba operacine veikla (operacinio poveikio informacija)..Be to, ekonominis viešai neatskleistos informacijos, galinčios daryti poveikį kainai turinys gali būti apibrėžtas kaip tiesiogiai ar netiesiogiai su emitento vykdoma veikla susijusi reikšminga informacija, galinti daryti finansini arba operacini poveikį.

Tačiau autoriaus nuomone, įdomu pažvelgti, kaip viešai neatskleista informacija paveikia rinkos kainą, kadangi būtent dėl to insideris dėl jos ir sudaro sandorį. Kitoje dalyje autorius atliks įvykio analizę bandydamas pažvelgti, kaip atskleista informacija paveikia rinkos kainą..

3 Viešai neatskleistos informacijos poveikis

Kaip jau nurodėme, informacijos reikšmingumo kriterijus gali būti nustatomas pagal skirtingus požymius. Be to mes taip pat nustatėme ir reikšmingumo elementus, t.y. kam turi turėti poveikį viešai neatskleista informacija (finansinis arba operacinis poveikis). Mes taip pat nustatėme, kad informacija turi būti susijusi su vykdoma veikla. Vis dėlto, autoriaus nuomone, svarbu pabandyti pritaikyti šiuos kriterijus praktikoje. Autorius analizuos vieną iš realių rinkos situacijų ir pabandys nustatyti, ar toks įvykis galėtų būti laikomas viešai neatskleista informacija. Viena vertus, bus analizuojama per viešai neatskleistos informacijos požymius, kita vertus per ekonominio turinio elementus. Taip pat autorius pabandys papildomai nustatyti, ar įmanoma apskritai nustatyti kokį bendrai poveikį rinkai turi viešai neatskleista informacija.

3.1 Planuojamo Microsoft bendrovės Activision Blizzard įsigijimas

Vienas įdomesnių paskutinių atvejų, kurių galima analizuoti per informacijos reikšmingumą rinkai yra JAV bendrovės Microsoft (toliau- **MSFT**) planuojamas Activision Blizzard (toliau- **ATVI**) įsigijimas. Nors pats įvykis ir nėra susijęs su prekyba viešai neatskleista informacija (bent jau kiek dabar yra žinoma), jis reikšmingai paveikė rinkos kainą, dėl ko gali būti analizuotinas. Autorius pabandys atsakyti į klausimą, ar informacija apie šį sandorį galėtų būti laikoma viešai neatskleista pasitelkiant pirmoje ir antroje analizuotus klausimus, t.y. pasiremdamas JAV ir ES reguliavimu nustatys ar ši informacija atitinka viešai neatskleistos informacijos požymius, ar ji yra reikšminga (jei taip, pagal kuriuos testus mes galime nustatyti šį reikšmingumą). Taip pat pažvelgs, ar gali būti nustatytas autorius iškeltas ekonominis turinys, vadovaujantis ekonominio turinio elementais.

2022 metų sausio 18 dieną MSFT paskelbė, kad planuoja įsigyti ATVI už USD 68,7 milijardo. Paskutinę prekybos prieš tokios informacijos paskelbimą ATVI rinkos kapitalizacija buvo apytiksliai USD 51 milijardo (paskaičiuota pagal formulę: USD 65,42 (paskutinė dienos uždarymo kaina) X 782,63 milijono (išleistų akcijų skaičius))¹¹. Tai yra MSFT pasiūlė vidutiniškai 34% didesnę, nei tuo metu ATVI rinkos kapitalizaciją, kainą. Į tai sureagavo ir rinka, kadangi paskelbus apie planuojamą įsigijimą, ATVI akcijos kaina atsidarė su šuoliu (angl. *price gap*) už USD 86,77 nuo mūsų minėtos USD 65,42. Tai yra kaina išaugo apytiksliai 32, 64%. Autorius pateikia grafiką.

1 paveikslas. ATVI akcijos kainos savaitinis grafikas nuo 2020 metų gegužės mėnesio.



Šaltinis: paimta iš laisvos interneto prieigos. Prieiga per internetą: <<https://finviz.com/quote.ashx?t=ATVI&p=w>>.

Autorius siūlo pažvelgti į šią situaciją iš kitos pusės, tai yra per viešai neatskleistos informacijos prizmę. Įsivaizduokime, kad asmuo dirba investiciniame banke, atsakingo už šio sandorio įgyvendinimą skyriuje. Apie priimtą sprendimą dėl planuojamo įsigijimo iš MSFT pusės jis sužinojo prieš savaitę iki informacijos paskelbimo, t.y. 2022 metų sausio 11 dieną, kai ATVI akcijos uždarymo kaina buvo USD 65,89. Tą dieną savo asmeniniam portfeliui jis nusipirko 1000 vienetų ATVI akcijų. Ar informacija kuria jis pasinaudojo yra ekonomiškai naudinga? Autorius siūlo atlikti analizę analizuojant viešai neatskleistos informacijos požymius (tiek ES tiek JAV kontekste) pritaikyti kelis iš mūsų prieš tai analizuotų testų reikšmingumui nustatyti bei pažiūrėti per ekonominio turinio elementus.

¹¹ Pabrėžtina, kad taip gali būti apskaičiuojama bendrovės kapitalizacija rinkoje. ATVI finansiniai skaičiai paimti iš laisvai prieinamų interneto šaltinių. Prieiga per internetą: <https://finance.yahoo.com/quote/atvi/key-statistics/> [žiūrėta 2023-04-15].

3.1.1 Informacijos buvimo nevieša požymis

Pirmas analizuotinas požymis yra tas, kad informacija apie tokį sandorį yra nevieša. Kaip jau buvo nurodyta, viešai neatskleista informacija yra ta informacija, kuri nebuvo atskleista. Tai matyti ir iš MAR reglamento nuostatų, pavyzdžiui 7 straipsnio 1 dalies, tas taip pat yra minima ir ESTT praktikoje, pavyzdžiui, byloje Lafonta. JAV yra laikomasi iš esmės tapačios pozicijos, kur nurodoma, kad neatskleista informacija yra ta, kuri nebuvo atskleista ir nėra žinoma visuomenei (angl. *general public*) Taigi, galima pagrįstai teigti, kad tiek pagal JAV, tiek pagal ES sampratą informacija nebuvo atskleista tada, kai buvo priimtas sprendimas ir tokia informacija nebuvo atskleista iki 2022 metų sausio 18 dienos.

3.1.2 Informacijos konkretumas

Kaip jau buvo nurodyta, šis požymis yra taikytinas ES labiau nei JAV. Kaip jau buvo nurodyta, informacija laikoma konkrečia yra jeigu įvykdytos dvi kumuliacinės sąlygos. Pirmą, joje nurodomos aplinkybės, kurios egzistuoja arba pagrįstai gali atsirasti, arba įvykis, kuris įvyko arba pagrįstai gali įvykti. Antra, ji pakankamai konkreti, kad galima būtų padaryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių ar įvykio įtakos finansinių priemonių ar susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai. Autoriaus nuomone svarbu tai paanalizuoti. Pirmą, ar toks įsigijimas yra tikėtinas bei gali įvykti. Viena vertus, MSFT planuoja įsigyti ATVI piniginiu sandoriu (angl. *cash*). Jei žiūrėti į 2021 metais MSFT turėtą turtą, jis sudarė USD 335,4 milijardo, kai turimi pinigai bei trumpalaikės su ilgalaikėmis investicijomis sudarė apie USD 130,6 milijardo¹². Iš turimų skaičių galima preziumuoti, kad MSFT turi pakankamai lėšų įsigyti ATVI bendrovę. Kita vertus, net jei mes nežinotume, kad sandoris bus sudaromas pinigais, arba MSFT neturėtų pakankamai turto, ji galėtų bandyti įvykdyti sandorį panaudojant išpirkimą su svertu (angl. *leveraged buyout* arba *LBO*). Tokio sandorio metu bendrovė perkama yra už labai mažą nuosavų lėšų dalį palyginus su lėšomis, gautomis išoriniu skolintu finansavimu (Kaplan, Stromberg, 2009, p. 121). Perkamos įmonės turtas dažnai naudojamas kaip paskolos užstatas, kartu su įsigyjančios bendrovės lėšomis. Įprastinę skolintų/nuosavų lėšų sumą sudaro 90/10 (Leveraged Buyout (LBO) Definition..., 2023). Kadangi MSFT turi pakankamai didelę patirtį įsigyjant kitas bendroves, dėl to gali būti preziumuojama, kad bankai galėtų būti suinteresuoti

