

**Vilniaus universiteto Teisės fakulteto  
Privatinės teisės katedra**

Birutės Kirtiklytės

II kurso, Europos Sąjungos verslo teisės  
studijų šakos studentės

**Magistro darbas**

**Prekybos pasinaudojant viešai neatskleista informacija draudimas  
Europos Sąjungos teisėje**

Darbo vadovė:

Lekt. dr. Danguolė Bublienė

Recenzentas:

Lekt. dr. Saulius Aviža

Vilnius

2016



## TURINYS

ĮVADAS .....	3
1. VIEŠAI NEATSKLEISTOS INFORMACIJOS APIBRĖŽIMAS .....	6
1.1. VIEŠAI NEATSKLEISTOS INFORMACIJOS KRITERIJAI .....	14
1.2. SUBJEKTAI TURINTYS VIEŠAI NEATSKLEISTĄ INFORMACIJĄ.....	19
2. VIEŠAI NEATSKLEISTOS INFORMACIJOS PASINAUDOJIMO DRAUDIMAS 22	
2.1. DRAUDIMO PASINAUDOJANT VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA RŪŠYS .....	24
2.2. PAŽEISTO DRAUDIMO PASINAUDOJANT VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA TEISĖTUMO/NETEISĖTUMO RIBOS EUROPOS SĄJUNGOS TEISĖS AKTUOSE .....	29
2.3. VIEŠAI NEATSKLEISTOS INFORMACIJOS ATSKLEIDIMAS. DRAUDIMO PASINAUDOTI VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA TEISĖTUMAS .....	32
3. INVESTUOTOJŲ GALIMYBĖS APGINTI PAŽEISTAS TEISES, KUOMET BUVO PAŽEISTAS DRAUDIMAS PREKIAUTI VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA.....	37
3.1. CIVILINĖ ATSAKOMYBĖ, PASINAUDOJUS VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA PREKIAUJANT FINANSINĖMIS PRIEMONĖMIS .....	38
3.2. RESTITUCIJOS TAIKYMAS, PASINAUDOJUS VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA PREKIAUJANT FINANSINĖMIS PRIEMONĖMIS .....	44
IŠVADOS .....	48
LITERATŪROS IR ŠALTINIŲ SĄRAŠAS.....	50
SANTRAUKA .....	57
SUMMARY .....	58

## Ivadas

Galima rasti straipsnių<sup>1</sup>, kurie teigia, kad viena iš priežasčių, kodėl 2008 metais pasaulį ištiko ekonominė krizė, yra piktnaudžiavimas finansų rinka. Tačiau daugeliu atveju nėra lengva nustatyti kaltus asmenis arba jų piktnaudžiavimo rinka veiksmus. Todėl šiame darbe detalai yra nagrinėjama viena iš piktnaudžiavimo rinka rūšių, kuri sudaro piktnaudžiavimo rinka teisinį institutą, tai pasinaudojimas viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis. Kita instituto dalis - manipuliavimas rinka, nebus nagrinėjama.

Lietuvoje ši tema nėra labai plačiai nagrinėta. Pagrindiniai autoriai Lietuvoje, kurie rašo šia tema *Oksana Fruzerova* bei *Dominykas Vanhara*, o tuo tarpu užsienio autorių šiuo klausimu galima rasti daugiau, tokių kaip *Marco Ventoruzzo*, *James H. Thompson*, *Sergio Gilotta*, *Chase Foster* ir kiti.

Daugiausia patirties bei praktikos, susijusios su viešai neatskleista informacija, turi Jungtinės Amerikos Valstijos, kadangi tai šalis, kuri turi didžiausią finansų rinką pasaulyje, dėl ko ji konkuruoja su kitų šalių finansų rinkomis, taip pat ir su Europos Sąjungos finansų rinka. Europos Sąjunga, siekianti skaidresnio ir efektyvesnio reguliavimo, priėmė naują reglamentą (ES) Nr. 596/2014, kuris nuo 2014 metų liepos 3 dienos įsigaliojo visose Europos Sąjungos valstybėse narėse, bei pakeitė iki tol buvusią direktyvą 2003/6/EB. Reglamentu siekiama suvienodinti tiek reguliavimą visose Europos Sąjungos valstybėse narėse, tiek užtikrinti efektyvesnę investuotojų apsaugą bei skaidrumą prekiaujant finansinėmis priemonėmis. Todėl šiame darbe gilinamasi į tai ar Europos Sąjungos numatytas naujasis reguliavimas yra daug efektyvesnis, naudingesnis investuotojui, siekiant jį apsaugoti nuo galimų finansinių nuostolių, kuomet yra pažeidžiamas draudimas prekiauti finansinėmis priemonėmis, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, nei numatytas Jungtinėse Amerikos Valstijose. Norima nustatyti ar reglamentas (ES) Nr. 596/2014 dar galėtų būti labiau tobulinamas, kadangi tai atsiliepia ir numatytam reguliavimui Lietuvoje, kuomet yra pažeidžiamas draudimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija finansinėmis priemonėmis. Darbe lyginama ar Europos Sąjunga geriau užtikrina investuotojų apsaugą nuo viešai neatskleistos informacijos panaudojimo ir nuo jos sukeltos žalos, negu Jungtinėse Amerikos Valstijose kadangi, paprastai Jungtinėse Amerikos Valstijose yra žymiai daugiau išnagrinėta bylų esant pasinaudojimui viešai neatskleista informacija per metus,

---

<sup>1</sup> MISRA V., LAGI, M., BAR-YAM, Y.. Evidence of market manipulation in the financial crisis. 2012. [žiūrėta 2016-11-10]. Prieiga per internetą:< <http://neeci.edu/research/economics/bearraid.html>>, p. 10

negu Europos Sąjungoje, o ypač Lietuvoje. Todėl yra naudinga nustatyti, kodėl paprastai Europoje susiduriama su didesniais sunkumais nustatant draudimo pasinaudoti viešai neatskleista informacija pažeidimus bei ginant investuotojų interesus, jeigu Europos Sąjungoje ir Lietuvoje norima turėti efektyvią bei skaidrią finansų rinką, kuri gali net konkuruoti su kitomis didžiausiomis pasaulio finansų rinkomis.

**Nagrinėjama tema yra aktuali ir nauja**, kadangi finansų rinka Lietuvoje yra pakankamai jauna lyginant su kitomis užsienio šalimis, o draudimas pasinaudoti viešai neatskleista informacija yra sunkiai nustatomas. Lietuvos teismuose nėra daug bylų, kuomet apskritai asmenys būtų nuteisti už tokius pažeidimus, o jeigu ir nuteisiami, nukentėjusieji investuotojai beveik niekada nereikalauja žalos atlyginimo. Taip pat tema nėra nagrinėta plačiai moksliniuose darbuose Lietuvoje, o įsigaliojus naujam reglamentui (ES) Nr. 596/2014, tampa dar svarbiau gilintis į viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo draudimą, nes reglamentas yra taikomas tiesiogiai Europos Sąjungos valstybėse narėse.

**Tikslas:** įrodyti, kad Europos Sąjungos reguliavimas užtikrina daug efektyvesnę investuotojų apsaugą, negu Jungtinės Amerikos Valstijos, kuomet yra pažeidžiamas draudimas prekiauti viešai neatskleista informacija finansinėmis priemonėmis.

**Uždaviniai:**

- 1) Palyginti Europos Sąjungoje įtvirtintą viešai neatskleistos informacijos sąvoką su Jungtinių Amerikos Valstijų numatyta sąvoka.
- 2) Atskleisti Europos Sąjungoje ir Lietuvoje numatyto draudimo pasinaudoti viešai neatskleista informacija kriterijus, ribas, išimtis atsižvelgiant į Jungtinių Amerikos Valstijų suformuluotą reguliavimo praktiką.
- 3) Nustatyti galimus investuotojų gynybos būdus Europos Sąjungoje ir Lietuvoje, kuomet yra pažeidžiamas draudimas prekiauti viešai neatskleista informacija.

**Darbo objektas:** Europos Sąjungoje numatyto draudimo prekiauti viešai neatskleista informacija reguliavimo efektyvumas.

**Tyrimo metodai:** darbe naudojamas lyginamasis metodas, siekiant palyginti numatytą reguliavimą esant draudimui piktnaudžiauti rinka Europos Sąjungoje, Lietuvoje bei Jungtinėse Amerikos Valstijose.

Dokumentų analizės metodas, naudojamas nagrinėjant Europos Sąjungos, Jungtinių Amerikos valstijų ir Lietuvos teisės aktus.

Loginės analizės metodas, naudojamas siekiant išryškinti esminius draudimo prekiauti viešai neatskleista informacija aspektus, siekiant užtikrinti investuotojų apsaugą.

Sisteminės analizės metodas, naudojamas viso darbo metu, lyginant Jungtinių Amerikos Valstijų, Europos Sąjungos ir Lietuvos teisinį reguliavimą, bei įvairią Lietuvos ir užsienio literatūrą, siekiant pateikti darbo išvadas.

## 1. Viešai neatskleistos informacijos apibrėžimas

Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija (angl. *inside information*) laikoma viena iš piktnaudžiavimo rinka rūšių. Anksčiau piktnaudžiavimas rinka buvo skambiai vadinamas „baltų apykaklių nusikaltimais“ (angl. *white collar crime*)<sup>2</sup>. Ilgainiui piktnaudžiavimas rinka prarado šį skambų pavadinimą, kadangi dalyvauti finansų rinkose bei investuoti gali kiekvienas asmuo, nepriklausomai nuo to ar jis yra politikas ar kitoks įtakingas visuomenės veikėjas, kuris užima aukštą socialinę padėtį, kadangi tik tokie asmenys anksčiau buvo priskiriami prie „baltų apykaklių“ subjektų kategorijos, kurie piktnaudžiaudavo viešai neatskleista informacija. Naujasis Europos Sąjungos reglamentas, reguliuojantis piktnaudžiavimo rinka draudimą, siekia griežtinti prieš tai buvusį reguliavimą, nustatytą direktyva 2003/6/EB<sup>3</sup>. Minėta direktyva, numatytos nuostatos praktikoje, manytina, nepasiteisino valstybėse narėse, kadangi valstybės narės pakankamai skirtingai interpretuodavo įtvirtintas normas direktyvoje, o ypač viešai neatskleistos informacijos sąvoką, dėl ko reglamento įtvirtinimas Europos Sąjungos valstybėse narėse turi suvienodinti reguliavimą, susijusį su draudimu piktnaudžiauti rinka.

Pagal *Oksaną Fruzerovą* po piktnaudžiavimo rinka skėčiu patenka dvi pagrindinės piktnaudžiavimo rinka formos<sup>4</sup>: 1) pasinaudojimas viešai neatskleista informacija ir 2) manipuliavimas rinka. Europos Sąjungos Reglamentas (ES) Nr.596/2014<sup>5</sup> apibrėžiant piktnaudžiavimą rinka numato ne tik minėtas anksčiau dvi formas, tačiau ir kalba apie neteisėtą viešai neatskleistos informacijos atskleidimą. Darbe detalai bus nagrinėjama tik viena iš piktnaudžiavimo rinka formų, t. y. pasinaudojimas viešai neatskleista informacija. Kaip pastebi *Dominykas Vanhara*, šiuo atveju toks informacijos pasinaudojimas vienareikšmiškai pažeidžia investuotojų lygiateisiškumą.

---

<sup>2</sup> AVGOULEAS, E. The mechanics and regulation of Market abuse. A legal and economic analysis. Oxford University Press. 2005, p. 96. Terminas iš pradžių buvo siejamas su pažeidimais, kuriuos darė įtakingi, gerbiami ir aukštą socialinę padėtį turintys JAV korporacijų atstovai. E. Sutherland įrodinėjo, kad minėtų asmenų pažeidimai turi būti vertinami kitaip, nes patys pažeidėjai turi ypatingą statusą. Vėliau nemažai mokslininkų sukritikavo šią teoriją. Hazel Croall pažymėjo, kad daugelis pažeidėjų buvo smulkaus verslo atstovai, neturėję ypatingo statuso verslo pasaulyje. FRUZEROVA Oksana. Piktnaudžiavimo rinka genėzė prekybos vertybiniais popieriais kontekste. *Teisė*, 2015 t. 95 p. 1392-1274, p.56

<sup>3</sup> 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva Nr. 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka). O.L 2003 m. specialusis leidinys 96 tomas, P.367–376. [žiūrėta 2016-11-09]. Prieiga per internetą: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=LT>>.

<sup>4</sup> FRUZEROVA Oksana. Piktnaudžiavimo rinka genėzė prekybos vertybiniais popieriais kontekste. *Teisė*, 2015 t. 95 p. 1392-1274, p. 59

<sup>5</sup> 2014 m. balandžio 16 d. Europos Parlamento ir Tarybos Reglamentas (ES) Nr. 596/2014 2014 m. 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 2014 m. specialusis leidimas, 57 tomas, p. 1. ). [žiūrėta 2016-11-18]. Prieiga per internetą: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2014:173:FULL&from=LT>>.

Pasinaudojus viešai neatskleista informacija yra įgyjamas nesąžiningas pranašumas. Toks įgytas pranašumas kenkia apie viešai neatskleistą informaciją nieko nežinantiems tretiesiems asmenims, dėl ko tampa neužtikrintas pagrindinis Europos Sąjungos reguliavimo numatytas tikslas – finansų rinkų vientisumas bei yra griauamas investuotojų pasitikėjimas. Pagal Europos Sąjungos Teisingumo Teismo bylą C-391/04: „draudimo naudotis viešai neatskleista informacija siekiamas tikslas yra užtikrinti akcijų biržos sandorio šalių lygybę, vengiant, kad viena iš jų žinotų viešai neatskleistą informaciją ir dėl to būtų palankesnėje padėtyje, palyginti su kitais investuotojais, bei iš to gautų naudos, padarydama žalą jos nežinančiam asmeniui.“<sup>6</sup> Todėl labai svarbu nustatyti kas yra viešai neatskleista informacija, dėl sąvokos ne visiško apibrėžtumo, kuomet teismams tenka nagrinėti bylas susijusias su piktnaudžiavimu rinka, ir kuomet būna pasinaudota viešai neatskleista informacija, dažniausiai yra sunkiausia įrodyti jog buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija, kadangi viešai neatskleistos informacijos sąvoka, kaip teigia *Dominykas Vanhara* „gana abstrakti ir paliekanti daug vietos interpretacijai.“<sup>7</sup> Iš esmės dėl jos abstraktumo, kaip toliau pastebi *Dominykas Vanhara*, Europos Sąjungoje kyla daug klausimų susijusių su viešai neatskleistos informacijos reguliavimu. Kaip antai „pasinaudojimo viešai neatskleista informacija prekiaujant akcijomis neapibrėžtumas“<sup>8</sup>, kadangi „daugeliu atveju, nėra iki galo aišku, kada ir kokiais atvejais bus laikoma, kad asmuo žinojo viešai neatskleistą informaciją apie emitentą, ar ta informacija yra turinti ar galinti turėti įtakos akcijų kainai biržoje, bei kokiais atvejais pasinaudojimas viešai neatskleista informacija prekiaujant akcijomis bus laikomu teisėtu.“<sup>9</sup> Reikia pastebėti, jog *Dominyko Vanharos* išvardintos problemos buvo nagrinėjamos esant priimtai 2003/6/EB direktyvai, kuri įsigaliojo nuo 2003 m. balandžio 12 d. Tačiau atsiradus naujam reguliavimui ir priėmus naują reglamentą (ES) Nr.496/2014, kuris panaikina minėtą direktyvą, Europos Sąjungoje atsiranda dar platesnis reguliavimas, kuris plečia iki tol numatytas 2003/6/EB direktyvos ribas, t. y. taikymo sritį. Naujasis reglamentas atneša naujovių, siekiant užtikrinti investuotojų apsaugą bei rinkos vientisumą, kartu išplėsdamas viešai neatskleistos informacijos sąvoką, lyginant ją iki šiam reguliavimui atsirandant. Todėl svarbu detaliai išnagrinėti naują sąvoką, tam, kad būtų galima toliau aptarti galimus ir esamus reguliavimo iššūkius po naujo reguliavimo

---

<sup>6</sup> Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2007 gegužės 10d. sprendimas *Proïstamenos v. DOY Amfissas Charilaos Georgakis* C-391/04. EU:C:2007:272 [žiūrėta 2016-11-09]. Prieiga per internetą: <<http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62004CJ0391&lang1=en&lang2=LT&type=TEXT&ancre=>>>.

<sup>7</sup> VANHARA, Dominykas. *Viešojo prekyba akcijomis. Teisinio reglamentavimo ypatumai ir problemos*. Monografija. Vilnius: 2011, p. 47

<sup>8</sup> *ibid.*, p.48

<sup>9</sup> *ibid.*, p. 56



atsiradimo.

(ES) Nr.496/2014 reglamentas numato, kad viešai neatskleista informacija yra laikoma pagal reglamento 7 straipsnio 1 dalį: „konkretaus pobūdžio informacija, kuri nėra atskleista viešai, kuri tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau emitentų arba viena ar daugiau finansinių priemonių ir kuri, ją atskleidus viešai, galėtų turėti didelį poveikį tų finansinių priemonių kainoms ar su jomis susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai.“<sup>10</sup> Ši sąvoka yra panaši į numatytą 2003/6/EB direktyvoje, tačiau minėta sąvoka išplečiama tuo aspektu, jog numatoma, kad viešai neatskleista informacija bus laikoma ir tada, kai ji yra susijusi su biržos prekių išvestinėmis finansinėmis priemonėmis arba su biržos prekių neatidėliotinų sandorių sutartimis. Taip pat viešai neatskleista informacija yra laikoma tokia, kuri susijusi su apyvartiniais taršos leidimais ar produktais, kurie tais leidimais pagrįsti ir kuriais prekiaujama aukcione ir galiausiai tokia informacija, kuri yra susijusi su asmenų, kuriems pavesta vykdyti su finansinėmis priemonėmis susijusius pavedimus atsižvelgiant į kliento pateiktą informaciją ir su kliento pateiktais pavedimais dėl finansinių priemonių informacija. Taigi, naujasis reglamentas apima ir viešai neatskleistą informaciją, susijusią su išvestinėmis finansinėmis priemonėmis ir su apyvartiniais taršos leidimais. Reglamentas praplečia sąvokos apimtį siekiant apimti visas galimas finansines priemones. Lietuvoje įtvirtinta sąvoka Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatyme<sup>11</sup>, kuri iš esmės yra analogiška numatyta sąvokai reglamente.

Europos Sąjunga numatydama tokio pobūdžio reguliavimą, siekia net tik apsaugoti investuotojus ir užtikrinti finansų rinkos vientisumą, tačiau kaip pastebi *Gloria Esteban de la Rosa* – „Europos Sąjungoje vykstant reikšmingiems pokyčiams, kurie atsirado dėl stiprios konkurencijos su akcijų biržomis, kaip su Niujorko ar Tokijo“<sup>12</sup> siekiama, jog investicijos būtų pritraukiamos į Europos Sąjungos valstybes, kad kuo daugiau būtų sudaroma sandorių Europos akcijų biržose. Dėl ko esant didžiausiai pasaulyje rinkai, viešai neatskleistos informacijos reguliavimas yra ypač svarbus. Europos Sąjunga siekia užtikrinti rinkos vientisumą bei skaidrumą efektyviau nei kitos pasaulio šalys, kurios turi didžiausias akcijų biržas pasaulyje.

Jungtinių Amerikos Valstijų akcijų biržos yra didžiausios konkurentės Europos akcijų biržoms. Paprastai, kuomet Jungtinės Amerikos Valstijos siekia užtikrinti rinkos

---

<sup>10</sup> *cit.op.5*, 7 straipsnio 1 dalis.

<sup>11</sup> Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas. *Valstybės žinios*, 2007, Nr. 17-627, 44 punktas.

<sup>12</sup> GLORIA Esteban de la Rosa. The Insider Trading in the European Union Law. *Journal of Civil & Legal Sciences*. 2014 [žiūrėta 2016-10-01]. Prieiga per internetą: <<http://dx.doi.org/10.4172/2169-0170.1000135>>, p.1

vientisumą ir skaidrumą, kylant viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo pažeidimams, yra numatyti du pagrindiniai straipsniai, kaip pagrindas, laikyti informaciją viešai neatskleista ir kuriais yra remiamasi nagrinėjant sukčiavimo bylas pasinaudojant viešai neatskleista informacija.

1934 m. Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo<sup>13</sup>, 10 straipsnio b punkte numatyta bendroji taisyklė, susijusi su draudimu pasinaudoti viešai neatskleista informacija. Pats įstatymas konkrečiai nenurodo, kad normos yra skirtos viešai neatskleistos informacijos apibrėžimui. Tačiau minėtas straipsnis numato bendras normas skirtas kovai su sukčiavimu. Kaip pastebi *Michael V. Seitzinger*: „šios nuostatos buvo dažniausiai taikomos bylose susijusiose su pasinaudojimu viešai neatskleista informacija.“<sup>14</sup> Taigi norma numato, kad:

„Tai bus laikoma neteisėta kiekvienam, kuris tiesiogiai arba netiesiogiai, pasinaudojant kitomis priemonėmis arba tarpininkaujant komerciškai arba laiškais, ar kitais instrumentais, iš bet kurios nacionalinės akcijų biržos: <...> b) panaudoja, siekiant įgyti ar parduoti bet kuriuos įregistruotus vertybinius popierius, nacionalinėje vertybinių popierių biržoje, arba bet kuriuos vertybinius popierius netinkamai registruotus, arba bet kuriuos, vertybiniais popieriais pagrįstus apsikeitimo susitarimus, bet kokiu manipuliavimu, apgaulingomis priemonėmis, gudrybėmis, pažeidžiant taisyklės ir numatytą reguliavimą, kurį gali numatyti Komisija“<sup>15</sup> kaip „būtiną ar tinkamą, siekiant apsaugoti viešąjį interesą, taip pat siekiant apsaugoti investuotojus.“<sup>16</sup>

Kartu su anksčiau minėtu straipsniu bylose yra naudojama, susijusiose su viešai neatskleista informacija Jungtinių valstijų vertybinių popierių ir biržos komisijos (toliau - SEC)<sup>17</sup> numatyta norma, papildanti reguliavimą, apibrėžiant viešai neatskleistą informaciją. Įtvirtinta 10 b-5 norma, konkrečiai nekalba apie viešai neatskleistą informaciją, o tik įvardina atvejus, kuomet ji turėtų būti taikoma laikoma kaip tokia. Ši taisyklė Jungtinėse Amerikos Valstijose yra laikoma pagrindine, kuria yra remiamasi visose sukčiavimo vertybiniais popieriais bylose. Taigi ji numato, jog:

„Tai bus laikoma neteisėta, kiekvienam, kuris tiesiogiai arba netiesiogiai, pasinaudojant kitomis priemonėmis arba tarpininkaujant komerciškai arba laiškais, ar

---

<sup>13</sup> 1934 Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas (Anglų k. Securities Exchange Act of 1934). [žiūrėta 2016-11-09]. Prieiga per internetą: <<https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>>, 10b-5 punktas.

<sup>14</sup> Michael V. Seitzinger. Federal Securities Law: Insider Trading. Congressional Research Service 2016. [žiūrėta 2016-11-08]. Prieiga per internetą: <<https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RS21127.pdf>> . p.1

<sup>15</sup> *ibid.*, p.2

<sup>16</sup> *cit. op.* 13

<sup>17</sup> SEC (anglų. United States Securities and Exchange Commission) - Jungtinių valstijų vertybinių popierių ir biržos komisija.

kitais instrumentais, iš bet kurios nacionalinės akcijų biržos:

- Panaudoja bet kurią priemonę, schemą ar kitokią išmonę siekiant sukčiauti;
- Pateikia, bet kokį melagingą pareiškimą apie esminius faktus arba praleidžia būtinus, esminius faktus, siekiant atlikti pranešimą, atsižvelgiant į tokias aplinkybes, pagal kurias jos atsirado, klaidinant arba
- Įsipareigoja kiekviename akte, praktikoje ar verslo kurio kryptis veikti sukčiaujant, apgaulės būdu asmens atžvilgiu, siekiant įgyti ar parduoti bet kokius vertybinius popierius.“

Kaip matyti iš pačių normų, kurios net konkrečiai nenurodo, kad jos skirtos yra draudimui pasinaudoti viešai neatskleista informacija. Manytina, aukščiau įvardintos normos yra abstrakčios, dėl tos priežasties, jog teismai, atsižvelgdami į atitinkamo atvejo specifiką, turėtų pakankamai plačią diskreciją, galėdami formuoti praktiką bylose, susijusiose su viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo nustatymu. Tačiau šalia šių dviejų normų, eina SEC 8-K forma, pagal kurią numatyta viešai neatskleista informacija yra: „tokia informacija, kai yra pakankamai reikšminga, jog protingas investuotojas, remtūsi šia informacija, nusprendžiant įsigyti, parduoti arba laikyti finansines priemones, su kuriomis yra susijusi informacija.“

Kaip matyti iš pačios sąvokos, ji yra siaura, skirtingai negu Europos Sąjungoje. Jungtinių Amerikos Valstijų sąvoka neįvardina konkrečių finansinių priemonių, skirtingai negu Europos Sąjunga, numatydama ne tik kriterijus, kuriais vadovaujantis yra nustatoma ar informacija gali būti laikoma viešai neatskleista, tačiau ir išvardina kokios finansinės priemonės taip pat patenka į viešai neatskleistos informacijos apibrėžimo sritį. Viešai neatskleistos informacijos sąvokų panašumas Jungtinėse Amerikos Valstijose ir Europos Sąjungoje labiausiai atsiskleidžia per viešai neatskleistos informacijos kriterijus, kurie bus nagrinėjami kitame šio darbo skyriuje. Atkreiptinas dėmesys, kad Jungtinėse Amerikos Valstijose svarbiausias aspektas, apibrėžiantis pasinaudojamą viešai neatskleista informacija, yra būtent tas, jog esant situacijai, kai yra pažeidžiami fiduciariniai santykiai tarp informacijos šaltinio ir asmens, pasinaudojusio viešai neatskleista informacija. Tai yra kertinis kriterijus vertinant viešai neatskleistos informacijos neteisėtą pasinaudojimą. Nes informaciją galima priskirti prie neviešos tik tada, kai ji atitinka vieną iš galimų minėtų apibrėžime kriterijų ir yra įrodoma, kad pasitikėjimo (fiduciariniai santykiai) yra pažeidžiami, nes kaip pastebi daugelis autorių<sup>18</sup>,

---

<sup>18</sup> VENTORUZZO Marco . *Comparing Insider Trading In The United States And In The European Union: History And Recent Developments*. Max Planck Institute Luxembourg for International, European and Regulatory Procedural Law .Working Paper Series. 2014. [žiūrėta 2016-10-02]. Prieiga per internetą: <[http://www.mpi.lu/fileadmin/mpi/medien/research/WPS\\_Marco\\_Ventoruzzo.pdf](http://www.mpi.lu/fileadmin/mpi/medien/research/WPS_Marco_Ventoruzzo.pdf)>, p.2

šiuo aspektu Jungtinių Amerikos Valstijų reguliavimas labiausiai ir skiriasi nuo Europos Sąjungos.

Esant skirtingam fiduciarinių santykių suvokimui kontinentinėje ir bendrojoje teisėje, kyla ir reguliavimo skirtumai. „Išskiriamos dvi bendrosios fiduciarinės pareigos: lojalumo pareiga (angl. *duty of loyalty*) ir fiduciarinio rūpestingumo pareiga (angl. *fiduciary duty of care*) arba tik lojalumo pareiga.“<sup>19</sup>

Lietuvoje fiduciarinių pareigų sąvoka, praktikoje iš esmės nėra sutinkama, todėl dažniau vartojama, teisės teorijos terminas. Vis dėl to tokios pareigos yra numatomos civiliniame kodekse, pavyzdžiui, juridinio asmens organų narių fiduciarinės pareigos, juridinio asmens ir kitų juridinio asmens valdymo organų narių atžvilgiu. Civiliniame kodekse yra įtvirtinta bendra rūpestingumo pareiga kaip reikalavimas laikytis tokio elgesio taisyklių, kad savo veiksmais ar neveikimu asmuo nepadarytų kitam asmeniui žalos. Kalbant apie lojalumo supratimą Lietuvoje, laikoma, jog asmuo (fiduciaras) turi pareigą elgtis pasyviai, o rūpestingumo pareigą galima laikyti tam tikruose teisiniuose santykiuose, kaip fiduciarinės pareigos dalį. Šiuo atveju labiausiai tai atskleidžia per juridinių asmenų vadovų veiklą, kadangi rūpestingumas patenka į vadovų pareigą elgtis protingai. Pažeidimo atveju yra taikoma civilinė atsakomybė. Tačiau tai yra numatyta Lietuvos reguliavime, o Europos Sąjungos naujame reglamente nėra esminio reikalavimo, susijusio su fiduciarine pareiga, tam, kad asmuo būtų apkaltintas pažeidimu pasinaudojęs viešai neatskleista informacija. Šiuo atveju užtenka įrodyti viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo faktą bei tai, kad buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija, o esant pažeidimui, taikoma administracinė arba baudžiamoji atsakomybė. „Kuriant Jungtinių Amerikos Valstijų finansų rinkų įstatymus, kurie pagal prigimtį yra viešosios teisės aktai, investavimo patarėjams taikomas teisinio reguliavimo modelis buvo pavadintas „fiduciariniu standartu“, o jie patys laikomi „fiduciarais“ pagal federalinę teisę. Federalinio „fiduciarinio standarto“ esmę išreiškia byloje SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. paskelbtas Jungtinių Amerikos Valstijų Aukščiausiojo Teismo išaiškinimas: „Fiduciarams buvo nustatyta pozityvi pareiga elgtis su didžiausiu sąžiningumu, visapusiškai ir sąžiningai atskleisti visus esminius faktus, taip pat pozityvi pareiga elgtis rūpestingai tam, kad neklaidintų klientų.“<sup>20</sup> Vėliau buvo nustatytas bendras fiduciarinis standartas tiek finansų makleriams, tiek investavimo patarėjams, kurį apima lojalumo ir rūpestingumo pareigos (patenka profesinės pareigos). Taip pat kaip

---

<sup>19</sup> DIDŽIULIS, Laurynas. Fiduciarinių pareigų instituto kilmė, esmė ir recepcija. *Teisė*. 2014 t 91. p. 1392-1274. [žiūrėta 2016-09-29] Prieiga per internetą: <<http://www.zurnalai.vu.lt/teise/article/viewFile/3371/2439>>, p.80

<sup>20</sup> *ibid.*, p.86

akcentuoja *Laurynas Didžiulis*, fiduciariniai santykiai yra kitaip suprantami ir reguliuojami Jungtinėse Amerikos Valstijose, esant finansiniams įstatymams. „Žymūs lyginamosios teisėtyros specialistai finansų rinkų srityje *J. Dalhuisenas ir P. Woodas* rūpestingumo pareigą taip pat dažniausiai pripažįsta atskira fiduciarine, tačiau greičiausiai tai galima paaiškinti tarptautine Jungtinių Amerikos Valstijų teisės įtaka finansų rinkų teisiniam reguliavimui ir jame atsispindinčioms koncepcijoms, kurias perima lyginamoji teisėtyra.“<sup>21</sup> Taip pat kaip pastebi *Laurynas Didžiulis*: „amerikietiškas fiduciarinių pareigų modelis, kurio galutinį įsitvirtinimą Jungtinėse Amerikos Valstijose iliustruoja bendro fiduciarinio standarto kūrimo procesai, iš esmės sujungia dviejų rūšių pareigas: fiduciarines (lojalumo pareiga) ir profesines (rūpestingumo pareiga).“<sup>22</sup> Esant tokiam sudėtiniam fiduciarinių pareigų nustatymui, kuris priklausomas nuo konkrečių aplinkybių, Jungtinių Amerikos Valstijų reguliavimas tampa nepatogus, taip pat pastebima, kad tokio pobūdžio bylose asmenys dažnai nėra nubaudžiami, kadangi, nors ir viešai neatskleista informacija buvo pasinaudota, tačiau nebūna įrodyti fiduciariniai santykiai, susiklostę tarp pažeidėjo ir nukentėjusio asmens. Todėl Jungtinės Amerikos Valstijos numato tris teorijas, kuriomis vadovaujantis, galima teigti, kad būtų laikoma, jog yra pažeistas draudimas prekiauti viešai neatskleista informacija.

Klasikinės teorijos atveju, asmenys dirbantys įmonės viduje gali prekiauti viešai neatskleista informacija, taip pažeidžiant fiduciarinius santykius tarp įmonės, kurioje dirba ir tarp investuotojų, taip pat fiduciariniai santykiai susiklostę tarp emitento ar tokių asmenų kaip advokatai, buhalteriai, kurie laikomi ypač svarbūs asmenys įmonės viduje, turintys didesnę atsakomybę bei galintys pažeisti draudimą (fiduciarinių santykių pažeidimas esant pirminiams insaideriams). Kitu atveju, kuomet tretieji asmenys atskleidžia informaciją, siekiant asmeninės naudos, pažeidžiant fiduciarinius santykius ir tai suvokia (Antriniai insaideriai). Dar kitu atveju, taikant pasisavinimo teoriją, pažeidimas atsiranda, kai yra pasinaudojama viešai neatskleista informacija ir pažeidžiama pareiga užtikrinti pasitikėjimą ir neatskleidimą informacijos šaltiniui (Antriniai insaideriai). Šios trys esminės taisyklės buvo suformuotos Jungtinių Amerikos Valstijų Aukščiausiojo teismo bylose, pavyzdžiui: *Chiarella vs. United States*<sup>23</sup> - įmonės viduje dirbantys asmenys negali pasinaudoti viešai neatskleista informacija, kadangi savo tokiais veiksmais pažeis fiduciarinę pareigą turimą įmonės akcininkams. Vėliau teismas patikslino fiduciarinę pareigą turinčių subjektų ratą įtraukdamas bet kurį asmenį, ne tik

---

<sup>21</sup> *cit.op.* 19, p. 89

<sup>22</sup> *ibid.*, p. 90

<sup>23</sup> COHEN Joel M., Mary Kay Dunning, & Gregory H. Shill. Erosion of the Fiduciary-Duty Requirement in Insider-Trading Actions. *Securities Litigation Journal. Volume 20.* 2010, p.12

įmonės viduje dirbančius asmenis. Tačiau teismas dar kartą byloje *Dirks v. SEC*<sup>24</sup> pakartojo, jog pagrindas, kuriuo ir toliau remiamasi, siekiant įrodyti pažeidimą, yra fiduciariniai santykiai. Jungtinių Amerikos Valstijų Aukščiausiasis teismas yra suformulavęs *Cuban*<sup>25</sup> ir *McGee*<sup>26</sup> bylose bendrą praktiką, jog siekiant nustatyti ar buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija, svarbu nustatyti, kokie santykiai susiklostė tarp informacijos atskleidėjo ir ja pasinaudojusio asmens, arba asmens pasinaudojusio informacija ir informacijos šaltinio. Pirmoje byloje buvo sudarytas tariamas susitarimas, o antroje byloje buvo pasidalinta informacija, net dar nesant sutartiniais konfidencialiems santykiams. „Tačiau net, jeigu ir informacija yra dalijamasi su kitu asmeniu privačiai ir ji yra susijusi su viešai neatskleista informacija, šiuo atveju toks dalijamasis patenka į fiduciarinių santykių grupę, kadangi Jungtinių Amerikos Valstijų Aukščiausiasis teismas šiose bylose nubrėžė dar keletą gairių, siekdamas įvertinti ar tai galima priskirti, toks informacijos dalijimasis priskirtinas viešai neatskleistos informacijos pažeidimui, t. y. atsižvelgiama į asmenų, kurie dalijosi informacija, bendrą praktiką ja dalijantis, istoriją, modelį.“<sup>27</sup> Pagal tai taip pat galima spręsti ar susiklostę fiduciariniai santykiai. Esant jiems, pasinaudojimas viešai neatskleista informacija yra laikomas pažeidimu.

Taigi, dėl tokio požiūrio, esant piktnaudžiavimo rinka pažeidimams, Jungtinėse Amerikos Valstijose, galimybė nuteisti asmenis už viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimą susiaurėja, kadangi fiduciarinės pareigos įrodymas yra privalomas. Taip pat priklausomai nuo to, kokie fiduciariniai santykiai susiklostė, atitinkamai gali skirtis asmenų civilinė atsakomybė. „Kadangi fiduciariniai santykiai yra suprantami kaip kompleksiniai ir numato, kad yra bendra deliktinė ir sutartinė rūpestingumo pareiga, dėl ko esant susiklosčiusiems profesinės veiklos santykiams, tokia atsakomybė dar labiau apsunkinama, kadangi galiausiai atsiranda profesinio rūpestingumo pareiga.“<sup>28</sup> Tuo tarpu Europos Sąjunga reglamente neakcentuoja fiduciarinių pareigų, kadangi už pažeidimus taikoma tik administracinė arba baudžiamoji atsakomybė. Dėl ko Europos Sąjungos valstybėse narėse numatytas reguliavimas tampa lankstesnis.

---

<sup>24</sup> *ibid.*, 23.p.12

<sup>25</sup> Jungtinių Amerikos Valstijų apeliacinis penktos grandies teismas (Anglų k. United States Court Of Appeals For The Fifth Circuit). *Securities and Exchange Commission v. Cuban*. No. 09-10996 [žiūrėta 2016-09-29] Prieiga per internetą: <<https://www.sec.gov/litigation/briefs/2010/cubanbrief0410.pdf>>

<sup>26</sup> Jungtinių Amerikos Valstijų apeliacinis trečiosios grandies teismas (Angl.k United States Court Of Appeals For The Third Circuit). *United States of America v. Timothy MCGee*. No. 13-3183. [žiūrėta 2016-11-13]. Prieiga per internetą: <<http://www2.ca3.uscourts.gov/opinarch/133183p.pdf>>.

<sup>27</sup> GLASER, Steven R. and Daniel B. WeinStein. *Law on Insider Trading misappropriation Theory Remains Unsettled. A New York Law Journal Special Section*. 2014. [žiūrėta 2016-10-29]. Prieiga per internetą: <<https://www.skadden.com/sites/default/files/publications/070111401Skadden.pdf>> p.3

<sup>28</sup> *cit.op.* 19, p. 90

## 1.1. Viešai neatskleistos informacijos kriterijai

Svarbu nustatyti viešai neatskleistos informacijos kriterijus, siekiant kuo tikslesnio jos apibrėžtumo. Pagal McCann FitzGerald „viešai neatskleista informacija bus laikoma tada, kai bus numatyti šie kriterijai“<sup>29</sup>:

- informacija yra tiksli,
- nėra viešai atskleista,
- susijusi tiesiogiai arba netiesiogiai su emitentu ar jo turimais finansiniais instrumentais
- ir taip pat, jeigu būtų viešai atskleista, galėtų padaryti reikšmingą įtaką finansinių instrumentų kainoms arba susijusių finansinių priemonių kainoms.

Kaip pastebi *Eversheds* atstovai, naujasis Europos Sąjungos reglamentas (ES) Nr. 596/2014, panaikindamas Europos Sąjungos direktyvą 2003/6/EB30 ne tik praplėtė viešai neatskleistos informacijos apibrėžimą, tačiau ir akcentavo, jog viešai neatskleista informacija yra laikoma ir tokia informacija, kuria kiekvienas protingas investuotojas greičiausiai pasinaudotų siekiant pagrįsti savo investicinius sprendimus.<sup>31</sup> Dar kitaip tariant, (ES) Nr. 596/2014 reglamentas įdiegia taip vadinamą „protingo investuotojo kriterijų“, pagal kurį taip pat galima vertinti ar bus laikoma viena ar kita informacija viešai neatskleista. Šiuo atveju keliamas hipotetinis klausimas, jeigu informacija būtų atskleista viešai, ar ji turėtų reikšmingos įtakos finansinių instrumentų kainoms ir jeigu taip, tai ar tokiu atveju, kiekvienas protingas investuotojas pasinaudotų bei remtųsi šia reikšminga informacija, priimdamas vienokius ar kitokius investicinius sprendimus.

Toliau nagrinėjant viešai neatskleistos informacijos sąvoką, (ES) Nr. 596/2014 reglamento preambulėje pabrėžiama, kad viešai neatskleistos informacijos sąvoka turi dvi esmines dalis, kurios turi būti pabrėžiamos, t. y.:

- tikslus neatskleistos informacijos pobūdis ir
- jos galimo poveikio finansinių priemonių kainoms, reikšmingumas.

---

<sup>29</sup> McCann FitzGerald . New EU Market Abuse and Inside Information Regime - What do Irish issuers need to do? February 2016. [žiūrėta 2016-11-10]. Prieiga per internetą: <[http://www.mccannfitzgerald.com/McfgFiles/knowledge/6746-New%20EU%20Market%20Abuse%20and%20Inside%20Information%20Regime\\_1.pdf](http://www.mccannfitzgerald.com/McfgFiles/knowledge/6746-New%20EU%20Market%20Abuse%20and%20Inside%20Information%20Regime_1.pdf)>.

<sup>30</sup> *cit.op.3*

<sup>31</sup> Eversheds. Publication of the EU Market Abuse Regulation: Particular Considerations for Asset Managers. [žiūrėta 2016-11-15]. Prieiga per internetą: <[http://www.eversheds.com/global/en/what/articles/index.page?ArticleID=en/Financial\\_institutions/Publication\\_of\\_the\\_EU\\_Market\\_Abuse\\_Regulation\\_Particular\\_Considerations\\_for\\_Asset\\_Managers](http://www.eversheds.com/global/en/what/articles/index.page?ArticleID=en/Financial_institutions/Publication_of_the_EU_Market_Abuse_Regulation_Particular_Considerations_for_Asset_Managers)>.

Šie du punktai laikytini svarbiais, kadangi viešai neatskleista informacija turi ekonominę vertę. Ja yra neteisėtai prekiaujama tiek parduodant, tiek perkant. Tokių veiksmų pasekmė yra lygiateisiškumo išnykimas tarp investuojančių subjektų žinančių tokią informaciją, kuri yra reikšminga lemiamam investuotojo sprendimui pirkti ar parduoti, pavyzdžiui, akcijas ir tarp tų investuojančių subjektų, kurie šios informacijos nežino.

Kaip pastebi *Oksana Fruzerova*: „kuo anksčiau yra sužinoma reikšminga informacija, kuria remiantis galima priimti vienokį ar kitokį investicinį sprendimą, tuo greičiau ši informacija nuvertėja, kadangi ji yra inkorporuojama į naujai susiformavusią akcijos rinkos kainą.“<sup>32</sup>

Siekiant tinkamai identifikuoti viešai neatskleistą informaciją, svarbu aptarti detaliam kiekvieną kriterijų atskirai, kuriuo vadovaujantis galima būtų teigti, kad informacija yra laikoma viešai neatskleista.

Europos Sąjungos Teisingumo Teismas byloje C-391/04 apibrėžė esminius viešai neatskleistos informacijos kriterijus: informacija turi būti viešai nepaskelbta, susijusi su vertybinių popierių emitentu arba su vertybiniais popieriais ir jos viešas paskelbimas turi gerokai paveikti minėtų vertybinių popierių kainą ir galiausiai informacija turi būti tikslī.<sup>33</sup>

Kaip minėta pagal pirmą kriterijų, informacija turi būti viešai nepaskelbta. Pagal Lietuvos banko 2013 m. priimtas gaires<sup>34</sup>, viešai neatskleista informacija yra laikoma tol, kol ji nėra paskelbiama viešai pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 19 straipsnio reikalavimus. Tai reiškia, kad iki tol informacija nežinoma visuomenei.

Taip pat atkreiptinas dėmesys, kad įstatymų leidėjas numato 24 valandų laikotarpį<sup>35</sup>, per kurį turi būti paviešinama svarbi informacija susijusi su emitentu. Pranešime turi būti nurodomas įvykio pobūdis bei trumpas aprašymas. Šia įstatymų nuostata įstatymų leidėjas mažina riziką, kad viešai neatskleista informacija gali pasinaudoti tuo suinteresuoti asmenys, kadangi laiko tarpas yra ganėtinai trumpas tam, kad asmenys galėtų neteisėtai pasinaudoti viešai neatskleista informacija.

---

<sup>32</sup> FRUZEROVA Oksana. Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija vertybinių popierių rinkoje. *Teisė*. 2013. t.86. p.1392-1274, p. 128

<sup>33</sup> Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2007 gegužės 10d. sprendimas *Proïstamenos v. DOY Amfissas Charilaos Georgakis* C-391/04. EU:C:2007:272 [žiūrėta 2016-11-09]. Prieiga per internetą: <<http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62004CJ0391&lang1=en&lang2=LT&type=TXT&ancre=>>>.

<sup>34</sup> Viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo ir atskleidimo taisyklių taikymo gairės. Patvirtinta Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200, p.15

<sup>35</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas. *Valstybės žinios*, 2007, Nr. 17-626, 19 straipsnio 1 dalis.



Be kita ko, Lietuvos bankas savo gairėse numato, kad tokie atvejai, kai informacija yra paskelbiama per televiziją arba laikraštyje, nėra laikoma viešai neatskleistos informacijos paviešinimu. Tam, kad išnyktų emitento pareiga saugoti viešai neatskleistą informaciją, jis privalo laikytis vertybinių popierių įstatyme numatytos tvarkos, skelbiant viešai neatskleistą informaciją. Tokį nuostatos įtvirtinimą, galima laikyti pakankamai logišku, kadangi siekiama jog informacija, kurią ketinama paviešinti, bus atsiradusi ne gandų pagrindu ir bus paskleista iš vieno patikimo šaltinio, dėl ko nekils abejonių dėl informacijos atitikimo realybei ir jos patikimumo siekiant neklaidinti esamų ir būsimų investuotojų.

„Informacija turi būti pateikiama priežiūros institucijai ir reguliuojamos rinkos operatoriui, kurio reguliuojamoje rinkoje prekiaujama emitento vertybiniais popieriais, viešai paskelbta Lietuvos Respublikoje ir visose kitose valstybėse narėse ir įkelta į Centrinę reglamentuojamos informacijos bazę, taip pat paskelbta emitento interneto tinklalapyje.“<sup>36</sup> Labai svarbu akcentuoti, kad numatytas reguliavimas siekia, kad visi rinkos dalyviai, kurie turi susidomėjimą ir jiems yra aktualu, turėtų galimybę sužinoti tokio pobūdžio informaciją, o ne tik tokiais atvejais, kai informacija yra paskelbiama tik akcininkų susirinkimo metu ar tam tikroje įmonės surengtoje spaudos konferencijoje. Šioje vietoje kyla klausimas, kodėl netinkami minėti informacijos atskleidimo variantai, juk atrodo, kad informacija pakankamai plačiai turėtų būti paviešinta. Įstatymų leidėjas siekia, kad būtų užtikrinamas lygiateisiškumas visiems tuo besidomintiems asmenims, o ne tik ribotam interesantų skaičiui.

Tuo tarpu pagal SEC: „nevieša informacija yra laikoma informacija, kuri nebuvo prieš tai atskleista ir kitaip nėra pasiekama bendrai investuotojams.“ Taip pat yra pateikiamas trumpas, sąrašas, kokia informacija gali būti laikoma nevieša: „informacija apie neskelbiamus finansinius rezultatus arba apie galimus sujungimus, įsigyjimus arba apie kitus reikšmingus vystymosi aspektus, susijusius su įmone arba kitaip įgyjant, dirbant, gandų pagrindu, patarimu arba laisvo pokalbio metu, yra laikoma ne vieša informacija.“<sup>37</sup>

Skirtingai negu Europos Sąjungos numatytame reguliavime, Jungtinėse Amerikos Valstijose nevieša informacija gali būti laikomi ir gandai. Kaip pastebi *Oksana Fruzerova*: „gandai gali būti dvejopo pobūdžio, t. y. tokie, kurie remiasi realia informacija, t. y. tikrais faktais ir gandai, kurie remiasi neatitinkančia tikrovės informacija

---

<sup>36</sup> *cit.op* 34, p.11

<sup>37</sup> Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių ir biržos komisijos D.C. 20549 8-K forma. (Anglų k. United States Securities And Exchange Commission Washington, D.C. 20549 FORM 8-K .CURRENT REPORT. Pursuant to Section 13 OR 15(d) of The Securities Exchange Act of 1934). [žiūrėta 2016-11-01]. Prieiga per internetą: <<https://www.sec.gov/answers/form8k.htm>>.

arba klaidinančia informacija.<sup>38</sup> Tačiau, toks gandų skleidimas yra priskiriamas Jungtinėse Amerikos Valstijose prie manipuliavimo rinkai, kas šiuo atveju nėra šio darbo nagrinėjimo dalykas.

SEC konkrečiai numato, kad informacija yra laikoma viešai neatskleista iki „tol kol prasideda trečioji prekybos diena biržoje“<sup>39</sup>, po to, kai informacija buvo skleidžiama plačiai visuomenei per spaudos pranešimus, įvairius naujienų kanalus, straipsnius.

Toliau nagrinėjant viešai neatskleistos informacijos kriterijus, numatyta, jog informacija bus laikoma viešai neatskleista tik tuo atveju, jeigu ji bus tiksli. Ką šiuo atveju galima laikyti tiksli informacija? „Informacija, kuri apima įvairias aplinkybes, kurios egzistuoja arba kurių galima pagrįstai tikėtis, kad egzistuos galiausiai ateityje, arba tam tikras įvykis, kuris įvyko arba kurio galima pagrįstai tikėtis ateityje, kad įvyks arba jeigu yra gana specifinė informacija, galima daryti prielaidą, apie galimą poveikį tų aplinkybių arba įvykių tam tikrų finansinių priemonių kainoms.“<sup>40</sup> Kaip pavyzdys galėtų būti informacija apie derybas, dėl sudaromo naujo susitarimo ir apie galimą derybų stadiją, žinoma, jeigu tokia informacija atitinka visus viešai neatskleistos informacijos kriterijus. Kaip pastebi *Oksana Fruzerova*, remdamasi CESR pastebėjimais, tikslios informacijos vertinimo kriterijus yra rizika. Kai yra sužinoma, „kuo tikslesnė informacija, tuo didesnė tikimybė, kad investuotojas priimdamas investavimo sprendimą rizikuos labai nežymiai arba iš vis nepatirs jokios finansinės rizikos, tai reiškia, kad tiksli informacija bus tokia, kuria būtinai bus pasinaudota patekus į finansų rinką.“<sup>41</sup>

Kitas požymis - informacija susijusi tiesiogiai arba netiesiogiai su emitentu ar jo turimais finansiniais instrumentais.

Kaip nurodo savo rekomendacijose Lietuvos bankas, informacija apie esminį įvykį laikoma tiesiogiai su emitentu susijusi viešai neatskleista informacija. Lietuvos bankas pateikia tokios informacijos pavyzdinį sąrašą, iš kurių galima paminėti keletą tiesiogiai su emitentu susijusių informacijos pavyzdžių:

- „emitento išleistų vertybinių popierių suteikiamų teisių pa(si)keitimas;
- įgytos naujos licencijos, patentai, registruoti prekių ženklai
- reikšmingų sutarčių (pirkimo–pardavimo, kreditavimo ir kitų), turinčių ar galinčių turėti esminę įtaką emitento veiklai, veiklos rezultatui, turtui ar finansinei būklei, sudarymas, nutraukimas, pripažinimas negaliojančiomis, kitokia jų pabaiga ar vykdymo sustabdymas.

---

<sup>38</sup> *cit.op.*32, p. 129

<sup>39</sup> Prekybos diena, laikoma diena, kai atidaroma birža prekybai.

<sup>40</sup> *cit.op.*34, p.19

<sup>41</sup> *cit.op.* 32, p.132

Netiesioginė informacija susijusi su emitentu būtų laikoma:

- įgaliotų institucijų skelbiami statistiniai duomenys;
- įgaliotų institucijų sprendimai, susiję su mokesčiais, atitinkamos ūkio šakos reguliavimu ir kitais klausimais;
- sprendimai pakeisti rinkų indeksus ir jų derinius reguliuojančias taisykles;<sup>42</sup>

Tačiau sąrašas nėra laikomas baigtiniu. Priklausomai nuo įvairių aplinkybių informacija, gali būti susijusi su emitentu tiek tiesiogiai tiek netiesiogiai. Ji gali būti įvairi, juolab, kad sprendžiant, kiek ši informacija yra susijusi su emitentu yra kreipiamas dėmesys į emitento veiklos pobūdį bei dydį, siekiant įvertinti informacijos reikšmingumą.

Reikšmingumas yra paskutinis viešai neatskleistos informacijos požymis. Dar tiksliau sakant – reikšmingumas, reiškia, kad informacija tokia svarbi, jog galėtų padaryti reikšmingą įtaką finansinių instrumentų kainoms arba susijusių finansinių priemonių kainoms. Kalbant apie reikšmingumą, čia taikomas „protingo investuotojo“ testas, kuris buvo paminėtas anksčiau. Tiek Europos Sąjungoje, Lietuvoje tiek ir Jungtinėse Amerikos Valstijose yra numatytas toks pats testas, siekiant nustatyti, ar galiausiai po atskleidimo viešai neatskleistos informacijos, šios informacijos poveikis buvo tikras, bei paveikė finansų rinkas.

Tuo tarpu SEC, numato, kad kilus galimų įtarimų apie prekiavimą viešai neatskleista informacija, kuri nebūtinai patenka į šį sąrašą, gali taip pat pradėti tyrimą. Be to svarbu pastebėti, kad nevieša informacija Jungtinėse Amerikos Valstijose gali būti labai įvairi.

SEC pateikia gana išsamų sąrašą, ką galime laikyti viešai neatskleista informacija:

- Finansiniai rezultatai;
- Prognozuojami rezultatai ar kitos rekomendacijos;
- Pagrindiniai pasiūlymai arba laukiantys pirkimai, investicijos ar išsipardavimai;
- Svarbūs projektai ar produkto pokyčiai;
- Pagrindinių darbuotojų pokyčiai;
- Dividendų keitimas;
- Akcijų padalijimas;
- Akcijų išpirkimas;
- Nauji įsigijimai arba skolų pasiūlymai;
- Teigiami arba neigiami pokyčiai neišspręstuose reikšminguose bylinėjimuose;

---

<sup>42</sup> *cit.op.34, P. 3*

- Įvykiai, kurie gali sukurti didelį rezervą arba sukelti nurašymą ar kiti reikšmingi reguliavimai finansinėse ataskaitose;
- Tikrasis arba gresiantis reikšmingas bylinėjimasis ar vyriausybės tyrimas arba reguliavimo institucijos tyrimas;
- Visi kiti faktai, kurie gali sukelti bendrovės finansinius rezultatų pokyčius ir iš esmės paveikti rezultatus.

Sąrašai, kurie numatyti kaip pavyzdiniai ir situacijos, kurios yra susijusios su esminiu įvykiu turi atitikti visus viešai neatskleistos informacijos kriterijus, tam kad tokią informaciją galima būtų laikyti viešai neatskleista. Abejuose sistemose numatyta diskrecija plėsti sąrašus, priklausomai nuo aplinkybių, todėl galima teigti siekiama apimti kuo daugiau situacijų, kas gali būti laikoma viešai neatskleista informacija. Tačiau Lietuvoje pateiktas sąrašas kalba, kad tokia informacija yra esminė, reikšminga bei ji turi atitikti kitus kriterijus, būdingus, siekiant nustatyti, ką laikome viešai neatskleista informacija, tuo tarpu Jungtinės Amerikos Valstijos net pateikia sąrašą iškart ką jau galima laikyti viešai neatskleista informacija. Paminėtina, kad leidžia SEC papildyti šį sąrašą.

## 1.2. Subjektai turintys viešai neatskleistą informaciją

Galima išskirti dvi pagrindines grupes, kurios gali savo nuožiūra tvarkyti viešai neatskleistą informaciją, t. y. pirminiai ir antriniai insaideriai. Pirminiai insaideriai yra tie asmenys, kurie turi galimybę prieiti, gauti įmonės konfidencialią, vidinę informaciją, kadangi turi privilegijuotą priėjimą prie tokios informacijos.<sup>43</sup> Jeigu asmuo yra priskiriamas prie pirminio insaiderio, t. y. tokie asmenys gali būti įmonės vadovai, valdybos nariai, emitento darbuotojai, kontroliuojantys akcininkai, tai jiems taikoma didesnė teisinė atsakomybė, negu esant antriniais insaideriais. Kaip pastebi *Oksana Fruzerova*: „insaiderių skirstymas yra svarbus, kadangi pagal jį skiriama asmenų atsakomybė pažeidus viešai neatskleistos informacijos draudimą.“<sup>44</sup>

Tokie asmenys, kaip teisininkai, buhalteriai, brokeriai, investicinės bankininkystės specialistai, kurie gali pilnai turėti priėjimą prie viešai neatskleistos informacijos taip pat gali būti priskirti prie pirminių insaiderių ir nėra svarbu, kad šie asmenys dažniausiai yra

<sup>43</sup> SAUNGWEME, Percy W.; RICARDO Peters; and PRADEEP Brijlal . A framework for combating insider trading on developing stock exchanges: Evidence from the Zimbabwean stock exchange. *African Journal of Business Management*. 2013 p. 1630-1639. Prieiga per internetą <<http://www.academicjournals.org/journal/AJBM/article-full-text-pdf/23C047D15365>>, p.1632

<sup>44</sup> *cit.op.32*, p. 133

pasamdami emitento atlikti vieną ar kitą paslaugą, kadangi jiems konfidenciali informacija tampa žinoma pradėjus teikti paslaugas.

Tuo tarpu antrinais insaideriais yra laikomi asmenys, kurie įgyja viešai neatskleistą informaciją tačiau ne todėl, kad yra susiklostę specialūs santykiai tarp emitento ir jų, o todėl, kad informacija buvo gauta tiesiogiai arba netiesiogiai iš pirminio insaiderio.<sup>45</sup>

(ES) Nr. 596/2014 reglamentas numato tik juridinius ir fizinius asmenis, galinčius prekiauti viešai neatskleista informacija ir taip pažeisti Europos Sąjungoje numatytą draudimą pasinaudoti viešai neatskleista informacija. Be to (ES) Nr. 596/2014 reglamente yra rekomenduojama valstybėms narėms, kad būtų: „sudaromi sąrašai asmenų, dirbančių emitentui pagal darbo sutartį ar kitu pagrindu ir turinčių prieigą prie viešai neatskleistos informacijos, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusios su emitentu.“<sup>46</sup> Tokiu pasiūlymu siekiama užtikrinti rinkos vientisumą bei palengvinti kompetentingoms institucijoms galimybę sužinoti, ar pavyzdžiui, asmuo pasinaudojo viešai neatskleista informacija. Sudaromame sąrašė yra reikalaujama net tik nurodyti asmens duomenis, tačiau ir susipažinimo laiką su viešai neatskleista informacija, bei šią informaciją atnaujinti kas penkis metus. Galima teigti, kad kompetentingoms institucijoms tikrai palengvinama galimybė identifikuoti asmenis, kurie gali pasinaudoti viešai neatskleista informacija, o penkerių metų rotacija užtikrina, kad nebus įtraukiami papildomai asmenys, kurie jau nebedirba emitentui.

Standartai, kuriais emitentai turėtų vadovautis paruošiant viešai neatskleistą informaciją turės būti paruošti Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos (Angl. *European Securities and Markets Authority*) ESMA. Toks sąrašas buvo numatytas ir 2003/6/EB direktyvoje, tačiau pagal sąrašo standartus, kuriuos turi paruošti ESMA, sąrašė esanti informacija dar bus tikslesnė. Šį sąrašą bus galima išskirti kitaip negu buvo numatyta anksčiau, į dvi dalis, kuriose galės būti nurodytas įprastinis sąrašas, nuolatiniai insaideriai ir taip pat konkrečių operacijų sąrašas arba tiesiog sąrašas, o kitoje dalyje gali būti nurodomas kiekvienas atskiras atvejis ir tie asmenys, kurie turi per emitentą priėjimą prie viešai neatskleistos informacijos, susijusios su specifiniu sandoriu arba įvykiu. Minėtame sąrašė asmenys turi suprasti bei raštu sutikti ir prisiimti visas galimas teises pasekmes, jeigu viešai neatskleistos informacijos draudimas būtų pažeistas. Už tokio pasižadėjimo buvimą yra atsakingas emitentas. Kyla klausimas ar toks detalumas yra

---

<sup>45</sup> LEE HAZEN, Thomas. Defining Illegal Insider Trading—Lessons From the European Community Directive on Insider Trading, *Law and Contemporary Problems* 1992 p. 231-239. [žiūrėta 2016-11-03]. Prieiga per internetą: < <http://scholarship.law.duke.edu/lcp/vol55/iss4/9/> >, p. 236.

<sup>46</sup> *Cit.op.5*

tikrai naudingas? Manytina, kad tokių dvigubų sąrašų sudarinėjimas apskritai tik apsunkina emitentą bei didina biurokratiją.

Apibendrinant viešai neatskleistos informacijos sąvoką Europos Sąjungoje ir Jungtinėse Amerikos Valstijose, galima pateikti tokius pastebėjimus, kuo autorės nuomone, Europos Sąjungos viešai neatskleistos informacijos sąvokos įtvirtinimas (ES) Nr. 596/2014 reglamente bei pritaikymas yra daug efektyvesnis negu Jungtinėse Amerikos Valstijose.

Manytina, kad esminis skirtumas tarp Jungtinėse Amerikos Valstijose viešai neatskleistos informacijos ir Europos Sąjungos viešai neatskleistos informacijos yra tas, kad (ES) Nr. 596/2014 reglamente numatyti keturi kriterijai yra pakankami tam, kad tokia informacija būtų laikoma viešai neatskleista, o tuo tarpu nors ir informacija Jungtinėse Amerikos Valstijose atitinka viešai neatskleistos informacijos požymius pagal K-8 formą, laikyti ją viešai neatskleista bus galima tik tada kai atitiks suformuluotą Jungtinių Amerikos Valstijų teismų praktiką, t. y. kai bus pažeisti fiduciariniai santykiai tarp informacijos šaltinio ir pažeidusio šį santykį asmens.

Europos Sąjungos viešai neatskleistos informacijos sąvokos papildymas apimant visas galimas finansines priemones yra sveikintinas žingsnis siekiant užtikrinti didesnę investuotojų pasitikėjimą, bei taip pat tiksliai įvardijant kokia informacija, jos kriterijai yra priskiriami prie viešai neatskleistos informacijos, kaip tokios. Vis dėl to nepaliekant per daugiausiai interpretacijos, kaip gali pasirodyti iš pradžių, bent jau lyginant su Jungtinių Amerikos Valstijų numatytu reguliavimu, kadangi Europos Sąjungoje šiuo atveju užtenka kriterijų atitikimo, kad pagal juos galima būtų priskirti informaciją prie viešai neatskleistos, o ne laukiant, kol bus įrodomas fiduciarinių santykių pažeidimas, kuris yra skirtingai suprantamas negu Lietuvoje ir daugiau kompleksiškesnis, kadangi apima ir profesinius santykius ir fiduciarinius, t. y. fiduciarinių santykių sąvoka yra daugiau laikoma tik sąvoka, negu tik realiai susiklostę fiduciariniai santykiai, kurie suprantami įprastai kontinentinėje teisėje. Dėl to tik po fiduciarinių santykių nustatymo pažeidimo, nors ir informaciją priskiriama prie viešai neatskleistos, galima asmenis nubausti. Tačiau įrodymas užtrunka ir procedūra tampa dar sudėtingesnė vien dėl fiduciarinių santykių kriterijaus nustatymo.

## 2. Viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo draudimas

Prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija dažnai yra diskusijų objektas, kadangi yra nesutariama ar vis dėl tokia prekyba viešai neatskleista informacija turėtų būti uždrausta ar vis dėl to investuotojai šiuo atveju nėra tinkamai apsaugomi, kai yra taikomi draudimai pasinaudoti viešai neatskleista informacija ir šiuo atveju, jie daugiau išloštų, jeigu toks draudimas negaliotų. Kaip argumentą, kad prekyba pasinaudojant viešai neatskleista informacija būtų įteisinta, šalininkai, viena iš jų, *Carol Roth* naudoja, kad „vidutiniam investuotojui įteisintas viešai neatskleistos informacijos panaudojimas, tampa naudingas, kadangi dažniausiai viešai neatskleista informacija naudojasi didieji investuotojai. Dėl ko įteisinant prekybą viešai neatskleista informacija, smulkieji investuotojai būtų labiau suinteresuoti kuo daugiau atskleisti informacijos tam, kad ja galėtų pasinaudoti. Taip pat sumažinant riziką, jog didieji investuotojai turintys viešai neatskleistą informaciją sugebės pasinaudoti ja, kadangi informacija jau bus išviešinta, taip suteikiant galimybę mažiesiems arba vidutiniams investuotojams daugiau užsidirbti finansų rinkose.“<sup>47</sup> Todėl manytina, kad akcijų birža taip pat šiuo atveju išlošia, kadangi jos vienas iš pagrindinių tikslų yra siekti, kad kuo daugiau informacijos ir kuo greičiau būtų atskleidžiama pradedant prekybą, užtikrinant bei siekiant kuo didesnio rinkos skaidrumo. Tačiau, kaip teisingai pastebi *Andrew Stoltmann*: „viešai, neatskleistos informacijos įteisinimas, neatneštų naudos investuotojams, o tiesiog daugiau pridarytų žalos. Taip atsitiktų, kadangi bendrovių vadovai turėdami viešai neatskleistos informacijos, kuri būtų gana tiksli apie būsimą įmonės veiklą bei būsimą, pavyzdžiui, akcijų kylimą, pasinaudotų tik jiems prieina informaciją ir įsigytų įmonės akcijų.“<sup>48</sup> Tokiu atveju kiltų klausimas ar tai yra teisinga ir sąžininga investuotojų atžvilgiu. Legalizuojant pasinaudojimą viešai neatskleista informacija, labai tikėtina, kad asmenys dirbantys įmonės viduje, vadinamieji pirminiai insaideriai, nelabai noriai dalintųsi jiems žinoma viešai neatskleista informacija, siekiant padidinti sau naudą priimant investicinius sprendimus. Dėl to nebūtų užtikrinami investuotojų interesai bei apsauga ir iškart automatiškai padidėtų informacijos asimetriškumas. Būtų neužtikrinamas rinkos skaidrumas bei vientisumas. Galiausiai, patys investuotojai negalėtų tinkamai priimti sprendimų, kadangi nebūtų tinkamai informuoti apie pasikeitusią situaciją įmonėje.

---

<sup>47</sup>Roth, Carol. It's time to legalize insider trading.2014. [žiūrėta 2016-11-10]. Prieiga per internetą: <<http://www.cnbc.com/2014/06/17/its-time-to-legalize-insider-trading-wall-streetcommentary.html>>.

<sup>48</sup> Stoltmann, Andrew, partner at Stoltmann Law Offices. Legalize insider trading? That's ridiculous. 2014. [žiūrėta 2016-11-01]. Prieiga per internetą: < <http://www.cnbc.com/2014/06/18/legalize-insider-trading-thats-ridiculous.html>>.

Dėl to tiek Jungtinių Amerikos Valstijų reguliavimas, tiek Europos Sąjungos reguliavimas siekia, kad kuo griežčiau ir kuo labiau būtų reguliuojamas viešai neatskleistos informacijos draudimas pasinaudoti ja. Visu pirma, todėl, kad kuo labiau sureguliuotas šis klausimas, tuo labiau užtikrinamas rinkos skaidrumas, kaip pastebi Lietuvos bankas savo atliktame tyrime<sup>49</sup> 2014 metais.

Lietuvos banko tyrime buvo nagrinėjamas Lietuvos akcijų biržoje vykstančios prekybos skaidrumas bei pasinaudojimo viešai neatskleista informacija mastas palyginant su Didžiosios Britanijos akcijų birža, kuri „yra ketvirta pasaulyje pagal savo dydį.“<sup>50</sup> Kaip savo išvadoje po atlikto tyrimo pastebi Lietuvos bankas, prekyba Lietuvos akcijų biržoje skaidrėja. Tyrimo laikotarpis buvo pasirinktas nuo 2009 m. iki 2013 m. Taigi pasinaudojimas viešai neatskleista informacija, pasinaudojimo mastas, svyravo nuo 9 procentų iki 38 procentų. Mažėjimo tendencija pasinaudoti viešai neatskleista informacija tiek Didžiojoje Britanijoje, tiek Lietuvoje pagal atliktą tyrimą buvo matoma laikotarpiu nuo 2008 m. iki 2012 m. Pagal 2012 m. galima pastebėti, kad pasinaudojimas viešai neatskleista informacija net yra mažesnis negu Didžiojoje Britanijoje. Kaip pagrindinius indikatorius, dėl kurių, manoma, rinkose prekyba darosi skaidresnė ir atsiranda vis mažiau asmenų siekiančių piktnaudžiauti rinka pasinaudojant viešai neatskleista informacija yra ne tik tai, kad yra pasibaigusi finansų krizė, dėl kurios, kaip pastebi Lietuvos bankas, įmonių veiklos rezultatai gerėja, bet ir kitas svarbus indikatorius, kuris turi reikšmės tendencijų mažėjimui, kaip pastebi Lietuvos banko Finansinių paslaugų ir rinkų priežiūros departamento Reguluojamos rinkos priežiūros skyriaus viršininkas Vaidas Cibas tai yra, : „griežtesnės sankcijos už pasinaudojimą viešai neatkleista informacija bei pažeidimų viešinimas.“<sup>51</sup> Be to yra pastebima, kad net ir grąža, gaunama už pasinaudotą viešai neatskleistą informaciją, linkusi mažėti net kelis kartus. „Asmenys, kurie neteisėtai pasinaudodavo viešai neatskleista informacija 2009 m. galėdavo gauti grąžos 40% investuotinos sumos, o dabar šios grąžos dydis mažėja keletą kartų.“<sup>52</sup>

Svarbu pastebėti, kad Lietuvos bankas mini bylas išnagrinėtas Lietuvoje, kuriose buvo nubausti tiek fiziniai, tiek juridiniai asmenys už piktnaudžiavimą viešai neatskleista informacija, pavyzdžiui, bylose: „2008 m. O. Cybuliak – už pasinaudojimą VNI

---

<sup>49</sup> LIETUVOS BANKAS. Pasinaudojimo viešai neatskleista Informacija AB Nasdaq OMX Vilnius biržoje masto tyrimas. Teminių straipsnių serija 2014 m. p. 2345-0827. [žiūrėta 2016-11-12]. Prieiga per internetą: <[https://www.lb.lt/pasinaudojimo\\_viesai\\_neatskleista\\_informacija\\_ab\\_nasdaq\\_omx\\_vilnius\\_birzoje\\_masto\\_tyrimas](https://www.lb.lt/pasinaudojimo_viesai_neatskleista_informacija_ab_nasdaq_omx_vilnius_birzoje_masto_tyrimas)>.

<sup>50</sup> THOMPSON, James H. A Global Comparison of Insider Trading Regulations. International Journal of Accounting and Financial Reporting. 2013. p. 2162-3082, [žiūrėta 2016-10-15]. Prieiga per internetą: <<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijafrr/article/viewFile/3269/2976>>, p. 3

<sup>51</sup> Tyrimas: skaidrėja prekyba NASDAQ OMX Vilnius biržoje. 2014 m. birželio 18 d. Žiūrėti internete: [http://lb.lt/tyrimas\\_skaidreja\\_prekyba\\_nasdaq\\_omx\\_vilnius\\_birzoje](http://lb.lt/tyrimas_skaidreja_prekyba_nasdaq_omx_vilnius_birzoje)

<sup>52</sup> *cit.op.*48, p.10



prekiaujant AB „Sanitas“, J. Dastikas – AB „Lifosa“, o 2009 m. M. Galinis ir UAB „Greičio linija“ – AB „Dvarčionių keramika“<sup>53</sup> akcijomis bei pabrėžia, kad tokių atvejų pavišinimas bei baudų paskyrimas prevenciškai veikia, siekiant, kad asmenys, kurie linkę naudotis viešai neatskleista informacija ja nesinaudotų.

Taigi išsiaiškinus, kodėl draudimas pasinaudoti viešai neatskleista informacija yra svarbus ir kodėl toks viešai neatskleistos informacijos legalizavimas nebūtų naudingas žingsnis, toliau svarbu aptarti bei suprasti kaip tiksliai suprantamas draudimas prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija Europos Sąjungoje. Be to yra svarbu, koks yra numatytas reguliavimas bei kokie plusai ir minusai įtvirtinami reguliavime, siekiant rinkos skaidrumo, likvidumo bei efektyvios investuotojų apsaugos.

## **2.1. Draudimo pasinaudojant viešai neatskleista informacija rūšys**

Pagal Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymo 62 straipsnį yra numatyta, kad yra draudžiama :

- „<...> tiesiogiai arba netiesiogiai bandyti sudaryti ar sudaryti <...> sandorius dėl finansinių priemonių, su kuriomis informacija susijusi, kol ji bus viešai atskleista.
- <...> perduoti viešai neatskleistą informaciją kitam asmeniui <...>
- <...> rekomenduoti, paskatinti ar pasiūlyti kitam asmeniui sudaryti sandorį, dėl finansinių priemonių su kuriomis viešai neatskleista informacija yra susijusi.“

Tuo tarpu (ES) 596/2014 reglamento 14 straipsnio, a punktas numato, kad yra draudžiama prekiauti ar mėginti prekiauti vertybiniais popieriais pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Be to, to paties straipsnio b dalis numato, kad yra draudžiama patarti kitam asmeniui ar skatinti kitą asmenį užsiimti prekyba vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija.

Šie veiksmai yra draudžiami, kadangi siekiama, jog esant tokiems draudimams, būtų eliminuojamas nesąžiningas pranašumas tarp rinkos dalyvių, kuris yra įgyjamas, kai yra įgyjama viešai neatskleista informacija.

Naujas (ES) 596/2014 reglamentas numato prezumpcija, kad „kai juridinis arba fizinis asmuo, turintis viešai neatskleistos informacijos, savo arba trečiojo asmens labui, tiesiogiai arba netiesiogiai įsigyja ar perduoda arba bando įsigyti ar perduoti finansines priemones, su kuriomis ta informacija susijusi, turėtų būti preziumuojama, kad tas asmuo ta informacija pasinaudojo.“<sup>54</sup> Kaip Europos Sąjungos Teisingumo Teismas nurodė

---

<sup>53</sup> *cit.op.*48, p.10

<sup>54</sup> *cit.op.*5, preambulės 24 dalis.

byloje *Spector Photo Group NV v. Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, „kad tai yra sandorio vykdymo tyčios prezumpcija.“<sup>55</sup> Kyla klausimas, kodėl tokia prezumpcija yra apskritai įtraukta į (ES) 596/2014 numatytą reguliavimą? Teismas tokios prezumpcijos buvimą argumentuoja tuo, kad siekiant, jog neliktų apskritai pačioje viešai neatskleistos informacijos sąvokoje neaiškumo dėl viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo, bei siekiant įtvirtinti vienodą reguliavimą visose Europos Sąjungos valstybėse narėse aiškiai nenurodant skatinančių ketinimų pasinaudoti viešai neatskleista informacija. Galima sakyti, kad neliktų subjektiškumo elemento. Tokio subjektiškumo nebūvimas yra pateisinimas Europos Sąjungos Teisingumo Teismo ir yra būtinas, dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ypatingo pobūdžio. Tai pasireiškia tuo, kad jeigu buvo atliktas bent vienas iš anksčiau minėtų veiksmų, siekiant pasinaudoti ar pasinaudojant viešai neatskleista informacija, šiuo atveju užtenka, kad būtų visi įtvirtinti viešai neatskleistos informacijos sudėties požymiai ( kurie buvo nagrinėti šio darbo pirmame skyriuje) tam, kad būtų galima taikyti prezumpciją, t. y. preziumuoti fizinio arba juridinio asmens subjektyvų požymį.

Tokia Europos Sąjungos Teisingumo Teismo pozicija yra susijusi su tuo, jog asmenys, kurie dažniausiai yra pirmi subjektai (pirminiai insaideriai), kurie sužino dėl, tarkime savo ypatingos padėties. Pavyzdžiui, įmonės administracijos darbuotojai ar valdymo priežiūros organų nariai ir visi kiti subjektai, numatyti (ES) 596/2014 reglamente, tiek detalizuojami Finansinių priemonių rinkų įstatyme. Viešai neatskleista informacija pasinaudojama kaip, Europos Sąjungos Teisingumo teismas įvardija, turimu privalomumu, tačiau manytina, labiau tikėtą teigti jog asmuo pasinaudojama išskirtine padėtimi, kuri jam suteikia tokią galimybę, sužinoti vertingą informaciją, priimti sprendimą bei įvykdyti prekybos sandorį.

Pati prezumpcija yra taikoma automatiškai vos tik yra įvykdytas arba bandoma įvykdyti sandorį pasinaudojant viešai neatskleista informacija, kurią asmuo jau žino. Tačiau šalia prezumpcijos yra numatyta (ES) 596/2014 reglamente, jog prezumpcija nedaro jokio poveikio subjekto teisei į gynybą.

Prezumpcijos nuginkijimas, kaip nurodyta pačiame reglamente, remiasi į tai, kad subjekto pasinaudojusio viešai neatskleista informacija arba bandžiusio tai atlikti,

---

<sup>55</sup> Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2009 m. gruodžio 23 d. sprendimas *Spector Photo Group NV ir Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)* C-45/08. (ECLI): EU:C:2009:806. [žiūrėta 2016-11-13]. Prieiga per internetą: <<http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62008CJ0045&lang1=en&lang2=LT&type=TEXT&ancre=>>>.

galimybė paneigti šią prezumpciją, paneigiama atsižvelgiant į tai, ar buvo nepažeistas finansų rinkų vientisumas bei nesusilpnintas investuotojų pasitikėjimas. (ES) 596/2014 reglamentas savo reguliavimu siekia užtikrinti jog investuotojų pasitikėjimas turi būti apsaugotas bei pagrįstas garantijomis, jog jiems bus tinkamai ir vienodomis sąlygomis apsaugomi nuo viešai neatskleistos informacijos panaudojimo, pažeidžiant jų, kaip investuotojų, interesus. Tuo tarpu Jungtinių Amerikos Valstijų reguliavimas numato prezumpcijos įtvirtinimą, pirminiams insaideriams, kuris gali būti nugrinčijamas. Tačiau Europos Sąjunga numato tokią prezumpciją, ne tik pirminiams insaideriams, bet ir visiems asmenims, kurie informaciją žino ir bando pasinaudoti ar pasinaudojo ja, kuomet prekiauja finansinėmis priemonėmis.

Vis dėl to, bet kuriuo atveju, nors pasinaudojimas arba bandymas pasinaudoti viešai neatskleista informacija sudarant sandorius turi vadinamą prezumpciją, yra svarbu labai atidžiai išnagrinėti visas faktines aplinkybes, siekiant pagrįsto sprendimo, jog subjektas iš tikrųjų pasinaudojo ar bandė pasinaudoti viešai neatskleista informacija, sudarant sandorį, siekiant prezumpciją paneigti.

(ES) 596/2014 reglamentas apibrėžia tokius asmenų veiksmus bandant sudaryti sandorius ir sandorių sudarymą, kuomet asmenys tai daro tiek tiesiogiai, tiek netiesiogiai:

- „įsigyjant ar parduodant arba
- bandant įsigyti ar parduoti, arba
- atšaukiant ar keičiant pavedimą įsigyti ar parduoti finansines priemones, su kuriomis ta informacija susijusi,
- bandydamas šį pavedimą atšaukti ar keisti.“<sup>56</sup>

Naudojimasis viešai neatskleista informacija gali būti ir:

- „prekyba apyvartiniais taršos leidimais ar su jais susijusiomis išvestinėmis priemonėmis,
- dalyvavimas apyvartinių taršos leidimų ar kitų produktų, kuriais tokie leidimai yra pagrįsti, aukcionuose, rengiamuose remiantis Komisijos reglamentu (ES) Nr. 1031/2010.“<sup>57</sup>

Prieš tai buvusiam 2003/6/EB reguliavime net bandymas pasinaudoti viešai neatskleista informacija bei atšaukimas ar pakeitimas pavedimų, nebuvo įtrauktas kaip pažeidimas, dėl kurio asmenys turėtų atsakyti dėl pažeidimo padaryto pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Šiuo atveju pagal Europos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų komitetą (Angl. *Committee of European Securities Regulators*)CESR-

---

<sup>56</sup> *cit.op.5*, preambulė 23 punktas.

<sup>57</sup> *ibid.*, 55

bandymas pasinaudoti viešai neatskleista informacija laikomas: „kuomet buvo pradėti tam tikri veiksmai, tačiau nebuvo užbaigti.“<sup>58</sup> Kaip pavyzdys, dėl ko bandymas pasinaudoti viešai neatskleista informacija nepavyko, bei tai yra laikoma įvykusi bandymu, pavyzdžiui: kai sutrinka technologijos, ar esant nurodymui prekiauti, tačiau dėl kurio nebuvo imtasi veiksmų. Tačiau tokia informacija subjektui, kuris bent bandė pasinaudoti ja, jau buvo žinoma iš anksto.

Kaip pastebi *Oksana Fruzerova*, pačios „informacijos kuri yra viešai neatskleista žinojimas turi egzistuoti iki pasinaudojant ja.“<sup>59</sup> Pagal ją yra išskiriami du svarbūs aspektai: „pirma informacija asmeniui turi būti žinoma iki ketinimo ar sprendimo pasinaudoti šia informacija (moralinis aspektas) ir antra iki sprendimo arba ketinimo įgyvendinimo (materialus aspektas).“<sup>60</sup>

Be kita ko, viešai neatskleistos informacijos pažeidimu yra laikoma net ir tada, kai asmuo perduoda informaciją kitam asmeniui arba rekomenduoja, paskatina ar pasiūlo kitam asmeniui sudaryti sandorį, dėl finansinių priemonių, su kuriomis viešai neatskleista informacija yra susijusi. Tokie veiksmai taip pat gali būti laikomi tiek tiesioginiai, tiek netiesioginiai.

Tačiau viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimas prekybai vertybiniais popieriais dažnai tampa komplikuoatas. Teismai gali remtis tik pateiktais „telefoninių pokalbių išrašais ir duomenų išsklotinėmis, gautais iš sandorius vykdančių ir šių sandorių vykdymą registruojančių investicinių įmonių, kredito įstaigų ir finansų įstaigų.“<sup>61</sup> Pagal tai galima nustatyti už melagingos ar klaidinančios informacijos platinimą atsakingo asmens tapatybę arba tai, kad asmenys tam tikru metu susisiekė ir kad du ar daugiau asmenų palaiko ryšį.

Pavyzdžiui, Lietuvos Aukščiausiasis Teismas nagrinėtoje byloje, nubaudė M.G. už tai, kad šis pasinaudojo viešai neatskleista informacija apie būsimą AB „Agrowill Group“ susijungimą su kita įmone. Kaip Lietuvos Aukščiausiasis Teismas pastebėjo: „kuomet yra piktnaudžiaujama rinka iš esmės yra galimi trys investiciniai sprendimai: pirma, asmuo gali įsigyti finansinių priemonių, antra, asmuo turimas finansines priemones gali

---

<sup>58</sup> Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation. ESMA. European Securities and Markets Authority. 2015. Prieiga per internetą: [žiūrėta 2016-11-15]. <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455\\_-\\_final\\_report\\_mar\\_ts.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf)>, p. 34

<sup>59</sup> *cit. op* 32, p.137

<sup>60</sup> *ibid.*,32

<sup>61</sup> *cit.op.*5, preambulė 65 punktas.

perleisti, trečia, asmuo gali tų priemonių neperleisti.<sup>62</sup> Manytina, jog sunkiausia įrodyti neperleidimo atvejį, kuomet asmuo susilaiko nuo investicinių sprendimų, bandant išvengti nuostolių, kadangi žinant viešai neatskleistą informaciją yra būtent svarbus jos panaudojimo momentas. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo išnagrinėtoje byloje M.G., būdamas AB „Agrowill Group“ akcininkas, susilaikė nuo akcijų pardavimo, kurios jam priklausė nuo 2012 m., siekdamas sau naudos. Kaip byloje buvo pažymėta, AB „Agrowill Group“ finansinė padėtis buvo prasta, tačiau M.G. sužinojus apie AB „Agrowill Group“ ir UAB „Baltic Champs“, kuri veikė pelningai, susijungimą, kuris turėjo įvykti 2014 m. vasario 20 d., ir ši informacija nebuvo viešai neatskleista. Taigi, M.G. pasinaudojo viešai neatskleista informacija, siekdamas pasipelninti. Byloje buvo nustatyta, kad M.G. pasinaudojo viešai neatskleista informacija iš pirminio insaiderio, t. y. UAB FMĮ „Orion Securities“ tarpininkavusios įmonės, kuri turėjo viešai neatskleistą informaciją, vykstant įmonių susijungimui. Šios įmonės darbuotoja K.B. atskleidė per „Skype“ viešai neatskleistą informaciją apie būsimą įmonės susijungimą, derybas ir apie būsimą akcijų kainų kylimą. M.G., žinodamas apie susijungimą, pavišino oficialiai viešai neatskleistą informaciją investuotojų forume. Tokiais veiksmais buvo siekiama, kad turimų akcijų kaina pakiltų, taip iš esmės netiesiogiai, pasinaudojant viešai neatskleista informacija.

Vadinasi, M. G., žinodamas iš UAB FMĮ „Orion Securities“ darbuotojos K. B. gautą viešai neatskleistą informaciją apie finansinių sunkumų turinčios AB „Agrowill Group“ ir pelningai veikiančios UAB „Baltic Champs“ susijungimą, akcijų kainos kilimą, galėjo pagrįstai tikėtis, kad ateityje AB „Agrowill Group“ akcijų kaina kils, ir turėjo galimybę investicinius sprendimus priimti remdamasis jam žinoma ir reikšminga viešai neatskleista informacija.

M.G. priėmė sau finansiškai naudingą sprendimą palaukdamas kol susijungs įmonės ir neparduodamas turimų akcijų, dėl ko vėliau uždirbo dar didesnę sumą, jas parduodamas po įmonių oficialaus susijungimo, juolab, kad kaip pastebėjo pats teismas, jo pateikta informacija, kuri buvo pavišinta forume, buvo laikoma viešai neatskleista, tačiau M.G. bandė gintis, bei argumentuoti, jog investuotojų forume buvo pateikta tik jo nuomonė. Tačiau kaip teismas teisingai pastebėjo, tokia informacija apie įmonių susijungimą bei akcijų kainos pakilimą negalėjo būti laikoma tik M.G. asmenine nuomone, kadangi „kitiems asmenims pateikė ne savo nuomonę, o perdavė iš K. B. gautą tikslią, konkrečią ir leidžiančią daryti išvadas informaciją dėl tolesnės emitento AB

---

<sup>62</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Baudžiamųjų bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2016 m. vasario 23 d. nutartis baudžiamojoje byloje, Nr.2AT-11-746/2016. [žiūrėta 2016-11-16]. Prieiga per internetą :< <http://eteismai.lt/byla/64674151025414/2AT-11-746/2016>>.

„Agrowill Group“ perspektyvos“<sup>63</sup> Taip pat M.G. ginčijo „Skype“ gautą pokalbių išsklotinę, motyvuodamas, kad tai jo asmeninė informacija. Tuo tarpu teismas pabrėžė, jog Lietuvos bankas, buvo gavęs leidimą iš teismo, M.G. darbo vietos patikrinimui esant galimiems Finansinių priemonių rinkų įstatymo pažeidimams. Taigi, (ES) Nr. 596/2014 reglamentas taip pat numato, kad „valstybės institucijoms turi būti suteikiama galimybė priėti bei reikalauti investicinės įmonės, kredito įstaigos arba finansų įstaigos turimų telefoninių pokalbių įrašų, elektroninių pranešimų ir duomenų srauto išsklotinių pagal Direktyvą 2014/65/ES.“<sup>64</sup>

Siekiama, kad valstybės institucijos turėtų galimybę, gauti kiek įmanoma daugiau informacijos, tam, kad būtų lengviau įrodyti paties pasinaudojimo viešai neatskleista informacija faktą, tačiau (ES) Nr. 596/2014 reglamente yra numatyta išimtis, jog: „negalima gauti prieigos prie telefoninių pokalbių balsu turinio, siekiant, kad nebūtų pažeistas asmens privatumas, bei užtikrinama, kad nebūtų pažeistos teisės į privatų ir šeimos gyvenimą, privatumą“.<sup>65</sup> Finansinių priemonių rinkų įstatymo 81 straipsnio 2 dalies 3 punkte numatyta, kad tokie patikrinimo veiksmai gali būti atlikti tik gavus teismo leidimą, dėl ko iš esmės yra užtikrinamas Europos Sąjungos reikalavimas ES) Nr. 596/201 reglamente, kad nebūtų pažeistos anksčiau paminėtos žmogaus teisės, bei informacija tikrinama pagrįstai. Todėl manytina, kad siekiant įvertinti asmens veiksmus, kai jis susilaiko nuo akcijų pardavimo (priklausomai nuo situacijos-pirkimo), turėtų būti vertinamos visos tam tikro atvejo aplinkybės, bei tai, kaip aktyviai ir neįprastai asmuo reaguoja bei imasi veiksmų, jeigu iki tol jokių aktyvių veiksmų nebuvo atliekama, taip pat vertinti pagal visus kriterijus, kurie patenka į viešai neatskleistos informacijos sąvoką. Be to, reikia „įvertinti ar asmuo gali gauti realią naudą žinant viešai neatskleistą informaciją, kadangi tai yra ekonominio elgesio forma.“<sup>66</sup>

## **2.2. Pažeisto draudimo pasinaudojant viešai neatskleista informacija teisėtumo/neteisėtumo ribos Europos Sąjungos teisės aktuose**

Kyla klausimas ar draudimo pažeidimas, pasinaudojant viešai neatskleista informacija neturi išimčių? Kadangi dažniausiai kiekviena taisyklė turi išimčių, dėl ko toliau detaliau panagrinėsime draudimo prekiauti pasinaudojant viešai neatskleista informacija išimtis, bei kada tai yra laikoma teisėta.

---

<sup>63</sup> *cit.op.*61

<sup>64</sup> *cit.op.*5, preambulė 65 punktas.

<sup>65</sup> *ibid.*, preambulė 65 punktas.

<sup>66</sup> *cit.op.*61

(ES) 596/2014 reglamento 9 straipsnis numato, jog veiksmai laikomi teisėti nepriklausomai nuo to ar asmuo turėjo ar turi viešai neatskleistos informacijos ir nėra preziumuojama, jog asmuo vykdė prekybą pasinaudojant viešai neatskleista informacija, pagrįsta finansinių priemonių įgijimu ar pardavimu. Tačiau reglamentas toliau pabrėžia, kad juridiniai asmenys turi užtikrinti, kad buvo laikomasi bei užtikrinama pakankama vidaus tvarka bei procedūros. Iš esmės yra apsidraudžiama, kad asmenys, pavyzdžiui, pirminiai insaideriai, kuriems viešai neatskleista informacija prieinama gana dažnai, jiems gali būti nustatomos tam tikros griežtos taisyklės bei ribojimai, siekiant apsaugoti viešai neatskleistą informaciją, bei esant tokioms taisyklėse numatytoms išimtims, manytina, kad tokiems asmenims netenka paneigti, kad pasinaudojo viešai neatskleista informacija dėl juridinio asmens tinkamo tvarkymosi įmonės viduje. Tinkamo tvarkymosi įmonės viduje pavyzdys gali būti: „tam tikrų darbo zonų atskyrimas, kur būtų atribojami asmenys dirbantys su viešai neatskleista informacija ir investuotojų komandos.“<sup>67</sup>

Paminėtina ir tai, kad konkrečiai yra išskiriama asmenų padėtis, kurie dėl jos gali būti neidentifikuojami, kaip asmenys besinaudojantys viešai neatskleista informacija, prekybai vertybiniais popieriais.

Tai asmenys, kurie:

- „veikia kaip tos finansinės priemonės, su kuria informacija susijusi, rinkos formuotojas arba

- subjektas, įgaliotas veikti kaip sandorio subjektas ir kai finansinės priemonės, su kuriomis ta informacija susijusi, perkamos arba parduodamos teisėtai, atliekant įprastas jų rinkos formuotojo arba sandorio subjekto, susijusio su ta finansine priemone, funkcijas, arba

- yra įgaliotas vykdyti pavedimus trečiųjų asmenų vardu ir kai finansinės priemonės, su kuriomis tas pavedimas susijęs, įsigyjamoms arba parduodamos teisėtai pagal tą pavedimą, atliekant

- įprastas to asmens profesines ar darbo pareigas.“<sup>68</sup>

(ES) Nr. 596/2014 reglamentas įtraukia dar vieną svarbią normą siekiant, kad pasinaudojimas viešai neatskleista informacija nebūtų visiškai aklaui konstatuojamas visose situacijose. (ES) Nr. 596/2014 reglamento kūrėjai įtraukė šią nuostatą: „jeigu <...> asmuo sudaro sandorį įsigyti ar parduoti finansines priemones ir tas sandoris įvykdomas sąžiningai įgyvendinant prievolę, kurios terminas baigėsi, ir nesiekiant išvengti draudimo prekiauti vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija ir <...> kai ta

---

<sup>67</sup> King and Spalding. Client Alert. Financial Institutions Regulation Practice Group. 2016, p. 7

<sup>68</sup> *cit. op.* 5, 9 straipsnio 2 dalis.

prievolė atsiranda dėl pavedimo, kuris pateiktas, arba susitarimo, kuris sudarytas, anksčiau nei asmuo gavo viešai neatskleistą informaciją; arba <...> sandoris vykdomas siekiant patenkinti teisinę ar reguliavimo prievolę, kuri atsirado anksčiau nei asmuo gavo viešai neatskleistą informaciją.<sup>69</sup> Šiuo atveju svarbu, kad asmuo nors ir žinodamas viešai neatskleistą informaciją, po informacijos susižinojimo nesiimtų veiksmų, pavyzdžiui, siektų atšaukti arba keisti pavedimą su susijusiomis finansinėmis priemonėmis ar kitų veiksmų, kurie yra nurodyti (ES) Nr. 596/2014 reglamento 8 straipsnyje. Jeigu jokie pakitimai nedaromi ir sandoris toliau vykdomas, kaip ir buvo numatyta, manytina, tokiu atveju toks viešai neatskleistos informacijos žinojimas yra laikomas teisėtas, kadangi informacija nebuvo panaudota.

Kitas aspektas, kai galima teigti, jog nebuvo pasinaudota viešai neatskleista informacija, buvo nagrinėtas byloje *Proïstamenos v. DOY Amfissas Charilaos Georgakis*<sup>70</sup>. Joje buvo įtvirtinta, kad kuomet abi sandorio šalys dalinasi ta pačia viešai neatskleista informacija, tokiu atveju tai negali būti laikoma viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo draudimo pažeidimu. Kaip Europos Sąjungos Teisingumo Teismas pabrėžė: „šiuo atveju abi sandorio šalys viena kita informuoja apie tokios informacijos buvimą.“<sup>71</sup> Vis dėl to teismas pabrėžė, jog tuo atveju kai abi sandorio šalys dar ir prekiauja su trečiąja šalimi, kuri nėra informuota apie viešai neatskleistos informacijos buvimą, tokiu atveju informacijos neatskleidimas jai, gali būti laikomas pasinaudojimo viešai neatskleista informacija pažeidimu. (ES) Nr. 596/2014 reglamentu numato, kad įmonių vadovų sudaromi sandoriai turės būti viešini. Manytina, minėta byla buvo stimulus, numatyti reglamente sudaromų sandorių tarp emitentų vadovų reglamentavimą. Reglamentas numato, kad „didesnis emitento vadovo pareigas einančių asmenų ir tam tikrais atvejais su jais glaudžiai susijusių asmenų vykdomų sandorių skaidrumas yra piktnaudžiavimo rinka, visų pirma prekybos vertybiniais popieriais naudojantis viešai neatskleista informacija, prevencijos priemonė.“<sup>72</sup>

Be kita ko, kaip akcentuoja *Marco Ventoruzzo*, šiuo atveju tai, kad „draudimas pasinaudoti viešai neatskleista informacija, kuris yra numatytas Europos Sąjungoje apima net ir tokius aspektus, kai tarkime asmuo tik žino apie būsimą įmonių susijungimą ir gali

---

<sup>69</sup> *cit.op.5*, 9 straipsnio 3 dalis.

<sup>70</sup> Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2007 gegužės 10d. sprendimas *Proïstamenos v. DOY Amfissas Charilaos Georgakis* C-391/04. EU:C:2007:272 [žiūrėta 2016-11-09]. Prieiga per internetą: <<http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62004CJ0391&lang1=en&lang2=LT&type=TEXT&ancre=>>>.

<sup>71</sup> *ibid.*, 69

<sup>72</sup> *cit.op.5*, preambulė 58 punktas.



numatyti vienokį akcijų kylimą arba kritimą.<sup>73</sup> Tačiau ar tai galima laikyti, jog asmuo, žinantis tokią informaciją, patenka į asmenų pažeidžiančių draudimą pasinaudoti viešai neatskleista informacija akirati? Šiuo atveju juk pagrindinė mintis draudime prekiauti viešai neatskleista informacija yra tai, kad asmuo nepasinaudotų savo turimu pranašumu, kadangi jis turi šią informaciją, siekiant neteisėtai pasipelnyti. Todėl skirtingai nei Jungtinėse Amerikos Valstijose esant tokiam atvejui, kai asmuo žino tokio pobūdžio informaciją, jis nepatenka į draudimą pasinaudoti viešai neatskleista informacija, kadangi nėra susiklosčiusių jokių fiduciarinių (nebent teismui tai pavyktų įrodyti, kad tokie fiduciariniai santykiai yra susiklostę) santykių tarp asmens žinančio informacija ir emitento. O pagal Europos Sąjungos reguliavimą, esant bendram suvokimui, jog visi turi žinoti tą pačią informaciją, kad būtų visi lygūs ir galėtų ja pasinaudoti, ji turėtų būti paviešinta. Šiuo atveju toks asmuo patenka po draudimu pasinaudoti viešai neatskleista informacija. Tačiau yra slidi riba, nuo kurios priklauso ar asmuo galėtų būti nubaustas už viešai neatskleistos informacijos panaudojimą prekiaujant vertybiniais popieriais. Tačiau siekiant, kad asmuo nebūtų apkaltintas pasinaudojimu, jis turėtų imtis tokių veiksmų, kuriais nebūtų nuskriausti kiti rinkos dalyviai. Tai gali būti atitinkamas informacijos pritaikymas priklausomai nuo esamos padėties, bandant prekiauti vertybiniais popieriais ir nebandant pralobti kitų rinkos dalyvių sąskaita, kuomet jie tos informacijos nežino.

### **2.3. Viešai neatskleistos informacijos atskleidimas. Draudimo pasinaudoti viešai neatskleista informacija teisėtumas**

(ES) Nr. 596/2014 reglamentas savo 17 straipsnyje numato emitento pareigą atskleisti viešai neatskleistą informaciją. Taip pat pabrėžia, kad tokia informacija turi būti paskelbta taip, kad visuomenė ją galėtų gauti greitai ir laiku spėtų šią informaciją įvertinti. Skirtingai nei Europos Sąjungoje, Jungtinėse Amerikos Valstijose tokia pareiga atskleisti informaciją nėra numatyta. Šiuo atveju galima akcentuoti, jog ir pareiga atskleisti informaciją Europos Sąjungos numatytame reguliavime yra susijusi su pagrindine mintimi, jog kiekvienas asmuo turi galimybę vienodai gauti informaciją, tam, kad galėtų tinkamai priimti investicinius sprendimus. Tačiau kyla klausimas ar esant tokiai pareigai, nenukenčia tiek investuotojų, tiek emitento interesai? „Europos reguliavimas, kaip galima matyti iš naujojo reglamento, nemano, kad viešai neatskleista

---

<sup>73</sup> VENTORUZZO Marco . *Comparing Insider Trading In The United States And In The European Union: History And Recent Developments*. Max Planck Institute Luxembourg for International, European and Regulatory Procedural Law .Working Paper Series. 2014. [žiūrėta 2016-10-02]. Prieiga per internetą: <[http://www.mpi.lu/fileadmin/mpi/medien/research/WPS\\_Marco\\_Ventoruzzo.pdf](http://www.mpi.lu/fileadmin/mpi/medien/research/WPS_Marco_Ventoruzzo.pdf)>, p.2

informacija priklauso emitentui ir, kad ji gali būti pasisavinta investuotojų, tačiau kaip tik teigia, kad visi investuotojai, turi turėti galimybę šia informacija dalintis bendrai su investuotojų visuomene.<sup>74</sup> Tačiau ar toks lygybės įtvirtinimas neatneša žalos patiems emitentams ir investuotojams. Galima teigti, kad kuomet yra reikalaujama atskleisti informaciją viešai, emitento, interesai kai kada neatkleisti informacijos ir investuotojo siekis, jog informacija būtų paviešinta, susikerta. *Sergio Gilotta* teigia, kad: „viešai neatskleistą informaciją galima laikyti įmonės nuosavybe, todėl šiuo atveju nuosavybės teisės priklauso emitentui.“<sup>75</sup> Iš esmės emitentas, turėdamas jam svarbios informacijos, gali nesidalinti ja su trečiaisiais asmenimis, siekiant nepaviešinti jam naudingos informacijos, siekiant išvengti galimos žalos. Taip pat svarbus ir konfidencialumas, kuris eina šalia neatskleistos informacijos: „tam, kad, būtų apsaugotos ekonominės paskatos siekiant, pateikti naudingą informaciją.“<sup>76</sup> Taigi šiuo atveju, ar yra konfliktas tarp investuotojų ir emitentų priklauso nuo to, kokią informaciją emitentas nori vis dėl to pasilaikyti sau, o kokią informaciją investuotojas, nori, kad būtų atskleista siekiant atitinkamo akcijų kainos pokyčių. Galima sakyti, kad emitentui ir investuotojui nėra visada naudinga, kad būtų siekiama, jog emitentas kuo plačiau dalintųsi vienokia ar kitokia informacija, kadangi jam taip pat reikia išlaikyti rinkoje savo konkurencingumą, dėl ko jis apskritai tapo listinguojamas, siekiant apsaugoti tam tikras savo paslaptis, tam, kad ir toliau galėtų sėkmingai gyvuoti ir verstis turima veikla, bei išlaikyti atitinkamą turimų akcijų vertę. Galima sakyti, jog šiuo atveju yra svarbiausia, kad informacijos viešinimas, būtų atliekamas vertinant teisingai gautos naudos ir žalos santykį tiek emitentui, tiek investuotojui. Kaip vadinamą išsigelbėjimą, tam, kad tam tikra jautri įmonės informacija nebūtų atskleista, galima laikyti (ES) Nr. 596/2014 reglamente viešai neatskleistos informacijos atidėjimą. (ES) Nr. 596/2014 reglamento 17 straipsnio 4 dalis numato bendro pobūdžio viešai neatskleistos informacijos atskleidimą, o to paties straipsnio 5 dalyje yra numatytas tokios informacijos atidėjimas: „tik esant išskirtinėms aplinkybėms, siekiant apginti viešąjį interesą ar užtikrinti finansų sistemos stabilumą.“<sup>77</sup> Abiejuose straipsniuose yra numatyti kriterijai, kuomet jiems esant galima atidėti informacijos atskleidimą. Visi išvardintini kriterijai, esant 17 straipsnio 5 daliai <...> „atskleidus informaciją gali būti pakenkta emitento ir finansų sistemos stabilumui; „<...> jos atskleidimas atidėtas paisant viešojo intereso; <...> gali būti užtikrintas tos

---

<sup>74</sup> *cit.op.72*, p.30

<sup>75</sup> SERGIO, Gilotta . The Conflict Between Disclosure in Securities Markets And The Firm's Need For Confidentiality: Theoretical Framework And Regulatory Analysis. 2010. [žiūrėta 2016-11-15]. Prieiga per internetą: < [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1709334](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1709334) >,p.25

<sup>76</sup> *ibid.*, >, p.2

<sup>77</sup> *cit.op.57*, p. 55

informacijos konfidencialumas ir kompetentinga institucija, <...> pritarė atidėjimui, remdamasi tuo, kad laikomasi <...> išdėstytų sąlygų. Taip pat 17 straipsnio 4 dalyje: <sup>78</sup><...> skubiai atskleidus informaciją gali būti padaryta žala emitento ar apyvartinių taršos leidimų rinkos dalyvio teisėtiems interesams; <...> tikėtina, kad dėl informacijos atskleidimo atidėjimo visuomenė nebus suklaidinta; <...> emitentas ar apyvartinių taršos leidimų rinkos dalyvis gali užtikrinti tokios informacijos konfidencialumą.<sup>79</sup>

Tokia informacija, kuri atitinka tokius, kriterijus, gali būti neatskleista. Tačiau, reglamentas nenumato, kaip ilgai tokia informacija gali būti neatskleista. Tokiu atveju kyla klausimas ar emitentas nepradės piktnaudžiauti savo turima tokia teise? ESMA savo komentaruose pažymi, kad „pranešimas atsakingai institucijai dėl informacijos atidėjimo <...> turėtų būti pateikiamas, kai tik tokia informacija tampa viešai atskleista.“<sup>80</sup>

Iš esmės galima daryti išvadą, jog emitentas šiuo atveju gali šios informacijos neatskleisti iki tol, kol, jo nuomone, bus tinkamai atskleista informacija. Juolab, kad pats reglamentas numato, kad dėl tokio informacijos atidėjimo visa atsakomybė dėl tokio sprendimo atitenka emitentui, kuris sprendžia ar informacija atitinka kriterijus numatytus (ES) Nr. 596/2014 reglamente. ESMA savo komentaruose pabrėžia, kad „asmuo, kuris priima tokį sprendimą, turi būti, asmuo, kuris turi tokią galią, pavyzdžiui, kaip valdybos narys.“<sup>81</sup> Iš esmės nėra siekiama konkrečiai nurodyti kuris asmuo, emitento viduje gali priimti tokį sprendimą, tačiau yra svarbu, jog tas asmuo būtų aiškiai įvardintas. Taip pat svarbu pabrėžti, kad tuo metu, kol informacija nėra pavišinta, jos konfidencialumas turi išlikti, ir atitikti visus numatytus kriterijus reglamente. Jeigu atsiranda gandai, dėl kurių informacijos konfidencialumo nėra įmanoma išlaikyti ir tie gandai yra pakankamai tikslūs, dėl ko galima daryti išvadą, kad įvyko informacijos nutekėjimas, nepriklausomai nuo to, kad įvyko konfidencialumo pažeidimas, emitentas privalo atskleisti viešai neatskleistą informaciją. Šiuo atveju reikalaujama, kad tokia informacija būtų atskleista, kiek įmanoma greičiau, juolab, kaip ESMA pabrėžia: „nėra net aiškinamasi, iš kur galėjo atsirasti informacijos nutekėjimas, kadangi, tai užtrunka ir reikalauja daug laiko.“<sup>82</sup> Žinoma, kokie tie gandai gali būti laikomi pakankamai tikslūs, kaip turintys įtakos viešai neatskleistos informacijos atsikleidimui nėra sukonkretinti ESMA komentaruose. Tačiau kaip pati ESMA pabrėžia, ateityje bus siekiama apibrėžti tikslių gaudų, turinčių įtakos viešai neatskleistos informacijos atsikleidimui sąvokos apibrėžimą.

---

<sup>78</sup> *cit.op.5.*

<sup>79</sup> *cit.op.5,17* straipsnio 4 dalis.

<sup>80</sup> *cit.op.57, p. 50*

<sup>81</sup> *ibid., p.51*

<sup>82</sup> *ibid., p. 53*

Kalbant detaliau apie viešai neatskleistos informacijos atidėjimą, (ES) Nr. 596/2014 reglamentas savo preambulėje pateikia pavyzdinių aplinkybių sąrašą, pagrindžiant emitento teisėtų interesų buvimą, atidedant viešai neatskleistos informacijos atskleidimą, kuriame numato, jog aplinkybės gali būti: <...> „vykstančios derybos arba susiję veiksniai, jeigu viešas atskleidimas gali daryti įtaką tų derybų rezultatui ar įprastai tvarkai <...> emitento finansiniam gyvybingumui gresia rimtas ir neišvengiamas pavojus <...> jeigu toks viešas atskleidimas sukeltų rimtą grėsmę esamų ir potencialių akcininkų interesams, kenkdamas konkrečių derybų, skirtų užtikrinti ilgalaikį emitento finansinį atsigavimą, užbaigimui.“<sup>83</sup> Esant tokioms aplinkybėms laikytina, kad šiuo atveju tokių aplinkybių įtvirtinimas yra būtinas, kadangi vienas apkritai iš naujojo reglamento tikslų yra apsaugoti investuotojų interesus, todėl net ir esant menkai rizikai, kad dėl to gali nukentėti finansinio pobūdžio derybos dėl ko investuotojai nukentėtų, turėtų būti kiek įmanoma labiau mažinama. Dėl to tokios aiškiai apibrėžtos aplinkybės (ES) Nr. 596/2014 reglamente yra visiškai pateisinamos. Juolab, kad nuo to priklausytų ir investicijų vertės kylimas arba kritimas. Manytina, kad tokios aplinkybės neturėtų apimti atvejų jeigu, pavyzdžiui, įmonei gresia bankrotas, siekiant užtikrinti investuotojų interesus ir lygiateisiškumą esant įmonės kritinei būklei.

Kita (ES) Nr. 596/2014 reglamento dalis numato, jog „<...> emitento valdymo organo priimti sprendimai ar sudarytos sutartys, kuriems įsigalioji reikalingas emitento kito organo patvirtinimas <...> viešas informacijos atskleidimas prieš tokį patvirtinimą, kartu paskelbiant, kad vis dar laukiama tokio patvirtinimo, sukeltų grėsmę, jog visuomenė neteisingai įvertins informaciją <...>.“<sup>84</sup> