

**Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Viešosios teisės katedra**

Gustės Klumbokaitės
V kurso, Tarptautinės ir Europos Sąjungos
teisės šakos studentės

Magistro darbas
Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas: finansų rinkos dalyviams kylantys iššūkiai ir
suteikiamos galimybės
Regulation of Market Abuse: challenges and opportunities for financial market
participants

Vadovė: Doc. Dr. Deimilė Prapiestytė

Recenzentas: Doc. Dr., LL.M Donatas Murauskas

Vilnius
2025

ANOTACIJA IR PAGRINDINIAI ŽODŽIAI

Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas praktikoje kelia iššūkių finansų rinkos dalyviams, todėl darbe analizuojami reglamentavimo neaiškumai, kylantys taikant šios srities teisės aktų nuostatas, ypatingą dėmesį skiriant finansų rinkos dalyviams kylantiems praktiniams iššūkiams bei suteikiamoms galimybėms. Nagrinėjamos sudėtingos reglamentavimo sąvokos, jų taikymo problematika įvairiose srityse bei tai, kaip šie neaiškumai daro įtaką prievolių vykdymui. Kartu siekiama atskleisti galimybes, kurias tinkamas piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo įgyvendinimas gali suteikti skaidrumui, pasitikėjimui ir finansų rinkos dalyvių elgsenai.

Pagrindiniai žodžiai: piktnaudžiavimas finansų rinka, finansų rinkos dalyviai, skaidrumas, iššūkiai, galimybės.

Market abuse regulation poses challenges for financial market participants in practice, therefore, the paper analyses regulatory ambiguities arising from the application of the provisions of legal acts in this area, paying particular attention to the practical challenges and opportunities presented to financial market participants. It examines complex regulatory concepts, the issues of their application in various areas, and how these ambiguities affect the fulfillment of obligations. At the same time, it aims to reveal the opportunities that proper implementation of market abuse regulation can provide for transparency, trust, and the behavior of financial market participants.

Keywords: financial market abuse, financial market participants, transparency, challenges, opportunities.

TURINYS

IŽANGA.....	2
1.PIKTNAUDŽIAVIMO FINANSŲ RINKA SAMPRATA IR REGLAMENTUOJANTYS TEISĖS AKTAI	5
1.1.Piktnaudžiavimą finansų rinka reglamentuojantys teisės aktai	5
1.1.1.Finansų rinkos dalyviams taikytini teisės aktai iki Reglamento 596/2014	5
1.1.2.Reglamentas 596/2014 ir jo reikšmė	9
1.2.Piktnaudžiavimo rinka samprata ir praktiniai pavyzdžiai	12
2.FINANSŲ RINKOS DALYVIŲ LŪKESČIAI IR PRIEŽIŪROS INSTITUCIJŲ VAIDMUO ĮGYVENDINANT PIKTNAUDŽIAVIMO RINKA REGLAMENTAVIMĄ	16
2.1.Finansų rinkos dalyvių tipai, jų interesai ir lūkesčiai įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą.....	16
2.2.ESMA ir nacionalinių priežiūros institucijų vaidmuo piktnaudžiavimo rinka kontekste	23
3.TEISINIAI IR PRAKTINIAI IŠŠŪKIAI ĮGYVENDINANT PIKTNAUDŽIAVIMO RINKA REGLAMENTAVIMO NUOSTATAS	29
3.1. VNI sąvokos neapibrėžtumas.....	29
3.2.Pranešimai apie vadovaujamas pareigas einančių asmenų ir su jais glaudžiai susijusių asmenų sandorius	33
3.3.Sankcijų už Reglamento 596/2014 pažeidimus taikymo problematika ir poveikis finansų rinkos dalyviams	37
4.PIKTNAUDŽIAVIMO RINKA REGLAMENTAVIMU FINANSŲ RINKOS DALYVIAMS SUTEIKIAMOS GALIMYBĖS.....	46
4.1.Finansų rinkos dalyviams suteikiamos inovatyvios procesų tobulinimo galimybės: atpirkimo programų įgyvendinimas.....	46
4.2.Sustiprinta investuotojų apsauga, bei skaidrumo ir pasitikėjimo finansų rinka stiprinimas	50
IŠVADOS	55
ŠALTINIŲ SĄRAŠAS	58
SANTRAUKA	63
SUMMARY	64

Temos aktualumas: Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas yra viena aktualiausių šiuolaikinės finansų teisės sričių, kurios reikšmė sparčiai auga tiek Europos Sąjungos (toliau – ES), tiek Lietuvos teisinėje sistemoje. Šis reglamentavimas turi esminės reikšmės teisės teorijai – tai apima sudėtingų sąvokų, tokių kaip viešai neatskleista informacija (toliau – VNI) ar manipuliavimas rinka, turinio aiškinimą, teisinio tikrumo užtikrinimą bei sąveiką tarp ES ir nacionalinės teisės normų. Tuo pačiu, šios srities reglamentavimas yra ypač svarbus praktikai – Lietuvos finansų rinkos dalyviai susiduria su reguliavimo neapibrėžtumu, o sudėtingose įmonių struktūrose kyla problemų tinkamai įgyvendinant informacijos atskleidimo ir vadovaujamas pareigas einančių asmenų ir su jais glaudžiai susijusių asmenų sandorių pranešimų pareigas.

Temos aktualumą Lietuvos teisei ypač išryškina tai, kad finansų rinkos yra palyginti nedidelės, tačiau vis labiau integruojamos į ES finansų rinkas, todėl nacionaliniai subjektai vis dažniau tiesiogiai taiko ES teisės aktus. 2014 m. balandžio 16 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamento (ES) Nr. 596/2014 dėl piktnaudžiavimo rinka (Piktnaudžiavimo rinka reglamentas) ir kuriuo panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB ir Komisijos direktyvos 2003/124/EB, 2003/125/EB ir 2004/72/EB (toliau – Reglamentas 596/2014) tiesioginis taikymas ir nuolat tobulinamas turinys reikalauja ne tik praktinio prisitaikymo, bet ir gilesnio teorinio vertinimo, kaip ES teisės normos veikia nacionalinę teisę, priežiūros institucijų kompetencijų ribas bei pačių rinkos dalyvių teises ir pareigas. Taigi, ši tema reikšminga ne tik dėl savo aktualumo dabartinėms reguliavimo tendencijoms, bet ir dėl to, kad ji padeda identifikuoti praktinius taikymo iššūkius bei galimus sprendimus siekiant didesnio reglamentavimo aiškumo.

Šio darbo tikslas: sistemiškai analizuojant su piktnaudžiavimu finansų rinka susijusių ES teisės aktų raidą, finansų rinkos dalyvius ir jų interesus, lūkesčius, bei identifikuojant finansų rinkos dalyviams kylančius iššūkius ir suteikiamas galimybes šiuo darbu bus siekiama įvertinti piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo veiksmingumą, teisinę ir praktinę naudą finansų rinkų skaidrumui ir finansų rinkos dalyvių veiklai.

Šio darbo tikslui pasiekti yra keliami šie **uždaviniai:**

1. Analizuojant ES teisės aktus, susijusius su piktnaudžiavimu finansų rinka ir aptariant šios srities reglamentavimo istoriją, išanalizuoti piktnaudžiavimo rinka sampratą, istorinius pokyčius bei tokių pokyčių priežastis.

2. Nagrinėjant finansų rinkos dalyvių kategorijas išanalizuoti jų skirtingus interesus ir lūkesčius, įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą savo veikloje, atsižvelgiant į jų priskyrimą konkrečiai kategorijai.
3. Analizuojant Europos Sąjungos vertybinių popierių ir rinkų institucijos (toliau – ESMA) ir nacionalinių priežiūros institucijų santykį įvertinti jų vaidmenį ir praktinį veiksmingumą įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą.
4. Tiriant finansų rinkos dalyviams kylančius iššūkius įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą, bei šiuo reglamentavimu suteikiamas galimybes, įvertinti jų poveikį finansų rinkos dalyvių elgesiui, veiklai ir pasitikėjimui finansų rinkomis.

Darbo objektas: ES ir valstybių narių įgyvendinamas piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas, valstybių narių praktika ir finansų rinkos dalyvių priežiūros institucijų išaiškinimai, kuriuose atsispindi šioje srityje finansų rinkos dalyviams kylantys praktiniai iššūkiai ir suteikiamos galimybės.

Rašant šį darbą buvo naudojami šie metodai:

1. Istorinis metodas – remiantis šiuo metodu buvo nagrinėjama su piktnaudžiavimu finansų rinka susijusių teisės aktų raida.
2. Teisinių dokumentų analizės metodas – naudotas analizuojant ES, Lietuvos Respublikos ir Italijos teisės aktus.
3. Lyginamasis metodas – šis metodas pritaikytas tarpusavyje lyginant skirtingų ES valstybių narių praktikas taikant sankcijas už Reglamento 596/2014 pažeidimus (pvz., Vokietijos ir Italijos pavyzdžiai).
4. Lingvistinis metodas – šis metodas naudotas sąvokų ir terminų atskleidimu (pvz., VNI, netiesioginė kontrolė).
5. Teleologinis metodas – šis metodas naudotas aiškinantis Reglamento 596/2014 nuostatų tikslą reglamentuojant finansų rinkos dalyvių veiklą.

Darbo originalumas pasireiškia tuo, kad Lietuvoje neegzistuoja nei vienas mokslinis darbas, kuriame būtų sistemiškai ir išsamiai analizuojamos finansų rinkos dalyviams piktnaudžiavimo rinka reglamentavimu suteikiamos galimybės ir kylantys iššūkiai. Šiame magistro darbe pirmą kartą nuosekliai vertinamas ne tik reglamentavimo turinys, bet ir faktiniai jo taikymo aspektai, remiantis realiomis Europos Sąjungos Teisingumo Teismo (toliau – ESTT) bylomis, ESMA ataskaitomis bei konkrečiais vienos iš didžiausių esančių finansų rinkų nacionalinių priežiūros institucijų – Prancūzijos (AMF) ir Vokietijos (BaFin) – praktikos pavyzdžiais.

Darbas išsiskiria tuo, kad piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas nagrinėjamas ne vien kaip draudimų ir pareigų rinkinys, bet ir kaip priemonė, suteikianti finansų rinkos dalyviams strateginių galimybių, tokių kaip atpirkimo programų įgyvendinimas. Iki šiol Lietuvos teisinėje

doktrinoje šis aspektas nebuvo analizuotas, o finansų rinkos dalyviai dažniausiai vertinami tik kaip subjektai, kuriems keliama atitikties reikalavimai.

Naujausias Lietuvoje rengtas magistro darbas panašia tematika yra A. Pilitausko 2023 m., kuriame VNI nagrinėjama kaip kainą lemiantis veiksnys, taip pat O. Fruzerovos įvairūs darbai, kurie apima anksčiau buvusį reglamentavimą ir juose nėra nagrinėjami naujausi Reglamento 596/2014 pakeitimai. Šis magistro darbas išsiskiria tuo, kad darbo objektas yra kur kas platesnis ir nagrinėja ne vieną su piktnaudžiavimu finansų rinka susijusį aspektą, o apima visas piktnaudžiavimo rinka formas, nagrinėja istorinius ir naujausius pasikeitimus reglamentavime bei įtraukia finansų rinkos dalyvius, kaip subjektus, kuriems šiuo sudėtingu reglamentavimu ne tik keliama iššūkiai, bet ir suteikiamos galimybės.

Be to, darbe originaliai vertinamas ES priežiūros institucijų, ypač ESMA, vaidmuo užtikrinant reglamentavimo nuoseklumą ES mastu, palyginant jį su nacionalinių priežiūros institucijų (pvz., Lietuvos banko) kompetencijomis bei taikymo skirtumais. Praktinis teisės taikymas įvertintas pasitelkiant aktualią jurisprudenciją ir naujausius reglamentavimo pakeitimus.

Šis darbas prisideda prie Lietuvos finansų teisės mokslo plėtojimo, pateikdamas tiek norminį, tiek praktinį piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo vertinimą, orientuotą į realius rinkos dalyvių iššūkius ir galimybes, o tai leidžia pagrįstai laikyti jį originaliu ir aktuali ne tik akademinėi bendruomenei, bet ir praktikai.

Svarbiausi šaltiniai, kuriais rėmėsi darbo autorė yra Reglamentas 596/2014, Europos Parlamento ir Tarybos 2024 m. spalio 23 d. Reglamentas (ES) 2024/2809 kuriuo iš dalies keičiami reglamentai (ES) 2017/1129, (ES) Nr. 596/2014 ir (ES) Nr. 600/2014 siekiant viešąsias kapitalo rinkas Sąjungoje padaryti patrauklesnes įmonėms ir sudaryti palankesnes sąlygas mažosioms bei vidutinėms įmonėms gauti kapitalo (toliau – Reglamentas 2024/809 ir ESTT jurisprudencija. Atsižvelgiant į tai, kad tema aktuali ir Lietuvos finansų rinkai remiamasi Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymu ir Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymu, Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymu, bei O. Fruzerovos 2018 m. daktaro disertacija.

1. PIKTNAUDŽIAVIMO FINANSŲ RINKA SAMPRATA IR REGLAMENTUOJANTYS TEISĖS AKTAI

Piktnaudžiavimo finansų rinka reglamentavimui analizuoti būtina apibrėžti kokia piktnaudžiavimo finansų rinka samprata bus vadovaujama atliekant mokslinį tyrimą bei aptarti šios sampratos istorinę raidą. Kadangi tyrimas orientuotas į finansų rinkas, piktnaudžiavimo kitose rinkose (pvz., paslaugų) analizė nėra aktuali šio darbo apimtyje. Atsižvelgiant į tai, šioje dalyje, bus aptariami kriterijai, kurie padeda nustatyti piktnaudžiavimą finansų rinka ir kokie istoriniai pokyčiai darė įtaką šiai sampratai bei ES taikytinų ir taikomų teisės aktų raidai.

Pagrindinis ES teisės aktas, reglamentuojantis piktnaudžiavimą finansų rinka – Reglamentas 596/2014. Šis reglamentas suvienodino piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą ES lygmeniu ir išplėtė finansų rinkos dalyvių teises ir pareigas. Reglamento 596/2014 taikymas praktikoje ne tik sukelia įvairius iššūkius, bet suteikia ir inovatyvias galimybes finansų rinkos dalyviams. Nors šiuo metu galiojantys piktnaudžiavimo finansų rinka reikalavimai nustatyti viename teisės akte, siekiant išsamiai suprasti Reglamento 596/2014 taikymą ir praktinius iššūkius kylančius finansų rinkos dalyviams, būtina įvertinti istorinę teisinio reguliavimo raidą – ankstesnius teisės aktus, reguliavusius šią sritį.

1.1. Piktnaudžiavimą finansų rinka reglamentuojantys teisės aktai

1.1.1. Finansų rinkos dalyviams taikytini teisės aktai iki Reglamento 596/2014

Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo klausimas finansų sektoriuje iškilo XX a. pabaigoje, kai buvo priimta pirmoji šiai problemai spręsti skirta ES direktyva¹. Iki tol finansų rinkose nebuvo teisės aktų, kurie aiškiai apibrėžtų, kas laikytina piktnaudžiavimu rinka, ir kokios priemonės turi būti taikomos siekiant apsaugoti finansų rinkos vientisumą bei skaidrumą. Autorės nuomone, didėjant piktnaudžiavimo rizikai ir augant tarpvalstybinės prekybos finansinėmis priemonėmis apimtims, šios problemos sprendimas tapo vis aktualesnis. Reaguodamos į situaciją, ES institucijos priėmė kelias direktyvas, kurios tapo reikšmingu pagrindu formuojant dabartinę piktnaudžiavimo finansų rinka sampratą ir jos teisinį reglamentavimą.

¹ Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. sausio 28 d. direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka). *OL L 96, 2003, p. 16-25.*

Pirmasis ES teisės aktas, atsižvelgiant į didėjančią piktnaudžiavimo rinka problemos aktualumą, buvo priimtas 1989 m. lapkričio 13 d. – Tarybos direktyva 89/592/EEB dėl pasinaudojimo viešai neatskleista informacija uždraudimo reglamentavimo koordinavimo (toliau – Direktyva 89/592), kurios vienas iš tikslų, įvardintas konstatuojamoje dalyje, buvo suvienodinti piktnaudžiavimo rinka praktiką visose ES² šalyse, kuriose iki tol galiojo itin skirtingos taisyklės. Direktyva 89/592 apibrėžė VNI sąvoką³ ir nustatė tris pagrindinius draudimus: asmeniui žinančiam VNI ją pasinaudoti prekyboje vertybiniais popieriais pačiam, atskleisti šią VNI trečiajai šaliai, išskyrus atvejus, kai tokia informacija yra atskleidžiama įprastomis darbo, profesijos ar pareigų atlikimo sąlygomis ir skatinti trečiąją šalį, remiantis šia VNI, įsigyti ar perleisti perleidžiamus vertybinius popierius, įtrauktus į prekybą vertybinių popierių rinkose, kaip tai apibrėžta Direktyvos 89/592 1 str. Nors šie draudimai buvo svarbus žingsnis vienodinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą ES valstybėse narėse, jų taikymas praktikoje išliko opia problema dėl Direktyvoje 89/592 paliktos diskrecijos valstybėms narėms pačioms nustatyti proporcingas ir pakankamas sankcijas, kurios užtikrintų šioje direktyvoje numatytų reikalavimų laikymąsi. Taigi, autorės nuomone, Direktyva 89/592 buvo pirmasis teisės aktas, kuris numatė tokius pamatinius draudimus, susijusius su praktikos piktnaudžiavimo rinka srityje vienodinimu, tačiau ji nebuvo pakankamai išsami finansų rinkoje klausimą, susijusį su VNI pasinaudojimu, tinkamai reguliuoti.

2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) (toliau – Direktyva 2003/6) panaikino Direktyvą 89/592. Direktyva 2003/6 buvo itin reikšminga tuo, kad jos 2, 3 ir 5 str. aiškiai numatė, kad piktnaudžiavimą rinka sudaro prekyba vertybiniais popieriais, pasinaudojant VNI (įskaitant tokios informacijos atskleidimą trečiajai šaliai ir rekomendacijas prekybai, pasinaudojant VNI) ir manipuliavimas rinka. Nors VNI sąvoka šioje direktyvoje išliko iš esmės nepakitusi, joje pirmą kartą detaliai apibrėžta manipuliavimo rinka samprata, kuri pagal Direktyvos 2003/6 1 str. 2 d. apima veiksmus, kuriais siekiama dirbtinai paveikti finansinių priemonių kainą ar skleidžiama klaidinanti informacija apie šias priemones. Autorės vertinimu, Direktyvoje 2003/6 manipuliavimas rinka apibrėžiamas kaip tyčiniai veiksmai, kurie gali sukelti tam tikrus finansų rinkos „judėjimus“, t. y. finansinių priemonių kainų svyravimus rinkoje. Be to, Direktyvos 2003/6 6 str. taip pat įtvirtino naujus reikalavimus emitentams atskleisti VNI visuomenei kuo

² Autorės pastaba: šiame darbe sąvoka „Europos Sąjunga“ („ES“) apima sąvokas „Bendrija“, „Bendrijos“ ir „Europos Sąjunga“.

³ Direktyvos 89/592 1 str. VNI apibrėžiama kaip nevieša, tikslaus pobūdžio informacija, susijusi su vienu ar keliais vertybinių popierių emitentais, kuri, jei būtų paskelbta viešai, galėtų turėti didelę įtaką atitinkamų perleidžiamų vertybinių popierių ar vertybinių popierių kainai. Autorė atkreipia dėmesį, kad iš esmės toks apibrėžimas nedaug skiriasi nuo šiandien naudojamo VNI apibrėžimo, tačiau yra siauresnis, nei Reglamente 596/2014.

greičiau, tačiau kartu numatyta galimybė, prisiimant visas su tuo susijusias rizikas ir grėsmes, šios informacijos atskleidimą atidėti, jei šis nepaskelbimas negali suklaidinti visuomenės ir emitentas gali užtikrinti šios informacijos konfidencialumą. Autorė atkreipia dėmesį, kad šios Direktyvos 2003/6 6 str. 3 d. 3 pastraipoje emitentams kaip prevencinė priemonė nuo galimų pažeidimų nustatyta pareiga rengti sąrašus asmenų, kurie žino ar gali žinoti VNI. Taip pat Direktyvos 2003/6 6 str. 4 d. numatytas naujas reikalavimas, pagal kurį asmenys, einantys vadovaujančias pareigas finansinių priemonių emitento įmonėje ir, jei tinka, asmenys, glaudžiai susiję su jais, praneša kompetentingai institucijai apie bet kokius sandorius sudarytus savo sąskaita dėl šio finansinių priemonių emitento vertybinių popierių. Tokiais naujais reikalavimais buvo siekiama tinkamai valdyti ir nustatyti atvejus, kurie laikomi piktnaudžiavimu rinka. Papildomai, autorė atkreipia dėmesį į tai, kad vadovaujančias pareigas einantys asmenys yra be išimties laikomi visada žinantys VNI, todėl buvo sugriežtintas jų sandorių tikrinimas. Taigi, Direktyva 2003/6 naujai nustatė draudimus, naujas pareigas valstybėms narėms ir praplėtė piktnaudžiavimo rinka sampratą.

ES lygiu priimtoje Direktyvoje 2003/6 buvo numatyti įgaliojimai Komisijai priimti ir specialias direktyvas, skirtas įgyvendinti šią direktyvą. Direktyvą 2003/6 sekė ją įgyvendinančios 3 direktyvos: (i) 2003 m. gruodžio 22 d. Komisijos direktyva 2003/124/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvą 2003/6/EB dėl viešai neatskleistos informacijos ir viešo jos atskleidimo bei manipuliavimo rinka apibrėžimo (toliau – Direktyva 2003/124); (ii) 2003 m. gruodžio 22 d. Komisijos direktyva 2003/125/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl teisingo investavimo rekomendacijų pateikimo ir interesų prieštaravimų atskleidimo (toliau – Direktyva 2003/125); ir (iii) 2004 m. balandžio 29 d. Komisijos direktyva 2004/72/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl priimtų rinkos praktikos, viešai neatskleistos informacijos, susijusios su biržos prekių išvestinėmis priemonėmis⁴, organizacijai priklausančių asmenų sąrašo sudarymo, pranešimų apie vadovų sandorius ir apie įtartinus sandorius (toliau – Direktyva 2004/72).

⁴ Biržos prekių išvestinės priemonės – tai vertybiniai popieriai, kuriais suteikiama teisė įsigyti ar parduoti tokius perleidžiamus vertybinius popierius arba kurie sudaro sąlygas piniginiam atsiskaitymui, darant nuorodą į perleidžiamus vertybinius popierius, valiutas, palūkanų normas ar pelną, biržos prekes arba kitus indeksus ar priemones, kurios susijusios su biržos prekėmis arba pagrindinėmis priemonėmis Direktyvos 2014/65/ES I priedo C skirsnio 10 punkte arba jos I priedo C skirsnio 5, 6, 7 ir 10 p. Autorės vertinimu, tai tokios finansinės priemonės, kurių vertė priklauso nuo tokių prekių kaip nafta, auksas, žaliavos, gamtinės dujos ar kitų rodiklių (valiutų kursų, palūkanų normų ir pan.). (Europos Parlamento ir Tarybos 2011 m. birželio 8 d. 2011/61/ES direktyva dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010 (OL L 174, 2001, p. 1-142) ir 2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 600/2014 dėl finansinių priemonių rinkų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012 (OL L 173, 2014, p. 84-204).

Direktyva 2003/124 buvo patikslinti keli aspektai, kurie ne taip tiksliai buvo atskleisti Direktyvoje 2003/6. Direktyvos 2003/124 1 str. patikslintas VNI apibrėžimas, papildant, kad informacija laikoma tikslia, jei ji nurodo aplinkybes, kurios egzistuoja arba pagrįstai gali atsirasti arba įvykį, kuris įvyko arba pagrįstai gali įvykti, ir jeigu ji pakankamai konkreti, kad galima būtų daryti prielaidą dėl įtakos finansinių priemonių kainai. Direktyvos 2003/124 2 str. papildomai buvo įtvirtintas reikalavimas teisingai ir laiku atskleisti VNI bei jos pokyčius tuo pačiu kanalu. Direktyvos 2003/124 3 str. taip pat buvo numatyta, kad teisėti interesai yra siejami su vykstančiomis derybomis arba susijusiais veiksniais, kurių rezultatui įtaką gali daryti viešas šios informacijos atskleidimas, bei emitento valdymo organo priimtais sprendimais ar sudarytomis sutartimis, kurioms įsigaliooti reikia kito emitento organo patvirtinimo⁵. Direktyvos 2003/124 3 str. emitentams nustatyta pareiga užtikrinant informacijos konfidencialumą nustatyti veiksmingas tvarkas, kurios leidžia nesuteikti galimybės susipažinti su VNI asmenims, išskyrus tiems, kuriems šios informacijos žinojimas yra svarbus funkcijoms vykdyti, o taip pat šie asmenys turi pripažinti iš to ateinančių teisinių ir reguliavimo priemonių suvokimą ir būti supažindinti su galimomis sankcijomis. Jei informacijos konfidencialumo nepavyko užtikrinti – emitentai įpareigoti ją nedelsiant paskelbti viešai. Direktyvos 2003/124 4 str. buvo nustatyti ir veiksmai, susiję su klaidingais ar klaidinančiais signalais ir su kainos užtikrinimu, bei veiksmai, susiję su netikrų priemonių arba bet kurios kitos formos apgaulės ar gudrybės panaudojimu, kuriuos atpažįstant valstybėms narėms būtų lengviau suprasti kada galima tam tikrus veiksmus vertinti kaip piktnaudžiavimą rinka. Taigi, pirmąją Direktyvą 2003/6 įgyvendinančia Direktyva 2003/124 atsakyta į emitentams praktikoje kylančius klausimus taikant Direktyvos 2003/6 nuostatas, bei, jas aiškinant, buvo atsižvelgta į kintančias finansų rinkos praktikas.

Antroji Direktyva 2003/125, buvo skirta teisingo investavimo rekomendacijoms ir interesų prieštaravimo atskleidimo aspektams. Direktyva 2003/125 iš esmės įgyvendino skaidrumo standartus, tačiau tiesiogiai nereglementavo piktnaudžiavimo rinka, todėl atsižvelgiant į šio magistro darbo objektą jos analizė nebus atliekama.

Paskutinioji Direktyvą 2003/6 įgyvendinanti Direktyva 2004/72, plačiau nustatė VNI, susijusios su biržos prekių išvestinėmis priemonėmis ir asmenų, žinančių VNI, sąrašų sudarymo taisykles. Direktyvos 2004/72 4 str. numatyta, kad rinkos, kurioje prekiaujama biržos prekių išvestinėmis priemonėmis, dalyviai turi gauti informaciją, kuri turi būti atskleista, remiantis teisės aktais ir rinkos praktika. Taip pat šioje direktyvoje buvo tiksliai nustatyta, kokia

⁵Pavyzdžiui, emitento investicinio komiteto sprendimui įgyvendinti reikalingas jo valdymo įmonės valdybos pritarimas, o toks paskelbimas, nurodant, kad dar vis laukiama patvirtinimo, galėtų sukelti grėsmę, jog visuomenė ir potencialūs ar esami investuotojai klaidingai įvertins šią informaciją.

informacija turi būti nurodyta organizacijai priklausančių asmenų žinančių VNI sąrašuose. Šia direktyva taip pat nustatyta pareiga apie vadovų ar su jais susijusių asmenų sandorius pranešti valstybės narės priežiūros institucijai. Taigi, Direktyva 2004/72 aiškiau reglamentavo ir papildė VNI ir manipuliavimo rinka sąvokas, bei nustatė taisykles, užtikrinančias finansų rinkos skaidrumą.

Apibendrinant galima teigti, kad nors Direktyvos 89/592, 2003/6, 2003/124 ir 2004/72 šiuo metu nebegalioja, jos suformavo esminį pamatą dabartiniam piktnaudžiavimo finansų rinka reglamentavimui, o jų analizė leidžia suprasti buvusius iššūkius ir jų įtaką Reglamento 596/2014 atsiradimui. Nagrinėjant istorinius teisės aktus, kurie buvo taikomi iki Reglamento 596/2014 įsigaliojimo, akivaizdu, kad tuometinis teisinis reguliavimas buvo fragmentuotas, nepakankamai aiškus ir sukeldavo praktinių įgyvendinimo sunkumų finansų rinkos dalyviams. Ši teisės aktų analizė yra neatsiejama darbo dalis, siekiant įvertinti dabartinio reglamentavimo poveikį finansų rinkos dalyvių veiklai ir jų patiriamus iššūkius.

1.1.2. Reglamentas 596/2014 ir jo reikšmė

Reglamento 596/2014 priėmimas buvo esminis pokytis piktnaudžiavimo finansų rinka srityje. Jaques de Larosiere 2009 m. ataskaitoje „Europos sąjungos aukšto lygio finansų priežiūros grupė“ (angl. *The high-level group of financial supervision in the EU*) pabrėžia piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo direktyvomis trūkumus. Palyginus valstybių narių praktiką, buvo akivaizdi nuoseklių taisyklių stoka ES mastu. Šią problemą lėmė direktyvų perkėlimas į nacionalinę teisę, sukėlęs nevienodo taikymo riziką. Valstybės narės, perkeldamos direktyvas, ieško sau palankesnio būdo tai padaryti ir neatsižvelgia į apsunkinamą tarpvalstybinį reglamentavimo taikymą t. y. skatina reguliuojamąjį arbitražą (angl. *regulatory arbitrage*)⁶ (Larosiere, 2009, p. 27). Autorė atkreipia dėmesį į tai, kad šis aspektas buvo nurodytas ir 2014 m. birželio 12 d. Reglamento 596/2014 redakcijos 3-5 konstatuojamose dalyse. Siekiant išvengti reguliuojamojo arbitražo ir užtikrinti nuoseklų teisinį reguliavimą visose valstybėse narėse, piktnaudžiavimo rinka reguliavimui buvo pasirinkta reglamento forma, o tiesioginis jo taikymas pašalina valstybių narių diskreciją keisti turinį. Taigi, Reglamento 596/2014 priėmimas, autorės nuomone, laikytinas tikslingu sprendimu, kuriuo siekta užtikrinti vienodą piktnaudžiavimo finansų rinka sampratos aiškinimą bei sukurti

⁶ Reguliacinis arbitražas – tai praktika, kai įmonės naudojami skirtingų rinkų reguliavimo skirtumais, siekdamos išvengti nepalankaus reguliavimo. (Specializuotos žiniasklaidos, skirtos kovai su pinigų plovimu ir kova su terorizmo finansavimu interneto svetainė)

vieningas teisinės taisyklės, taikomas visose ES valstybėse narėse, todėl svarbu aptarti kaip šis reglamentas papildė piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą.

Reglamentas 596/2014 reikšmingai praplėtė piktnaudžiavimo finansų rinka reglamentavimo taikymo sritį, apimant finansines priemones, kuriomis prekiaujama daugiašalėse ar organizuotose prekybos sistemose, bei priemones, susijusias su apyvartiniais taršos leidimais⁷. Ši plėtra, lyginant su Direktyva 2003/6, užtikrino vienodesnę piktnaudžiavimo rinka prevenciją. Oksana Fruzerova 2018 m. daktaro disertacijoje „Draudimo piktnaudžiauti rinka turinys ir šio draudimo pažeidimo administracinės bei baudžiamosios atsakomybės probleminiai aspektai“ (toliau – Disertacija) pažymi šio pokyčio reikšmę, tačiau šiame magistro darbe akcentuojama, taikymo srities plėtros reikšmė didinant teisinį saugumą ir mažinant riziką alternatyviose finansų rinkose. Taigi, šiuo reglamentu buvo praplėstas piktnaudžiavimo rinka normų taikymas, atsižvelgiant į finansinių priemonių rūšį⁸.

Viena iš esminių Reglamento 596/2014 naujovių, lyginant su ankstesniu teisiniu reguliavimu, yra aiškiai suformuluota ir sistemiškai pateikta VNI sąvoka šio reglamento 7 str., priešingai nei Direktyvoje 2003/6, kurioje atitinkama informacija buvo išdėstyta per kelias nuostatas ir įgyvendinančius teisės aktus. Disertacijoje O. Fruzerova atkreipia dėmesį į šį pokytį kaip į svarbų žingsnį siekiant didesnio teisinio aiškumo. Šio magistro darbo autorės vertinimu, VNI sąvokos struktūrizavimas viename straipsnyje nėra vien techninis patogumas – jis reikšmingai sustiprina reguliavimo skaidrumą ir turi praktinę reikšmę rinkos dalyviams ir jų atitikties užtikrinimui – finansų rinkos dalyviams lengviau atpažinti kokia informacija turi būti saugojama, jos atskleidimo pareigą ir atsakomybės ribas. Be to, Reglamento 596/2014 7 str. 4 d. pirmą kartą aiškiai reglamentuojama apyvartinių taršos leidimų prekyba, įtraukiant ją į VNI reguliavimo apimtį, o tai išplečia subjektų ratą ir stiprina piktnaudžiavimo finansų rinka kontrolę.

Svarbu paminėti ir tai, kad, kaip ir minima Disertacijoje, Reglamento 596/2014 8 str. pirmą kartą buvo aiškiai įtvirtintas draudimas naudotis VNI atšaukiant ar keičiant pavedimą dėl finansinių priemonių, kuris nebuvo numatytas Direktyvoje 2003/6. Ši nuostata reikšmingai išplėtė piktnaudžiavimo rinka turinį, tačiau sukėlė praktinių iššūkių įrodinėjant subjekto kaltę, kai elgesys gali būti teisėtas. Šio darbo autorės vertinimu, ši norma, nors ir siekia užtikrinti didesnę skaidrumą, kartu gali turėti atgrasantį poveikį rinkos dalyviams, kurie, vengdami

⁷ Apyvartiniai taršos leidimai – tai leidimas per nustatytą laiką išmesti vieną toną anglies dioksido ekvivalento. (2004 m. balandžio 29 d. Aplinkos ministro įsakymas Nr. D1-231 Dėl Šiltnamio efektą sukeliančių dujų apyvartinių taršos leidimų skyrimo ir prekybos jais tvarkos aprašo patvirtinimo)

⁸ Autorės pastaba: Direktyva 2003/6/EB buvo taikoma tik toms finansinėms priemonėms, kuriomis prekiaujama ar leidžiama prekiauti valstybės narės reguliuojamoje rinkoje, bei atitinkamai buvo numatytas taikymas, kaip ir Reglamente Nr. 596/2014, direktyvos nuostatas taikyti ir tokioms finansinėms priemonėms, kurios yra neįtrauktos į prekybos sąrašus reguliuojamoje valstybės narės rinkoje, tačiau jų vertė priklauso nuo anksčiau išvardintų finansinių priemonių.

teisinės rizikos, gali susilaikyti nuo teisėtų veiksmų, net jei jų elgesys nėra susijęs su piktnaudžiavimu.

Toliau analizuojant Reglamente 596/2014 įtvirtintas su VNI susijusias nuostatas, pažymėtina, kad šio reglamento 9 str. apibrėžtos situacijos, kai veiksmai atlikti žinant VNI nėra laikomi piktnaudžiavimu. Disertacijoje pažymima, jog šios išimtys yra reikšmingos užtikrinant teisinį tikrumą tais atvejais, kai veiksmai atliekami pagal įgaliojimą, vykdamas įprastas profesines ar darbo funkcijas, nedarant įtakos sprendimų priėmimui. Šio darbo autorės vertinimu, aiškiai suformuluotos išimtys prisideda prie proporcingumo principo įgyvendinimo ir mažina nepagrįstų teisinių pasekmių taikymo riziką.

Reglamento 596/2014 reglamento 12 str. 2 d. c) p. taip pat numatyta, kad manipuliavimu rinka yra laikoma ir algoritminė prekyba⁹, o šios priemonės įtraukimas didina skaidrumą ir aiškiai apibrėžia draudžiamus veiksmus. Atitinkamai Reglamento 596/2014 12 str. 1 d. nurodomi draudimai, susiję su manipuliavimu rinka, apyvartiniais taršos leidimais ir dirbtinio lygio kainomis¹⁰. Papildomai šiame straipsnyje nurodoma, kad manipuliavimas rinka gali apimti ir melagingos ar klaidinančios informacijos skleidimą ar duomenų teikimą, susijusį su lyginamuoju indeksu¹¹. Kaip minima ir Disertacijoje, Komisijos 2012 m. liepos 25 d. siūlyme dėl Reglamento 596/2014 priėmimo¹² buvo nurodoma, kad lyginamojo indekso naudojimas yra būtinas apibrėžti, kadangi 2011 m. vyko tyrimai dėl galimų bankų manipuliacijų, susijusių su tarpbankinio skolinimo palūkanų normų EURIBOR ir LIBOR lyginamaisiais indeksais. Buvo įtariama, kad bankų nurodomos palūkanų normos, už kurias jie yra pasirengę skolinti, skyrėsi nuo praktiškai jiems priimtinių palūkanų normų. Šio magistro darbo autorės vertinimu, šių nuostatų įtvirtinimas reikšmingai padidina teisinį aiškumą ir prisideda prie rinkos skaidrumo užtikrinimo, ypač atsižvelgiant į finansų technologijų pažangą ir vis sudėtingesnius manipuliavimo būdus.

Užbaigiant Reglamento 596/2014 analizę, pažymėtina, kad šio reglamento 15 str. įtvirtinta papildoma draudimo forma – bandymas manipuliuoti rinka, kuri Direktyvoje 2003/6 nebuvo

⁹ Algoritminė prekyba – prekyba finansinėmis priemonėmis, kai kompiuteriniu algoritmu automatiškai nustatomi atskiri pavedimų parametrai, kaip antai ar inicijuoti pavedimą, pavedimo laikas, kaina arba mastas, kaip vykdyti gautą pavedimą, o žmogaus įsikišimas ribotas arba jo visai nėra ir neapima jokios sistemos, kuri naudojama tik pavedimams nukreipti į vieną ar daugiau prekybos vietų, pavedimams apdoroti, kai nenustatomi jokie prekybos parametrai, pavedimams patvirtinti ar įvykdytiems sandoriams apdoroti po prekybos. (Direktyvos 2014/65/ES (OL L 173, 2014, p. 349-490) 4 str. 1 d. 39 p.)

¹⁰ Dirbtinio lygio kaina – tai kaina, kuri buvo suformuota dirbtinai, pasitelkiant manipuliavimo rinka veiksmus.

¹¹ Lyginamasis indeksas – bet koks viešai atskleistas ar paskelbtas tarifas, indeksas arba skaičius, kuris periodiškai ar reguliariai nustatomas taikant formulę vieno ar daugiau pagrindinio turto vienetų vertei ar kainoms, įskaitant apskaičiuotąsias kainas, faktines ir apskaičiuotas palūkanų normas ir kitas vertes, arba jomis remiantis ir atsižvelgiant į tyrimo duomenis ir kuriuo remiantis nustatoma pagal finansinę priemonę mokėtina suma arba finansinės priemonės vertė. (Reglamento 596/2014 (OL L 173, 2014, p.1-68) 3 str. 1 d. 29 p.)

¹² Komisijos pakeistas pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos reglamento dėl prekybos vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka). COM(2012) 421 final.

aiškiai reglamentuota. O. Fruzerova (2018) pabrėžia, kad toks reguliavimas sulaukia kritikos doktrinoje, nes dėl savo abstraktumo gali sukelti teisinio neapibrėžtumo problemų ir paskatinti rinkos dalyvius atsisakyti sandorių baiminantis nepagrįstų kaltinimų. Vis dėlto, praktikoje įmanoma atriboti tokius veiksmus nuo įprastos investicinės veiklos, nors įrodinėjimo našta išlieka reikšminga. Magistro darbo autorė mano, kad tokio pobūdžio reguliavimas, nors ir kelia tam tikrų aiškinimo iššūkių, gali atlikti svarbią prevencinę funkciją, skatindamas didesnę atsargumą rinkoje ir padėdamas nustatyti ribas tarp teisėto elgesio ir manipuliavimo požymių.

Reglamento 596/2014 įsigaliojimas ir taikymas valstybėse narėse žymi esminį kokybinį pokytį šios srities reglamentavime, pakeičiant fragmentuotą direktyvų modelį nuosekliu, tiesiogiai taikomu aktu. Šiuo reglamentu buvo ne tik išplėsta piktnaudžiavimo rinka normų taikymo sritis, bet ir sukonkretintos pagrindinės sąvokos bei įtvirtinti nauji draudimai, tokie kaip bandymas manipuluoti rinka ar algoritminė prekyba. Tai sustiprino finansų rinkos skaidrumą, sumažino reguliavimo neapibrėžtumą bei padidino teisinį tikrumą finansų rinkos dalyviams. Aptarus Reglamente 596/2014 įtvirtintus teisinius draudimus ir jų reikšmę finansų rinkos dalyvių veiklai, tikslinga gilintis į pačios piktnaudžiavimo rinka sampratos turinį bei jos taikymą praktikoje. Aiški ir tiksliai suprantama samprata yra būtina sąlyga efektyviam reglamentavimo įgyvendinimui, todėl toliau bus analizuojama, kaip ši sąvoka yra apibrėžiama doktrinoje, teisės aktuose bei atsiskleidžia per praktinius piktnaudžiavimo atvejus rinkoje.

1.2. Piktnaudžiavimo rinka samprata ir praktiniai pavyzdžiai

Reglamento 596/2014 1 str. įtvirtinamas šio teisės akto dalykas – prekyba vertybiniais popieriais naudojantis VNI, neteisėtas VNI atskleidimas ir manipuliavimas rinka. Šių trijų piktnaudžiavimo formų reglamentavimu siekiama apsaugoti ES finansų rinkų vientisumą, užtikrinti aukštesnį investuotojų teisių apsaugos lygį ir stiprinti pasitikėjimą finansų rinkomis. Šios formos sudaro piktnaudžiavimo rinka teisinio reglamentavimo pagrindą, todėl jų aiškus identifikavimas yra būtinas tiek teisinei analizei, tiek veiksmingai prevencijai užtikrinti. Atsižvelgiant į tai, siekiant išsamiai atskleisti kiekvienos formos turinį, šiame skyriuje analizuojama jų samprata, esminiai požymiai bei praktikoje pasitaikantys pavyzdžiai, leidžiantys įvertinti taikymo ribas ir kylančius iššūkius.

Prekyba vertybiniais popieriais naudojantis VNI. Prekyba vertybiniais popieriais naudojantis VNI (angl. *Insider Trading*) yra viena iš pagrindinių piktnaudžiavimo rinka formų. VNI, remiantis Reglamento 596/2014 7 str. pateikiama samprata, yra (i) konkretaus pobūdžio informacija, kuri (ii) nėra atskleista viešai, kuri (iii) tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau finansų rinkos dalyvių arba viena ar daugiau finansinių priemonių, ir kuri, (iv) ją

atskleidus viešai, galėtų turėti didelį poveikį tų finansinių priemonių kainoms ar su jomis susijusių išvestinių priemonių kainai. Papildomai, pagal Reglamento 596/2014 7 str. 4 d., tai yra informacija, kuria sumanus investuotojas būtų linkęs pasinaudoti priimdamas investicinius sprendimus. Taigi, tokią informaciją žinantys asmenis savaime yra apriboti sudaryti sandorius dėl įvairių finansinių priemonių, o Reglamento 596/2014 8 str. nurodo, kad toks asmuo turi nesinaudoti VNI ne tik savo, bet ir trečiojo asmens labui. Prekyba pasinaudojant VNI yra viena iš populiariausių piktnaudžiavimo rinka formų, sankcijos už ją daugiausia skiriamos nacionaliniuose teismuose, tačiau pasitaiko atvejų, kai šias normas reikia išaiškinti, kadangi taikant jas praktikoje susiduriama su iššūkiais.

2009 m. gruodžio 23 d. priimtame ESTT sprendime byloje *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck* (C-45/08) buvo pateiktas atsakymas į Belgijos teismo prašymą išaiškinti Direktyvos 2003/6 2 str. 1 d. Pagrindinėje byloje buvo nustatyta, kad pagal Belgijos teisę įsteigta bendrovė, kurios akcijos kotiruojamos¹³ biržoje, vykdydama darbuotojų skatinimo politika, siūlė akcijų opcionų programą, suteikiančią darbuotojui galimybę įsigyti akcijų. Vykdydama šią programą, bendrovė įsigijo apie 28 000 savų akcijų apie tai pagal nacionalinius teisės aktus pranešusi Euronext Brussels. Po įsigijimo bendrovė paskelbė informaciją apie savo veiklos rezultatus ir prekybos politiką, o tai padarius akcijų kaina pakilo ir siekė 12,50 EUR, nors bendrovė jas buvo įsigijusi už 9,97 EUR ir 10,45 EUR kainas. Remiantis šiais pavedimais bankų, finansų ir draudimo sektorių priežiūros komisija atliktus pirkimus pripažino prekyba vertybiniais popieriais, pasinaudojant VNI. Belgijos teismas, kreipėsi į ESTT prašydamas paaiškinti ar Direktyvos 2003/6 2 str. 1 d. turi būti aiškinama taip, kad vien disponavimas VNI ir susijusių finansinių priemonių įsigijimas reiškia pasinaudojimą VNI. ESTT į šį klausimą atsakė teigiamai, tačiau nurodė, kad darant tokią prezumpciją turi būti nepažeista šio asmens teisė į gynybą ir teisė nuginčyti šią prezumpciją. Sprendimas turi būti vertinamas atsižvelgiant į Direktyvos 2003/6 tikslą – apsaugoti finansų rinkos vientisumą ir sustiprinti investuotojų pasitikėjimą. Ši byla parodo, kad net jei finansinių priemonių įsigijimas nebuvo vykdomas jį grindžiant žinoma VNI, vis tiek galioja prezumpcija, kad asmuo tokį įsigijimą vykdė pasinaudodama šia informacija, paliekant šiam asmeniui teisę tokią prezumpciją nuginčyti.

Neteisėtas VNI atskleidimas. Kita piktnaudžiavimo rinka forma, minima Reglamento 596/2014 10 str., yra neteisėtas VNI atskleidimas. Ši forma gali būti įgyvendinama situacijose, kai finansų rinkos dalyvis, žinantis VNI, ją neteisėtai atskleidžia trečiajam asmeniui, kuris šia informacija pasinaudoja savo investiciniams sprendimams pagrįsti. Viena iš opiausių šios piktnaudžiavimo rinkos formos problemų – atsekamumas. Dažnai kyla klausimų kaip atpažinti,

¹³ Kotiravimas (pranc. *coter* – numeruoti, ženklinti), vertybinių popierių, užsienio valiutos kurso arba prekių kainos nustatymas biržoje. (Visuotinė Lietuvių enciklopedija)

kad asmuo tikrai naudojo VNI, kurią jam suteikė ją žinantis asmuo. Visgi teismų praktikoje yra pavyzdžių, kuriuose ši piktnaudžiavimo rinka forma aiškiai nustatoma.

2005 m. lapkričio 22 d. ESTT priimtame sprendime byloje *Grøngaard ir Bang* (C-384/02) buvo pateiktas atsakymas į Københavns Byret (Danija) prašymą išaiškinti Direktyvos 89/592 3 str. a p. Šis klausimas buvo susijęs su draudimu VNI atskleisti trečiajam asmeniui, išskyrus tuos atvejus, kai tokią informaciją asmuo atskleidžia įprastai atlikdamas savo tarnybines arba profesines pareigas. Pagrindinėje byloje nagrinėjamas atvejis, kai vieno „RealDanmark“ valdybos neriešinio susirinkimo metu A. Bang buvo atskleista informacija apie planą pradėti derybas dėl susijungimu su kita stambia Danijos finansų įmone „Danske Bank“. Po maždaug mėnesio A. Bang atskleidė šią informaciją kitos įmonės sekretoriato vadovui, savo kolegai, o pastarasis po dviejų dienų nusipirko „RealDanmark“ akcijų. Šį atskleidimą kolegai A. Bang siejo su savo profesinių pareigų atlikimu. Po kelių dienų apie šį susijungimą paskelbta viešai ir akcijų kaina pakilo, o tuomet A. Bang kolega įsigytas akcijas pardavė ir gavo maždaug 180 000 EUR bendrojo pelno. Vėliau jis buvo nubaustas šešių mėnesių laisvės atėmimo bausme už sandorių sudarymą, pasinaudojant VNI. Danijos teismas prašė išaiškinti Direktyvos 89/592 normų, susijusių su VNI atskleidimu, vykdant profesines arba tarnybines pareigas, esmę ir nurodyti ar tikrai toks atskleidimas negali būti siejamas su šių pareigų atlikimu. ESTT savo sprendime nurodė, kad Direktyvos 89/592 3 str. a p. draudžia asmeniui, atskleisti kitiems rinkos dalyviams VNI, išskyrus, kai: (i) egzistuoja glaudus atskleidimo ir jo tarnybinių arba profesinių pareigų vykdymo ryšys; ir (ii) kai šis atskleidimas yra tikrai būtinas vykdant minėtas tarnybines arba profesines pareigas. Šiame ESTT sprendime, teismas įtvirtino taisyklę, kad VNI atskleidimas atliekant profesines ar tarnybines pareigas nepateisinamas, o būtina vertinti ar tikrai toks atskleidimas yra būtinas ir ar tikrai tarp šio atskleidimo ir pareigų vykdymo yra toks glaudus ryšys, kad šis atskleidimas galėtų būti pateisinamas.

Manipuliavimas rinka. Paskutinė, plačiausios apimties piktnaudžiavimo rinka forma, yra manipuliavimas rinka, kurį, pagal Reglamento 596/2014 12 str. gali sudaryti: atliekami bet kokie veiksmai, jei jais siunčiami netikri ar klaidinantys signalai dėl finansinės priemonės, su ja susijusios biržos prekių neatidėliotinių sandorių sutarties pasiūlos, paklausos ar kainos arba aukciono produkto, pagrįsto apyvartiniais taršos leidimais, arba fiksuojama tokių priemonių nenormali ar dirbtinio lygio kaina, arba šie veiksmai atliekami pasinaudojant fiktyvia priemone ar kitaip bandant apgauti, taip pat tokie veiksmai, kai žiniasklaidoje, internetu ar kitomis priemonėmis skleidžiama informacija, kuria siunčiami ar gali būti siunčiami netikri ar klaidinantys signalai dėl prieš tai išvardintų priemonių ir kiti šiame Reglamento 596/2014 straipsnyje išvardinti veiksmai. Pažymėtina, kad manipuliavimo rinka samprata savo prigimtimi yra abstrakti. Manipuliavimo rinka esmė – iškreipti kainų formavimąsi rinkoje, kad

finansinių priemonių kainos taptų dirbtinės (Soderstom, 2011, p. 9-10)¹⁴. Taigi, šis sąrašas nėra baigtinis ir gali būti nuolat pildomas, atsižvelgiant į tobulėjančias technologijas ir atsirandančius naujus būdus, kuriais įmanoma vykdyti manipuliavimą rinka ir daryti įtaką finansinių priemonių kainoms.

Nagrinėjant piktnaudžiavimo rinka formą – manipuliavimą, svarbu atkreipti dėmesį kaip ši forma atsiskleidžia praktikoje ir kokie konkretūs veiksmai gali būti interpretuojami kaip neleistini. Pavyzdžiui, 2011 m. liepos 7 d. ESTT sprendime byloje *IMC Securities* (C-445/09) buvo pateiktas atsakymas į Nyderlandų teismo prašymą išaiškinti ar Direktyvos 2003/6 1 str. 2 p. a papunkčio antroji įtrauka turi būti aiškinama taip, kad joje reikalaujama, kad tam, kad vienos ar kelių finansinių priemonių kaina galėtų būti laikoma nustatyta kaip nebūdinga ar dirbtinė, ta kaina būtų išlaikyta ilgiau nei tam tikrą laikotarpį. Pagrindinėje byloje Nyderlandų įmonė „IMC“, kuri prekiauja vertybiniais popieriais savo sąskaita, tyčia pateikė ir atšaukė pavedimus, siekdama paveikti akcijų kainą bei aktyvuoti kito finansų rinkos dalyvio „ABN AMRO“ automatinius pavedimus. Ši veikla leido bendrovei įsigyti akcijas mažesne kaina ir vėliau uždirbti netoli 10% pelno. Nacionalinės Nyderlandų institucijos nustatė, kad tokie veiksmai buvo uždraustas manipuliavimas rinka ir skyrė „IMC“ 87 000 EUR baudą. Vėlesniu sprendimu ši sankcija sumažinta iki 20 000 EUR. ESTT šioje byloje nusprendė, kad nepaisant to, kiek laiko buvo išlaikyta nebūdinga ar dirbtinė kaina¹⁵, ji turi būti laikoma kaip tokia ir laikoma neteisėtais veiksmais sukurta kaina, o tokie veiksmai traktuojami manipuliavimu rinka. Taigi, manipuliavimo rinka atvejai siejami su pačiu atliekamu veiksmu ir jo tikslais, o ne laiko tarpu, kurį šie veiksmai truko.

Taigi, piktnaudžiavimas rinka apima tokius veiksmus, kuriais siekiama manipuluoti finansų rinka ir tokiu būdu daryti įtaką finansinių priemonių kainai, gauti finansinės naudos, ardyti rinkos vientisumą. Piktnaudžiavimą rinka sudaro 3 pagrindinės formos – prekyba, pasinaudojant VNI, neteisėtas VNI atskleidimas ir manipuliavimas rinka, tačiau kiekviena forma gali sudaryti daug skirtingų veiksmų, kurie gali būti laikomi piktnaudžiavimu rinka. Teisinėje sistemoje visi šie veiksmai užtraukia atsakomybę, o patys veiksmai laikomi itin rimtais pažeidimais, už kuriuos numatytos griežtos sankcijos.

¹⁴ Autorės pastaba: Nors šiuo metu reglamentavimas yra pasikeitęs nuo minimame šaltinyje aptariamo, autorės nuomone, manipuliavimo rinka esmė išlieka nepakitusi, kadangi savo esme ši sąvoka nepasikeitė.

¹⁵ Pagrindinėje byloje nurodoma, kad dirbtinės kainos etapas truko ne ilgiau nei sekundę.

2. FINANSŲ RINKOS DALYVIŲ LŪKESČIAI IR PRIEŽIŪROS INSTITUCIJŲ VAIDMUO ĮGYVENDINANT PIKTNAUDŽIAVIMO RINKA REGLAMENTAVIMĄ

Finansų rinkos bendrasis stabilumas ir skaidrumas lemia finansų rinkos veiksmingumą ir investuotojų pasitikėjimą. Šiuolaikinėje finansų sistemoje rinkos dalyviai – investuotojai, emitentai, finansų tarpininkai – formuoja lūkesčius, kurie daro tiesioginę įtaką jų sprendimams ir elgsenai įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą. Šie lūkesčiai gali būti paveikti įvairių veiksnių, įskaitant teisinę aplinką, reguliacinius iššūkius ir vykdomą priežiūros institucijų veiklą.

Piktnaudžiavimas rinka – vienas didžiausių iššūkių, kurį apima VNI naudojimas (angl. *insider trading*), manipuliavimas rinka ir kiti nesąžiningos prekybos veiksmai, o šio iššūkio suvaldymui būtina nuosekli priežiūros institucijų veikla. ES ir nacionaliniu lygmeniu pagrindinė priežiūros institucija, vykdanči valstybių narių finansų rinkos priežiūrą yra ESMA, o valstybėse narėse veikia nacionalinės finansų priežiūros institucijos, kurios atlieka svarbų vaidmenį ne tik stebint finansų rinkos dalyvių veiklą, bet ir įgyvendinant reglamentavimą, skirtą užkirsti kelią piktnaudžiavimui.

Šiame skyriuje nagrinėjama, finansų rinkos dalyvių tipai ir jų lūkesčiai, bei interesai piktnaudžiavimo rinka reglamentavimui, bei kokį vaidmenį atlieka priežiūros institucijos įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą. Taip pat bus nagrinėjama kaip reglamentavimas veikia šiuos finansų rinkos dalyvius ir kokias priemones taiko priežiūros institucijos.

2.1. Finansų rinkos dalyvių tipai, jų interesai ir lūkesčiai įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą

Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo supratimui svarbu aiškiai apibrėžti kam taikomi atitinkami reikalavimai. Remiantis nacionaliniais teisės aktais, tokiais kaip Lietuvos Respublikos Lietuvos banko įstatymas bei Finansinių priemonių rinkų įstatymas, išskiriamos kelios dešimtys subjektų rūšių. Be šių teisės aktų, būtina atsižvelgti ir į ES teisės aktus, tokius kaip Reglamentas 596/2014, kurie tiesiogiai ar netiesiogiai apibrėžia finansų rinkos dalyvius. Šiame darbe, finansų rinkos dalyviai bus identifikuojami atsižvelgiant į tai, kuriems subjektams yra taikomi su šia sritimi susiję teisiniai reikalavimai, o toliau bus nagrinėjamos įvairios finansų rinkos dalyvių kategorijos, kurios, autorės nuomone, gali būti išskiriamos pagal jiems taikomus piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo reikalavimus.

Pagrindinės finansų rinkos dalyvių kategorijos piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo kontekste gali būti šios:

1. **Emitentai.** Emitentai šiame darbe suprantami remiantis Reglamento 596/2014 nuostatomis ir Lietuvos Respublikos finansų rinkos dalyviams taikomais teisės aktais:

- i. Reglamento 596/2014 3 str. 21 d. numato, kad emitentas yra juridinis asmuo, kurio veikla reglamentuojama pagal privatinę ar viešąją teisę, išleidžiantis arba siūlantis išleisti finansines priemones; depozitoriumo pakvitavimų atstovavimo finansinėmis priemonėmis atveju emitentas yra atstovaujamos finansinės priemonės emitentas;
- ii. Vertybinių popierių įstatymo 2 str. 39 d. numato, kad vertybinių popierių emitentas yra asmuo, kurio vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje.

Darytina išvada, kad nors Reglamente 596/2014 ir Vertybinių popierių įstatyme pateikiami emitento apibrėžimai iš esmės sutampa, minėtame reglamente sąvoka apibrėžiama plačiau – neapsiribojant vien vertybinių popierių prekyba reguliuojamoje rinkoje, bet apimant ir siūlymą juos išleisti. Tai svarbu atsižvelgiant į Reglamento 596/2014 tiesioginio taikymo pobūdį – nacionalinės teisės aktų nuostatos neturi prieštarauti šiame reglamente įtvirtintam turiniui, todėl esant skirtumams, prioritetas teikiamas ES reglamentui. Šis skirtumas aktualus praktikoje, nes leidžia aiškiau apibrėžti subjektą, kuriems taikomi su piktnaudžiavimu rinka susiję reikalavimai, ratą ir išvengti skirtingų interpretacijų taikant nacionalinius ir ES teisės aktus.

2. **Investuotojai.** Nors investuotojo sąvoka yra apibrėžta nacionaliniuose teisės aktuose, jų elgesio rinkoje reikalavimai, ypač susiję su piktnaudžiavimo rinka draudimais, didžiąja dalimi nustatyti ES teisėje – Reglamente 596/2014, kuris taikomas tiesiogiai visose valstybėse narėse. Pagal nacionalinius teisės aktus, konkrečiau – Vertybinių popierių įstatymo 2 str. 14 p., investuotojas apibrėžiamas kaip asmuo, nuosavybės teise turintis vertybinių popierių arba ketinantis jų įsigyti. Šiame darbe investuotojo sąvoka vartojama plačiąja prasme, apimant tiek profesionaliuosius, tiek mažmeninius investuotojus:

- i. Profesionalusis investuotojas – pagal Finansinių priemonių rinkų įstatymo 37–38 str., kurie nustato šią investuotojo sąvoką įgyvendinant 2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES (toliau – Direktyva 2014/65), investuotojai priskiriami šiai kategorijai be atskiro pripažinimo (pvz., licencijuoti ir (arba) kitu būdu prižiūri subjektai, veikiantys finansų rinkose, tokie kaip kredito įstaigos, finansų maklerio įmonės kolektyvinio investavimo subjektai ir pan.) ir taip pat priskiriami tie investuotojai,

kurie gali būti pripažinti profesionaliaisiais klientais, tačiau turi tenkinti bent 2 kriterijus¹⁶, nustatytus minėtame įstatyme¹⁷.

- ii. Mažmeniniai investuotojai – tai dažniausiai fiziniai asmenys, tačiau gali būti ir juridiniais asmenys, kurie pagal Lietuvos Respublikos teisės aktus nėra priskiriami prie profesionaliųjų investuotojų ir investuoja savo asmenines lėšas į finansines priemones. Taip pat Direktyvos 2014/65 4 str. 1 d. 11 p. nurodoma, kad mažmeninis klientas tai klientas, kuris nėra profesionalus klientas, o šio teisės akto 4 str. 1 d. 9 p. nurodyta, kad klientu laikomas fizinis asmuo, kuriam investicinė įmonė teikia investicines ar papildomas paslaugas. Taigi, klientu Direktyvos 2014/65 prasme yra laikomas investuotojas.

3. **Finansų tarpininkai.** Tai finansų rinkose veikiantis ekonominis subjektas (finansų rinkos grandis), kurio pagrindinė veikla yra finansinis tarpininkavimas – indėlių ir kitų grąžintinų lėšų priėmimas, skolinimas, investavimas, įmokų už kitų asmenų suteiktas paslaugas priėmimas ir kitos finansinės paslaugos¹⁸. Į šią finansų rinkos dalyvių grupę patenka investicinės įmonės, kredito įstaigos, tokios kaip bankai, draudimo įmonės, finansų makleriai, valdymo įmonės ir kiti subjektai, teikiantys finansines paslaugas, kurie yra tarpininkai tarp investuotojo ir finansų rinkos.

4. **Reguliuojamų rinkų operatoriai.** Remiantis Finansinių priemonių rinkų įstatymo 3 str. 60 p., reguliuojamos rinkos operatorius – tai asmuo ar asmenys, kurie valdo ir (arba) administruoja reguliuojamą rinką, o rinkos operatorius gali būti pati reguliuojama rinką. Ši sąvoka apibrėžta ir perkelta į Lietuvos nacionalinį teisės aktą įgyvendinant Direktyvos 2014/65 4 str. 1 d. nuostatas. Autorės vertinimu, reguliuojamų rinkų operatoriai yra vieni iš svarbiausių finansų rinkos dalyvių, kurie atsakingi už finansų rinkos infrastruktūros valdymą, prekybos organizavimą bei priežiūrą ir skaidrumo užtikrinimą.

5. **Priežiūros institucijos.** Tai institucijos, kurios teisės aktų nustatyta tvarka atlieka finansinių priemonių rinkų priežiūros ar atlieka kitas teisės aktais joms pavestas funkcijas. Priežiūros institucijos taip pat yra priskiriamos finansų rinkos dalyviams, kadangi aktyviai dalyvauja

¹⁶(i) per paskutinius keturis metų ketvirčius klientas kiekvieną ketvirtį atitinkamoje rinkoje yra vidutiniškai sudaręs po 10 didelių sandorių; (ii) kliento finansinių priemonių portfelis, įskaitant lėšas ir finansines priemones, viršija 500 000 EUR; arba (iii) klientas profesionaliai dirba arba dirbo finansų sektoriuje ne trumpiau kaip vienus metus eidamas tokias pareigas, kurios reikalauja žinių apie klientui numatomas teikti paslaugas ar numatomus sudaryti sandorius.

¹⁷Pažymėtina, kad Direktyvos 2014/65 nuostatos, reglamentuojančios investuotojų pripažinimą profesionaliaisiais, buvo iš esmės perimtos nacionaliniame teisiniame reguliavime, be esminių turinio pakeitimų, todėl atitinkami Finansinių priemonių rinkų įstatymo 37–38 str. iš esmės atspindi Direktyvoje 2014/65 nustatytus kriterijus. Autorės nuomone, toks perkėlimo būdas užtikrina tikslų teisės aktų įgyvendinimą, tačiau kartu ir apriboja nacionalinių institucijų galimybes individualizuotai taikyti normas atsižvelgiant į finansų rinkos specifiką.

¹⁸Visuotinė Lietuvių enciklopedija. Autorės pastaba: sąvoka „finansų tarpininkai“ nėra savarankiškai apibrėžta ES ar nacionaliniuose teisės aktuose, tačiau šiame darbe ji vartojama apimant visus subjektus, kurie teikia finansinio tarpininkavimo paslaugas tarp investuotojo ir rinkos.

finansų rinkų veikloje kaip priežiūros funkciją atliekantis organas, atsakingas už tinkamą kitų finansų rinkos dalyvių veiklą.

Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo tikslas yra užtikrinti rinkos skaidrumą, apsaugoti investuotojų interesus ir užkirsti kelią piktnaudžiavimui ES lygiu, nustatant tam tikras gaires ir įtvirtinant teisės aktus valstybių narių finansų rinkoms. Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas yra itin aktualus finansų rinkoje veikiantiems subjektams, o atsižvelgiant į tai, svarbu analizuoti ir finansų rinkos dalyvių interesus ir lūkesčius piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo kontekste.

Komisija 2022 m. gruodžio 7 d. pateikė pasiūlymą Nr. 2022/0411 dėl Europos Parlamento ir Tarybos Reglamento, kuriuo siekiant viešąsias kapitalo rinkas Sąjungoje padaryti patrauklesnes įmonėms ir sudaryti palankesnes sąlygas mažosioms bei vidutinėms įmonėms gauti kapitalo, iš dalies keičiami reglamentai (ES) 2017/1129, (ES) Nr. 596/2014 ir (ES) Nr. 600/2014 (toliau – Pasiūlymas) (išsamiau Pasiūlymo turinys tiriamas ir vertinamas 3 magistro darbo dalyje). Pasiūlyme nurodoma, ES reglamentavimo sistema apsunkina įmonių, kaip emitentų, veiklą finansų rinkoje, kadangi Reglamente 596/2014 nustatyti draudimai, susiję su vertybinių popierių prekyba ir VNI disponavimu ar manipuliavimu rinka, užtraukia neproporcingai didelę našta emitentų atžvilgiu. Emitentai mano, kad pareiga kuo greičiau atskleisti VNI yra pernelyg sudėtinga, kadangi ši sąvoka yra itin plati, o apibrėžti kas yra ar nėra laikoma VNI yra sunku. Atsižvelgdama į šią problemą, 2021 m. lapkričio 19 d. Komisija paskelbė kvietimą teikti informaciją ir rengė tikslines konsultacijas, kurių metu siekė sužinoti finansų rinkos dalyvių nuomonę apie tai, kaip padidinti bendrą įtraukimo į biržos sąrašus ES viešosiose rinkose patrauklumą, o konsultacijų metu buvo siekiama gauti informaciją apie galimus reglamentavimo sistemos trūkumus. Šiuo tikslu per konsultacijas buvo užduodami konkretūs klausimai ir rengiama apklausa apie Reglamentą 596/2014. Apklausos metu didžioji dauguma respondentų nurodė, kad didžiausią naštą užtraukiantys reikalavimai buvo susiję su VNI sąvoka. Šios apklausos rezultatai leidžia manyti, kad finansų rinkos dalyvių lūkestis yra aiškesnės gairės ar rekomendacijos, rengiamos finansų rinkos dalyviams, kurios padėtų jiems tinkamai įgyvendinti Reglamentą 596/2014, tačiau 54% apklaustųjų pareiškė nuomonę, kad ESMA gairės šiuo klausimu nebūtų pakankamos probleminiam aspektui spręsti, kadangi nebūtų veiksmingos šalinant teisinį neaiškumą¹⁹. Respondentų nuomone, ši problema galėtų būti sprendžiama tik persvarstant VNI sąvoką, o tam įgyvendinti reikėtų priimti 1 lygio reglamentą²⁰. Taigi, remiantis Komisijos Pasiūlymu ir Komisijos atlikta finansų rinkos apklausa

¹⁹ Apklausos rezultatai pateikti Pasiūlymo tekste.

²⁰ 1 lygio reglamentas – tai toks teisės aktas, kuri priima Europos Parlamentas ir Taryba, atsižvelgdami į Komisijos pasiūlymus. (Oficiali Europos Sąjungos interneto svetainė. Prieiga per internetą: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/regulatory-process-financial-services_en)

galima daryti išvadą, kad emitentai siekia lankstesnio, su piktnaudžiavimo rinka susijusio, reglamentavimo, kad galėtų lengviau pritraukti kapitalą investicijoms ir išvengti pernelyg didelių sąnaudų, susijusių su atitiktimi teisės aktams, todėl emitentai tikisi, kad reguliavimas bus aiškesnis ir neperkraus jų vykdomos kasdienės veiklos pertekliniais reikalavimais.

Investuotojų natūralus siekis yra apsaugoti savo investicijas ir išvengti nesąžiningų rinkos praktikų. Jie, vykdydami investicinę veiklą, taip pat privalo laikytis piktnaudžiavimo rinka sritį reguliuojančių teisės aktų draudimų, susijusių su VNI disponavimu, o už jų pažeidimus finansų rinkos dalyviams skiriamos piniginių sankcijų. Autorės parengtoje lentelėje parodytos galimos Reglamento 596/2014 30 str. nustatytos sankcijos už atitinkamus šio reglamento pažeidimus.

1 lentelė. Pagal 2024 m. sausio 9 d. Reglamento 596/2014 redakciją nustatyti administracinių sankcijų dydžiai

Reglamento Nr. 596/2014 straipsniai	Administracinės piniginių sankcijos dydis fiziniams asmenims	Administracinės piniginių sankcijos dydis juridiniams asmenims
Už 14 ir 15 str. pažeidimus – draudimą prekiauti vertybiniais popieriais naudojantis VNI ir neteisėtą VNI atskleidimą.	Iki 5 000 000 eurų.	Iki 15 000 000 eurų arba 15% bendros juridinio asmens metinės apyvartos pagal paskutinę turimą valdymo organo patvirtintą atskaitomybę.
Už 16 ir 17 str. pažeidimus – netinkamą finansų rinkos dalyvių veiksmingų priemonių kovai su piktnaudžiavimu rinka nustatymą ir netinkamą VNI atskleidimo proceso įgyvendinimą.	Iki 1 000 000 eurų .	Iki 2 500 000 eurų arba 2% bendros juridinio asmens metinės apyvartos pagal paskutines turimas valdymo organo patvirtintas sąskaitas.
Už 18, 19 ir 20 str. pažeidimus – VNI turinčių asmenų sąrašų ir vadovų sandorių vedimą, sąrašų sudarymą ir kitų prievolių įgyvendinimą, rekomendacijų dėl investicijų statistikos netinkamą įgyvendinimą.	Iki 500 000 eurų.	Iki 1 000 000 eurų.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis: Reglamento 596/2014 (OL L 173,2014, p.1-68) 2024 m. sausio 9 d. redakcija.

Kaip matyti iš susistemintos informacijos, Reglamento 596/2014 įtvirtintos sankcijos yra itin didelės, todėl daro didelį poveikį finansų rinkos dalyvių elgesiui ir veiksams, susijusiems su piktnaudžiavimu rinka.

Pažymėtina, kad, pavyzdžiui, pagal Lietuvos Respublikos Baudžiamąjį kodeksą (toliau – LR BK) 217 str. už prekybą finansinėmis priemonėmis pasinaudojant VNI, tiek juridiniai, tiek fiziniai asmenys baudžiami bauda, laisvės apribojimu arba laisvės atėmimu iki ketverių metų. Analogiškos sankcijos nustatytos ir už manipuliavimą finansinių priemonių rinka LR BK 218

str. O, pavyzdžiui, Italijos Respublikoje už naudojimąsi VNI savo ar trečiosios šalies naudai, tokios informacijos atskleidimą tretiesiems asmenims, bei už kitiems asmenims teikiamas rekomendacijas ar skatinimą vykdyti prekybą finansinėmis priemonėmis pasinaudojant VNI, asmuo pagal Italijos Respublikos finansų įstatymo (it. *Testo Unico della Finanza*) 184 str. yra baudžiamas laisvės atėmimu nuo dvejų iki dvylikos metų ir bauda nuo 20 000 iki 3 000 000 EUR. Taip pat minėtojo Italijos Respublikos įstatymo 187-bis str. numato, kad asmuo, kuris pažeidžia Reglamento 596/2014 nustatytą draudimą prekiauti vertybiniais popieriais, pasinaudojant VNI ir neteisėtai atskleisti šią informaciją, baudžiamas bauda nuo 20 000 iki 5 000 000 EUR. Be kita ko, Reglamento 596/2014 34 str. numato reikalavimą nacionalinėms priežiūros institucijoms bet kurį sprendimą skirti administracinę sankciją arba taikyti kitą administracinę priemonę už Reglamento 596/2014 pažeidimą skelbti savo interneto svetainėje iš karto po to, kai apie šį sprendimą pranešama asmeniui, kuriam jis taikomas. Atsižvelgiant į tai, kad tokio skelbimo informaciją apima informacija apie pažeidimo tipą, pobūdį ir tapatybę, tokia priemonė tampa atgrasomoji pažeidimų atžvilgiu, kadangi vieša informacija apie rinkos dalyvio padarytą pažeidimą gali užtraukti „šešėlį“ jo reputacijai ir kitų rinkos dalyvių pasitikėjimui. Taigi, tiek Reglamente 596/2014, tiek nacionaliniuose teisės aktuose nustatytos sankcijos leidžia patenkinti investuotojų lūkestį mažinti piktnaudžiavimo rinka mastą ir išpildo investuotojų interesą apsaugoti savo investicijas ir išvengti nuostolių dėl nesąžiningų rinkos praktikų, o viešai prieinama informacija apie rinkos dalyvių pažeidimus gali teigiamai veikti tinkamą teisės aktų laikymąsi.

Nepaisant skirtingų pozicijų finansų rinkoje, visi finansų rinkos dalyviai vienijami vieno tikslo ir siekia bendro finansų rinkos stabilumo. Pavyzdžiui, reguliuojamų rinkų operatoriai, tokie kaip Nasdaq Vilnius, prižiūri vykstančią prekybą ir siekia užtikrinti finansų rinkos dalyviams tinkamas sąlygas šiai prekybai vykti. Šie subjektai siekia, kad jų rinkos būtų patikimos, taip didindami investuotojų pasitikėjimą. Biržoje taikomi griežti informacijos atskleidimo reikalavimai, pavyzdžiui, AB Nasdaq Vilnius listingavimo taisyklės nustato įtraukimą į Nasdaq Vilnius sąrašus, prekybos finansinėmis priemonėmis sustabdymą ir atnaujinimą, finansinių priemonių išbraukimą ir jų įtraukimą į prekybos sąrašus, stebimojo statuso suteikimą ir emitentų pareigas. Kartu šios taisyklės įveda aiškumo ir konkretumo, pagal kokius standartus finansų rinkos dalyviai turi veikti ir kaip turi vykdyti savo veiklą. Reguliuojamų rinkų operatoriai aktyviai bendradarbiauja su priežiūros institucijomis ir teikia visą informaciją skelbiamą jų sistemose pastarosioms, kad būtų užtikrinama mažesnė administracinė našta tiek rinkos dalyviams, tiek patiems operatoriams. Taigi, rinkos operatorių lūkesčiai ir interesai yra orientuoti į rinkos skaidrumo ir patikimumo užtikrinimą ir glaudų bendradarbiavimą su priežiūros institucijomis.

Priežiūros institucijos, įgyvendindamos teisės aktus, reglamentuojančius piktnaudžiavimą rinka, taip pat siekia užtikrinti finansų rinkos skaidrumą ir sąžiningumą, kad būtų išvengta draudžiamų veiksmų. Pavyzdžiui, ESMA skelbia gaires, kurios padeda finansų rinkos dalyviams geriau suprasti tam tikrus probleminius reglamentavimo aspektus. 2017 m. sausio 17 d. ESMA gairių Nr. ESMA/2016/1480 5 p. dėl Reglamento 596/2014 „Informacija, susijusi su biržos prekių išvestinių finansinių priemonių rinkomis ar atitinkamomis neatidėliotinų sandorių rinkomis, kuria siekiama apibrėžti viešai neatskleistą informaciją apie biržos prekių išvestines finansines priemones“ (toliau – Gairės dėl PRR) pabrėžiama, kad kompetentingos institucijos ir rinkos dalyviai yra įpareigoti imtis visų priemonių siekiant laikytis šių Gairių dėl PRR ir rekomendacijų. Atitinkamai šiose Gairių dėl PRR 5 d. 8–26 p. ESMA pateikė ir orientacinį sąrašą informacijos, laikomos VNI, siekdama harmonizuoti Reglamento 596/2014 taikymą kiekvienoje valstybėje narėje. Taip pat ESMA organizuoja konsultacijas dėl Reglamento 596/2014 taikymo, taip skatindama finansų rinkos dalyvius bendradarbiauti ir atitikti reguliavimą. Taigi, priežiūros institucijos siekia efektyvios piktnaudžiavimo rinka prevencijos, vienodo Reglamento 596/2014 taikymo ir bendradarbiavimo su finansų rinkos dalyviais, o tai įgyvendina užtikrindama, kad finansų rinkos dalyviai laikytųsi piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo, teikia valstybėms narėms pagalbą su kilusiais neaiškumais, bei nuolat konsultuoja, viešai skelbia gaires ir rekomendacijas, kurios padeda išvengti teisinio neaiškumo.

Finansų tarpininkai, tokie kaip bankai, investicinės įmonės ir finansų makleriai, siekia vykdyti veiklą skaidrioje ir sąžiningoje rinkoje, kurioje visi jos dalyviai turėtų vienodas galimybes. Finansų tarpininkų pagrindinis veiklos principas yra atskaitomybė ir bendradarbiavimas su priežiūros institucijomis ir kitais rinkos dalyviais. Jie veikia kaip tarpininkai tarp investuotojų, reguliuojamų rinkų operatorių ir priežiūros institucijų. Pagal Reglamento 596/2014 16 str. 2 d. finansų tarpininkai turi nustatyti veiksmingą tvarką, sistemas ir procedūras, kad būtų nustatyti įtartini pavedimai ir sandoriai (angl. *Suspicious Transaction and Order Reports* arba *STOR*) ir apie tai turi būti pranešama priežiūros institucijoms.

2023 m. liepos 17 d. ESMA ataskaitos dėl įtartinų pavedimų ir sandorių 32 punkte ESMA pateikė duomenis²¹, kad tokių pranešimų 2010-2022 m. didžiąją dalį (nuo 51% iki 69%) sudarė pranešimai dėl įtariamų atvejų, susijusių su vidiniu VNI disponavimu. Tokių pranešimų pateikimas skatina ir kitus finansų rinkos dalyvius nelikti abejingais Reglamento 596/2014 pažeidimų šviesoje. Taigi, svarbi finansų tarpininkų funkcija išlieka tinkama finansų rinkos stebėsenai ir ataskaitų, bei pranešimų teikimas priežiūros institucijoms, kuriuo užtikrinamas visų

²¹ Europos vertybinių popierių ir rinkos priežiūros institucijos (angl. *European Securities and Markets Authority*) internetinis puslapis. 2023 m. liepos 1 d. ataskaita Nr. ESMA74-1103241886-880 dėl įtartinų pavedimų ir sandorių (angl. *Report on Suspicious Transaction and Order Reports (STOR's)*).

subjektų vieningas pasitikėjimas rinka ir veiksmingas piktnaudžiavimo rinka prevencijos mechanizmas.

Apibendrinant darytina išvada, kad piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas daro reikšmingą poveikį visiems finansų rinkos dalyviams, tačiau skirtingos grupės susiduria su skirtingais iššūkiais ir kelia skirtingus lūkesčius dėl jo įgyvendinimo. Emitentai siekia mažesnės reguliacinės naštos ir aiškesnių gairių, kad galėtų veiksmingai laikytis teisės aktų reikalavimų ir išvengti neproporcingų sąnaudų. Investuotojai, priešingai, tikisi griežtų priemonių, užtikrinančių rinkos vientisumą ir apsaugančių jų investicijas nuo nesąžiningos prekybos. Reguluojamų rinkų operatoriai ir finansų tarpininkai veikia kaip tarpinė grandis tarp rinkos skaidrumo ir prekybos efektyvumo, todėl jų lūkestis – subalansuotas reguliavimas, leidžiantis suderinti rinkos kontrolės mechanizmus. Priežiūros institucijos siekia užtikrinti veiksmingą Reglamento 596/2014 nuostatų įgyvendinimą ir vienodą jų taikymą visoje ES, kad būtų išvengta teisinio neapibrėžtumo. Visų šių dalyvių tarpusavio sąveika ir interesų derinimas yra būtini siekiant tvarios ir skaidrios finansų rinkos, o Reglamento 596/2014 peržiūros diskusijos rodo, kad teisėkūros procesas turi būti nuolat tobulinamas atsižvelgiant į praktinius iššūkius ir rinkos dinamiką.

2.2.ESMA ir nacionalinių priežiūros institucijų vaidmuo piktnaudžiavimo rinka kontekste

ESMA ir nacionalinės priežiūros institucijos²², atlieka svarbų vaidmenį įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą. Šių institucijų santykis yra ypatingai glaudus, todėl toliau šiame darbe bus nagrinėjamas šių institucijų ryšys ir vaidmuo piktnaudžiavimo rinka kontekste.

ESMA yra dalis Europos finansų priežiūros institucijų sistemos, kurią sudaro: Europos sisteminės rizikos valdybą (toliau – ESRV), ESMA, Europos bankininkystės institucija, Europos draudimo ir profesinių pensijų institucija, Europos priežiūros institucijų jungtinis komitetas ir valstybių narių kompetentingos arba priežiūros institucijos. Reglamento 1095/2010 1 str. 5 d. numatytas ESMA tikslas yra apsaugoti viešąjį interesą prisidedant prie finansų sistemos stabilumo ir veiksmingumo. Ji taip pat padeda gerinti vidaus rinkos veikimą, įskaitant tinkamą, veiksmingą ir nuoseklų reguliavimo ir priežiūros lygį, užtikrinti finansų rinkų vientisumą, skaidrumą ir sklandų veikimą, užkirsti kelią reguliaciniam arbitražui ir skatinti vienodų konkurencijos sąlygų sudarymą, sustiprinti investuotojų apsaugą, bei didinti priežiūros konvergenciją²³ visoje vidaus rinkoje. Reglamente 1095/2010 taip pat nurodoma, kad ESMA

²² Europos centrinio banko internetinė svetainė. Išsamus nacionalinių priežiūros institucijų sąrašas.

²³ Konvergencija (lot. *convergens* – suartėjantis), (su)panašėjimas, (su)artėjimas. (Visuotinė lietuvių enciklopedija)

vykdydama jai pavestas užduotis ypatingą dėmesį skiria sisteminei rizikai, kurią kelia finansų rinkos dalyviai, kurių nesėkmė gali pakenkti finansų sistemos veiklai ar ekonomikai. ESMA vaidmuo yra itin reikšmingas finansų rinkos dalyviams, o pačios institucijos užduotys ir įgaliojimai leidžia užtikrinti finansų rinkos darną.

Reglamento 1095/2010 8 str. 1 d. numato ESMA paskirtų vykdyti užduočių sąrašą, tačiau atsižvelgiant į šio darbo objektą bus pateikiami keli praktiniai pavyzdžiai ESMA funkcijų, kurios yra itin svarbios piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo apimtyje.

Pirmiausia, remiantis Reglamento 1095/2010 nurodytais teisėkūros procedūromis priimtais aktais, ESMA prisideda rengiant aukštos kokybės bendrus reguliavimo ir priežiūros standartus ir praktiką, rengiant techninių reguliavimo standartų ir techninių įgyvendinimo standartų projektus, gaires, rekomendacijas ir kitas priemones, taip pat nuomones. Pavyzdžiui, ESMA reguliariai rengia klausimų ir atsakymų (angl. *Q&A*) dokumentus, skirtus su piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo aspektais susijusiems klausimams atsakyti. Taip pat skelbiamos gairės, rekomendacijos nacionalinėms priežiūros institucijoms, kurios kartu padeda ir finansų rinkos dalyviams suprasti, kaip turėtų būti taikomos Reglamento 596/2014 nuostatos praktikoje (pvz., VNI skelbimas, manipuliavimo rinka atvejų nustatymas). Šiuo metu ESMA yra paskelbusi apie 45²⁴ klausimų-atsakymų dokumentus, skirtus su piktnaudžiavimo rinka reglamentavimu siejamomis praktinėmis įgyvendinimo problemoms spręsti. Svarbu tai, kad ESMA veikia bendradarbiaudama su finansų rinkos dalyviais, kompetentingomis institucijomis, kitais asmenimis ar vertybinių popierių savininkais, kadangi klausimų-atsakymų dokumentuose yra pateikiami atsakymai į pastarųjų klausimus, kuriuos užduoti galima oficialioje ESMA internetinėje svetainėje²⁵.

Taip pat Reglamento 1095/2010 19 str. numato konkrečias situacijas, kai ESMA gali padėti kompetentingoms institucijoms pasiekti susitarimą. Svarbu, kad ESMA turi pranešti apie savo sprendimą dėl įsikišimo atitinkamoms kompetentingoms institucijoms, o ESMA pirmininkas turi vertinti ar ESMA turi veikti pagal jai suteiktus įgaliojimus įsikišti į nesutarimą. ESMA turi įgaliojimus, šalių nesutarimo atveju, priimti sprendimą įpareigojanti tas šalis imtis tam tikrų veiksmų ar nuo jų susilaikyti, kad klausimas būtų išspręstas ir būtų užtikrinamas ES teisės aktų laikymasis. Be kita ko, tokie priimti ESMA sprendimai turi viršenybę bet kokio kompetentingų institucijų tuo pačiu klausimu priimto sprendimo atžvilgiu.

²⁴ ESMA sudaro klausimų ir atsakymų dokumentus tokiems klausimams, kaip: dėl prekybos apimties ribų taikymo vykdant atpirkimo programas, į emitento VNI turinčių asmenų sąrašą įtraukiamą informaciją apie asmenis, kuriems taikoma nepriklausoma prievolė tvarkyti VNI turinčių asmenų sąrašą (pvz., patarėjus ir konsultantus), finansinės gairės ir VNI atskleidimas ir pan.

²⁵ Prieiga per internetą: https://www.esma.europa.eu/node/add/questions_and_answers

ESMA gali imtis veiksmų kritinės padėties atvejais. Tokie veiksmai ir jų pobūdis numatyti Reglamento 1095/2011 18 str., kuris numato, kad esant nepageidaujamiems pokyčiams, kurie gali sukelti didelį pavojų sklandžiam finansų rinkų veikimui ir vientisumui arba visos Sąjungos finansų sistemos ar jos dalies stabilumui, ESMA aktyviai sudaro palankesnes sąlygas visiems veiksmams, kurių imasi atitinkamos nacionalinės kompetentingos priežiūros institucijos, arba, prireikus, juos koordinuoja. Atitinkamai, ESMA gali priimti atskirus sprendimus, kuriais gali būti reikalaujama, kad kompetentingos institucijos pagal Reglamento 1095/2011 1 str. 2 d. nurodytus teisėkūros procedūra priimamus aktus imtųsi būtinų veiksmų, kad būtų sprendžiamos su tokiais pokyčiais susijusios problemos, užtikrindama, kad finansų rinkų dalyviai ir kompetentingos institucijos atitiktų tuose teisėkūros procedūra priimamuose aktuose nustatytus reikalavimus. Šių sprendimų nevykdant, ESMA gali priimti atskirą finansų rinkos dalyviui skirtą sprendimą, kuriuo reikalaujama imtis tam tikrų veiksmų, būtinų, kad finansų rinkos dalyvis įvykdytų savo pareigas pagal teisės aktus. Taigi, ESMA įgaliojimai apima ir tinkamą finansų rinkos dalyvių veiksmų priežiūrą.

ESMA savo vykdoma veikla stiprina, kai tinkama, vartotojų ir investuotojų apsaugą, visų pirma atsižvelgdama į tarpvalstybiniame kontekste kylančius sunkumus ir su jais susijusią riziką. ESMA vykdydama savo veiklą periodiškai finansų rinkos dalyviams suteikia informaciją įvairiais klausimais, leisdama gaires. Pavyzdžiui, yra išleidusi Gaires dėl PRR, kurių teisinis statusas ir turinys buvo jau anksčiau aptariamas šio darbo 2.1. skyriuje. Dar vienas iš pavyzdžių tokių gairių, kuriomis siekiama užtikrinti investuotojų apsaugą, yra 2023 m. rugpjūčio 3 d. ESMA gairės dėl 2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES (toliau – FPRD II)²⁶ nustatytų produktų valdymo reikalavimų. Gairėse dėl FPRD II yra atskiros skiltys produktų teikėjams, platintojams ir gairės dėl klausimų, taikytinų ir produktų teikėjams, ir platintojams. Šiose gairėse numatyta ir jų paskirtis – siekiama nustatyti nuoseklią, veiksmingą ir efektyvią Europos finansų priežiūros institucijų sistemos priežiūros praktiką ir užtikrinti bendrą, vienodą ir nuoseklų FPRD II reikalavimų dėl produktų valdymo taikymą. Gairėmis, siekiama nukreipti produktų teikėjų ir platintojų veiklą taip, kad būtų tinkamai vykdomi produktų kūrimo ir platinimo procesai, atsižvelgiant į klientų (investuotojų) poreikius ir interesus. Taigi, ESMA tinkamai atlieka savo funkciją stiprinti vartotojų ir investuotojų apsaugą ir nukreipti rinkos dalyvius linkme, kuri užtikrintų tokią apsaugą, o tai ypatingai svarbu piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo kontekste.

²⁶ Europos vertybinių popierių ir rinkos priežiūros institucijos (angl. *European Securities and Markets Authority*) gairės Nr. ESMA35-43-3448 dėl FPRD II produktų valdymo reikalavimų.

ESMA skelbia savo interneto svetainėje²⁷ ir reguliariai atnaušina su jos veiklos sritimi, ypač jos kompetencijos sritimi, susijusią informaciją apie registruotus finansų rinkų dalyvius, kad visuomenei būtų užtikrinta lengva prieiga prie informacijos, o kiekvienas asmuo gali lengvai susipažinti su informacija apie visus finansų rinkos dalyvius, veikiančius rinkoje. Ši informacija didina finansų rinkos skaidrumą ir leidžia investuotojams pasitikėti finansų rinkos dalyvių vykdoma investavimo veikla.

Apibendrinant, ESMA atlieka svarbų vaidmenį piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo įgyvendinime, siekdama užtikrinti nuoseklų ir veiksmingą priežiūros standartų taikymą visoje ES. ESMA vykdomos funkcijos, įskaitant bendrų reguliavimo standartų rengimą, priežiūros vadovų atnaujinimą, bei kompetentingų institucijų tarpusavio vertinimus, prisideda prie finansų rinkų vientisumo ir investuotojų apsaugos. ESMA veikla ypač reikšminga sprendžiant reguliacinio pobūdžio problemas ir užtikrinant vienodą Reglamento 596/2014 įgyvendinimą skirtingose valstybėse narėse. Tačiau ESMA veikia ne izoliuotai – jos veiksmingumas priklauso ir nuo glaudaus bendradarbiavimo su nacionalinėmis priežiūros institucijomis, kurios yra atsakingos už tiesioginę rinkos dalyvių priežiūrą ir Reglamento 596/2014 nuostatų vykdymą savo jurisdikcijose. Todėl toliau bus nagrinėjamas nacionalinių priežiūros institucijų vaidmuo užtikrinant Reglamento 596/2014 taikymą.

Nacionalinės priežiūros institucijos atlieka esminį vaidmenį, užtikrindamos piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo taikymą ir laikymąsi valstybių narių lygmeniu. Šios institucijos yra atsakingos už sąžiningą prekybą, skaidrumą ir investuotojų apsaugą. Nacionalinių priežiūros institucijų veikla piktnaudžiavimo rinka srityje grindžiama tiek Reglamentu 596/2014, tiek valstybių narių nacionaliniais teisės aktais. Reglamento 596/2014 22 str. yra nustatoma pareiga valstybėms narėms šio teisės akto tikslais skirti vieną administracinę kompetentingą instituciją ir pareiga pranešti apie tokios institucijos paskyrimą Komisijai, ESMA ir kitų valstybių narių kompetentingoms institucijoms. Valstybės narės priežiūros institucija užtikrina, kad jos teritorijoje Reglamento 596/2014 nuostatos būtų taikomos visiems jos teritorijoje vykdomiems veiksams, taip pat užsienyje vykdomiems veiksams.

Lietuvoje priežiūros funkciją vykdanči institucija – Lietuvos bankas, kuris veikia pagal Finansinių priemonių rinkų įstatymą, o jai priežiūros institucijos statusas suteikiamas 3 str. 55 p.²⁸, kuriame nustatytas priežiūros institucijos apibrėžimas. Kitose valstybėse narėse priežiūrą vykdo tokios institucijos kaip Federalinė finansų priežiūros institucija Vokietijoje ar

²⁷ Prieiga per internetą: <https://registers.esma.europa.eu/publication/>

²⁸ Priežiūros institucija – Lietuvos bankas, šio ir kitų įstatymų nustatyta tvarka atliekantis finansinių priemonių rinkų priežiūros ar kitas šio įstatymo priede nurodytuose teisės aktuose pavestas funkcijas.

Prancūzijos rizikos ribojimo priežiūros ir pertvarkymo institucija Prancūzijoje. Šios institucijos turi teisę atlikti tyrimus, taikyti sankcijas ir turi bendradarbiauti su kitomis priežiūromis institucijomis, veikiančiomis ES, bei bendradarbiauti su ESMA.

Nacionalinės priežiūros institucijos atlieka aktyvią rinkų stebėseną su tikslu identifikuoti galimus piktnaudžiavimo rinka atvejus ir vykdo aktyvią prevenciją. Svarbus nacionalinių institucijų vaidmuo piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo srityje – sankcijų taikymas ir jų vykdymas. Pagal Reglamento 596/2014 30 str. nacionalinėms priežiūros institucijoms yra suteikiami įgaliojimai, vadovaujantis nacionaliniais teisės aktais, imtis atitinkamų veiksmų ir skirti administracines sankcijas ar kitas administracines priemones už įvairius pažeidimus. Pavyzdžiui, Lietuvos bankas 2023 m. gruodžio 1 d. naujienų straipsnyje²⁹ nurodė, kad vienos bendrovės, kurios vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamojo rinkoje, darbuotoja J. S. pasinaudojo VNI, kurią sužinojo vykdydama tarnybines pareigas. Tokiu būdu J. S. įgijo nesąžiningą pranašumą prieš kitus finansų rinkos dalyvius ir pažeidė Reglamentą 596/2014. Lietuvos banko tyrimo metu nustatyta, kad J. S. žinodama VNI, paskatino trečiuosius asmenis įsigyti bendrovės akcijų už daugiau nei 20 000 EUR. Įvertinęs šį pažeidimą, Lietuvos bankas J. S. skyrė 20 000 EUR baudą. Šis Lietuvos banko sprendimas buvo galutinis ir toliau nebuvo skundžiamas.

Kitas pavyzdys – Vokietijos Federalinė finansų priežiūros institucija 2021 m. gruodžio 29 d. savo internetiniame puslapyje³⁰ informavo, kad skyrė 8,66 mln. EUR sankciją Vokietijos kredito įstaigai Deutsche Bank AG už 2016 m. birželio 8 d. Europos Parlamento ir Tarybos Reglamento (ES) 2016/1011 dėl indeksų, kurie kaip lyginamieji indeksai naudojami finansinėse priemonėse ir finansinėse sutartyse arba siekiant įvertinti investicinių fondų veiklos rezultatus, kuriuo iš dalies keičiami direktyvos 2008/48/EB ir 2014/17/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 596/2014 (toliau – Reglamentas 2016/1011) pažeidimus. Kadangi Deutsche Bank AG pažeidė Reglamento 2016/1011 16 str. 2 d. a p. nustatytą procedūrą, kredito įstaigai buvo skirta minėta piniginė sankcija. Taigi, nacionalinės priežiūros institucijos, įgyvendindamos tinkamą piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą, skiria sankcijas tiek fiziniams, tiek juridiniams asmenims, bei įgyvendina Reglamente 596/2014 nustatytą reikalavimą apie tokias sankcijas skelbti visuomenei prieinamu būdu. Tokia priežiūros institucijų funkcija užtikrina, kad finansų rinkoje atitinkamiems asmenims būtų pritaikytos pažeidimą atitinkančios sankcijos, o tai kelia kitų finansų rinkos dalyvių pasitikėjimą finansų rinka, bei skatina piktnaudžiavimo rinka prevenciją.

²⁹Lietuvos banko naujienų skiltyje skelbtas straipsnis „Lietuvos banko finansų rinkos priežiūros sprendimai“.

³⁰2021 m. gruodžio 29 d. Vokietijos federalinės finansų priežiūros institucijos (vok. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) pranešimas „*Deutsche Bank AG: BaFin imposes administrative fine*“.

Antroji, itin svarbi, nacionalinių priežiūros institucijų funkcija yra bendradarbiavimas su ESMA ir kitomis priežiūros institucijomis, bei tam tikrais aspektais bendradarbiavimas su rinkos dalyviais ir jų švietimas, gairių teikimas. Reglamento 596/2014 25 str. 1 d. numatyta, kad nacionalinės priežiūros institucijos bendradarbiauja tiek viena su kita, tiek su ESMA, kai tai būtina įgyvendinant Reglamento 596/2014 nuostatas. Toks bendradarbiavimo užtikrinimas teisės aktais leidžia kurti vieningą teisinę sistemą ir ją centralizuoti ES mastu, kad būtų užtikrinamas teisės aktų taikymas valstybėse narėse. Nacionalinės priežiūros institucijos bendradarbiauja ne tik viena su kita, bet ir su rinkos dalyviais. Finansų rinkos dalyviams yra teikiamos gairės, organizuojami seminarai. Lietuvoje Lietuvos banko priežiūros tarnybos direktorius 2019 m. sausio 21 d. sprendimu Nr. 241-19 yra patvirtinęs informacijos atskleidimo gaires (toliau – LB Gairės), kurių pagrindas yra Lietuvos banko valdybos 2017 m. rugpjūčio 22 d. nutarimas Nr. 03-127 „Dėl Informacijos atskleidimo taisyklių patvirtinimo“ (toliau – Taisyklės). Tokių LB gairių ir Taisyklių suteikimas finansų rinkos dalyviams leidžia tinkamai įgyvendinti teisės aktus ir juose nustatytus reikalavimus, keliamus jų veiklai. Svarbu ir tai, kad tokia priemone siekiama ne įbauginti finansų rinkos dalyvius, o skatinti bendradarbiavimą ir spręsti tam tikrus kylančius iššūkius pasitelkiant nacionalinės priežiūros institucijos pagalbą. Atitinkamai Lietuvos bankas kiekvienais metais skelbia ir už praėjusius finansinius metus skelbiamų metinių vadovybės ataskaitų prioritетines sritis, kurios padeda atkreipti rinkos dalyvių dėmesį ir išvengti galimų pažeidimų atskleidžiant informaciją. Nacionalinių priežiūros institucijų bendradarbiavimas su ESMA, kitomis priežiūros institucijomis ir rinkos dalyviais yra esminis veiksnys užtikrinant vieningą ir veiksmingą Reglamento 596/2014 taikymą ES, o glaudus tarpinstitucinis ir rinkos dalyvių įtraukimas ne tik didina rinkos skaidrumą, bet ir sudaro sąlygas prevencinei veiklai, leidžiančiai užkirsti kelią pažeidimams bei skatinti sąmoningą teisės aktų laikymąsi.

Apibendrinant, nacionalinių priežiūros institucijų bendradarbiavimas su ESMA, kitomis priežiūros institucijomis ir finansų rinkos dalyviais yra neatsiejama piktnaudžiavimo rinka prevencijos ir reglamentavimo užtikrinimo dalis. Institucijų tarpusavio informacijos mainai, ir priežiūros standartų harmonizavimas prisideda prie veiksmingo piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo taikymo visose valstybėse narėse, užtikrinant skaidrias ir sąžiningas rinkos sąlygas. Tuo tarpu finansų rinkos dalyvių švietimas ir gairių teikimas stiprina jų gebėjimą laikytis teisės aktų, mažina pažeidimų riziką ir didina investuotojų pasitikėjimą finansų rinkos dalyviais, bei finansų rinkos dalyvių pasitikėjimą priežiūros institucijomis. Tačiau, nepaisant šių pastangų, finansų rinkos dalyviai vis dar susiduria su įvairiais iššūkiais. Todėl toliau darbe bus analizuojama, kokie pagrindiniai iššūkiai kyla finansų rinkos dalyviams laikantis piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo ir kaip šie iššūkiai galėtų būti sprendžiami.

3. TEISINIAI IR PRAKTINIAI IŠŠŪKIAI ĮGYVENDINANT PIKTNAUDŽIAVIMO RINKA REGLAMENTAVIMO NUOSTATAS

Reglamento 596/2014 tikslas – užtikrinti vienodą ir aiškų teisinį reguliavimą visose ES valstybėse narėse, stiprinant investuotojų pasitikėjimą bei finansų rinkų skaidrumą. Vis dėlto praktinis šio teisės akto įgyvendinimas kelia nemažai teisinių ir organizacinių iššūkių. Nors Reglamentas 596/2014 siekia sudaryti sąlygas vienodam jo nuostatų taikymui, finansų rinkos dalyviai skirtingose jurisdikcijose vis dar susiduria su aiškinimo neapibrėžtumu, reguliacine rizika bei skirtinga priežiūros institucijų praktika. Tai ypač aktualu tais atvejais, kai Reglamente 596/2014 vartojamos sąvokos nėra detalios apibrėžtos arba jų turinys paliekamas nustatyti nacionalinės teisės lygmeniu.

Šioje magistro darbo dalyje analizuojami pagrindiniai teisiniai ir praktiniai iššūkiai, kylantys taikant Reglamento 596/2014 nuostatas. Dėmesys skiriamas VNI sampratos neapibrėžtumui, vadovaujančias pareigas einančių ir su jais glaudžiai susijusių asmenų sandorių atskleidimo pareigai bei šių nuostatų taikymo sudėtingose įmonių struktūrose problematikai. Taip pat bus aptarta sankcijų taikymo praktika, kuri, nors ir veikia kaip esminis atgrasymo mechanizmas, kartu gali turėti neigiamą poveikį rinkos dalyvių veiklai ir jų sprendimams dalyvauti reguliuojamoje rinkoje. Aptariant šiuos aspektus, bus siekiama ne tik įvertinti teisės aktų turinį, bet ir atskleisti faktines taikymo problemas bei jų įtaką finansų rinkos dalyvių elgsenai.

3.1. VNI sąvokos neapibrėžtumas

VNI sąvoka ir jos taikymas yra viena iš sudėtingiausių ir daugiausiai teisinių neaiškumų keliančių sričių įgyvendinant Reglamento 596/2014 nuostatas. Nors šis reglamentas aiškiai apibrėžia kriterijus, pagal kuriuos informacija gali būti laikoma viešai neatskleista, praktikoje šių kriterijų taikymas yra problemiškas tiek dėl subjektyvaus aiškinimo, tiek dėl nevienodos priežiūros institucijų ir teismų praktikos

Pagal Reglamento 596/2014 7 str. 2 d., tam tikra informacija priskiriama VNI, jei ji yra: (i) konkretaus pobūdžio; (ii) nėra atskleista viešai; (iii) tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau emitentų ar viena ar daugiau finansinių priemonių; ir (iv) informacija, kurią atskleidus viešai, ji galėtų turėti didelį poveikį tų finansinių priemonių kainoms. Aiškinant šį straipsnį praktikoje kyla daug iššūkių, kadangi tiek (i), tiek (iv) punktų aiškinimas apima daug teisinių neaiškumų, kurių priežastys toliau bus aptariamos šiame darbe.

Pirma, pagal Reglamento 596/2014 7 str. 2 d., informacija laikoma konkretaus pobūdžio, jei joje nurodomos aplinkybės, kurios jau yra susiklosčiusios arba kurias galima pagrįstai laikyti

tikėtinomis ateityje, arba įvykis, kuris jau įvyko arba kurio įvykimo galima pagrįstai tikėtis. Be to, ši informacija turi būti pakankamai tiksli, kad būtų galima padaryti išvadą apie galimą jos poveikį finansinių priemonių kainoms. Vis dėlto, Reglamento 596/2014 VNI konkretumo kriterijus yra subjektyvus. Kyla klausimas, kada su finansų rinkos dalyviu susijusi informacija tampa viešai neatskleista – šiandien ji gali būti per daug abstrakti, kad patektų į Reglamento 596/2014 taikymo sritį, tačiau jau rytoj, pavyzdžiui, paaiškėjus, kad bus pasirašyti dokumentai dėl preliminarios sutarties sudarymo tam tikro pirkimo–pardavimo sandorio atžvilgiu, ši informacija gali įgyti VNI statusą. Praktikoje yra buvę atvejų, kai dar galiojant Direktyvos 2003/6 ir Direktyvos 2003/124 nuostatomis, nacionaliniai teismai kreipdamiesi į ESTT, stabdė bylų nagrinėjimą ir pateikė prejudicinius klausimus dėl VNI sąvokos aiškinimo.

2012 m. birželio 28 d. ESTT priimtame sprendime *Geltl* byloje (C-19/11) pateikė išaiškinimus Bundesgerichtshof – Aukščiausiam Federaliniam Teismui dėl VNI sampratos, kurią numato Direktyvos 2003/6 2, 12, 16 ir 24 konstatuojamosios dalys. Prašymas priimti prejudicinį sprendimą buvo pateiktas nagrinėjant ginčą tarp M. Geltl ir „Daimler AG“ dėl galimai pavėluotai atskleistos informacijos apie bendrovės valdybos pirmininko atsistatydinimą, dėl ko investuotojai, įskaitant M. Geltl, teigė patyrę nuostolius. Bundesgerichtshof – Aukščiausiasis Federalinis Teismas, siekdamas išaiškinimo, kreipėsi į ESTT, pateikdamas du prejudicinius klausimus. Pirma, buvo prašoma nustatyti, ar aiškinant informacijos tikslumą reikia atsižvelgti tik į galutinį įvykį (pvz., oficialų sprendimą dėl vadovo atsistatydinimo) ar taip pat į tarpinius proceso etapus (pvz., pirminius sprendimus ir derybas), jei jie gali būti reikšmingi investuotojams ir daryti poveikį finansinių priemonių kainoms. Antra, nacionalinis teismas siekė išsiaiškinti, ar būsimos aplinkybės ar įvykiai gali būti laikomi „pagrįstai galinčiais įvykti“ tik tada, kai jų tikimybė yra dominuojanti arba labai didelė, ar pakanka, kad jų poveikis akcijų kainai būtų reikšmingas. Nagrinėdamas pirmąjį klausimą, ESTT išaiškino, kad ne tik galutinis įvykis ar aplinkybė, bet ir tarpiniai proceso etapai, jei jie jau egzistuoja ir yra susiję su būsimo įvykio atsiradimu, gali būti laikomi tikslia informacija pagal Direktyvas 2003/6 ir 2003/124. Tai reiškia, kad net nebaigti sprendimų priėmimo etapai gali turėti reikšmės rinkos skaidrumui, o jų atskleidimo pareiga gali atsirasti dar prieš priimant galutinį sprendimą.

Atsižvelgiant į naujausią, 2024 m. gruodžio 4 d. galiojančią Reglamento 596/2014, šis ESTT išaiškinimas yra suderintas su šio reglamento 7 str. 3 d. nuostatomis, kurios aiškiai nustato, kad tokia informacija turi būti laikoma viešai neatskleista. Vis dėlto, nepaisant šio teisinio išaiškinimo, išlieka esminė teisinė neapibrėžtis dėl konkrečios informacijos apibrėžties ir tarpinių proceso etapų, kaip VNI, identifikavimo. Naujausia Reglamento 596/2014 17 str. 12 d. redakcija įtvirtina Komisijos įgaliojimus priimti deleguotąjį aktą, kuriame, esant poreikiui, būtų

nustatytas ir periodiškai peržiūrimas nebaigtinis sąrašas įvykių ar aplinkybių, susijusių su užsitęsusiaisiais procesais. Šis teisėkūros pasiūlymas pagal Reglamento 596/2014 38 str. Europos Parlamentui ir Tarybai Komisijos turi būti pateiktas ne vėliau kaip 2028 m. gruodžio 5 d. Šiame pasiūlyme taip pat turėtų būti tiksliai apibrėžtas momentas, kada kiekvienas iš šių įvykių ar aplinkybių laikomas įvykusi ir atitinkamai turi būti atskleistas vadovaujantis Reglamento 596/2014 17 str. 1 d. Tačiau šiuo metu nėra galimybės objektyviai įvertinti, ar minėtas sąrašas iš esmės padės finansų rinkos dalyviams tiksliau identifikuoti momentą, kada VNI ir su ja susiję tarpiniai proceso etapai turi būti paviešinti, ar, priešingai, bus sudaromos galimybės atidėti informacijos atskleidimą. Kadangi šio darbo rašymo metu Komisija dar nėra priėmusi atitinkamo deleguotojo akto ir nėra pateikusi pasiūlymo dėl šio teisės akto, finansų rinkose išlieka teisinis neapibrėžtumas, kuris apsunkina finansų rinkos dalyvių prievolių vykdymą ir kasdienes veiklos procesus.

Antra, vienas iš esminių kriterijų, leidžiančių identifikuoti VNI, yra jos reikšmingas poveikis finansinių priemonių kainai. Šis aspektas yra itin svarbus tiek teisiniame, tiek praktiniame kontekste, nes būtent nuo jo priklauso, ar tam tikra informacija gali būti laikoma viešai neatskleista. Praktikoje kyla sudėtingų klausimų dėl šio poveikio vertinimo subjektyvumo. Investuotojai, remdamiesi VNI, gali ją interpretuoti skirtingai, o jų elgesys gali nulemti nevienodą poveikį rinkai – vienais atvejais informacija gali iš esmės pakeisti finansinių priemonių kainą, o kitais atvejais poveikis gali būti minimalus arba visai nepasireikšti. Tai kelia klausimą, kaip finansų rinkos dalyviai turėtų įvertinti informacijos įtaką kainai ir kokiais kriterijais remiantis jie gali numatyti būsimos informacijos reikšmę rinkai.

Minėta problema buvo nagrinėjama jau aptartame ESTT sprendime byloje *Geltl* (C-19/11), kurioje Vokietijos teismas pateikė prejudicinį klausimą dėl VNI poveikio finansinių priemonių kainai. Teismas teiravosi, ar sąvoka „pagrįstai gali“ reiškia, kad informacija turi būti labai tikėtina arba dominuojančiai tikėtina, kad sukeltų poveikį rinkoje. Kitas svarbus aspektas buvo klausimas, ar būsimos aplinkybės ar įvykiai gali būti laikomi „pagrįstai galinčiais įvykti“, kai tikimybė nėra absoliuti, tačiau jų poveikis finansinių priemonių kainai būtų reikšmingas. ESTT, nagrinėdamas šį klausimą, išaiškino, kad sąvoka „aplinkybės, kurios <...> pagrįstai gali atsirasti arba įvykti, kuris <...> pagrįstai gali įvykti“ reiškia, kad būsimos aplinkybės ar įvykiai gali būti laikomi VNI, kai, remiantis bendru jau turimų įrodymų vertinimu, egzistuoja reali perspektyva, jog šios aplinkybės įvyks. Vis dėlto, ESTT prejudicinio sprendimo 50 ir 56 p. pabrėžiama, kad šios sąvokos nereikėtų aiškinti taip, kad ji apimtų ir reikalavimą atsižvelgti į šių aplinkybių poveikio finansinių priemonių kainoms reikšmingumą. Tai reiškia, kad finansų rinkos dalyviai neturi tiksliai prognozuoti informacijos reikšmingumo, tačiau jie turi įvertinti, ar ji gali turėti įtaką rinkai.

2015 m. kovo 11 d. priimtame ESTT sprendime byloje *Lafonta* (C-628/13) nagrinėtas klausimas dėl VNI įtakos finansinių priemonių kainai. Pagrindinę bylą nagrinėjo Prancūzijos teismas, kuris pateikė prejudicinį klausimą dėl to, ar ES teisės aktai numato reikalavimą, kad informacija, norint ją pripažinti tikslia, turėtų aiškiai parodyti atitinkamų finansinių priemonių kainos pokyčio kryptį. Pagrindinėje byloje nagrinėta ar bendrovės „Wendel SA“, vadovaujamos J.-B. Lafonta, vykdyti bendros gražos apsikeitimo sandoriai (angl. *Total Return Swaps*) (toliau – TRS) sandoriai, susieti su „Saint-Gobain“ akcijomis 2006–2007 m., buvo VNI ir apie jų sudarymą kilo pareiga informaciją atskleisti viešai. J.-B. Lafonta gynėsi, kad informacija gali būti laikoma tikslia tik tuomet, kai aiškiai nurodo finansinių priemonių kainos pokyčio kryptį. Prancūzijos teismas kreipėsi į ESTT, prašydamas išaiškinti, ar Direktyvų 2003/6 ir 2003/124 nuostatos reiškia, kad tiksli informacija gali būti laikoma tik tokia, kuri aiškiai nurodo, ar finansinių priemonių kaina kils, ar kris. ESTT išaiškino, kad tokio reikalavimo nėra – pakanka, jog informacija apskritai turėtų reikšmingą poveikį rinkai, nepriklausomai nuo to, ar ji lemtų kainos kilimą ar kritimą.

Šis ESTT sprendimas yra itin svarbus, nes patvirtina, jog VNI neprivalo turėti aiškiai prognozuojamo poveikio krypties – svarbiausia yra jos įtaka rinkai. Tačiau praktikoje vis dar trūksta aiškos ESTT jurisprudencijos, o priežiūros institucijos nėra pateikusios išsamių gairių, leidžiančių finansų rinkos dalyviams vienareikšmiškai nustatyti, kada tam tikra informacija gali būti laikoma reikšminga finansinių priemonių kainai.

VNI apibrėžimo ir reikšmingo poveikio finansinių priemonių kainai nustatymo problematika išlieka vienu didžiausių iššūkių finansų rinkos dalyviams. Pirma, tiek teisinis reguliavimas, tiek ESTT praktika patvirtina, kad VNI gali apimti ne tik galutinius sprendimus, bet ir tarpinius procesų etapus. Tačiau konkrečių ribų tarp įprastos vidinės informacijos ir VNI nustatymas išlieka subjektyvus ir priklausomas nuo kontekstinių aplinkybių, kas sukelia neapibrėžtumą rinkos dalyviams. Nors ESTT bylose *Geltl* (C-19/11) ir *Lafonta* (C-628/13) išaiškino, kad informacijai nereikia turėti aiškiai prognozuojamos poveikio krypties, o svarbiausia yra pats poveikio egzistavimas, praktikoje vis dar kyla sunkumų identifikuojant, kokiomis aplinkybėmis informacija tampa reikšminga finansinių priemonių kainai. Tai apsunkina rinkos dalyvių gebėjimą tinkamai įgyvendinti informacijos atskleidimo reikalavimus ir sumažinti reguliacinės rizikos poveikį jų veiklai. Nors Komisijai pagal Reglamento 596/2014 17 str. 12 d. suteikti įgaliojimai priimti deleguotąjį aktą, kuris nustatytų konkrečius atvejus, kada informacija laikoma viešai neatskleista, galėtų reikšmingai sumažinti teisinį neapibrėžtumą ir išspręsti šį finansų rinkos dalyviams kylantį iššūkį aiškinant Reglamento 596/2014 nuostatas, tačiau, autorės nuomone, dėl itin dinamiškos finansų rinkų veiklos, reglamentuoti baigtinį sąrašą atvejų kai tam tikri įvykiai laikomi VNI, praktiškai neįmanoma, o kiekvienas atvejis turėtų būti

nagrinėjamas individualiai. Tai gali lemti teisinius ginčus ir rinkos veiklos trikdžius, nes skirtingos priežiūros institucijos gali interpretuoti Reglamento 596/2014 nuostatas nevienodai, taip dar labiau apsunkindamos rinkos dalyvių veiklos atitikties užtikrinimą.

3.2. Pranešimai apie vadovaujamąs pareigas einančių asmenų ir su jais glaudžiai susijusių asmenų sandorius

Reglamento 596/2014 yra santykinai naujas teisės aktas, taikomas valstybėse narėse tiesiogiai nuo 2016 m. liepos 3 d. Nors jis buvo sukurtas siekiant užtikrinti finansų rinkų skaidrumą ir sąžiningumą, jo įgyvendinimas praktikoje kelia daug iššūkių. Viena iš sudėtingiausių reguliavimo sričių – pranešimai apie vadovaujančias pareigas einančių asmenų ir su jais glaudžiai susijusių asmenų sandorių, kurie tampa ypač komplikuoti sudėtingų įmonių struktūrų atveju.

Pagal Reglamento 596/2014 19 str. vadovaujamas pareigas einantis asmuo, taip pat su jais glaudžiai susijęs asmuo privalo pranešti emitentui ar apyvartinių taršos leidimų rinkos dalyviui bei kompetentingai institucijai apie kiekvieną savo labui vykdomą sandorį, susijusį su emitento finansinėmis priemonėmis. Šie pranešimai turi būti pateikiami nedelsiant, bet ne vėliau kaip per tris darbo dienas po sandorio sudarymo. Taip pat Reglamento 596/2014 19 str. 8 d. nustatyta, kad ši prievolė taikoma visiems tolimesniems sandoriams, kai bendra jų vertė per kalendorinius metus pasiekia 20 000 EUR, neatsižvelgiant į užskaitą. Teoriškai šios nuostatos atrodo aiškios ir lengvai įgyvendinamos, tačiau praktikoje kyla daugybė teisinių neaiškumų, susijusių su vadovaujamų pareigų ir glaudžiai susijusių asmenų sąvokomis bei jų taikymu sudėtingose įmonių struktūrose.

Pagal Reglamento 596/2014 3 str. 25 d. vadovaujamas pareigas einantis asmuo apibrėžiamas kaip emitente veikiantis asmuo, apyvartinių taršos leidimų rinkos dalyvis arba kitas 19 str. 10 d. nurodytas subjektas, kuris: a) yra tos organizacijos administracinės vadovybės ar priežiūros organų narys; b) aukščiausio rango vadovas, kuris nėra a punkte nurodytų organų narys, turintis nuolatinę prieigą prie VNI, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusios su ta organizacija, ir įgaliojimus priimti vadovo sprendimus, darančius poveikį tos organizacijos būsimai plėtrai ir verslo perspektyvoms. Pagal to paties straipsnio 26 d. taip pat yra paaiškinta kas yra glaudžiai susijęs asmuo: a) sutuoktinis ar partneris, pagal nacionalinės teisės aktus prilyginamas sutuoktiniui; b) išlaikomas vaikas, kaip nustatyta pagal nacionalinės teisės aktus; c) giminaitis, kuris gyveno kartu bent vienus metus iki atitinkamo sandorio atlikimo dienos; ar d) juridinis asmuo, patikos

fondas³¹ ar partnerystė, kurio vadovaujamas pareigas eina vadovaujamas pareigas einantis asmuo arba a, b ar c papunkčiuose nurodytas asmuo, arba kuris yra tiesiogiai ar netiesiogiai kontroliuojamas tokio asmens arba kuris yra įsteigtas tokio asmens naudai arba kurio ekonominiai interesai iš esmės lygiaverčiai tokio asmens interesams. Tai kur gali kilti teisinė problematika, jei Reglamento 596/2014 nuostatos aiškiai numato kas, kur ir kaip turi pranešti apie sudarytus sandorius?

Praktikoje pasitaiko sudėtingos įmonių struktūros, dėl kurių Reglamento 596/2014 nuostatas tampa sunku taikyti. Pavyzdžiui, įsivaizduokime, kad Jonas Jonaitis yra emitentą valdančios valdymo įmonės UAB „1“ valdybos narys, todėl jis laikomas vadovaujamas pareigas einančiu asmeniu Reglamento 596/2014 prasme. Jis 100% balsų kontroliuoja UAB „2“, kuri turi nekvalifikuotą daugumą (mažiau nei 50%) kito emitento UAB „3“, kuris savo ruožtu turi 100% balsų valdymo įmonėje UAB „1“. Be to, Jonas Jonaitis yra UAB „3“ vadovas ir yra sudaręs ilgalaikės bendrovės valdymo politikos sutartį su UAB „3“ akcininkais, pavyzdžiui Vertybinių popierių įstatymo 16 str. 1 d. 2 p. prasme šie balsai skaičiuojami kartu. Kyla klausimas, ar Jonas Jonaitis gali būti laikomas asmeniu, kuris kontroliuoja UAB „1“, ar ši įmonė turėtų būti laikoma su juo glaudžiai susijusiu asmeniu ir ar jis privalo pranešti apie visų šių įmonių sandorius pagal Reglamento 596/2014 19 str.?

Vienas iš pagrindinių šios problemos šaltinių – Reglamento 596/2014 3 str. 26 d. d) p. vartojamas terminas „kuris yra tiesiogiai ar netiesiogiai kontroliuojamas tokio asmens“. Ši formulė nėra iki galo aiški, nes nėra aišku, kokiais kriterijais remiantis turėtų būti nustatoma netiesioginė kontrolė, todėl turi būti remiamasi nacionaliniais teisės aktais. Kadangi Reglamento 596/2014 pavartota „netiesioginės kontrolės“ sąvoka nėra detalai apibrėžta, o šis reglamentas nedetalizuoja šio kriterijaus nustatymo tvarkos, praktikoje neišvengiamai tenka remtis nacionaliniais teisės aktais, kurie padeda identifikuoti, kokiais atvejais tokia kontrolė laikytina egzistuojančia.

Nagrinėjant Lietuvos Respublikos reglamentavimą Vertybinių popierių įstatymo 2 str. 17 p. numatyta, kad kontroliuojama įmonė – įmonė, kurioje: 1) fizinis ar juridinis asmuo turi daugiau kaip pusę visų balsavimo teisių; arba 2) fizinis ar juridinis asmuo turi teisę paskirti arba atleisti daugiau kaip pusę administravimo, valdymo arba priežiūros organų narių ir kartu yra šios įmonės akcininkas arba narys; arba 3) fizinis ar juridinis asmuo yra akcininkas arba narys ir vienas kontroliuoja daugumą akcininkams arba nariams priklausančių balsavimo teisių atitinkamai pagal susitarimą su kitais tos įmonės akcininkais arba nariais; arba 4) fizinis ar

³¹ Patikos fondas (angl. *trust fund*) – juridinis subjektas, kuriam priklauso nurodyto asmens (ar asmenų) naudai perduotas tam tikras turtas (asmens, įmonės ar jų grupės) ir kuris valdo turtą to naudos gavėjo (ar gavėjų) naudai. Patikos fondas nėra nei įmonė, nei turtas, tačiau pagal ESTT išaiškinimą jis gali būti prilygintas juridiniam asmeniui. (Visuotinė Lietuvių enciklopedija)

juridinis asmuo turi galimybę pasinaudoti arba naudojasi vyraujančia įtaka arba kontrole. Jonas Jonaitis neatitinka 1) įstatymo dalies UAB „1“ įmonės atžvilgiu, kadangi yra vienas iš 3 valdybos narių, kurie priima sprendimus ir neturi tiesioginės kvalifikuotos balsų daugumos priimant sprendimus dėl UAB „1“. Įstatymo 2) dalis galėtų būti tenkinama, nes Jonas Jonaitis yra įmonės UAB „3“ vadovas, kuris gali priimti sprendimus dėl įmonės UAB „1“ valdybos narių paskyrimo / atleidimo, tačiau tarkime, kad tai daro pagal įmonės UAB „3“ suteiktą mandatą, o ne savo nuožiūra, todėl ši dalis netaikytina. Jonas Jonaitis teisiškai neatitinka ir Vertybinių popierių įstatymo 2 str. 17 p. 3) d., kadangi su UAB „3“ akcininkais yra sudaręs sutartį dėl ilgalaikės bendrovės valdymo politikos, kurioje nėra nuostatų dėl sutarties šalių naudojimosi tiesiogiai turimais balsais kitose su įmone UAB „3“ susijusiose įmonėse (įskaitant įmonę UAB „1“), todėl šis dalis taip pat netaikytina. Vertybinių popierių įstatymo 2 str. 17 p. 4) d. prasme Jonas Jonaitis pagal turimas hipotetines aplinkybes taip pat neturi galimybės pasinaudoti vyraujančia įtaka ar kontrole. Jono Jonaičio atveju nėra aišku, ar UAB „1“ iš tikrųjų patenka į glaudžiai su Jonu Jonaičiu susijusių asmenų sąvoką. Kadangi jis neturi kvalifikuotos balsų daugumos ir negali savarankiškai priimti sprendimų, teisiškai gali būti ginčijamas šis aspektas. Dėl šio neapibrėžtumo kyla rizika, kad finansų rinkos dalyviai privalės pateikti perteklinę informaciją apie sandorius arba, priešingai, dėl netikslaus Reglamento 596/2014 taikymo gali neįvykdyti savo teisinės prievolės. Verta paminėti, kad UAB „1“ yra valdymo įmonė, kuri patikėjimo teise dažniausiai valdo fondus, o aiškinant šį teisinį neaiškumą gali susidaryti įspūdis, kad iš esmės galėtų kilti pareiga pranešti ir apie visus UAB „1“ valdomų fondų sudaromus sandorius.

Tokių itin sudėtingų struktūrų įmonių grupių priežiūros institucijos dažniausiai nenagrinėja individualiai, nes jų veiklos pobūdis ir valdymo mechanizmai gali būti labai specifiniai, priklausantys nuo skirtingų jurisdikcijų teisinių reguliavimų. Nors Reglamento 596/2014 62 konstatuojamoje dalyje numatyta, kad valstybių narių kompetentingos institucijos turi užtikrinti priežiūros veiksmingumą ir joms turi būti suteikiami atitinkami įgaliojimai, jos vengia pateikti individualizuotus išaiškinimus, siekdamos nenustatyti precedentų rinkoje, kurie bus taikomi netinkamai kitose finansų rinkos dalyvių struktūrose. Dėl šios priežasties finansų rinkos dalyviai dažnai yra priversti pasitelkti išorinius teisininkus, konsultantus ar atitikties specialistus, siekdami užtikrinti, kad jų veikla atitiktų tiek Reglamento 596/2014, tiek nacionalinės teisės reikalavimus. Tačiau net ir gavus teisinės konsultacijas, išlieka rizika, kad dėl skirtingų interpretacijų gali kilti neatitikimų arba nesutarimų su priežiūros institucijomis, kurios savo praktikoje ne visada laikosi vienodų standartų.

Kita vertus, institucijų pasyvumas gali sukurti teisinio neapibrėžtumo situaciją, kurioje finansų rinkos dalyviai, siekdami išvengti bet kokių reguliacinių rizikų, priversti laikytis

konservatyvesnio požiūrio ir imtis perteklinių atitikties veiksmų. Tai reiškia, kad įmonės dažnai renkasi atskleisti daugiau informacijos nei būtina, vykdo išsamesnę vidinę kontrolę ir taiko griežtesnes atitikties procedūras, kad tik išvengtų galimų teisinių pasekmių. Toks atsargumo principo taikymas gali padidinti administracinę naštą, sukurti papildomų operacinių kaštų ir sumažinti veiklos lankstumą, ypač mažesnėms ar vidutinio dydžio įmonėms.

Ši problema ypač opi valdymo įmonėms, kurios veikia sudėtingose struktūrose ir valdo daugybę susijusių subjektų (pvz., fondų ar dukterinių įmonių). Tokiais atvejais gali būti neaišku, kurios įmonės ar subjektai laikytini glaudžiai susijusiais asmenimis pagal Reglamento 596/2014 3 str. 26 d., o kurios – ne. Be to, skirtingose ES valstybėse narėse gali būti taikomos skirtingos priežiūros praktikos, dėl ko atsiranda nevienoda Reglamento 596/2014 taikymo praktika skirtingose jurisdikcijose. Šis reguliacinio aiškumo trūkumas ne tik didina teisinę riziką, bet ir gali neigiamai paveikti įmonių sprendimus dalyvauti finansų rinkose, ypač tais atvejais, kai kyla abejonių dėl Reglamento 596/2014 taikymo tikslumo.

Atsižvelgiant į šią problematiką, autorės nuomone, būtų tikslinga, kad ES priežiūros institucijos, tokios kaip ESMA, inicijuotų aiškesnių gairių parengimą dėl vadovų sandorių raportavimo sudėtingose įmonių struktūrose. Tai leistų sumažinti neapibrėžtumą, palengvinti Reglamento 596/2014 taikymą ir užtikrinti, kad finansų rinkos dalyviai nebūtų apkrauti administracine našta. Kol kas tokios gairės nėra priimtos, todėl įmonės ir toliau susiduria su būtinybe pačioms interpretuoti Reglamento 596/2014 reikalavimus, kas gali lemti skirtingus požiūrius ir galimus reguliacinius ginčus.

Atsižvelgiant į tai, kad Reglamento 596/2014 nuostatų taikymas praktikoje kelia reikšmingų neaiškumų ir teisinės rizikos, autorė siūlytų imtis priemonių, galinčių pagerinti reglamento taikymą nacionaliniu ir ES lygmeniu. Pirmiausia, nacionalinė priežiūros institucija – Lietuvos bankas – galėtų inicijuoti gairių ar praktinių rekomendacijų rengimą, kurios paaiškintų, kaip interpretuoti netiesioginę kontrolę bei nustatyti glaudžiai susijusius asmenis kompleksinėse struktūrose. Toks nacionalinis aiškinimas, net ir esant tiesioginio taikymo ES teisės aktui, galėtų padėti suvienodinti praktikos taikymą bent jau Lietuvos jurisdikcijoje. Taip pat atsižvelgiant į tai, kad šis neapibrėžtumas yra aktualus ne tik Lietuvoje, bet ir kitose ES šalyse, Lietuvos priežiūros institucija galėtų inicijuoti ESMA ar Komisijos lygmens diskusiją, kurios tikslas – parengti konkrečias, vienodai taikomas metodologines gaires dėl pranešimų apie sandorius teikimo esant netiesioginei kontrolei. Be kita ko siekiant išvengti skirtingų interpretacijų ir teisinio neapibrėžtumo, tikslinga svarstyti ir Reglamento 596/2014 peržiūrą – ypač apibrėžimų, susijusių su „netiesiogine kontrole“ bei „glaudžiai susijusiais asmenimis“, aspektu. Tokia peržiūra galėtų būti grindžiama jau atliktų konsultacijų (pvz., 2021 m. EK konsultacijų) rezultatais, atspindinčiais finansų rinkos dalyvių poreikius.

3.3.Sankcijų už Reglamento 596/2014 pažeidimus taikymo problematika ir poveikis finansų rinkos dalyviams

Vienas esminių iššūkių, su kuriais susiduria finansų rinkos dalyviai, įgyvendindami Reglamento 596/2014, yra administracinių ir baudžiamųjų sankcijų grėsmė. Šio reglamento 30 str. įtvirtintos griežtos administracinės sankcijos už prekybą vertybiniais popieriais pasinaudojant VNI, manipuliavimą rinka, VNI atskleidimą bei kitus pažeidimus, o sankcijų dydis, remiantis šio darbo 2 lentelėje (3.3. skyriaus 2 lentelė) nurodytais duomenimis, gali siekti net keliasdešimt milijonų eurų. Ši griežta atsakomybė veikia kaip svarbus atgrasomasis veiksnys finansų rinkos dalyviams, kurie, vengdami patekimo į Reglamento 596/2014 reguliavimo apimtį ir siekdami išvengti potencialių sankcijų, sąmoningai riboja savo veiklą finansų rinkoje. Tokį finansų rinkos dalyvių požiūrį patvirtina ir 2024 m. spalio 23 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamento (ES) 2024/2809, kuriuo iš dalies keičiami reglamentai (ES) 2017/1129, (ES) Nr. 596/2014 ir (ES) Nr. 600/2014, siekiant viešąsias kapitalo rinkas Sąjungoje padaryti patrauklesnes įmonėms ir sudaryti palankesnes sąlygas mažosioms bei vidutinėms įmonėms gauti kapitalo (toliau – Reglamentas 2024/2809), 80 konstatuojamoji dalis, kurioje pažymima, kad rizika netyčia pažeisti informacijos atskleidimo reikalavimus ir dėl to kylančios administracinės sankcijos yra reikšmingas veiksnys, atgrasantis įmones nuo siekio įtraukti savo finansines priemones į reguliuojamos rinkos prekybos sąrašus. Atsižvelgdama į šią problematiką, Komisija pasiūlė sprendimą, pateikdama Reglamento 596/2014 pakeitimus. Nuo 2024 m. gruodžio 4 d. įsigaliojusi nauja Reglamento 596/2014 redakcija, pakeista Reglamentu 2024/2809, įtvirtina naują, proporcingesnę sankcijų nustatymo tvarką, pagal kurią sankcijų dydžiai apskaičiuojami atsižvelgiant į juridinio asmens bendrą metinę apyvartą. Šiame darbe anksčiau (2.1. skyriaus 1 lentelėje) pateikti sankcijų dydžiai, galiojo iki 2024 m. gruodžio 4 d., ir šiuo metu yra pakitę. Autorės parengtoje lentelėje nurodoma apibendrinta informacija remiantis pasikeitusia sankcijų skyrimo tvarka už atitinkamus Reglamento 596/2014 pažeidimus.

2 lentelė. Pagal 2024 m. gruodžio 4 d. Reglamento 596/2014 redakciją nustatyti administracinių sankcijų dydžiai

Reglamento 596/2014 straipsniai	Administracinės piniginių sankcijos dydis fiziniams asmenims	Administracinės piniginių sankcijos dydis juridiniams asmenims
Už 14 ir 15 str. pažeidimus – draudimą prekiauti vertybiniais popieriais	Iki 5 000 000 eurų.	15% bendros juridinio asmens metinės apyvartos pagal paskutines turimas valdymo organo patvirtintas finansines ataskaitas arba 15 000 000 eurų.

naudojantis VNI ir neteisėtą VNI atskleidimą.		
Už 16 str. pažeidimus – netinkamą finansų rinkos dalyvių veiksmingų priemonių kovai su piktnaudžiavimu rinka nustatymą.	Iki 1 000 000 eurų.	2 % bendros juridinio asmens metinės apyvartos pagal paskutines turimas valdymo organo patvirtintas finansines ataskaitas arba 2 500 000 EUR.
Už 17 str. pažeidimus – netinkamą VNI atskleidimo proceso įgyvendinimą.	Iki 1 000 000 eurų.	2% jo bendros metinės apyvartos pagal paskutines turimas valdymo organo patvirtintas finansines ataskaitas. Jei kompetentingos institucijos mano, kad administracinės sankcijos suma, pagrįsta bendra metine apyvarta, būtų neproporcingai maža, kiek tai susiję su 31 str. 1 d. a, b ir d–h p. nurodytomis aplinkybėmis, valstybės narės užtikrina, kad tokios institucijos galėtų nustatyti administracines sankcijas, kurių dydis būtų bent 2 500 000 EUR. Jei juridinis asmuo yra mažoji ar vidutinė įmonė (toliau – MVI), valstybės narės gali užtikrinti, kad tokios institucijos galėtų, kaip alternatyvą, nustatyti administracines sankcijas, kurių dydis būtų bent 1 000 000 EUR.
Už 18 ir 19 str. pažeidimus – VNI turinčių asmenų sąrašų ir vadovų sandorių vedimą, sąrašų sudarymą, pranešimus ir kitų prievolių įgyvendinimą.	Iki 500 000 eurų.	0,8 % jo bendros metinės apyvartos pagal paskutines turimas valdymo organo patvirtintas finansines ataskaitas. Jei kompetentingos institucijos mano, kad administracinės sankcijos suma, pagrįsta bendra metine apyvarta, būtų neproporcingai maža, kiek tai susiję su 31 str. 1 d. a, b ir d–h p. nurodytomis aplinkybėmis, valstybės narės užtikrina, kad tokios institucijos galėtų nustatyti administracines sankcijas, kurių dydis būtų bent 1 000 000 EUR. Jei juridinis asmuo yra MVI, valstybės narės gali užtikrinti, kad tokios institucijos galėtų, kaip alternatyvą, nustatyti administracines sankcijas, kurių dydis būtų bent 400 000 EUR.
Už 20 str. pažeidimus – rekomendacijų dėl investicijų ir statistikos netinkamą įgyvendinimą.	Iki 500 000 eurų.	0,8 % jo bendros metinės apyvartos pagal paskutines turimas valdymo organo patvirtintas finansines ataskaitas arba 1 000 000 EUR.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis: Reglamento 596/2014 (OL L 173, 2014, p.1-68) 2024 m. gruodžio 4 d. redakcija.

Reglamento 596/2014 pakeitimais įtvirtinta naujojo sankcijų skyrimo tvarka yra reikšminga tuo, kad ankstesnėje redakcijoje numatytos sankcijos ne visuomet atitiko proporcingumo

principą, ypač MVĮ atžvilgiu. Kaip pažymima ir Reglamento 2024/2809 80 konstatuojamojoje dalyje, naujai nustatyti sankcijų dydžiai labiau atitinka proporcingumo principą, o toks proporcingumo principo įtvirtinimas atliepia ilgalaikį poreikį užtikrinti, kad mažosios ir vidutinės įmonės nebūtų neproporcingai apkrautos itin didelėmis sankcijomis. Vis dėlto kol kas nėra pakankamai praktinių duomenų, leidžiančių įvertinti, kiek naujieji pakeitimai iš tiesų sumažins sankcijų poveikį ir pagerins finansų rinkos dalyvių dalyvavimo finansų rinkoje sąlygas, todėl šiame darbe bus vadovaujamasi iki 2024 m. sausio 9 d. Reglamento 596/2014 redakcijos nuostatomis ir anksčiau darbe (2.1. skyriaus 1 lentelėje) pateiktais sankcijų dydžiais.

Be administracinių sankcijų, kurios yra pagrindinė Reglamento 596/2014 įgyvendinimo užtikrinimo priemonė, finansų rinkos dalyviai taip pat susiduria su baudžiamąja atsakomybe už sunkiausius pažeidimus. Atkreiptinas dėmesys į tai, kad pastaroji atsakomybė už tyčinius rinkos manipuliavimus, prekybą pasinaudojant VNI bei kitus sunkius piktnaudžiavimo atvejus reglamentuojama specialiaame ES teisės akte – 2014 m. balandžio 16 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų už manipuliavimą rinka (manipuliavimo rinka direktyva) (toliau – Direktyva 2014/57). Tokiu būdu ši direktyva papildo bendrą sankcijų sistemą, užtikrindama dar didesnę prevencinį poveikį rinkos dalyviams ir skatindama juos laikytis skaidrios bei sąžiningos veiklos principų. Griežtesnis reguliavimas taip pat verčia finansų rinkos dalyvius investuoti į pažangias atitikties užtikrinimo priemones, tokias kaip nuolatinė vidaus kontrolė, darbuotojų mokymai ir rizikos valdymo strategijos, kurios lemia didesnes veiklos sąnaudas ir gali apsunkinti jų dalyvavimą finansų rinkose.

Svarbu pažymėti, kad administracinių sankcijų taikymo praktika ES nėra vienoda ir skiriasi pagal nacionalines priežiūros institucijas. Naujausią informaciją apie finansų rinkos dalyviams skirtas sankcijas pateikia 2024 m. spalio 11 d. ESMA išleista ataskaita Nr. ESMA43-1527801302-1333³² (toliau – Ataskaita2), kurioje apžvelgiamos įvairių teisės aktų, įskaitant Reglamentą 596/2014, Direktyvą 2014/65, 2011 m. birželio 8 d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvą Nr. 2011/61/ES dėl alternatyvių investavimo fondų valdytojų bei kitus susijusius reglamentus, pažeidimų pagrindu skirtos sankcijos.

Ataskaitos2 14 p. nurodoma, kad didžiausia bendra administracinių sankcijų suma 2023 m. (45 946 421 EUR) ir didžiausias administracinių sankcijų skaičius (299 sankcijos) buvo skirta už Reglamento 596/2014 pažeidimus. Šie duomenys patvirtina, kad Reglamento 596/2014 nuostatų nesilaikymas vis dar išlieka opia problema finansų rinkose.

³² 2024 m. spalio 11 d. Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos ataskaita Nr. ESMA43-1527801302-1333 „Sanctions and measures imposed under AIFMD, BMR, CSDR, EUCPR, EMIR, MAR, MiCA, MiFID II - MiFIR, PR, SFTR and UCITS in 2023“.

Remiantis Ataskaitos2 56 p., už Reglamento 596/2014 pažeidimus 2023 m. buvo skirtos 94 sankcijos juridiniams asmenims ir 129 sankcijos fiziniams asmenims. Kaip pažymima Ataskaitos2 57 punkte, daugiausia sankcijų buvo pritaikyta už šių Reglamento 596/2014 straipsnių pažeidimus: 14 str. (prekyba pasinaudojant VNI ir neteisėtas jos atskleidimas), 17 str. (emitento pareiga kuo greičiau atskleisti VNI), 19 str. (vadovaujančias pareigas einančių asmenų ir su jais glaudžiai susijusių asmenų pranešimai apie jų sandorius) bei 15 str. (manipuliavimas rinka).

Ataskaitos2 20 p. pateikta istorinė statistika rodo, kad 2013–2023 m. laikotarpiu didžiausia bendra administracinių sankcijų suma, siekianti 212 167 889 EUR, taip pat buvo skirta už Reglamento 596/2014 pažeidimus³³. Be to, Ataskaitoje2 pateikti 8 ir 9 paveikslėlių duomenys leidžia analizuoti sankcijų dydžių pokyčius per pastaruosius kelerius metus. Pagal šių paveikslėlių duomenis 2019 m. už Reglamento 596/2014 pažeidimus buvo skirtos 279 administracinės sankcijos, kurių bendra suma viršijo 80 000 000 EUR, o 2023 m. sankcijų skaičius išaugo iki 299, tačiau bendra jų suma sumažėjo iki maždaug 45 000 000 EUR. Vertinant šiuos duomenis finansų rinkos dalyvių požiūriu, galima pastebėti, kad sankcijų dydžiai sumažėjo beveik perpus, tačiau pažeidimų skaičius išliko stabilus. Finansų rinkos dalyviai gali suvokti šią tendenciją kaip tam tikrą reguliavimo pokytį, tačiau išlieka klausimas, ar mažesnės sankcijos nesumažins prevencinio jų poveikio.

Nagrinėjant Ataskaitos2 duomenis pastebima, kad skirtingose valstybėse narėse sankcijų taikymo praktika ir jų dydžiai yra nevienodi. Ataskaitos2 59 p. pateikti duomenys rodo, kad didžiausios suminės sankcijų sumos už Reglamento 596/2014 pažeidimus buvo skirtos Prancūzijoje (31 720 000 EUR), Nyderlanduose (5 000 000 EUR) ir Vokietijoje (2 152 000 EUR). Be to, Ataskaitos2 61 p. nurodoma, kad iš viso per 2023 m. buvo skirta 76 baudžiamosios sankcijos už Reglamento 596/2014 pažeidimus, iš kurių reikšmingiausia suma (14 904 080 EUR) taip pat buvo skirta Prancūzijoje, daugiausia už Reglamento 596/2014 14 ir 15 str. pažeidimus. Ypač reikšmingos sankcijos buvo taikytos už šio reglamento 15 str. (draudimas manipuluoti rinka) pažeidimus Prancūzijos finansų rinkoje – šioje valstybėje buvo skirtos dvi didžiausios piniginių sankcijos. Remiantis šiais duomenimis, galima daryti išvadą, kad būtent minėtose valstybėse buvo skirtos didžiausios individualios sankcijos. Prancūzijoje buvo pritaikyta kiek daugiau nei 10 sankcijų ir poveikio priemonių, Nyderlanduose – 1–3, o Vokietijoje – 6–7. Vidutiniškai vienam finansų rinkos dalyviui skirta sankcija Prancūzijoje siekė apie 3 000 000 EUR, Nyderlanduose – 2 000 000 EUR, Vokietijoje – apie 360 000 EUR. Tai

³³ ESMA Ataskaitoje2 atkreipia dėmesį, kad 2022 metais nebuvo teiktas prioritetas nei administracinio, nei baudžiamojo pobūdžio sankcijų skyrimui finansų rinkos dalyviams už šiuos pažeidimus, todėl tikroji sankcijų suma galėtų būti dar didesnė.

rodo, kad nors Italija ir Švedija pirmavo pagal sankcijų skaičių (atitinkamai 75 ir 35 sankcijos), bendras joms skirtų sankcijų dydis, remiantis Ataskaitos 2.25 pav. (Bendra valstybių narių paskirtų administracinių sankcijų suma pagal Reglamentą 596/2014 2023 m.), nesiekė 5 mln. EUR. Atsižvelgiant į tai toliau darbe bus nagrinėjami konkretūs Prancūzijoje ir Vokietijoje priimti sprendimai dėl sankcijų skyrimo už Reglamento 596/2014 pažeidimus.

Prancūzijoje už Reglamento 596/2014 pažeidimus sankcijas skiria finansų rinkų institucijos (toliau – AMF) vykdymo komitetas, kurį sudaro teisėjai ir finansų rinkos reguliavimo profesionalai, turintys plačius įgaliojimus priimti sprendimus. Šis AMF vykdymo komitetas turi teisę skirti sankcijas bet kuriam finansų rinkos dalyviui, kurio veikla prieštarauja teisės aktams. Be to, AMF vykdymo komitetas savo oficialioje internetinėje svetainėje³⁴ skelbia skirtas sankcijas finansų rinkos dalyviams, todėl toliau bus išanalizuotos trys publikacijos, atspindinčios konkrečius atvejus ir skirtų sankcijų dydžius bei priežastis.

2023 m. vasario 6 d. AMF viešai pranešė apie administracinių sankcijų skyrimą dešimčiai finansų rinkos dalyvių³⁵. Skirtų sankcijų dydis svyravo nuo 5 000 iki 1 000 000 EUR, o pažeidimai **padaryti vykdant prekybą pasinaudojant VNI**. Be to, vienam juridiniam asmeniui papildomai buvo skirta 350 000 EUR sankcija už netinkamą VNI žinančių asmenų sąrašo administravimą. Tyrimo metu nustatyta, kad pažeidimas susijęs su 2018 m. rugsėji įvykusi sandomiu, kai bendrovė „Swiss Life Group“ inicijavo derybas su „Ovalto“ dėl jos patronuojamos nekilnojamojo turto bendrovės „Terreis“, veikiančios Paryžiuje, įsigijimo. Nustatyta, kad aštuoni fiziniai ir du juridiniai asmenys, turėdami prieigą prie dviejų VNI elementų, vykdė neteisėtus sandorius finansų rinkoje. Dėl šių pažeidimų sankcijos skirtos 11 subjektų. Po šių sankcijų paskyrimo dauguma asmenų ir įmonių, kuriems skirtos sankcijos, pateikė apeliacinius skundus dėl AMF vykdymo komiteto 2023 m. sausio 30 d. sprendimo. Apeliacijos buvo pateiktos Paryžiaus apeliaciniam teismui, siekiant ginčyti priimtus sprendimus ir skirtas sankcijas, tačiau viešai prieinamos informacijos apie galutinį apeliacinio proceso rezultatą nėra. Be to, trys asmenys pateikė atskirus prašymus dėl sprendimo vykdymo sustabdymo, tačiau Paryžiaus apeliacinio teismo pirmininko įgaliotas teisėjas 2023 m. lapkričio 15 d. nutartimis šiuos prašymus atmetė, palikdamas AMF vykdymo komiteto sprendimą galioti.

³⁴ Prancūzijos finansų rinkų institucijos (pranc. *Autorité des marchés financiers*) internetinis puslapis. Prieiga per internetą: https://www.amf-france.org/en/recherche/resultat?conditions%5Bdate_publication_debut%5D=1672527600&conditions%5Bdate_publication_fin%5D=1704063599&conditions%5Bsort%5D%5Bfield%5D=date&conditions%5Bsort%5D%5Bsort%5D=DESC&facets%5Bobsolete%5D=1&form=global&key=Sanctions%20%20%20settlements&sort%5Bfield%5D=date&sort%5Bsort%5D=DESC&page=0

³⁵ 2023 m. vasario 6 d. Prancūzijos finansų rinkų institucijos (pranc. *Autorité des marchés financiers*) naujienu publikacija „*The AMF Enforcement Committee fines three legal entities and eight individuals for insider dealing breaches and failure to maintain and update insider lists*“ internetiniame puslapyje.

2023 m. kovo 20 d. AMF savo internetiniame puslapyje paskelbė viešą pranešimą apie dar vieną piktnaudžiavimo rinka atvejį, **susijusį su VNI panaudojimu siekiant asmeninės finansinės naudos**³⁶. 2023 m. kovo 13 d. priimtu sprendimu AMF vykdymo komitetas skyrė 700 000 EUR administracinio pobūdžio sankciją Arthur Bonnefoy, kuris, užimdamas konsolidavimo direktoriaus pareigas, dviem skirtingais laikotarpiais pasinaudojo VNI priimdamas investicinius sprendimus. Remiantis tyrimo išvadomis, Arthur Bonnefoy nustatė, kad į biržos prekybos sąrašus įtrauktos bendrovės finansiniai rezultatai bus geresni nei prognozuota, remdamasis finansų analitikų vertinimais ir įsigijo į biržos prekybos sąrašus įtrauktos bendrovės išvestinių finansinių priemonių, pasinaudodamas VNI. Visus įsigytus vertybinius popierius jis pardavė jau kitą dieną po sandorių sudarymo, iš šių neteisėtų veiksmų gaudamas 342 344 EUR finansinės naudos. Viešai prieinamos informacijos apie tai ar A. Bonnefoy pasinaudojo apeliacijos teise nėra.

2023 m. rugsėjo 15 d. AMF viešai paskelbė apie manipuliavimo rinka atvejį ir už jį skirtas sankcijas³⁷. 2023 m. rugsėjo 7 d. priimtu sprendimu AMF vykdymo komitetas skyrė bendrovei „Rallye“ 25 000 000 EUR sankciją, o Franck Hattab – 1 000 000 EUR sankciją **dėl melagingos ar klaidinančios informacijos skleidimo**, kuri galėjo lemti neįprastus ar dirbtinius vienos ar kelių finansinių priemonių kainos pokyčius. AMF vykdymo komitetas nustatė, kad nuo 2018 m. kovo 8 d. iki 2019 m. gegužės 5 d. per keturiolika skirtingų komunikacijos kanalų buvo skleidžiama klaidinanti informacija apie „Rallye“ finansinę būklę, įskaitant 2017 m. ir 2018 m. metinius finansinius rezultatus bei 2018 m. pusmečio rezultatus. Tyrimo metu paaiškėjo, kad bendrovė pateikė iškreiptą savo finansinės padėties vaizdą, siekdama sustiprinti investuotojų pasitikėjimą. Nors oficialiuose pranešimuose bendrovės likvidumas³⁸ buvo apibūdinamas kaip „tvirtas“ ar „labai tvirtas“, komitetas nustatė, jog įmonės finansinė padėtis faktiškai buvo tiesiogiai priklausoma nuo kazino akcijų kainų, kurios buvo itin nepastovios ir jų kritimas buvo reikšmingesnis nei viešai skelbtuose finansiniuose dokumentuose. AMF vykdymo komitetas konstatavo, kad būtent dėl šios klaidinančios informacijos apie bendrovės finansinę situaciją jos akcijų kaina rinkoje buvo palaikoma aukštesniame lygyje nei ji būtų buvusi skaidriai atskleidus tikrąją įmonės būklę. Be to, AMF vykdymo komitetas pripažino, kad bendrovė „Rallye“ žinojo apie šios informacijos klaidinantį pobūdį. Po šio sprendimo „Rallye“ ir Franck

³⁶ 2023 m. kovo 20 d. Prancūzijos finansų rinkų institucijos (pranc. *Autorité des marchés financiers*) naujienų publikacija „*The AMF Enforcement Committee fines the head of consolidation of a listed company for insider dealing*“ internetiniame puslapyje.

³⁷ 2023 m. rugsėjo 15 d. Prancūzijos finansų rinkų institucijos (pranc. *Autorité des marchés financiers*) naujienų publikacija „*The AMF Enforcement Committee fines Rallye and its chief executive officer, Franck Hattab, for market manipulation*“ internetiniame puslapyje.

³⁸ Likvidumas – įmonės gebėjimas turimomis mokėjimo priemonėmis įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus. (Visuotinė lietuvių enciklopedija)

Hattab pateikė apeliacinius skundus Paryžiaus apeliaciniam teismui, tačiau vėliau jie savo skundus atsiėmė, todėl AMF vykdymo komiteto skirtos sankcijos liko galioti be pakeitimų.

Šie trys konkretūs atvejai iliustruoja griežtą AMF vykdymo komiteto požiūrį į VNI ir manipuliavimą rinka. Priimti sprendimai rodo tiek fizinių, tiek juridinių asmenų atsakomybės užtikrinimą, siekiant išlaikyti rinkos skaidrumą ir užkirsti kelią nesąžiningai konkurencijai. Sankcijų diferencijavimas atsižvelgiant į pažeidimo pobūdį ir mastą atskleidžia individualizuotą požiūrį į kiekvieną teisės pažeidimą, tuo pačiu pabrėžiant prevencinį sankcijų vaidmenį finansų rinkoje.

Pažymėtina, kad skiriamos sankcijos nėra simbolinės – jų dydis patvirtina, kad tiek juridiniai, tiek fiziniai asmenys gali susidurti su reikšmingomis finansinėmis pasekmėmis už Reglamento 596/2014 nuostatų pažeidimus. Tai gali turėti platesnių padarinių finansų rinkos dalyvių elgsenai, ypač kalbant apie jų sprendimus dalyvauti reguliuojamose rinkose ar įtraukti savo įmonių vertybinius popierius į prekybos sąrašus. „Rallye“ ir Franck Hattab atvejis ypač akivaizdžiai parodo, kaip finansų rinkos dalyviai gali tiesiogiai ar netiesiogiai paveikti investuotojų sprendimus, siekdami sukurti palankesnę įvaizdį apie jų valdomas finansines priemones. Tokie atvejai taip pat atskleidžia, kad kartais net ir nesąmoningas ar netinkamas Reglamento 596/2014 įgyvendinimas gali sukelti reikšmingas teisesines pasekmes. Taigi, Prancūzijos patirtis parodė, kad sankcijos už piktnaudžiavimą rinka gali būti itin griežtos ir paveikti atskirus rinkos dalyvius.

Remiantis Ataskaitos² duomenis 2023 m. Vokietijoje buvo skirtos 6–7 sankcijos, kurių bendra vertė viršijo 2 000 000 eurų, todėl Vokietija buvo viena iš didžiausias sankcijas pagal Reglamentą 596/2014 pritaikiusių valstybių narių. Norint įvertinti, ar panašios tendencijos matomos ir kitose ES valstybėse narėse toliau darbe bus nagrinėjama kokie pažeidimai dažniausiai fiksuojami ir kokio pobūdžio sankcijos buvo skiriamos Vokietijos rinkos dalyviams 2023 m.

Vokietijos federalinė finansų priežiūros institucija (toliau – BaFin), turinti įgaliojimus skirti sankcijas finansų rinkos dalyviams už Reglamento 596/2014 pažeidimus, kaip ir AMF vykdymo komitetas, reguliariai skelbia informaciją apie finansų rinkos dalyviams skirtas sankcijas.³⁹

2023 m. balandžio 19 d. BaFin paskelbė pranešimą, kuriame informavo, kad 2023 m. kovo 20 d. įmonei „Mynaric AG“ buvo skirta 150 000 eurų administracinė sankcija⁴⁰. Ši sankcija buvo pritaikyta **dėl Reglamento 596/2014 17 str. 1 d. pažeidimo, kuris įpareigoja emitentus**

³⁹ Vokietijos federalinės finansų priežiūros institucijos (vok. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) internetinis puslapis.

⁴⁰ 2023 m. balandžio 19 d. Vokietijos federalinės finansų priežiūros institucijos (vok. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) pranešimas „Mynaric AG: BaFin imposes administrative fine“.

nedelsiant atskleisti VNI, tiesiogiai susijusią su jų veikla. Tyrimo metu nustatyta, kad „Mynaric AG“ nesilaikė šios pareigos ir užlaikė informacijos atskleidimą, taip pažeisdama Reglamento 596/2014 reikalavimus. Kaip pažymima BaFin pranešime, savalaikis VNI atskleidimas yra esminis rinkos skaidrumo užtikrinimo elementas. Toks reikalavimas svarbus siekiant išvengti situacijų, kai informacijos turėtojai gali pasinaudoti ja savo naudai, bei apsaugoti investuotojus nuo galimai klaidinančios informacijos, kuri gali turėti įtakos jų investiciniams sprendimams. Nors pagal galiojančius teisės aktus BaFin galėjo skirti iki 2,5 mln. EUR arba 2 % įmonės metinės apyvartos dydžio sankciją, buvo nuspręsta taikyti mažesnę – 150 000 EUR – sankciją. Šis sprendimas yra galutinis ir galiojantis, todėl įmonė privalo jį įvykdyti.

2023 m. balandžio 21 d. BaFin paskelbė pranešimą, informuodama, kad 2023 m. balandžio 4 d. įmonei „Landesbank Berlin AG“ buvo skirta 1 000 000 EUR administracinė sankcija dėl Reglamento 596/2014 pažeidimo, **susijusio su neteisėtu VNI atskleidimu**.⁴¹ Nustatyta, kad bankas suteikė tretiesiems asmenims galimybę lengvai susipažinti su VNI ir ja pasinaudoti, tačiau tai negali būti prilyginama oficialiam VNI paskelbimui, kadangi kai informacija tampa viešai prieinama, ji praranda VNI statusą, taip užkertant kelią jos neteisėtam naudojimui rinkoje. „Landesbank Berlin AG“ veikdama pažeidė Reglamento 596/2014 14 str. c) d., kurioje nustatytas draudimas neteisėtai atskleisti VNI, taip pat 10 str. 1 d., kuri apibrėžia, kad bet koks VNI perdavimas kitam asmeniui, kai jis neturi teisėto pagrindo gauti tokią informaciją, laikomas pažeidimu. Šis BaFin sprendimas buvo apskųstas apeliacine tvarka, tačiau 2023 m. lapkričio 7 d. Frankfurto prie Maino vietos teismas, vadovaudamasis Vokietijos įstatymo dėl reguliavimo pažeidimų 47 str. 2 d., nusprendė nutraukti bylą. Teismas konstatavo, kad sankcijos skyrimas nėra būtinas, todėl, gavus prokuroro sutikimą, byla buvo nutraukta. Šis sprendimas yra galutinis ir negali būti skundžiamas, todėl sankcija nebuvo galutinai pritaikyta.

Analizuojant 2023 m. BaFin skirtas sankcijas finansų rinkos dalyviams už Reglamento 596/2014 pažeidimus, matyti, kad reguliacinė priežiūra išlieka reikšmingu veiksnium užtikrinant rinkos skaidrumą ir VNI valdymo kontrolę. Nors skiriamų sankcijų dydžiai ir jų taikymo pobūdis skiriasi priklausomai nuo pažeidimo rūšies, visi nagrinėti atvejai patvirtina esminį reikalavimą – rinkos dalyviai privalo laikytis skaidrumo principų, tinkamai administruoti VNI ir laikytis Reglamente 596/2014 nustatytų reikalavimų dėl informacijos atskleidimo bei manipuliavimo rinka prevencijos.

Vertinant 2023 m. BaFin ir AMF finansų priežiūros institucijų priimtus sprendimus, akivaizdu, kad už Reglamento 596/2014 pažeidimus gali būti taikomos reikšmingos

⁴¹ 2023 m. balandžio 21 d. Vokietijos federalinės finansų priežiūros institucijos (vok. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) pranešimas „Landesbank Berlin AG: BaFin imposes administrative fine“.

administracinės sankcijos, kurios kai kuriais atvejais siekia dešimtis milijonų eurų. Nagrinėti atvejai iliustruoja, kad nors sankcijų dydžiai skiriasi, jų taikymas atlieka svarbų prevencinį vaidmenį ir skatina rinkos dalyvius atsakingiau vertinti savo veiksmus finansų rinkoje. Skirtingas sankcijų dydis ir jų taikymo praktika atskleidžia reguliacinės aplinkos nevienalytiškumą skirtingose valstybėse narėse, o tai gali turėti įtakos finansų rinkos dalyvių elgsenai. Griežta reguliacinė kontrolė gali lemti didesnę atsargumą vykdant veiklą reguliuojamose rinkose arba net paskatinti kai kuriuos rinkos dalyvius vengti veiklos jose, siekiant sumažinti teisinės atsakomybės riziką. Nors nuo 2024 m. gruodžio 4 d. įsigalioję Reglamento 596/2014 pakeitimai numato proporcingesnę sankcijų taikymo mechanizmą, jų praktinis poveikis priklausys nuo nacionalinių priežiūros institucijų taikymo strategijos, tačiau finansų rinkos dalyviai ateityje vis tiek gali išlikti atsargūs, atsižvelgiant į tai, kad griežta priežiūra ir reikšmingo dydžio sankcijos išlieka svarbiu reguliavimo elementu, darančiu įtaką jų veiklos sprendimams.

4. PIKTNAUDŽIAVIMO RINKA REGLAMENTAVIMU FINANSŲ RINKOS DALYVIAMS SUTEIKIAMOS GALIMYBĖS

ES finansų rinkos dalyvių veikla yra griežtai reguliuojama, siekiant užtikrinti skaidrumą, sąžiningą konkurenciją ir investuotojų apsaugą. Nors piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas įpareigoja rinkos dalyvius laikytis griežtų taisyklių ir gali kelti tam tikrus iššūkius vykdant veiklą finansų rinkose, jis taip pat suteikia reikšmingų galimybių – nuo inovatyvių finansinių priemonių taikymo iki didesnio investuotojų pasitikėjimo užtikrinimo.

Vienas iš ryškiausių pavyzdžių, kaip piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas gali būti naudojamas finansų rinkos dalyvių naudai, yra atpirkimo programos (4.1. skyriuje). Ši priemonė, reglamentuojama ne tik Reglamente 596/2014, bet ir 2016 m. kovo 8 d. Komisijos deleguotasis reglamentas (ES) 2016/1052, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 papildomas techniniais reguliavimo standartais, susijusiais su atpirkimo programoms ir stabilizavimo priemonėms taikomomis sąlygomis (toliau – Reglamentas 2016/1052) bei 2017 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje (ES) 2017/1132 dėl tam tikrų bendrovių teisės aspektų (toliau – Direktyva 2017/1132), bei leidžia emitentams strategiškai valdyti savo kapitalą, stabilizuoti akcijų kainas bei didinti rinkos skaidrumą. Be to, investuotojų apsauga ir pasitikėjimas rinka (4.2. skyriuje) stiprinami per griežtus informacijos atskleidimo reikalavimus bei sankcijų mechanizmus (4.2. skyriuje), kurie užtikrina, kad rinkos dalyviai laikytųsi sąžiningos veiklos principų.

Atsižvelgiant į tai, šioje dalyje bus analizuojama, kokias galimybes finansų rinkos dalyviams suteikia piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas. Autorė atkreipia dėmesį, kad Lietuvoje ir užsienio valstybėse šaltinių, tiriančių piktnaudžiavimo rinka reglamentavimu finansų rinkos dalyviams suteikiamas galimybes, trūksta, todėl šis darbas yra bene pirmasis, kuriame vertinami teisės aktai šio aspekto kontekste.

4.1. Finansų rinkos dalyviams suteikiamos inovatyvios procesų tobulinimo galimybės: atpirkimo programų įgyvendinimas

Reglamentas 596/2014 ne tik nustato apribojimus nesąžiningai finansų rinkos dalyvių veiklai, bet ir sudaro prielaidas inovacijoms, siekiant didesnio finansų rinkos skaidrumo, efektyvumo bei stiprinant pasitikėjimą visa sistema. Viena iš tokių Reglamento 596/2014 suteikiamų galimybių – atpirkimo programų įgyvendinimas. Pagal Reglamento 596/2014 3 str. 1 d. 17 p., atpirkimo programa yra programa, kuria vykdoma prekyba bendrovės nuosavomis akcijomis

laikantis 2012 m. spalio 25 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2012/30/ES dėl apsaugos priemonių, kurių valstybės, siekdamos tokias priemones suvienodinti, reikalauja iš Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo 54 str. 2 pastraipoje⁴² apibrėžtų bendrovių, jų narių ir kitų interesų apsaugai, akcines bendroves steigiant, palaikant ir keičiant jų kapitalą, koordinavimo (toliau – Direktyva 2012/30), 21–27 str. įtvirtintų reikalavimų. Direktyva 2012/30 buvo panaikinta Direktyva 2017/1132, o jos 4 skirsnyje reglamentuojamos bendrovės savų akcijų įsigijimo taisyklės, bei 59–67 str. iš esmės atitinka Direktyvos 2012/30 21–27 str. įtvirtintą reguliavimą. Šiuo teisiniu reguliavimu siekiama užtikrinti atpirkimo programų skaidrumą, nustatant aiškius reikalavimus finansų rinkos dalyviams dėl informacijos atskleidimo ir atpirkimo programos vykdymo būdo, taip siekiant užkirsti kelią galimiems pažeidimams.

Vienas iš svarbiausių ES teisės aktų, įgyvendinant atpirkimo programas yra Reglamentas 2016/1052, kuriuo buvo įtvirtinti aiškūs techniniai reguliavimo standartai, suteikiantys finansų rinkos dalyviams detalias gaires, kaip tinkamai įgyvendinti atpirkimo programas. Atsižvelgiant į tai, kad pagal Reglamento 596/2014 5 str. 1 d. finansų rinkos dalyviams numatyta išimtis dėl šio reglamento 14 ir 15 str. įtvirtintų draudimų vykdant atpirkimo programas, subjektai, ketinantys pasinaudoti šia išimtimi, privalo laikytis nustatytų standartų. Tinkamai neįgyvendinus Reglamente 596/2014 nustatytų reikalavimų, finansų rinkos dalyviams gali būti taikomos sankcijos. Atsižvelgiant į tai, toliau darbe bus detalai analizuojamos konkrečios sąlygos, kurių būtina laikytis siekiant užtikrinti teisėtą atpirkimo programos vykdymą ir išvengti pažeidimų.

Atsižvelgiant į Reglamento 596/2014 suteikiamas išimtis ir Reglamentu 2016/1052 įtvirtintus techninius reguliavimo standartus, finansų rinkos dalyviams sudaromos sąlygos lanksčiau vykdyti atpirkimo programas, laikantis aiškių ir iš anksto nustatytų reikalavimų.

Atpirkimo programų kontekste Reglamentas 2016/1052 numato du būdus, kaip emitentai gali vykdyti atpirkimo programas: įprastą atpirkimo programą ir tvarkaraštinę atpirkimo programą. Vykdamas įprastą atpirkimo programą, kaip nustatyta Reglamento 2016/1052 4 str., pasinaudojant Reglamente 596/2014 įtvirtinta išimtimi, emitentas privalo laikytis tam tikrų apribojimų. Visą atpirkimo programos laikotarpį emitentas negali parduoti nuosavų akcijų, jam taip pat draudžiama prekiauti per Reglamento 596/2014 19 str. 11 d. nustatytą 30 kalendorinių dienų laikotarpį prieš skelbiant tarpinę finansinę arba metų pabaigos ataskaitą. Be to, emitentas negali vykdyti prekybos, jei yra nusprendęs atidėti VNI atskleidimą.

⁴² „Bendrovės arba firmos“ – tai bendrovės arba firmos, kurios veikia pagal civilinę ar komercinę teisę, įskaitant kooperatyvus ir kitus pagal viešąją ar privatinę teisę veikiančius juridinius asmenis, išskyrus nesiekiančiuosius pelno. (Europos Sąjungos oficiali interneto svetainė. Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo suvestinė redakcija)

Tvarkaraštinė atpirkimo programa, kaip apibrėžta Reglamento 2016/1052 1 str. a) d., yra tokia atpirkimo programos forma, kuriai būdingas aiškiai nustatytas prekybos akcijomis datas ir įsigyjamų akcijų kiekis, kuris iš anksto atskleidžiamas viešai paskelbiant programą. Šios kategorijos atpirkimo programa suteikia reikšmingus pranašumus emitentui, kadangi, priešingai nei įprastai atpirkimo programai, tvarkaraštinės atpirkimo programos vykdymui netaikomi prekybos ribojimai minėtais draudimo laikotarpiais ar esant atidėtam VNI atskleidimui. Ši išimtis grindžiama tuo, kad tvarkaraštinės atpirkimo programos vykdymas yra susijęs su reikšmingu informacijos atskleidimo mastu, užtikrinančiu rinkos skaidrumą. Emitentas privalo iš anksto atskleisti ne tik konkrečias vykdymo datas ir parduotinų akcijų kiekį, bet ir kitą esminę informaciją, kuri leidžia rinkos dalyviams pasiruošti akcijų pardavimui. Be to, pagal Reglamento 2016/1052 2 str. 1 d. emitentai privalo viešai atskleisti atpirkimo programos tikslą, didžiausią programai skirtą piniginę sumą, maksimalų įsigyjamų akcijų kiekį bei leidimo vykdyti programą galiojimo laikotarpį. Papildomai emitentas privalo informuoti kompetentingą instituciją apie kiekvieną su atpirkimo programa susijusį sandorį, registruoti tokius sandorius bei pateikti tiek išsamią, tiek apibendrintą informaciją apie visus sandorius ne vėliau kaip iki septintos kasdienės biržos prekybos sesijos, einančios po sandorio įvykdymo dienos, pabaigos. Toks skaidrumo užtikrinimas taip pat įpareigoja emitentą pavišinti informaciją savo interneto svetainėje ir sudaryti galimybę visuomenei su ja susipažinti ne trumpiau kaip penkerius metus nuo atskleidimo dienos. Nepaisant suteikiamų lankstumo galimybių, tiek įprastoms, tiek tvarkaraštinėms atpirkimo programoms taikomi tam tikri bendri ribojimai, kuriuos emitentas privalo išanalizuoti siekdamas užtikrinti atitiktį Reglamento 596/2014 reikalavimams bei išvengti galimų sankcijų.

Atpirkimo programų vykdymas, pasinaudojant Reglamente 596/2014 įtvirtintomis išimtimis dėl jo 14 ir 15 str. nustatytų draudimų, taip pat yra susijęs su kainos nustatymo reikalavimais. Emitentas turi pirkti akcijas už kainą, kuri neviršija aukštesniosios iš šių dviejų: paskutinės nepriklausomos prekybos kainos arba aukščiausios tuo metu galiojančios nepriklausomo pasiūlymo kainos toje prekybos vietoje, kur vykdomas akcijų įsigijimas. Papildomai reglamentuojami ir sandorių kiekio apribojimai. Emitentams draudžiama per vieną prekybos dieną įsigyti daugiau nei 25 % vidutinio akcijų dienos kiekio toje prekybos vietoje, kur vykdomas įsigijimas. Šis vidutinis dienos kiekis apskaičiuojamas pagal vidutinį akcijų dienos kiekį parduotą per mėnesį einantį prieš atskleidimo apie atpirkimo programos sąlygas, toks fiksuotas kiekis nurodomas atpirkimo programoje ir taikomas tos programos trukmę arba per 20 prekybos dienų, einančių prieš įsigijimo datą, kai programoje tokio kiekio nuorodos nėra. Autorės nuomone, šios taisyklės užtikrina, kad atpirkimo programos nesukeltų reikšmingų kainų svyravimų ar rinkos iškraipymų, taip pat garantuoja skaidrumą ir užtikrina, kad finansų

rinkos dalyviai turėtų aiškias gaires, kaip vykdyti atpirkimo programą, išvengiant teisinių pažeidimų ir sankcijų.

Vis dėlto, siekiant tinkamai suprasti ir taikyti atpirkimo programoms keliamus reikalavimus, svarbu atsižvelgti ir į nacionalinės teisės aktus, kurie, nors ir perima tam tikras Reglamento 596/2014 bei susijusių ES teisės aktų nuostatas, neapima visų šių programų įgyvendinimo aspektų. Pavyzdžiui, Akcinių bendrovių įstatymo 54 str. įtvirtinti bendrovės savų akcijų įsigijimo reikalavimai, kurie perkelti į nacionalinę teisę iš Reglamento 596/2014, tačiau visgi pastarasis reglamentas kartu su Reglamentu 2016/1052 ir Direktyva 2017/1132⁴³ nustato detalesnes ir aiškesnes gaires emitentams dėl atpirkimo programų įgyvendinimo. Šis reguliavimas ne tik suteikia teisines gaires, kaip tinkamai vykdyti savų akcijų supirkimą, bet ir sudaro sąlygas pasinaudoti Reglamento 596/2014 5 str. 1 d. numatyta išimtimi, taip išvengiant 14 ir 15 str. nustatytų draudimų pažeidimų. Atpirkimo programų vykdymas iš esmės yra inovatyvi priemonė, kuri suteikia emitentams galimybę sustiprinti investuotojų pasitikėjimą bendrove. Autorės vertinimu, šis mechanizmas leidžia bendrovei signalizuoti savo akcininkams ir potencialiems investuotojams, kad ji vertina savo vertybinius popierius kaip vertingą turtą, nes pati siekia juos įsigyti. Atpirkimo programų vykdymas gali turėti teigiamą poveikį bendrovės akcijų kainai. Be to, kai atpirkimo programa vykdoma mažinant įstatinį kapitalą, ji leidžia didinti esamų akcininkų dalį bendrovės kapitale, suteikiant jiems papildomą finansinę naudą. Šios galimybės pabrėžia, kad tinkamai įgyvendinta atpirkimo programa ne tik užtikrina atitiktį teisės aktų reikalavimams ir galimybę taikyti Reglamente 596/2014 numatytas išimtis, bet ir tampa strateginiu įrankiu, padedančiu bendrovėms stiprinti savo poziciją finansų rinkoje.

Baltijos šalyse pirmą kartą pagal Reglamento 596/2014 numatytą išimtį atpirkimo programą įgyvendino bankų sektoriuje veikiantis emitentas – AB „Šiaulių bankas“. 2024 m. kovo 29 d. šio banko eilinis visuotinis akcininkų susirinkimas priėmė sprendimą dėl savų akcijų įsigijimo tvarkos nustatymo ir oficialiai paskelbė sąlygas, pagal kurias bus vykdoma atpirkimo programa⁴⁴. Vėliau, 2024 m. spalio 31 d., AB „Šiaulių bankas“ „Nasdaq Baltic“ informacijos atskleidimo sistemoje viešai pranešė apie valdybos sprendimą, kuriuo buvo patvirtinta savų akcijų įsigijimo programa⁴⁵. Šios programos vienintelis tikslas buvo banko įstatinio kapitalo mažinimas, kas rodo tikslingą atpirkimo programos taikymą atsižvelgiant į Reglamente 596/2014 numatytas atpirkimo programos vykdymo tikslus. Pranešime buvo išsamiai atskleistos visos reikalaujamos programos sąlygos, įskaitant jos vykdymo terminus – programą

⁴³ Autorė pažymi, kad Lietuvoje bene vienintelis teisės aktas, kuriuo buvo įgyvendintos Direktyvos 2017/1132 nuostatos dėl atpirkimo programų, yra Akcinių bendrovių įstatymo (54 str.).

⁴⁴ „Nasdaq Baltic“ internetinis puslapis. 2024 m. kovo 29 d. AB „Šiaulių bankas“ kategorijoje „Visuotinis akcininkų susirinkimas“ paskelbtas pranešimas „Eilinio visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimai“.

⁴⁵ „Nasdaq Baltic“ internetinis puslapis. 2024 m. spalio 31 d. AB „Šiaulių bankas“ kategorijoje „Nuosavų akcijų įsigijimas ar netekimas“ paskelbtas pranešimas „Patvirtinta AB Šiaulių banko savų akcijų įsigijimo programa“.

buvo planuojama įgyvendinti daugiau nei pusantro mėnesio laikotarpiu. Visą šį laikotarpį bankas nuosekliai viešai skelbė apie kiekvienos savaitės metu įvykdytus sandorius, užtikrindamas rinkos skaidrumą ir informacijos prieinamumą investuotojams bei kitiems rinkos dalyviams⁴⁶. Galiausiai, 2025 m. sausio 27 d. AB „Šiaulių bankas“ paskelbė apie atpirkimo programos užbaigimą, informuodamas, kad per jos vykdymo laikotarpį bankas įsigijo 5 092 863 vienetus savų akcijų, už kurias sumokėjo 4 345 207,01 mln. EUR, o vidutinė vienos akcijos įsigijimo kaina buvo 0,853 EUR⁴⁷. Šis atvejis, autorės nuomone, akivaizdžiai iliustruoja, kaip emitentai praktiškai pasinaudoja Reglamento 596/2014 suteikiamomis galimybėmis ir užtikrina, kad jų vykdomi procesai atitiktų aukščiausius skaidrumo standartus. AB „Šiaulių bankas“ atpirkimo programos įgyvendinimas atspindi ne tik griežtą reglamentavimo reikalavimų laikymąsi, bet ir efektyvų reguliacinių priemonių panaudojimą siekiant užtikrinti rinkos stabilumą. Toks banko atpirkimo programos įgyvendinimo precedentas gali paskatinti ir kitus Baltijos šalių emitentus aktyviau išnaudoti teises galimybes, kurias suteikia Reglamentas 596/2014 ir susiję ES teisės aktai.

Atpirkimo programos, remiantis Reglamentu 596/2014, suteikia ne tik Lietuvos, bet ir visų ES valstybių narių įmonėms inovatyvią galimybę efektyviai valdyti kapitalą, stabilizuoti akcijų kainas bei didinti rinkos skaidrumą. Kadangi Reglamentas 596/2014 ir jį papildantis Reglamentas 2016/1052 nustato aiškias ir vieningas taisykles visose ES valstybėse narėse, bendrovės gali saugiai ir skaidriai vykdyti atpirkimo programas, laikydamosi nustatytų standartų ir taip išvengdamos rinkos piktnaudžiavimo rizikos. Šis teisinis reguliavimas ne tik užtikrina skaidrumą ir sąžiningą prekybą finansų rinkose, bet ir didina investuotojų pasitikėjimą įmonėmis, kurios taiko šią priemonę kaip kapitalo struktūros optimizavimo priemonę. Sėkmingai įgyvendintos atpirkimo programos, kaip rodo AB „Šiaulių bankas“ pavyzdys Baltijos šalyse, leidžia įmonėms aktyviai dalyvauti rinkoje, išlaikyti stabilų kapitalo valdymą bei stiprinti konkurencingumą.

4.2.Sustiprinta investuotojų apsauga, bei skaidrumo ir pasitikėjimo finansų rinka stiprinimas

Investuotojų apsauga, finansų rinkos skaidrumo užtikrinimas ir pasitikėjimo stiprinimas yra esminiai veiksniai, garantuojantys finansų rinkos stabilumą bei veiksmingumą. Siekiant sukurti sąžiningą ir patikimą finansų rinkų aplinką, ES nuo pat pirmojo teisės akto, reglamentuojančio

⁴⁶ „Nasdaq Baltic“ internetinis puslapis. Informacija apie AB „Šiaulių bankas“.

⁴⁷ „Nasdaq Baltic“ internetinis puslapis. 2025 m. sausio 27 d. AB „Šiaulių bankas“ kategorijoje „Kita informacija“ paskelbtas pranešimas „Patvirtinta AB Šiaulių banko savų akcijų įsigijimo programa“.

piktnaudžiavimą rinka – Direktyvos 89/592 – iki šiuo metu taikomo Reglamento 596/2014, buvo nuosekliai kuriami ir taikomi griežti reguliavimo standartai, skirti užtikrinti šių principų įgyvendinimą. Atsižvelgiant į tai, šiame skyriuje bus analizuojamos pagrindinės priemonės, kuriomis užtikrinama sustiprinta investuotojų apsauga, skaidrumo didinimas bei pasitikėjimo finansų rinka stiprinimas.

Kaip šiame darbe minėta, sankcijos yra viena iš esminių priemonių, užtikrinančių investuotojų apsaugą ir finansų rinkos skaidrumą. Jos ne tik taikomos emitentams, bet ir patiems investuotojams, siekiantiems nesąžiningo pranašumo prieš kitus rinkos dalyvius, pasinaudojant VNI ar kitais neteisėtais būdais siekiant finansinės naudos. Sankcijos gali būti skiriamos ne tik už šiame darbe 3.3. skyriuje aptartus pažeidimus, bet ir už specifinius Reglamento 596/2014 reikalavimų nepaisymą. Pavyzdžiui, pagal Reglamento 596/2014 19 str., emitento vadovaujamas pareigas einantis asmuo neturi teisės tiesiogiai ar netiesiogiai, savo ar trečiojo asmens naudai vykdyti prekybos, susijusios su emitento akcijomis, skolos priemonėmis, išvestinėmis priemonėmis ar kitomis susijusiomis finansinėmis priemonėmis, per 30 kalendorinių dienų laikotarpį iki tarpinės finansinės ataskaitos ar metų pabaigos ataskaitos paskelbimo. Šis draudimas grindžiamas prezumpcija, kad vadovaujamas pareigas einantis asmenys visada turi prieigą prie konfidencialios ir jautrios informacijos apie emitento finansinius rezultatus, todėl draudžiamas prekybos laikotarpis yra būtinas siekiant užkirsti kelią galimam piktnaudžiavimui rinka. Reglamento 596/2014 reikalavimų laikymosi priežiūra yra ypač svarbi, o praktikoje egzistuoja atvejų, kai buvo skiriamos sankcijos už jų pažeidimus. Pavyzdžiui, Lietuvos bankas 2019 m. gegužės 21 d. pranešime „Dėl draudžiamo prekybos laikotarpio pažeidimo – 25 tūkst. Eur bauda“ informavo apie AB „Pieno žvaigždės“ vadovo padarytą pažeidimą⁴⁸. Nustatyta, konkrečiu laikotarpiu bendrovės vadovai neturėjo teisės sudaryti sandorių su emitento akcijomis, tačiau fizinis asmuo R. K. 2018 m. rugsėjo 7 d. įsigijo 72 279 bendrovės akcijas už 78 061,32 EUR. Tyrimo metu nustatyta, kad lėšų šiam sandoriui vykdyti (80 000 EUR) jam suteikė Julius Kvaraciejus, taip pažeisdamas Reglamento 596/2014 reikalavimus. Apie šį pažeidimą informavo ir patys investuotojai, o Lietuvos banko valdyba J. Kvaraciejui skyrė 25 000 EUR baudą. Pastarasis sprendimą apskundė Vilniaus apygardos administraciniam teismui, tačiau viešai prieinamos informacijos apie tolimesnę bylos eigą nėra. Šis atvejis, autorės nuomone, rodo, kad draudžiamos prekybos laikotarpio nesilaikymas gali užtraukti reikšmingas sankcijas, o aktyvus reguliuotojo vaidmuo padeda investuotojams jaustis saugiau, žinant, kad rinkos dalyviams, pažeidžiantiems Reglamentą 596/2014, gali būti atitinkamai skiriamos reikšmingos sankcijos. Tokie sankcijų mechanizmai ne tik užtikrina, kad

⁴⁸ Lietuvos banko internetinis puslapis. Pranešimas žiniasklaidai „Dėl draudžiamo prekybos laikotarpio pažeidimo – 25 tūkst. Eur bauda“.

emitentai ir jų vadovai laikytųsi atitinkamų reikalavimų, bet ir prisideda prie bendro finansų rinkos skaidrumo. Griežtas reglamentavimas ir reguliacinė priežiūra mažina rinkos piktnaudžiavimo riziką, didina investuotojų pasitikėjimą ir garantuoja, kad rinkos veikimo taisyklės būtų vienodai taikomos visiems dalyviams.

Viena iš svarbiausių priemonių užtikrinant rinkos skaidrumą ir investuotojų apsaugą yra Reglamento 596/2014 17 str. įtvirtinta emitentų pareiga informuoti visuomenę apie VNI, tiesiogiai susijusią su jų veikla. Šis reikalavimas suteikia investuotojams papildomą saugumo jausmą, nes žinojimas, kad emitentai yra įpareigoti laiku atskleisti esminius pokyčius, mažina neapibrėžtumą ir užtikrina teisingą bei vienodą prieigą prie svarbios informacijos. Lietuvos banko 2014 m. teminių straipsnių serijoje Nr. 3 „Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija AB Nasdaq OMX Vilnius biržoje masto tyrimas“⁴⁹ analizuojama, kaip iki Reglamento 596/2014 įsigaliojimo galiojusi teisinė sistema ir bendra finansų rinkos situacija darė įtaką investuotojų sprendimams, susijusiems su VNI naudojimu prekybai. Tyrimo duomenys atskleidė, kad bėgant finansų rinkos skaidrumas didėjo – 2008 m. ir 2009 m. šis rodiklis viršijo 30 %, o 2013 m. jau sumažėjo iki 18–22 %. Bendrai per tiriamąjį laikotarpį skaidrumo lygis, Lietuvos banko teigimu, išaugo 37–40 %. Šį teigiamą pokytį galima sieti su finansų krizės pabaiga bei pagerėjusia įmonių veikla, dėl ko investuotojams kilo mažesnė pagunda naudotis VNI. Be to, reikšmingą poveikį galėjo turėti ir 2009 m. liepos 15 d. įsigaliojusi Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodekso redakcija, kuri numatė griežtesnes sankcijas už piktnaudžiavimą rinka⁵⁰, taip sumažindama tokios veiklos patrauklumą dėl griežtesnės taikomos atsakomybės. Lietuvos bankas taip pat pažymėjo, kad per tiriamąjį laikotarpį buvo paskirta nemažai baudų už prekybą pasinaudojant VNI, o tai turėjo prevencinį poveikį kitiems rinkos dalyviams, atgrasant nuo neteisėtos veiklos. Nors nėra patikimų duomenų, patvirtinančių, kad ši tendencija išliko ir vėlesniais metais, neabejotina, jog Reglamentu 596/2014 įtvirtintos griežtos sankcijos bei reputacijos praradimo rizika veikia kaip reikšmingi atgrasymo mechanizmai. Šie veiksniai ne tik skatina rinkos dalyvius laikytis teisės aktų reikalavimų, bet ir stiprina investuotojų pasitikėjimą, nes jie gali būti tikri, kad emitentai, siekdami išvengti baudų ir reputacijos žalos, laiku atskleis VNI, taip užtikrindami rinkos skaidrumą ir sąžiningą konkurenciją.

Investuotojų apsauga taip pat užtikrinama per Reglamento 596/2014 19 str. nuostatas, pagal kurias emitentams nustatyta pareiga informuoti kompetentingą instituciją apie vadovaujančias

⁴⁹ Lietuvos banko internetinis puslapis. 2014 m. kovo 30 d. paskelbta informaciją apie finansų rinkos tyrimą „Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija AB NASDAQ OMX Vilnius biržoje masto tyrimas“.

⁵⁰ Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodekso 2009 m. liepos 15 redakcijos 173⁵ str. numatė, kad už Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatyme numatytų draudimo naudotis VNI prekiaujant finansinėmis priemonėmis ir draudimo manipuliuoti rinka pažeidimai užtraukia baudą nuo penkių tūkstančių iki trisdešimties tūkstančių litų.

pareigas einančių asmenų bei su jais glaudžiai susijusių asmenų sudarytus sandorius su emitento vertybiniais popieriais, taip pat viešai atskleisti šią informaciją. Tokia prievolė prisideda prie finansų rinkos skaidrumo didinimo, nes investuotojai, turėdami prieigą prie viešai skelbiamų duomenų apie bendrovės vadovų prekybos veiksmus, gali įvertinti jų pasitikėjimą bendrovės ateities perspektyvomis. Stebėdami, kaip vadovaujantys asmenys elgiasi rinkoje – ar jie perka, ar parduoda bendrovės akcijas – investuotojai gali geriau suvokti įmonės būklę bei jos perspektyvas. Vadovų sprendimas įsigyti bendrovės akcijų dažnai vertinamas kaip teigiamas signalas, rodantis jų pasitikėjimą įmonės veiklos rezultatais ir augimo potencialu, o tai gali sustiprinti ir kitų rinkos dalyvių pasitikėjimą bendrove. Taigi, Reglamento 596/2014 19 str. numatyti reikalavimai užtikrina didesnę skaidrumą ir veikia kaip prevencinė priemonė, mažinanti galimybę piktnaudžiauti VNI. Ši prievolė stiprina investuotojų apsaugą, nes leidžia jiems įvertinti bendrovės vadovų prekybos strategijas ir priimti informaciją pagrįstus sprendimus dėl savo investicijų.

Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimu, siekiant apsaugoti finansų rinkos dalyvius nuo klaidinančios informacijos atskleidimo, numatyti reikalavimai asmenų teikiamoms investavimo rekomendacijoms. Reglamento 596/2014 20 str. nustato pareigą asmenims, rengiantiems ar skleidžiantiems investavimo rekomendacijas arba kitą informaciją, kurioje siūloma ar rekomenduojama investavimo strategija, užtikrinti, kad ši informacija būtų pateikiama objektyviai ir skaidriai. Be to, tokie asmenys privalo atskleisti savo interesus arba interesų konfliktus, susijusius su finansinėmis priemonėmis. Ši pareiga yra esminė investuotojų apsaugos priemonė, užtikrinanti, kad finansų rinkos dalyviai gautų nešališką ir patikimą informaciją, kuri padėtų priimti pagrįstus investicinius sprendimus. ESMA 2015 m. rugsėjo 28 d. paskelbė Reglamento 596/2014 techninių standartų projektą Nr. ESMA/2015/1455⁵¹ (toliau – Techniniai standartai), kurio 10 skyriuje išsamiai analizuojama investavimo rekomendacijų svarba bei jų pateikimo standartai. Vadovaujantis Techniniais standartais, 2016 m. kovo 9 d. buvo priimtas Komisijos deleguotasis reglamentas (ES) 2016/958, kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 papildomas techniniais reguliavimo standartais, kuriais nustatomos investavimo rekomendacijų ar kitos informacijos, kuria rekomenduojama arba siūloma investavimo strategija, objektyvaus pateikimo ir tam tikrų interesų ar interesų konfliktų požymių atskleidimo techninės taisyklės (toliau – Reglamentas 2016/958). Reglamentas 2016/958 ne tik stiprina investuotojų apsaugą, bet ir prisideda prie didesnio finansų rinkų skaidrumo. Reglamento 2016/958 2 str. 1 d. numatyta, kad visi asmenys,

⁵¹ Europos vertybinių popierių ir rinkos priežiūros institucijos (angl. *European Securities and Markets Authority*) internetinis puslapis. 2015 m. rugsėjo 28 d. Finalinė ataskaita „Final Report. Draft technical standards on the Market Abuse Regulation“ Nr. ESMA/2015/1455.

rengiantys ar skleidžiantys investavimo rekomendacijas, privalo aiškiai atskleisti savo tapatybę. Šis reikalavimas suteikia investuotojams galimybę identifikuoti informacijos šaltinius ir įvertinti jų patikimumą, taip sumažinant riziką, susijusią su netikslėmis ar klaidinančiomis rekomendacijomis. Be to, Reglamento 2016/958 3 str. numatyta, kad rekomendacijos dokumente pateikiami faktai turi būti aiškiai atskirti nuo vertinimų, interpretacijų ar subjektyvių nuomonių, bei reikalaujama nurodyti visus informacijos šaltinius, kurie turi būti patikimi, o jei kyla abejonių dėl jų tikslumo, tai privalo būti aiškiai pažymėta. Investuotojui turi būti matoma rekomendacijos rengimo data ir laikas, kad būtų užtikrintas informacijos atskleidimo aktualumas laike. Dar vienas esminis investuotojų apsaugos aspektas – Reglamento 2016/958 5 str. numatytas reikalavimas atskleisti galimus interesų konfliktus, kurie gali turėti įtakos rekomendacijos objektyvumui. Ši prievolė užtikrina, kad investuotojai galėtų tinkamai įvertinti, ar informacija pateikiama nešališkai, ar jos rengėjai turi asmeninių interesų, dėl ko rekomendacija gali būti subjektyvi. Reglamente 596/2014 ir Reglamente 2016/958 įtvirtinti reikalavimai ne tik stiprina investuotojų apsaugą, bet ir prisideda prie bendro finansų rinkos skaidrumo. Aiškūs informacijos atskleidimo standartai riboja galimybes skleisti klaidinančią ar subjektyviai interpretuotą informaciją, taip užtikrindami sąžiningesnį rinkos veikimą. Šios taisyklės yra priemonė siekiant, kad finansų rinkos būtų skaidrios, o investuotojai galėtų priimti sprendimus remdamiesi patikima ir aiškiai struktūruota informacija.

Apibendrinant investuotojų apsaugos, finansų rinkos skaidrumo ir sąžiningumo užtikrinimą per piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą, svarbu suprasti, kad kas vieniems finansų rinkos dalyviams gali kelti iššūkius, kitiems – ypač investuotojams – tampa esmine apsaugos priemone ir skaidresnės rinkos garantija. Reglamentas 596/2014 suteikia reikšmingą apsaugą investuotojams, nustatydamas aiškias pareigas emitentams atskleisti VNI, taip užtikrinant, kad investuotojai laiku gautų aktualią informaciją apie emitento veiklą ir esminius įvykius, kurie gali turėti tiesioginės įtakos jų investiciniams sprendimams. Griežtos sankcijos ir prevencinės priemonės veikia kaip atgrasymo mechanizmas, kuris skatina rinkos dalyvius laikytis nustatytų taisyklių ir užkerta kelią nesąžiningai veiklai, taip užtikrinant didesnę pasitikėjimą finansų rinka. Be to, reikalavimas viešai atskleisti vadovų ir su jais glaudžiai susijusių asmenų sandorius leidžia investuotojams susidaryti išsamesnį vaizdą apie vadovybės požiūrį į bendrovės ateities perspektyvas, o tai gali daryti įtaką jų investiciniams sprendimams ir jų pagrindimui. Taigi, nors piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas gali sukelti tam tikrų iššūkių finansų rinkos dalyviams, jis taip pat sudaro sąlygas stabiliai, skaidriai ir harmonizuotai finansų rinkų veiklai. Šis teisinis reguliavimas ne tik didina rinkos dalyvių atsakomybę, bet ir užtikrina, kad finansų rinkoje veikiantys subjektai galėtų jaustis saugiai ir užtikrintai, žinodami, kad jų interesai bus apsaugoti, o rinkoje vyraus skaidrumas ir sąžiningos konkurencijos principai.

IŠVADOS

1. Piktnaudžiavimo finansų rinka samprata ES teisėje susiformavo per kelis dešimtmečius, plečiant jos turinį ir reaguojant į praktinius taikymo trūkumus, bei dinamišką finansų rinkos prigimtį. Nuo pirmųjų direktyvų iki šiuo metu galiojančio Reglamento 596/2014 buvo siekiama užtikrinti vienodą, aiškų ir centralizuotą teisinį reglamentavimą, kuris padėtų efektyviau apsaugoti rinkos vientisumą, mažinti teisinį neapibrėžtumą ir didinti pasitikėjimą finansų rinka.
2. Finansų rinkos dalyvių interesai ir lūkesčiai, įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą, skiriasi priklausomai nuo jų funkcijos rinkoje – emitentai siekia aiškesnių ir lankstesnių taisyklių, investuotojai – veiksmingos apsaugos nuo nesąžiningos praktikos, o tarpininkai ir reguliuojamų rinkų operatoriai – subalansuoto reguliavimo ir veiksmingo bendradarbiavimo su priežiūros institucijomis. Priežiūros institucijų vaidmuo – užtikrinti vienodą ir efektyvų reglamento įgyvendinimą, atsižvelgiant į skirtingų subjektų poreikius ir rinkos skaidrumo tikslą.
3. ESMA ir nacionalinės priežiūros institucijos atlieka skirtingus, bet tarpusavyje suderintus vaidmenis įgyvendinant piktnaudžiavimo rinka reglamentavimą – ESMA formuoja bendrą reguliacinę kryptį, rengia gaires ir skatina vienodą reglamento taikymą visose valstybėse narėse, o nacionalinės institucijos vykdo tiesioginę priežiūrą, priima sprendimus dėl sankcijų ir užtikrina reglamento laikymąsi praktikoje. Praktinis šio modelio veiksmingumas priklauso nuo aiškių gairių, efektyvaus informacijos apsikeitimo ir nuolatinio institucijų bendradarbiavimo.
4. Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo įgyvendinimas finansų rinkos dalyviams kelia reikšmingų iššūkių, ypač dėl reglamentavimo sąvokų neapibrėžtumo, sudėtingų įmonių struktūrų atvejų bei reguliacinės rizikos. Šie aspektai lemia neapibrėžtumą, kuris skatina konservatyvesnę elgesį ir gali riboti veiklos lankstumą, ypač mažesnėse įmonėse. Vis dėlto, piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas taip pat suteikia reikšmingų galimybių – nuo inovatyvių priemonių, tokių kaip atpirkimo programos, iki didesnio investuotojų pasitikėjimo dėl sustiprinto rinkos skaidrumo ir atsakomybės mechanizmų. Nors griežta sankcijų sistema gali veikti atgrasančiai, ji kartu stiprina prevencinį poveikį ir skatina sąžiningą dalyvavimą rinkoje. Taigi, piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas daro tiek ribojantį, tiek motyvuojantį poveikį finansų rinkos dalyvių elgsenai, veiklai ir bendram pasitikėjimui finansų rinkomis ES.

ŠALTINIŲ SĄRAŠAS

Teisės norminiai aktai

Lietuvos Respublikos teisės aktai

1. Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodeksas (1985). *Vyriausybės žinios*, 1-1.
2. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (2000). *Valstybės žinios*, 2003, 123-5574.
3. Lietuvos Respublikos baudžiamasis kodeksas (2000). *Valstybės žinios*, 89-2741
4. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (2007). TAR, 2018-09854.
5. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (2007). TAR, 2019-11978.
6. Lietuvos administracinių nusižengimų kodeksas (2015). TAR. 2015-11216.
7. Lietuvos Respublikos Aplinkos ministro 2004 m. balandžio 29 d. Įsakymas Nr. D1-231 „Dėl Šiltnamio efektą sukeliančių dujų apyvartinių taršos leidimų skyrimo ir prekybos jais tvarkos aprašo patvirtinimo“. *Valstybės žinios*, 78-2764.

Italijos Respublikos teisės aktai

8. Italijos Respublikos finansų įstatymas (it. *Testo Unico della Finanza*) (1998). *Italijos teisės portalo interneto svetainė*, Nr. 58.

Europos Sąjungos teisės aktai

9. Europos Parlamento ir Tarybos 2010 m. lapkričio 24 d. Reglamentas (ES) Nr. 1095/2010, kuriuo įsteigiama Europos priežiūros institucija (Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija) ir iš dalies keičiamas Sprendimas Nr. 716/2009/EB bei panaikinamas Komisijos sprendimas 2009/77/EB., *OL L 331, 2010, p. 84-156*.
10. Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. balandžio 16 d. Reglamentas (ES) 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, 2014, p. 1-68*.
11. Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. gegužės 15 d. reglamentas (ES) Nr. 600/2014 dėl finansinių priemonių rinkų, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012. *OL L 173, 2014, p. 84-204*.
12. Komisijos 2016 m. kovo 8 d. Deleguotasis reglamentas (ES) 2016/1052 kuriuo Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 596/2014 papildomas techniniais reguliavimo standartais, susijusiais su atpirkimo programoms ir stabilizavimo priemonėms taikomomis sąlygomis. *Europos Sąjungos oficialusis leidinys, L 173, 2016, p. 34-41*.
13. Europos Parlamento ir Tarybos 2024 m. spalio 23 d. Reglamentas (ES) 2024/2809 kuriuo iš dalies keičiami reglamentai (ES) 2017/1129, (ES) Nr. 596/2014 ir (ES) Nr. 600/2014 siekiant viešąsias kapitalo rinkas Sąjungoje padaryti patrauklesnes įmonėms ir sudaryti palankesnes sąlygas mažosioms bei vidutinėms įmonėms gauti kapitalo. *Europos Sąjungos oficialusis leidinys, L serija, 2024, p. 1-64*.
14. Tarybos 1989 m. lapkričio 13 d. Direktyva 89/592/EEB dėl pasinaudojimo viešai neatskleista informacija uždraudimo reglamentavimo koordinavimo. *Europos Bendrijų oficialusis leidinys, L 334, 1989, p. 30-32*.

15. Europos Parlamento ir Tarybos 2003 m. sausio 28 d. Direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka). *OL L 96, 2003, p. 16-25.*
16. Komisijos 2003 m. gruodžio 22 d. Direktyva 2003/124/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvą 2003/6/EB dėl viešai neatskleistos informacijos ir viešo jos atskleidimo bei manipuliavimo rinka apibrėžimo. *OL L 339, 2003, p. 70-72.*
17. Komisijos 2003 m. gruodžio 22 d. Direktyva 2003/125/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl teisingo investavimo rekomendacijų pateikimo ir interesų prieštaravimų atskleidimo. *OL L 339, 2003, p. 73-77.*
18. Komisijos 2004 m. balandžio 29 d. Direktyva 2004/72/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl priimtos rinkos praktikos, viešai neatskleistos informacijos, susijusios su biržos prekių išvestinėmis priemonėmis, organizacijai priklausančių asmenų sąrašo sudarymo, pranešimų apie vadovų sandorius ir apie įtartinus sandorius. *OL L 162, 2004, p. 70-75.*
19. Europos Parlamento ir Tarybos 2011 m. birželio 8 d. 2011/61/ES direktyva dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010. *OL L 174, 2011, p. 1-142.*
20. Europos Parlamento ir Tarybos 2012 m. spalio 25 d. Direktyva 2012/30/ES dėl apsaugos priemonių, kurių valstybės narės, siekdamos tokias priemones suvienodinti, reikalauja iš Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo 54 straipsnio antroje pastraipoje apibrėžtų bendrovių, jų narių ir kitų interesų apsaugai, akcines bendroves steigiant, palaikant ir keičiant jų kapitalą, koordinavimo. *OL L 315, 2012, p. 74-97.*
21. Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. balandžio 16 d. Direktyva 2014/57/ES dėl baudžiamųjų sankcijų už manipuliavimą rinka (manipuliavimo rinka direktyva). *OL L 173, 2014, p. 179-189.*
22. Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. gegužės 15 d. Direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiama Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES. *OL, L 173, 2014, p. 349-490.*
23. Europos Parlamento ir Tarybos 2017 m. birželio 14 d. Direktyva (ES) 2017/1132 dėl tam tikrų bendrovių teisės aspektų (kodifikuota redakcija). *OL, L 169, p. 46-199.*

Specialioji literatūra

24. De Larosiere, J. (2009). *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf.
25. SODERSTOM, R. (2011). *Regulating Market Manipulation, An Approach to designing Regulatory Principles. Uppsala Faculty of Law Working Paper, Uppsala.* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:398256/FULLTEXT01.pdf>.
26. Fruzerova, O. (2018). *Draudimo piktnaudžiauti rinka turinys ir šio draudimo pažeidimo administracinės bei baudžiamosios atsakomybės probleminiai aspektai.* Socialiniai mokslai, teisė (01 S), Vilniaus universitetas. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.

Teismų praktika:

27. *Grøngaard and Bang*, [ESTT], Nr. C-384/02, [2005-11-22]. ECLI:EU:C:2005:708.

28. *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck* [ESTT], Nr. C-45/08, [2009-12-23]. ECLI:EU:C:2009:806.
29. *IMC Securities* [ESTT], Nr. C-445/09, [2011-07-07]. ECLI:EU:C:2011:459.
30. *Geltl* [ESTT], Nr. C-19/11, [2012-06-28]. ECLI:EU:C:2012:397.
31. *Lafonta* [ESTT], Nr. C-628/13, [2015-03-11]. ECLI:EU:C:2015:162.

Kiti šaltiniai:

32. „Nasdaq Baltic“ internetinis puslapis. Informacija apie AB „Šiaulių bankas“. Prieiga per internetą: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lt/news?issuer=Siauliu+Bankas>
33. 2014 m. kovo 30 d. paskelbta informaciją apie finansų rinkos tyrimą „Pasinaudojimo viešai neatskleista informacija AB NASDAQ OMX Vilnius biržoje masto tyrimas“. Lietuvos banko internetinis puslapis. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/lt/leidiniai/nr-3-linas-jurksas-ieva-andrulyte-pasinaudojimo-viesai-neatskleista-informacija-ab-nasdaq-omx-vilnius-birzoje-masto-tyrimas>
34. 2021 m. gruodžio 29 d. Vokietijos federalinės finansų priežiūros institucijos (vok. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) pranešimas „Deutsche Bank AG: BaFin imposes administrative fine“. Prieiga per internetą: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2021/pm_211_229_Deutsche_Bank_Bussgeld_en.html
35. 2022 m. gruodžio 12 d. AB Nasdaq Vilnius listingavimo taisyklės. Suderintos Vertybinių popierių komisijos posėdyje 2009 m. gegužės 28 d., sprendimu Nr. 2K-175. Patvirtintos AB Nasdaq Vilnius valdybos posėdyje 2009 m. birželio 1 d., Protokolo Nr. 09-88 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://nasdaqbaltic.com/market/upload/files/vilnius/listing/Nasdaq%20Vilnius%20listingavimo%20taisykles_Galioja%20nuo%202022_12_08.pdf
36. 2023 m. balandžio 19 d. Vokietijos federalinės finansų priežiūros institucijos (vok. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) pranešimas „Mynaric AG: BaFin imposes administrative fine“. Prieiga per internetą: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Massnahmen/40c_neu_124_WpHG/meldung_2023_04_19_Mynaric_en.html?cms_expanded=true
37. 2023 m. balandžio 21 d. Vokietijos federalinės finansų priežiūros institucijos (vok. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) pranešimas „Landesbank Berlin AG: BaFin imposes administrative fine“. Prieiga per internetą: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Massnahmen/40c_neu_124_WpHG/meldung_2023_04_21_Landesbank_Berlin_en.html
38. 2023 m. gruodžio 1 d. Lietuvos banko interneto svetainės naujienų skiltyje skelbtas straipsnis „Lietuvos banko finansų rinkos priežiūros sprendimai. Lietuvos banko interneto svetainė. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/lt/naujienos/lietuvos-banko-finansu-rinkos-prieziuros-sprendimai-2>
39. 2023 m. kovo 20 d. Prancūzijos finansų rinkų institucijos (pranc. Autorité des marchés financiers) naujienų publikacija „The AMF Enforcement Committee fines the head of consolidation of a listed company for insider dealing“ internetiniame puslapyje. Prieiga per internetą: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/enforcement-committee-news-releases/amf-enforcement-committee-fines-head-consolidation-listed-company-insider-dealing>

40. 2023 m. rugsėjo 15 d. Prancūzijos finansų rinkų institucijos (pranc. *Autorité des marchés financiers*) naujienų publikacija „*The AMF Enforcement Committee fines Rallye and its chief executive officer, Franck Hattab, for market manipulation*“ internetiniame puslapyje. Prieiga per internetą: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/enforcement-committee-news-releases/amf-enforcement-committee-fines-rallye-and-its-chief-executive-officer-franck-hattab-market>
41. 2023 m. vasario 6 d. Prancūzijos finansų rinkų institucijos (pranc. *Autorité des marchés financiers*) naujienų publikacija „*The AMF Enforcement Committee fines three legal entities and eight individuals for insider dealing breaches and failure to maintain and update insider lists*“ internetiniame puslapyje. Prieiga per internetą: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/enforcement-committee-news-releases/amf-enforcement-committee-fines-three-legal-entities-and-eight-individuals-insider-dealing-breaches>
42. 2024 m. kovo 29 d. AB „Šiaulių bankas“ kategorijoje „Visuotinis akcininkų susirinkimas“ paskelbtas pranešimas „Eilinio visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimai“. „Nasdaq Baltic“ internetinis puslapis. Prieiga per internetą: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b2354cb95fa2f9beadc48469d83cbe00d&lang=lt&src=listed>
43. 2024 m. spalio 31 d. AB „Šiaulių bankas“ kategorijoje „Nuosavų akcijų įsigijimas ar netekimas“ paskelbtas pranešimas „Patvirtinta AB Šiaulių banko savų akcijų įgijimo programa“. „Nasdaq Baltic“ internetinis puslapis. Prieiga per internetą: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bbef2d72c7b869ed0d0962fb070a1d4e0&lang=lt&src=listed>
44. 2025 m. sausio 27 d. AB „Šiaulių bankas“ kategorijoje „Kita informacija“ paskelbtas pranešimas „Patvirtinta AB Šiaulių banko savų akcijų įgijimo programa“. „Nasdaq Baltic“ internetinis puslapis. Prieiga per internetą: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bd62ec48e36141dbf288365ef044dff7b&lang=lt&src=listed>
45. Europos centrinio banko internetinė svetainė. Prieiga per internetą: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/organisation/national-supervisors/html/index.en.html>
46. Europos Komisijos 2012 m. liepos 25 d. Pakeistas Pasiūlymas Nr. 2011/0295. Europos Parlamento ir Tarybos Reglamentas dėl prekybos vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka). Briuselis, COM(2012) 421 final.
47. Europos Komisijos 2022 m. gruodžio 7 d. Pasiūlymas Nr. 2022/0411. Europos Parlamento ir Tarybos Reglamentas, kuriuo siekiant viešąsias kapitalo rinkas Sąjungoje padaryti patrauklesnes įmonėms ir sudaryti palankesnes sąlygas mažosioms bei vidutinėms įmonėms gauti kapitalo, iš dalies keičiami reglamentai (ES) 2017/1129, (ES) Nr. 596/2014 ir (ES) Nr. 600/2014. Briuselis, COM(2022) 762 final.
48. Europos Sąjungos vertybinių popierių ir rinkų institucijos 2015 m. rugsėjo 28 d. Finalinė ataskaita Nr. ESMA/2015/1455 „Final Report. *Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*“ [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf
49. Europos Sąjungos vertybinių popierių ir rinkų institucijos 2017 m. sausio 17 d. gairės Nr. ESMA/2016/1480. *Informacija, susijusi su biržos prekių išvestinių finansinių priemonių*

- rinkomis ar atitinkamomis neatidėliotinų sandorių rinkomis, kuria siekiama apibrėžti viešai neatskleistą informaciją apie biržos prekių išvestines finansines priemones* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1480_lt.pdf
50. Europos Sąjungos vertybinių popierių ir rinkų institucijos 2017 m. sausio 17 d. gairės Nr. ESMA35-43-3448 dėl FPRD II produktų valdymo reikalavimų [interaktyvus]. Prieiga per internetą: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance LT.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance_LT.pdf)
51. Europos Sąjungos vertybinių popierių ir rinkų institucijos 2023 m. liepos 1 d. ataskaita Nr. ESMA74-1103241886-880 dėl įtartinų pavedimų ir sandorių [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-07/ESMA74-1103241886-880_ESMA_Report_on_STORs_2023.pdf
52. Europos Sąjungos vertybinių popierių ir rinkų institucijos 2023 m. liepos 1 d. ataskaita Nr. ESMA43-1527801302-1333. *Sanctions and measures imposed under AIFMD, BMR, CSDR, ECSPR, EMIR, MAR, MiCA, MiFID II - MiFIR, PR, SFTR and UCITS in 2023* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/ESMA43-1527801302-1333_Annual_Sanctions_Report.pdf
53. Europos Sąjungos vertybinių popierių ir rinkų institucijos interneto svetainė. Prieiga per internetą: <https://www.esma.europa.eu/>
54. Lietuvos banko pranešimas žiniasklaidai „Dėl draudžiamo prekybos laikotarpio pažeidimo – 25 tūkst. Eur bauda“. Lietuvos banko internetinis puslapis. Prieiga per internetą: https://www.lb.lt/lt/naujienos/del-draudziamo-prekybos-laikotarpio-pazeidimo-25-tukst-eurbauda?fbclid=IwY2xjawJH65BleHRuA2FlbQIxMAABHUS89qUqvp-imeUOLQWfBRGIpVy1LuMYMFksBHBmaYSviLwHipe-8ROGKg_aem_c0Hyth2GsY9iMr7FKFB-jA
55. Lietuvos banko priežiūros tarnybos direktoriaus 2019 m. gruodžio 16 d. Sprendimas Nr. 241-336 dėl Lietuvos banko priežiūros tarnybos direktoriaus 2019 m. sausio 21 d. Sprendimo Nr. 241-19 „Dėl informacijos atskleidimo gairių patvirtinimo pakeitimo“ [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.lb.lt/uploads/documents/docs/27117_e92ab6afb89cfa2c825ae87236f89b75.pdf
56. Prancūzijos finansų rinkų institucijos (pranc. *Autorité des marchés financiers*) internetinis puslapis. Prieiga per internetą: <https://www.amf-france.org/en>
57. Visuotinė lietuvių enciklopedija. Prieiga per internetą: <https://www.vle.lt/>
58. Vokietijos federalinės finansų priežiūros institucijos (vok. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) internetinis puslapis. Prieiga per internetą: https://www.bafin.de/EN/Homepage/homepage_node.html

SANTRAUKA

Piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas: finansų rinkos dalyviams kylantys iššūkiai ir suteikiamos galimybės

Gustė Klumbokaitė

Šiame magistro darbe analizuojamas piktnaudžiavimo rinka reglamentavimas, siekiant nustatyti jo taikymo praktinius iššūkius bei vertinti, kokias galimybes toks reglamentavimas suteikia finansų rinkos dalyviams. Darbe atliktas teisės aktų tyrimas atskleidžia, kad nors reglamentavimo pagrindas yra aiškiai apibrėžtas Reglamente 596/2014, praktikoje kyla nemažai neaiškumų dėl sudėtingų sąvokų, tokios kaip VNI ar netiesioginė kontrolė. Šie neapibrėžtumai ypač išryškėja kompleksiskose įmonių struktūrose, kur rinkos dalyviams sudėtinga nustatyti pranešimų apie sandorius pareigos taikymo ribas.

Atliekant išsamią teisės aktų analizę nustatyta, kad rinkos skaidrumo tikslai gali būti pasiekti tik suderinus aiškias teises sąvokas, efektyvią priežiūrą ir nuoseklią ESMA bei nacionalinių institucijų praktiką. Tyrime taip pat išryškėja finansų rinkos dalyvių lūkesčių skirtumai – emitentai siekia aiškesnių taisyklių, investuotojai – didesnės apsaugos, o tarpininkai – subalansuoto reguliavimo. Nors esama teisinė bazė numato reikšmingas atgrasomąsias priemones, ji kartu gali sukelti perteklinį atsargumą ir administracinę naštą. Vis dėlto, tinkamas reglamentavimo įgyvendinimas sudaro prielaidas didesniai pasitikėjimui, rinkos efektyvumui ir inovatyvių priemonių, tokių kaip atpirkimo programos, plėtrai.

Darbo išvados, remiantis teisės aktų analize, ES institucijų praktika ir priežiūros institucijų pozicijomis, pateikiami pasiūlymai dėl teisinio aiškumo didinimo bei būtinybės ES lygiu priimti detalesnius aiškinamuosius dokumentus, leidžiančius vertinti piktnaudžiavimo rinka reglamentavimo poveikį finansų rinkų skaidrumui ir rinkos dalyvių elgsenai.

SUMMARY

Regulation of Market Abuse: challenges and opportunities for financial market participants

Gustė Klumbokaite

This master's thesis analyses the regulation of market abuse in order to identify the practical challenges of its application and to assess the opportunities such regulation provides for financial market participants. The study of the legislation carried out in the work reveals that although the basis for regulation is clearly defined in the Regulation 596/2014, in practice there are a number of uncertainties due to complex concepts, such as insider information or indirect control. These uncertainties are particularly evident in complex corporate structures, where it is difficult for market participants to determine the boundaries of the application of the obligation to report transactions.

A detailed analysis of the legislation has established that the objectives of market transparency can only be achieved by harmonizing clear legal concepts, effective supervision and consistent practice of ESMA and national authorities. The study also highlights the differences in expectations of financial market participants - issuers seek clearer rules, investors - greater protection, and intermediaries - balanced regulation. While the existing legal framework provides significant deterrents, it can also lead to excessive caution and administrative burden. However, proper implementation of the regulation creates the prerequisites for greater confidence, market efficiency and the development of innovative measures, such as buy-back programs.

The conclusions of the work, based on the analysis of legal acts, the practice of EU institutions and the positions of supervisory authorities, present proposals for increasing legal clarity and the need to adopt more detailed explanatory documents at the EU level, allowing for the assessment of the impact of market abuse regulation on the transparency of financial markets and the behaviour of market participants.