¹² MSFT finansiniai skaičiai paimti iš laisvos prieigos internete. Prieiga per internetą: <https://www.microsoft.com/en-us/Investor/earnings/FY-2022-Q1/balance-sheets> [žiūrėta 2023-04-15]

suteikti paskolą. Autorius nori tuo pasakyti, kad dėl MSFT svorio ir galimybių rinkoje, sandoris vien teoriškai gali būti įvykdytas, kai, pavyzdžiui, bendrovė, kurios visas turimas turtas sudaro USD 100 000 ir neturi jokios patirties rinkoje, vargu ar tokį sandorį galėtų įgyvendinti. Antra, ar galima daryti iš tokios informacijos, kad bus poveikis akcijos kainai. Bendra taisyklė tokiuose sandoriuose yra taip, galima, kadangi buvo pasiūlyta didesnė kaina, nei yra nustatyta rinkos. Plačiau apie tai autorius nagrinės prie reikšmingumo kriterijaus.

3.1.3 Informacija yra susijusi su emitentu.

Šioje dalyje papildomai išsiplėsti nereikia, kadangi mūsų pavyzdyje yra pakankamai aišku, kokia bendrovė yra planuojama įsigyti ir kokia bendrovė planuoja padaryti įsigijimą.

3.1.4 Reikšmingumas

Informacijos apie šį sandorį reikšmingumą autorius analizuos per du kriterijus: pritaikydamas kelis iš mūsų analizuotų testų, kita vertus, bandys nustatyti poveikio elementą (finansinį arba operacinį). Pirma, pabandykime pritaikyti vieną iš reikšmingumo nustatymo testų.

Paimkime JAV tikėtinumo ir masto testą. Kaip jau buvome nustatę, tikėtinumo slenkstis šiame teste yra pakankamai mažas. Dėl to net jeigu ATVI nenorėtų, kad jos kontrolė pereitų MSFT, paskutinioji galėtų įsigyti bendrovę naudodama priešišką įsigijimą (angl. *hostile takeover*), t.y. prieš įgyjamos bendroves valią. Be abejo, ATVI galėtų naudotis įvairias gynybos priemones, pavyzdžiui, nuodingos tabletės metodą (angl. *poison pill*), dėl kurio bendrovė tampa mažiau patraukli įsigijimui (Poison Pill: A Defense Strategy..., 2022)¹³. Kita vertus, kaip jau buvo analizuota, taikant šį testą aktualiau yra poveikio mastas bendrovei. Priežastis MSFT įsigyti ATVI yra ganėtinai paprasta, kadangi tai praplės jų turimą žaidimų segmentą. Kita vertus, kokia iš to nauda yra pačiai ATVI? Autoriaus nuomone, ATVI turės papildomas lėšas, kadangi jos akcijos yra išperkamos už didesnę rinkos kainą. Jei analizuoti per aiškios linijos, kuris yra labiau taikytinas ES, būtų didesnis reikalavimas dėl konkretumo, t.y. bent jau 50% kaip tas buvo rašytas aukščiau. Kadangi šiuo metu sandoris dar nėra

¹³ Nuodinga tabletė (arba angl. *poison pill*) yra bendrovės akcininkų gynybos metodas prieš priešišką įsigijimą. Pavyzdžiui, pagal šį metodą būti nurodyta, kad jei kuris nors atskiras subjektas ar asmuo įsigys 15% ar daugiau bendrovės akcijų, visi kiti akcininkai galės įsigyti papildomų akcijų už pusę rinkos kainos arba bendrovė gali tiesiog išplatinti papildomą akcijų paketą.

pasibaigęs, t.y. praėjo daugiau nei metai nuo planuojamo įsigijimo paskelbimo, sunku įvertinti, ar yra praeita 50% tikimybės riba.

Vis dėlto į šio informacijos apie šį sandorio reikšmingumo klausimą galima pažiūrėti dar dviejų testų kontekste: racionalaus investuotojo bei kainos jautrumo testų. Autoriaus nuomone, konkrečiu atveju šiuos testus reikia vertinti kompleksiskai, t.y. kartu. Pirma, kaip rinkos kaina reaguoja į planuojamus įmonių susijungimus ir įsigijimus. Pagal bendrą rinkos principą, vienai bendrovei įsigyjant kitą, abiejų bendrovių akcijų kainos linkusios judėti nuspėjamai priešingomis kryptimis, bent jau trumpuoju laikotarpiu. Daugeliu atvejų įgyjamos bendrovės akcijos pakyla, nes įsigyjanti bendrovė už įsigijimą sumoka taip vadinamą premiją, kad būtų paskatinti įgyjamos bendrovės akcininkai pritarti įsigijimui, priešingu atveju esamiems akcininkams nėra pakankamai intereso pritarti pardavimui (How Company Stocks Move During..., 2022). Taigi, mes turime pagrindinį kainos jautrumo testo elementą: objektyvų kainos pokytį. Be abejo, tokiais atvejais yra pakankamai sudėtinga nuspėti žvelgiant į *ex post* susiklosčiusią situaciją bandant vertinti *ex ante* kaip ir kur judės finansinės priemonės kaina, bet galima bent jau bandyti preziumuoti, kadangi egzistuoja yra rinkos patirtis.

Kaip gi tokia situacija turėtų būti vertinama pagal racionalaus investuotojo testą. Pagal jį kaip jau buvo nurodyta, reikšmingumas priklauso nuo to, ar tai turėtų reikšmės racionaliam investuotojui priimant investicinį sprendimą. Šiuo klausimu sunku kategoriškai atsakyti (nes kaip buvo minėta kiekvienas atvejis yra vertinamas atskirai), ar investuotojai pozityviai žiūrės į galimą ATVI akcijos kainos kilimą ar kaip tik manys, kad šis sandoris yra nenaudingas minėtai bendrovei. Tačiau jeigu vertinti racionalaus investuotojo testą kartu su kainos jautrumo testu ir vertinant rinkos praktiką, kad tokių sandorių atvejais įgyjamos bendrovės akcijų vertė išauga, galima vertinti, kad tokios pat pozicijos galėtų laikytis ir kiti rinkos dalyviai, kurių pagrindu mes ir taikytume racionalaus investuotojo testą.

Kita vertus, vykstant susijungimui apskritai padidėja finansinių priemonių kainų kintamumas¹⁴. Net sklindantis gandas apie įsigijimą gali padidinti kintamumą, kuris gali būti naudingas investuotojams, kurie dažnai perka akcijas tikėdamiesi įsigijimo. Šioje vietoje investuotojui net nėra būtina pirkti pačių akcijų ir tikėtis jų augimo (ar imti trumpą poziciją (angl. *short selling*) tikintis vertės sumažėjimo, jeigu, pavyzdžiui, jie imtų poziciją perkančiojoje bendrovėje). Kadangi investuotojas gali tikėtis uždirbti iš padidėjusio

¹⁴ Kintamumas (angl. *volatility*)- statistinis finansinis rodiklis, apibūdinantis kainų nepastovumą.

kintamumo pirkdamas išvestines finansines priemones, pavyzdžiui opcionus, net ir pasikeitęs kintamumas bendrai investuotojui gali būti pelningas¹⁵.

Kita vertus, koks yra tokios informacijos ekonominis turinys? Iš vienos pusės kaip jau nustatėme aukščiau, toks įvykis atitiktų reikšmingumo kriterijų bent jau pagal racionalaus investuotojo ar kainos jautrumo testus. Iš kitos pusės, įvykis gali būti susijęs su informacija apie a) faktinį ar galimą informacijos poveikį emitento finansinei būklei ar veiklos rezultatams (finansinė poveikis); b) faktinį ar galimą informacijos poveikį emitento verslui ar veiklai, įskaitant faktinį ar galimą informacijos poveikį emitento valdymui (operacinis poveikis). Koks poveikis yra šioje susiklosčiusioje situacijoje? Jeigu žiūrėti iš MSFT perspektyvos, jie praplečia savo operacinę veiklą, įgyja naujų galimybių žaidimų ir pramogų rinkoje, kitais žodžiais tariant turi daugiau „verslo erdvės“. Dėl to autorius būtų linkęs daryti išvadą, kad MSFT požiūriu egzistuoja operacinis poveikis dėl vykstančio sandorio. Kita vertus, po įsigijimo pas įsigyjančią bendrovę pasikeičia kapitalo struktūra, nuo ko priklauso kaip bendrovė finansuoja savo veiklą¹⁶. Tai dėl to būtų galima teigti, kad egzistuoja ir finansinis poveikis. Jeigu kalbėti apie dėl tokio sandorio susidarantį poveikį ATVI (kadangi mūsų pavyzdyje būtent jos vertybiniai popieriai yra perkami), autorius visų pirma išskirtų finansinį poveikį, kadangi bendrovės akcijos yra įkainojamos daugiau, nei yra jų rinkos vertė. Šiuo atveju autoriui yra sunku vertinti, koks yra galimas operacinis poveikis ATVI, dėl to šiuo klausimu autorius ir nespekuliuos.

Kita vertus, taip pat pažymėtina, kad informacija apie sandorį tiek MSFT tiek ATVI atžvilgiu yra susijusi su jų vykdoma veikla. Įmonių susijungimas ir įsigijimas yra dažnai vienas svarbiausių bendrovių veiklos istorijoje įvykių. Dėl bendrai kalbant, sunku ginčytis, kad šis sandoris nėra susijęs su įmonių vykdoma veikla. Be to, tokie įvykiai yra išskiriamai ir CESR Gairėse bei formoje 8-K.

Dėl to iš visko yra darytina išvada, kad jeigu asmuo, mūsų atveju investicinio banko darbuotojas, prekiautų turėdamas tokią informaciją, tai būtų laikytina kaip prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija, kadangi tokia informacija padarė rimtą poveikį

¹⁵ Investuotojas gali pasitelkti, pavyzdžiui, taip vadinamą *long option straddle* strategiją, kurios metu yra perkami du opcionai: *call* ir *put* opcionus, dėl ko investuotojas uždirbs nepriklausomai nuo to, kur pajudės kaina.

¹⁶ Kapitalo struktūra yra tam tikras skolos ir nuosavybės derinys, kurį įmonė naudoja bendrai veiklai ir augimui finansuoti.

vienos iš finansinių priemonių, šiuo atveju ATVI, akcijos kainai bei kintamumui bent jau trumpuoju laikotarpiu.

Be to, apibendrinimui, kaip matyti iš atliktos analizės, tokia informacija turi ir autoriaus suformuotą ekonominį turinį, t.y. ji yra reikšminga (bent jau pagal kainos jautrumo bei racionalaus investuotojo testus), turi finansinį bei operacinį poveikį bei yra susijusi su emitentų vykdoma veikla.

Apibendrinant šios situacijos analizę darytina išvada, kad informacija apie šį įvyki galėtų būti laikoma viešai neatskleista. Pirma, ji atitinka viešai neatskleistos informacijos požymius (tiek pagal JAV tiek pagal ES reguliavimą). Antra, ji yra reikšminga taikant racionalaus investuotojo bei kainos jautrumo testą. Juo labiau kaip jau buvo nurodyta, pagal rinkos praktiką informacija apie tokius įmonių įsigijimus dažnai sąlygoja kainų judėjimą (įgyjamos bendrovės vertė kyla, perkančiosios atitinkamai krenta) ir investuotojui nebūtina pirkti įgyjamos bendrovės (imti ilgą poziciją, kas angliškai vadinama *long position*), jis taip pat gali pasipelnėti ir iš finansinės priemonės vertės kritimo pasitekdamas kitus finansinius instrumentus. Trečia, tokia informacija turi ir autoriaus suformuotus ekonominio turinio elementus, dėl ko iš esmės ir yra veikiama kaina.

3.2 Kaip kitaip gali informacija paveikti rinką?

Kita vertus, pateiktas pavyzdys yra vienas iš daugelio įmanomų ir tik parodo kaip konkretus atvejis galėtų būti analizuojamas pritaikant viešai neatskleistos informacijos požymius, reikšmingumo kriterijus bei autoriaus nustatytus ekonominio turinio elementus. Vis dėlto ar galima pabandyti bendrai nustatyti, kokį poveikį turi viešai neatskleista informacija kainai, kai ji yra atskleidžiama. Autoriaus nuomone, atsakymas negali būti vienareikšmis. Viena vertus, kaip jau buvo nurodyta, pavyzdžiui, pagal CESR Gaires kainos pokytis nėra būtinas. Tokią pat poziciją, pavyzdžiui, galime išvelgti ir ESTT Markus Gellert prieš Daimler AG sprendime, kuriame teismas pasakė, kad vertinant įvykį, nėra privaloma atsižvelgti į poveikio kainai reikšmingumą. Panašios pozicijos, kaip jau buvo nurodyta, laikosi ir SEC. Ir iš tikrųjų, vargu ar informacijos poveikis turi atsispindėti pasikeitusioje kainoje. Investuotojai kaip grupė gali gauti informaciją ir „turėti ją omenyje“ be papildomo dalyvavimo rinkoje. Pavyzdžiui, informacija gali patvirtinti stiprų investuotojų požiūrį į emitentą, tačiau tai tokia informacija nepaskatins investuotojų daugiau investuoti.

Kita vertus, paskelbus viešai neatskleistą informaciją dažnai padidėja finansinės priemonės kintamumas, kadangi rinka reaguoja į naują informaciją (Block, Smith, 2016, p. 51). Pažymėtina, kad jeigu insaideriai prekiauja informacijos neatskleidus, tai jos kintamumas nėra toks didelis, nes informacija yra jau įskaičiuota į kainą (plačiau apie to priežastis autorius aprašys kitoje dalyje). Bendrai žiūrint, didelis kintamumas yra naudingas investuotojams, gebantiems prekiauti trumpuoju laikotarpiu, neinvestuojant kapitalo ilgesniam laikui (Block, Smith, 2016, p. 51). Vis dėlto doktrinos požiūriu, tai yra pakankamai neigiamas reiškinys, t.y. kad toks reguliavimas iškreipia kainas dėl tikslo spekuliuoti (bandant atspėti kur pajudės kaina atskleidus informaciją), dėl ko yra neapsaugomi ilgojo laikotarpio investuotojai (Block, Smith, 2016, p. 51). Vis dėlto autorius nesutinka su tokia pozicija. Viena vertus, šis argumentas nėra paremtas plačiau doktrinoje. Kita vertus, šis argumentas yra susijęs su tuo, kad didžioji dalis investuotojų negali nuspėti kainų. Ir nors autorius sutinka su tokia pozicija, tai nereiškia, kad pats reguliavimas iškreipia kainas. Jeigu žvelgti į patį argumentą, tai pagal jį kainas iškreipia pati prekyba, t.y. spekuliacija. Paties reguliavimo tikslas nėra skatinti spekuliacijos, o apsaugoti investuotojus atskleidžiant informaciją ar pasinaudojimo ja.

Taigi viena vertus, viešai neatskleista informacija gali suformuoti naują dinamiką rinkoje ar ją paspartinti, kita vertus net ir trumpuoju laikotarpiu ji gali būti naudinga specifiniams rinkoms dalyviams dėl padidėjusio kintamumo, kurį jie siekia išnaudoti.

Vis dėlto kyla klausimas, ar pati prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija veikia rinką, dėl ko šis draudimas yra aktualus? Juk viena vertus yra informacijos poveikis, kuris iš esmės, autoriaus nuomone, nepriklauso nuo to, ar informacija yra viešai neatskleista atskleista ar ne (nes informacija yra informacija į kurią rinka reaguoja), kita vertus yra pačios prekybos poveikis rinkai.

4 Prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija poveikis

Taigi, galiausiai prieita prie paskutinės šio darbo tyrimo dalies: prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija poveikio rinkai. Autorius pažvelgs skirtingais pjūviais, kokiais poveikį rinkai gali turėti prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Autorius analizuos šį klausimą efektyvios rinkos teorijos, kitų rinkos dalyvių praradimų bei rinkos manipuliavimo „medžiojant“ nuostolių stabdžius kontekstuose. Ši analizė autoriaus nuomone būtina dėl to, kad ji iš esmės pažiūri į tai, kaip prieš tai analizuoti dalykai veikia rinką.

4.1 Prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija ir efektyvios rinkos teorija: pirminių insaiderių sudaromi sandoriai

Efektyvios rinkos teorija yra stipriai įsitvirtinusi šiuolaikinėje vertybinių popierių reguliavimo kultūroje (Langevoort, 1992, p. 851). Ne išimtis ir prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija institutas. Vienas iš pagrindinių argumentų tarp doktrinos autorių, pasisakančių prieš reguliavimą yra susiję su tuo, kad insaiderių sudaromi sandoriai pasinaudojant viešai neatskleista informacija skatina rinkų efektyvumą bei užtikrina konkurencingumą. Autorius atliks šio argumento analizę.

Kaip jau buvo minėta, efektyvios rinkos koncepcija grindžiama tuo, kad finansinės priemonės kaina atspindi visą rinkos turimą informaciją apie finansų priemonės kainą. Vis dėlto pabrėžtina, kad teisinga, tai yra tikroji kaina būtų tik tuo atveju, jei visa informacija, susijusi su finansų priemone būtų atskleista. Kadangi rinka negali įvertinti informacijos, kuri nebuvo atskleista ir kadangi bendrovių insaideriai ar kiti asmenys dažnai turi reikšmingą viešai neatskleistą informaciją, rinkos kaina dažnai skiriasi nuo tikrosios (Bainbridge, 2001, p. 65).

Sunku būtų ginčytis, kad teisingas kainos nustatymas nėra reikšmingas. Tikslus kainos nustatymas yra naudingas visuomenei, nes ekonomikoje pagerina kapitalo investicijų paskirstymą bei sumažina kainų nepastovumą. Toks kainų nepastovumo sumažinimas sumažina pavienius greito ir didelio uždarbio (angl. *windfall gains*) atvejus ir padidina patrauklumą investuoti į vertybinius popierius investuotojams su maža rizikos tolerancija (angl. *risk averse*). Bendrovės taip pat gauna naudos iš tikslios savo vertybinių popierių kainą dėl mažesnio investuotojų netikrumo bei valdymo efektyvumo stebėsenos (Bainbridge, 2001, p. 65). Viena iš tikslios kainos nustatymo priemonių ir būtų informacijos atskleidimas. Kaip jau buvo minėta, ES reikalauja nuolat ir nedelsiant atskleisti informaciją, kai JAV nors tokio griežto reikalavimo kaip ES nėra (tai yra, pavyzdžiui, neturi būti atskleidžiama informacija kai tai prieštarauja verslo praktikai), informacijos atskleidimas kaip institutas bet koku yra taikytinas. Tačiau kai bendrovė neatskleidžia informacijos, galima teigti, kad jos finansinių priemonių kaina nėra tinkamai apskaičiuota. Tačiau ar informacijos atskleidimas visada yra geras pasirinkimas pačiai bendrovei. Atsiminkime TGS bylą, kur bendrovė buvo atradusi galimą mineralų šaltinį. Šioje byloje TGS darbuotojai pradėjo prekiauti savo bendrovės akcijomis kai sužinojo, kad Kanadoje galėjo būti atrastas svarbus mineralų šaltinis (kas būtų paveikę kainą). Jei būtų iškart pranešta, kad galimai atrastas didelis mineralų šaltinis, visų

pirma žemės savininkai, kur vyko tyrinėjimai, galėtų reikalauti didesnės sumos už žemę. Kita vertus, TGS konkurentai galėtų sakyti, kad TGS neturi teisės ten atlikti tyrimų arba tiesiog gautų galimybę ten taip pat atlikti kasybos darbus, kas ekonomikos terminais yra vadinama angliškai *free riding*. Jei ir jų konkurentai turės galimybę ten atlikti kasybos darbus, jie automatiškai turės didesnę maržą, nes nepatyrė išlaidų tyrimams (Bainbridge, 2001, p. 66). Kitaip tariant, greitas ir nuolatinis informacijos atskleidimas, nors ir efektyvios rinkos teorijos kontekste veiktų tinkamai teisingai kainai nustatyti, kadangi atskleistų reikšmingą informaciją, dėl ko rinka galėtų “peržiūrėti” jos nustatytą kainą, toks atskleidimas ribotų inovacijų galimybę, nes bendrovėms tiesiog nebūtų naudinga atlikti tyrimų ar pan., jei žinotų, kad jų konkurentai turės galimybę užsiimti *free riding*. Dėl to yra nuomonių, kad insaiderių prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija gali būti tam tikru kompromisu dėl rinkos inovacijų ir konkurencingumo užtikrinimo bei rinkos efektyvumo palaikymo. Doktrinoje teigiama, kad kai insaideris prekiauja pasinaudojant viešai neatskleista informacija, finansinės priemonės kaina dėl tokio sandorio po truputį juda link teisingai apskaičiuotos kainos (Bainbridge, 2001, p. 66). Taip yra užtikrinimas rinkų efektyvumas. Tokiu būdu bendrovė užtikrina, kad kaina yra teisinga, bet taip pat išsaugo tam tikrą konkurencinį pranašumą.

Klausimas, kokia yra rinkos reakcija į tokius sandorius. Autorius nebandys paneigti teiginio ir neanalizuos, ar dėl insaiderių sudaromų sandorių kaina juda link tikrosios savo kainos. Jei pažvelgti į kainų teoriją ekonomikoje, gali susidaryti įspūdis, kad insaiderių sudaromi sandoriai pasitelkiant viešai neatskleistą informaciją iš tiesų gali judinti kainas. Taip yra dėl to, kad sudarant sandorius dėl finansinių priemonių, yra pakeičiamas jų paklausos bei pasiūlos balansas, dėl ko ir keičiasi kaina (angl. *supply-demand*). Kitaip tariant, kaina atspindi paklausą ir pasiūlą. Įsivaizduokime situaciją, kad esant teigiamoms naujienoms asmuo perka finansinę priemonę turėdamas viešai neatskleistą. t.y. su teigiamu informacijos ekonominiu turiniu. Jeigu visų išleistų finansų priemonės vienetų liko toks pat, bet padidėjo paklausa (nes yra noras pirkti), pusiausvyra tarp pasiūlos ir paklausos pasikeičia, t.y. paklausa didėja nekintant pasiūlai, dėl ko kaina gali augti. Tačiau finansinė priemonė, dėl ko yra sudaromi sandoriai, sudaro viso labo labai mažai dalį visų išleistų finansinių priemonių skaičiaus. Kapitalo turto kainodaros teorija mums sako, kad vertybinis popierius reprezentuoja tik tam tikrą laukiamos gražos ir sisteminės rizikos derinį, kuriai yra labai daug pakaitalų. Dėl to, jeigu į kainą per paklausos bei pasiūlos išraišką, nedideli insaiderių sandoriai neturės labai didelio kainos poveikio (Bainbridge M., 2001, p. 67-68).

Prisiminkime autoriaus pateiktą pavyzdį apie planuojamą MSFT ATVI įsigijimą. Kai buvo pranešta apie planuojamą įsigijimą, ATVI vienos akcijos kaina šoktelėjo 32, 64%. Efektyvios rinkos teorijos atžvilgiu rinka sureagavo į šią informaciją ir „įskaitė“ į kainą. Iš kitos pusės paminėtina, kad ankstyvieji rinkos tyrimai rodė, kad insaiderių sudaromi sandoriai labai mažai veikia finansų priemonės kainą. Vis dėlto tolimesni gi tyrimai vis dėlto parodė, kad rinka pakankamai greitai reaguoja kai insaideriai perka, tačiau kainos pokytis yra labai mažas, kai insaideriai parduoda (Bainbridge, 2001, p. 67). Tyrimai taip pat parodė, kad kai bendrovių insaideriai sudaro sandorius, rinka insaiderių prekyba koreliuoja su akcijų kainos augimu (angl. *stock price run-ups*) (Chakravarty, McConnell, 1999, p. 208). Dėl to gali būti manytina, kad ši teorija turi pagrindimą.

Tačiau manytina, kad net jei mes ir laikomės nuostatos, kad insaiderių sudaromi sandoriai iš tiesų judina kainą link tikrosios, tai jie daro per išvestinį informavimo instrumentą (pranešimą apie vadovų sandorius). Prekyba per išvestinį informavimą (angl. *derivatively informed trading*) paveikia rinką per dviejų etapų mechanizmą. Pirma, asmenys turintis viešai neatskleistą informaciją pradeda prekiauti. Dėl pasikeitusio paklausos bei pasiūlos balanso kaina nežymiai pasikeičia. Neinformuoti investuotojai (neturintys viešai neatskleistos informacijos) pamatę tokius insaiderių sandorius pradeda prekiauti¹⁷. Kiti tiesiog stebėdami kainų pasikeitimus (net ir nedidelius) taip pat pradeda prekiauti. Galiausiai rinka sureaguoja į insaiderių sandorius ir kaina pajuda į teisingą pusę (efektyvios rinkos teorijos atžvilgiu). Tačiau problema yra tame, kad nors prekyba per išvestinį informavimą ir judina kainas, tai ji daro labai lėtai. (Bainbridge, 2001, p. 68).

Dėl to, viena vertus, iš turimų duomenų galima daryti išvadą, kad insaiderių sudaromi sandoriai efektyvios rinkos teorijos kontekste, kadangi judina kainą (preziumuotinai link tikrosios), tačiau tokios prekybos poveikis pasinaudojant viešai neatskleista informacija yra ganėtinai lėtas. Dėl to žvelgiant į argumentą, kad prekyba viešai neatskleista informacija palaiko rinkų efektyvumą, autoriaus nuomone, jis nėra pakankamai pagrįstas nei doktrinoje, nei praktikoje.

4.2 Dėl prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija praranda kiti rinkos dalyviai

¹⁷ Dabartinėje rinkoje yra daug informacinių priemonių, kur yra skelbiami bendrovės insaiderių sudaromi sandoriai, į kuriuos rinka dabartinėmis realijomis gali reaguoti labai greitai.

Kita vertus, pabandykime pažiūrėti, ar tas turimas informacinis pranašumas iš tikrųjų pažeidžia kitų rinkos dalyvių interesus bei teises, t.y. ar jie kažką praranda (nes vargu ar koks kitas matas galėtų būti tinkamu vertinamuoju kriterijumi). Priešingu atveju ar nėra reguliavimo tikslas formalus bei deklaratyvus.

Autorius siūlo pažiūrėti į šį klausimą iš dviejų pusių: investuotojai praranda ir investuotojai nepraranda dėl kitų rinkos dalyvių prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Pirma, yra teigiančių, kad tuo metu, kai vyksta prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija: a) parduodantis asmuo nepraranda tai, ką gauna asmuo pasinaudojęs viešai neatskleista informacija; b) net jei parduodantis asmuo ir praranda, asmenys neturintys viešai neatskleistos informacijos kaip grupė nebūtinai nepraranda; c) investuotojai (investuojantys ilgą laikotarpį) proporcingai praranda mažiau kuo ilgiau jie neparduoda savo vertybinių popierių (Mendelson, 1969, p. 481).

Pirmas argumentas iš esmės yra susijęs su efektyvios rinkos teorija. Jis remiasi prielaida, kad pirkimas pasinaudojant viešai neatskleista informacija yra tam tikra prasme tiesioginis informacijos pardavimas. Kadangi asmuo insaideris nusipirko pasinaudodamas viešai neatskleista informacija (pardavė informaciją tiesiogiai) ir kaina pajudėjo link teisingos kainos (kaip apie tai kalba efektyvios rinkos teorija), insaideris sukūrė vertę, tačiau nepažeidė kitų teisių, tai yra nepraturtėjo kitų sąskaita (Mendelson, 1969, p. 481). Vis dėlto šis argumentas, doktrinos požiūriu, turi ydų. Jei mes laikomės pozicijos, kad kaina auga (juda link tikrosios), insaideris bando uždirbti nerealizuotą vertę (tai yra kol reikšminga viešai neatskleista informacija nebuvo atskleista ir rinka dar į tai nesureagavo bando pasinaudoti tuo, kad atskleista informacija judins kainą insaideriui palankia puse). Tačiau, autoriaus nuomone, kaina bet kokių atveju reaguotų į insaiderio pirkimą (jei remiamės pasiūlos ir paklausos principais). Be to, rinkai nėra žinoma jokių duomenų, kurie padėtų palaikyti nusistačiusią kainą po rinkos reakcijos. Naujas kainos lygis išsilaikytų tik tuo atveju, jei būtų tinkamai atskleista informacija (Mendelson, 1969, p. 482).

Iš kitos pusės, yra teigiančių, kad dėl to, kad kaina auga investuotojai nebūtų pardavę insaideriui, jei jis nebūtų iš jų pirkęs. Autorius nesutinka su tokia pozicija. Rinkos veikimo principas šiuolaikinėje prekyboje retai kada yra paremtas principu, kad pirkėjas ateina konkrečiai pas konkretų rinkos dalyvį ir prašo jam parduoti tam tikrą skaičių finansinių priemonių. Dabartinėse realijose rinka yra automatizuota, viskas vyksta kompiuterių pagalba

ir visi pirkimo ir pardavimo užklausimai yra priimami rinkos kompiuterinėse sistemose. Dėl to parduodantis (ar perkantis) rinkos dalyvis dažniausiai nežiūri, ar yra norinčių pirkti ar parduoti, jis tiesiog perduoda užklausimą rinkai, kur jis yra įvykdomas. Be abejo, kai vyksta stambūs sandoriai, jie dažnai gali vykti už biržos ribų (angl. *over the counter* (toliau- **OTC**)). Tokioje rinkoje mes galėtume kalbėti apie tai, kad jei informacija yra nutylima ir kita sandorio šalis yra apgaunama ji kažką praranda. Tačiau jeigu, pavyzdžiui, rinkos dalyvis nesidomi kodėl kita sandorio šalis sudaro sandorį (ar jei insaideris nemeluoja perkant/parduodant) ir kita šalis tiesiog nori parduoti (ar nusipirkti) paketą finansinių priemonių OTC dėl mažo likvidumo pagrindinėje rinkoje, vargu ar mes galėtume sakyti, kad ji kažką praranda ir yra apgaunama. Jeigu jos sprendimo priėmimui neturėjo įtakos asmuo, disponuojantis viešai neatskleista informacija, autorius nuomone, autorius negalima sakyti, kad nerealizuotas pelnas gali būti laikomas praradimu.

4.3 Nuostolių stabdžiai ir prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija

Kitas prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija poveikis yra susijęs su tuo, kad tokia prekyba gali paskatinti suveikti taip vadinamus nuostolių stabdžius (angl. *stop-loss*). Jei mes laikomės prielaidos, kad insaiderių sudaromi sandoriai veikia kainą (arba efektyvios rinkos teorijos kontekste judina ją link teisingos), jie veikdami kainą gali priversti suveikti kitų investuotojų nustatytus nuostolių stabdžius, jeigu, pavyzdžiui, jie parduoda savo turimus vertybinius popierius, dėl ko didėjant pasiūlai ir mažėjant paklausai mažėja finansinės priemonės kaina. Kita vertus, gali būti ir nugalėtojų, pas kuriuos suveiks kainos limitas (angl. *price limit*) pirkimo pavedimai¹⁸.

Bendrai viskas tai gali nutikti, kai yra atliekamas sandoris prieš informacijos paskelbimą, t.y. kaina truputį yra sumažinama dėl paties sandorio, po blogų naujienų ji dar labiau sumažėja nei būtų jei informacija būtų atskleista iškart (Cinar, 1999, p. 347). Vis dėlto, autorius nuomone, toks požiūris į prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informaciją poveikį kainai yra labai spekuliatyvus. Jeigu žiūrėti grynai rinkos veikimo mechaniką tai autorius sutinka, kad taip, tokia situacija tikrai yra įmanoma. Kita vertus, kas jeigu tas pats insaideris parduoda dalį savo turimų pozicijų be viešai neatskleistos informacijos. Arba tiesiog stambesnis rinkos dalyvis (pavyzdžiui ribotos rizikos fondas (angl. *hedge fund*)) nusprendžia

¹⁸ Kainos limitas- didžiausia kaina, kurią yra pasiruošęs sumokėti investuotojas

pasitraukti iš investicijos. Ar tai reiškia, kad tokie sandoriai nepaveiktų kainos taip, jei analogiškas sandoris būtų sudaromas dėl turimos viešai neatskleistos informacijos? Vargu, kadangi šiuo atveju rinka reaguoja ne į informaciją (nes rinkai ji nėra žinoma), bet į patį sudaromą sandorį. Be abejo, daug kas gali priklausyti nuo sandorio įgyvendinimo specifikos. Pavyzdžiui, viena, kai insaideris parduoda 100 000 vienetų savo turimų finansinės priemonės vienetų per 10 transakcijų ir visai kita, kai jis tai bando padaryti vienu metu pateikdamas tokį pavedimą į rinką (pavyzdžiui sužinojęs blogas naujienas apie emitentą ir stengdamasis greičiau parduoti savo turimas pozicijas). Kitais žodžiais tariant, autoriaus nuomone, kaina keičiasi dėl įvykdyto sandorio (kiek tas aktualu dėl pasikeitusio pasiūlos ir paklausos balanso), kita vertus, dėl pačios rinkos interpretacijos paties sandorio. Rinkai nėra žinoma kokios informacijos pagrindu yra sudaromas sandoris. Dėl to vargu ar galima teigti, kad prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija kažkaip išskirtinai judina kainą, dėl ko yra pasiekiami kitų rinkos dalyvių nuostolių stabdžiai (priešingai nei jei tai atliekama be viešai neatskleistos informacijos).

Vis dėlto autorius siūlo pažiūrėti į šį klausimą iš platesnės pusės. MAR reglamentas apima draudimą ne tik prekiauti pasinaudojus viešai neatskleista informacija, bet ir manipuliavimą rinka. Ir nors manipuliavimas rinka nėra šio tyrimo dalykas, autorius siūlo pažvelgti į jį prekybos pasianuojant viešai neatskleista informacija kontekste. Pažvelkime į tai per nuostolių stabdžių medžioklės (angl. *stop hunting*) praktiką. Nuostolių stabdžių medžioklė yra tokia strategija, kuria yra siekiama kaina nuleisti taip žemai, kur didžioji dalis investuotojų yra uždėjusi savo nuostolių stabdžius (Stop Hunting: Definition, How Trading..., 2021)¹⁹. Tokiu būdu jie yra iš esmės priverčiami parduoti savo turimas pozicijas (suveikia automatinis pavedimas į rinką).

Įsivaizduokime situaciją, kad bendrovės XYZ akcijos kaina šiuo metu yra EUR 105. Insaideris sužino, kad dėl viešai neatskleistos informacijos, pagal kurią akcijos kaina turėtų pakilti iki EUR 115. Insaideris nori padidinti savo turimų akcijų paketą, kad galėtų iš to uždirbti informacijai tapus viešai. Pirma, mūsų hipotetinis insaideris nori įsigyti naujų akcijų sąlyginai pigiai, antra, jis nori įsigyti didesnę kiekį, dėl ko jam yra reikalingas likvidumas. Tam jisai ir pasitelkia nuostolių stabdžių medžioklės strategiją. Rinkos dalyviai dažnai savo nuostolių stabdžius uždeda ties stipriais kainų lygiais (angl. *price level*), dažnai apvaliais (Determining

¹⁹ Taip pat pabrėžtina, kad nuostolių stabdžiai gali suveikti ir kylant kainai, jei kiti investuotojai yra paėmę trumpą (*short*) poziciją.

Where to Set Your..., 2021)²⁰. Mūsų atveju įsivaizduokime, kad insaideris nori įsigyti akcijų po EUR 100, kadangi dauguma investuotojų ten yra nustatę savo nuostolių stabdžius. Tam insaideris parduoda savo turimas akcijas, dėl ko akcijos kaina palaipsniui pasiekia EUR 100, kur mūsų hipotetinis insaideris yra uždėjęs pirkimo pavedimą. Kainai pasiekus EUR 100, suveikia nuostolių stabdžiai, dėl ko investuotojai automatiškai pradeda pardavinėti savo akcijas, kurias superka hipotetinis insaideris. Kaina net gali pakristi dar, galbūt grįžti į ankstesnę EUR 105 lygį. Paskelbus viešai neatskleistą informaciją kaina pasiekia EUR 115, dėl ko hipotetinis insaideris uždirbo, tarkim 30% daugiau jei nebūtų įvykdęs nuostolių stabdžių medžioklės ir laikytų savo turimą poziciją kainai esant EUR 105.

Ar prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija šiuo atveju lėmė investuotojų nuostolių stabdžių suveikimą? Autorius manytų, kad taip. Šiuo atveju, hipotetinis insaideris tai padarė turėdamas viešai neatskleistą informaciją ir būtent jos pagrindu tikėjosi uždirbti, papildomai nusipirkęs akcijų pigiau. Kitaip tariant, turima viešai neatskleista informacija jį skatino manipuliuoti rinka. Be abejo paminėtina, kad autoriaus pateiktas pavyzdys viso labo teorinė situacija ir rinka nebūtinai taip veikia, kaip tai pavaizdavo autorius, tačiau jis pasistengė pateikti iliustratyvų pavyzdį

Dėl to apibendrinant paminėtina, kad pačios prekybos poveikis rinkai pasinaudojant viešai neatskleista informacija negali būti vertinamas vienareikšmiškai. Viena vertus, tokia prekyba gali nustatyti teisingą kainą, tačiau tai daro per išvestinį informavimą, skirtingai nei, pavyzdžiui, pačios informacijos atskleidimas. Be to, nors pati prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija ir neatima iš kitų rinkos dalyvių, kadangi nepakeičia rinkos dalyvių valios sudarant patį sandorį. Vis dėlto paminėtina, kad pati viešai neatskleista informacija, autoriaus nuomone, gali skatinti insaiderį manipuliuoti rinka.

²⁰ Vis dėlto pabrėžtina, kad nuostolių stabdžių nustatymas nebūtinai yra paremtas tokia metodika, autorius pateikia paprastesni, labiau suprantamą variantą.

Išvados

1. Viešai neatskleista informacija yra apibrėžiama per jos požymius. ES tai yra konkretumas, jos nebuvimas vieša, ryšys su finansine priemone/emitentu bei reikšmingumas. JAV išskirtini požymiai yra informacijos nebuvimas vieša ir reikšmingumas. Viešai neatskleista informacija turi būti atskleidžiama kitiems rinkoms dalyviams, taip užtikrinant informacijos srautą bei siekiant užtikrinti, kad visa reikiama informacija yra prieinama rinkai. Draudimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija yra susijęs su tikslu apsaugoti rinkų vientisumą bei investuotojų interesus.
2. Viešai neatskleistos informacijos reikšmingumas yra esminis matas, pagal ką yra nustatomas jos galimas poveikis kainai. Reikšmingumas yra nustatomas vadovaujantis šiais testais: racionalaus investuotojo, tikėtumo ir masto, aiškios linijos arba kainos jautrumo. Tokia informacija kalba apie finansinį arba operacinį poveikį bendrovei, taip pat ji turi būti susijusi su bendrovės vykdoma veikla. Dėl to informacijos, galinčios daryti poveikį kainai, t.y. turinčios ekonominį turinį elementai yra reikšmingumas, poveikis finansinei arba operacinei veiklai bei sąsaja su bendrovės vykdoma veikla. Dėl to ekonominį turinį turinti informacija yra su emitento veikla vykdoma tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi reikšminga informacija, turinti finansinį arba operacinį poveikį. Ekonominis turinys padeda apibrėžti viešai neatskleistą informaciją kaip tam tikrą kategoriją.
3. Viešai neatskleistos informacijos poveikis rinkai turi būti vertinamas kiekvienu konkrečiu atveju atskirai, kadangi viskas priklauso nuo rinkos reakcijos į informaciją. Tačiau pažymėtina, kad egzistuoja rinkos praktika ir patirtis, kuri gali padėti nustatyti, kaip rinka reaguos į vieną ar kitą įvykį atskleidus viešai neatskleistą informaciją. Pavyzdžiui, gali padidėti finansų priemonės kintamumas ar susiformuoti rinkos tendencija. Taip pat paminėtina, kad prieš atskleidžiant informaciją, rinka gali būti linkusi į spekuliaciją.
4. Pačios prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija poveikis gali būti vertinamas per įvairius aspektus. Viena vertus yra teigiančių, kad tokia prekyba gali padėti užtikrinti rinkų efektyvumą per pirminių insaiderių sudaromus sandorius. Vis dėlto, ši teorija veikia per išvestinį informavimą, dėl ko tas pats efektyvumo užtikrinimo procesas veikia pakankami lėtai. Argumentas, kad prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informaciją lemia kitų rinkos dalyvių praradimus nėra pagrįstas

šiuolaikinės rinkos realijomis, išskyrus tik tam tikrus sandorius, kurie gali būti sudaromi už biržos ribų. Tai yra susiję su tuo, kad kiti rinkos dalyviai iš esmės nerealizuoja galimą pelną, kas autoriaus vertinimu nėra praradimas. Taip pat pažymėtina, kad turima viešai neatskleista informacija gali skatinti manipuliuoti rinka, kad maksimaliai išnaudoti savo turimus rinkos svetus bei maksimizuoti pelną iš pasinaudojimo viešai neatskleista informacija.

Šaltinių sąrašas

Teisės aktai:

1. Europos Sąjungos teisės aktai:

1.1. Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. balandžio 16 d. reglamentas 596/2014 dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos direktyvos 2003/124/EB, 2003/125/EB ir 2004/72/EB. OL L 173, p. 1.

2. Europos Sąjungos institucijų gairės:

2.1. Europos vertybinių popierių priežiūros institucijų komiteto 2007 m. Liepos mėnesio gairės 06-562b „, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market“. Prieiga per internetą: <https://www.esma.europa.eu/document-types/cesr-document>.

3. JAV teisės aktai:

3.1. 1934 m. Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas (angl. *the Securities and Exchange Act of 1934*), § 78a.

3.2. 1934 m. Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo (angl. *the Securities and Exchange Act of 1934*) 16 skyriaus pakeitimo projektas Prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija draudimo aktas (angl. *Insider Trading Prohibition Act*), H. R. 2655.

4. JAV institucijų teisės aktai:

4.1. Jungtinių valstijų vertybinių popierių ir biržos komisijos (angl. *Securities and Exchange Commission*) taisyklė 10b-5, § 240.10b-5.

4.2. Jungtinių valstijų vertybinių popierių ir biržos komisijos (angl. *Securities and Exchange Commission*) taisyklė 14e-3, § 240.14e-3.

Teismų praktika:

1. Europos Sąjungos Teisingumo Teismo sprendimai:

1.1. *Spector Photo Group and Van Raemdonck* [ESTT], Nr. C-45/08, [2009-12-23], ECLI:EU:C:2009:806.

1.2. *Markus Gettl v Daimler AG* [ESTT], Nr. C-19/11, [2012-06-28], ECLI:EU:C:2012:397.

1.3. *Lafonta* [ESTT], Nr. C-628/13, [2015-03-11], ECLI:EU:C:2015:162.

1.4. *Garlsson Real Estate SA ir kt.* [ESTT], Nr. C-537/16, [2018-03-20], ECLI:EU:C:2018:193.

2. JAV teismų sprendimai:

2.1. JAV Aukščiausiojo Teismo (angl. *Supreme Court of the United States*) sprendimas byloje *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

2.2. JAV Aukščiausiojo Teismo (angl. *Supreme Court of the United States*) sprendimas byloje *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

2.3. JAV Antros apeliacijų apygardos teismo (angl. *United States Court of Appeals for the Second Circuit*) sprendimas byloje *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

2.4. JAV Trečios apeliacijų apygardos teismo (angl. *United States Court of Appeals for the Third Circuit*) sprendimas byloje *In Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751 (3d Cir. 1984).

2.5. JAV Antros apeliacijų apygardos teismo (angl. *United States Court of Appeals for the Second Circuit*) sprendimas byloje *U.S. v. Teicher*, 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993).

2.6. JAV Vienuoliktos apeliacijų apygardos teismo (angl. *United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit*) sprendimas byloje *SEC v. Adler*, 137 F.3d 1325, 1337 (11th Cir. 1998).

2.7. JAV Devintosios apeliacijų apygardos teismo (angl. *United States Court of Appeals for the Ninth Circuit*) sprendimas byloje *United States v. Smith*, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998).

3. JAV Vertybinių popierių komisijos sprendimai:

3.1. JAV Vertybinių popierių komisijos (angl. *U.S. Securities and Exchange Commission*) sprendimas byloje *In the Matter of Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

Specialioji literatūra

1. Straipsniai moksliniuose žurnaluose:

1.1. Banoff B. (1988). The Regulation of Insider Trading in the United States, United Kingdom, and Japan. *Michigan Journal of International Law*, 9(1), 145-170.

1.2. Block W., Smith T. (2016). The Economics of Insider Trading: A Free Market Perspective. *Journal of Business Ethics*, 139(1), 47-53.

- 1.3. Caccese M. (1997). Ethics and the Financial Analyst. *Financial Analysts Journal*, 53(1), 9-14.
- 1.4. Cinar E. (1999). The Issue of Insider Trading in Law and Economics: Lessons for Emerging Financial Markets in the World. *Journal of Business Ethics*, 19(4), 345-353.
- 1.5. Fedders J. (1998). Qualitative Materiality: The Birth, Struggles, and Demise of an Unworkable Standard Unworkable Standard. *Catholic University Law Review*, 48(1), 41-91.
- 1.6. Fischel D., Carlton D. (1983). The Regulation of Insider Trading. *Stanford Law Review*, 35, 857-895.
- 1.7. Fogarty K., Cox C. (1988). Bases of Insider Trading Law. *Ohio State Law Journal*, 49(2), 353-372.
- 1.8. Fried J. (2003). Insider Abstention. *Yale Law Journal*, 13, 455-492.
- 1.9. Heminway J. (2003). Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action. *American University Law Review*, 52(3), 1131-1212.
- 1.10. Jordan J. (1983). On the Efficient Markets Hypothesis. *Econometrica*, 51(5), 1325-1343.
- 1.11. Kang M. (2023). Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes. *Capital Markets Law Journal*, 18(1), 101-135.
- 1.12. Klöhn L. (2010). The European Insider Trading Regulation after the ECJ's Spector Photo Group Decision. *European Company and Financial Law Review*, 7(2), 347-366.
- 1.13. Krause H., Brellochs M. (2013). Insider trading and disclosure of inside information after *Geltl v Daimler*- A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation. *Capital Market Law Journal*, 8(3), 283-299.
- 1.14. Langenbucher K. (2010). The “use or possession” debate revisited—Spector Photo Group and insider trading in Europe. *Capital Markets Law Journal*, 5(4), 452-470.
- 1.15. Langevoort D. (1992). Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited. *University of Pennsylvania Law Review*, 140(3), 851-920.

- 1.16. Levine C., Hughes J., Huddart S. (2001). Public Disclosure and Dissimulation of Insider Trades. *Econometrica*, 69(3), 665-681.
- 1.17. Lin T. (2015). Reasonable Investor(s). *Boston University Law Review*, 95(2), 461-518.
- 1.18. Liu W. (2022). Research on the Materiality Standard of inside Information. *Modern Economy*, 13(8), 1115-1125.
- 1.19. McConell J., Chakravarty S. (1999). Does Insider Trading Really Move Stocks Prices? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34(2), 191-209.
- 1.20. Mendelson M. (1969). Review: The Economics of Insider Trading Reconsidered. *University of Pennsylvania Law Review*, 117(3), 470-492.
- 1.21. Pritchard A., Choi S. (2003). Behavioral Economics and the SEC. *Stanford Law Review*, 56(1), 1-73.
- 1.22. Schoen K. (1999). Insider Trading: The Possession Versus Use Debate. *University of Pennsylvania Law Review*, 148, 239-284.
- 1.23. Schroeder J. (2014). Taking Stock: Insider and Outsider Trading by Congress. *William & Mary Business Law Review*, 5(1), 159-239.
- 1.24. Sinai S. (2000). Rumors, Possession v. Use, Fiduciary Duty and Other Current Insider Trading Considerations. *The Business Lawyer*, 55(2), 743-798.
- 1.25. Soo B., Carter M. (1999). The Relevance of Form 8-K Reports. *Journal of Accounting Research*. 37(1), 119-132.
- 1.26. Stromberg P., Kaplan S. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 121-146.
- 1.27. Tabell A., Tabell E. (1964). The Case for Technical Analysis. *Financial Analysts Journal*, 20(2), 67-76.
- 1.28. Taleska A., (2020). European Insider Trading Theory Revisited: The Limits of the Parity-of-Information Theory and the Application of the Property Rights in Information Theory to Activist Investment Strategies. *European Company and Financial Law Review*, 17(5), 558-600.
- 1.29. Ventruruzzo M. (2014). Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments. *European Company and Financial Law Review*, 11(4), 554-593.

- 1.30. Zeckhauser R. (1986). Behavioral Versus Rational Economics: What You See is What You Conquer. *The Journal of Business*, 59(4), 435-449.

2. Straipsniai elektroniniuose mokslo žurnaluose:

- 2.1. Bainbridge M. S. (2001). The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, 1-84 <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.261277>.
- 2.2. Solomon D., Baum I. (2020). Materiality in MAR: A Critical and Comparative Analysis. *14 BOCCONI LEGAL Papers*, 13, 13-47 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4058337.

Baigiamieji darbai:

1. Cunliffe S. (2007). *Materiality in insider trading: an obstacle to enforcement and compliance*. Bakalauro baigiamasis darbas, teisė, Otago universitetas, Danidinas.

Elektroniniai leidiniai:

1. Interneto tinklalapis:

- 1.1. Investopedia.com. *Determining Where to Set Your Stop-Loss*. [online] (modified 2021-11-29). Available at: <https://www.investopedia.com/ask/answers/030915/how-do-i-determine-where-set-my-stop-loss.asp>. [Accessed 12 February 2023].
- 1.2. Investopedia.com. *How Company Stocks Move During an Acquisition*. [online] (modified 2022-06-12). Available at: <https://www.investopedia.com/ask/answers/203.asp>. [Accessed 15 February 2023].
- 1.3. Investopedia.com. *Leveraged Buyout (LBO) Definition: How It Works, with Example*. [online] (modified 2023-03-31). Available at [https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp#:~:text=A%20leveraged%20buyout%20\(LBO\)%20is,assets%20of%20the%20acquiring%20company](https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp#:~:text=A%20leveraged%20buyout%20(LBO)%20is,assets%20of%20the%20acquiring%20company). [Accessed 2 April 2023].
- 1.4. Investopedia.com. *Poison Pill: A Defense Strategy and Shareholder Rights Plan*. [online] (modified 2022-10-23). Available at: <https://www.investopedia.com/terms/p/poisonpill.asp#:~:text=%22Poison%20pill%22%20is%20a%20colloquial,large%20amounts%20of%20its%20stock>. [Accessed 17 February 2023].

- 1.5. Investopedia.com. *Stop Hunting: Definition, How Trading Strategy Works, and Example*. [online] (modified 2021-10-28). Available at: <https://www.investopedia.com/terms/s/stop hunting.asp#:~:text=Stop%20hunting%20refers%20to%20trading,additional%20orders%20hitting%20the%20market>. [Accessed 12 February 2023].
- 1.6. Finance.yahoo.com. *Activision Blizzard, Inc. (ATVI) statistics*. [online] (modified 2023-04-15). Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/atvi/key-statistics/?guccounter=1>. [Accessed 15 April 2023].
- 1.7. Finviz.com. *Activision Blizzard, Inc. weekly chart*. [online] (modified 2023-04-15). Available at: <https://finviz.com/quote.ashx?t=ATVI&p=w>. [Accessed 15 April 2023].
- 1.8. Microsoft.com. *Earnings Release FY22 Q1*. [online] (modified 2023-04-15). Available at: <https://www.microsoft.com/en-us/Investor/earnings/FY-2022-Q1/balance-sheets>. [Accessed 15 April 2023].

SANTRAUKA

Prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija draudimas: ES ir JAV teisinio reguliavimo analizė

Andrius Pilitauskas

Magistro darbe per ES ir JAV reguliavimo prizmę yra analizuojamas viešai neatskleistos informacijos institutas. Pasitelkiant ekonominį bei finansinį kontekstą, JAV ir ES teisės aktus, teismų praktiką bei doktriną yra analizuojama viešai neatskleista informacija kaip kainą lemiantis veiksnys, siekiant nustatyti, kokie yra viešai neatskleistos informacijos požymiai, kaip nustatomas jos reikšmingumas bei formuojamas ekonominis turinys. Autorius taip pat per situacijos analizę analizuoja kokį poveikį rinkai turi viešai neatskleista informacija bei taip pat analizuoja, kokį poveikį rinkai turi prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija.

Atlikta analizė atskleidžia viešai neatskleistos informacijos požymius, iš kurių magistro darbui svarbiausias yra reikšmingumas. Informacijos reikšmingumas (angl. *materiality*) yra vertinamoji-ekonominė kategorija, kuris yra nustatomas pagal skirtingus testus, tokius kaip racionalaus investuotojo, aiškios linijos, tikėtumo ir mąsto bei kainos jautrumo. Pati gi informacija turi turėti poveikį finansinei arba operacinei veiklai, o pati ji turi būti tiesiogiai arba netiesiogiai susijusi su emitento vykdoma veikla. Autorius taip pat apibrėžia ekonominį viešai neatskleistos turinį. Ekonominis turinys yra apibrėžiamas per reikšmingumo, poveikio bei ryšio su vykdoma veikla elementus.

Taip pat nors atliktas tyrimas ir parodė, kokį poveikį rinkai gali turėti viešai neatskleista informacija, pažymėtina, kad kiekvienu atveju jis turi būti vertintinas atskirai. Pati gi prekyba pasinaudojus viešai neatskleista informacija gali padėti užtikrinti rinkos efektyvumą, tačiau ši teorija yra mažai pagrįsta. Teigti, kad dėl kitų prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija rinkos dalyviai praranda, ypač šiuolaikinės rinkos sąlygomis, nėra pagrįsta, nes viso labo yra galimai nerealizuojamas pelnas. Kita vertus, viešai neatskleista informacija gali skatinti išnaudoti turimus rinkos svertus, t.y. manipuliuoti rinką siekiant maksimizuoti pelną.

SUMMARY

Prohibition of Insider trading: An Analysis of EU and US Legal Regulation

Andrius Pilitauskas

In this master thesis the insider information institute is analysed through the light of EU and US regulation. Insider information as price determinant is being analysed through economic and financial context, EU and US regulation, case law and doctrine in order to establish what are the elements of insider information, how its materiality is determined. Author also formulates the economic content of insider information. Author analyses real market event in order to establish what impact on the market has inside information. Also, he analyses what market impact insider trading has on the market.

The performed analysis reveals elements of insider information, out of which the most significant for this master thesis is materiality. Information materiality is evaluative-economic category. Materiality is determined by applying various tests, such as: rational investor, magnitude and anticipation, bright line and price sensitivity tests. Information itself has to have financial or operational impact and shall be associated directly or indirectly with the issuer's activity. Therefore, author establishes economic content of inside information. Economic content is defined through the elements of materiality, impact and connection with the activity.

Also, although the research has shown what effect insider information can have on the market, it should be noted that it must be evaluated individually in each case. Insider trading itself can help ensure market efficiency, but this theory has little basis. It is not reasonable to say that market participants are losing because of others' insider trading, especially in today's market practice, because there is only potential unrealized profit. On the other hand, insider information can encourage the use of available market leverages, i.e. manipulate the market to maximize profits.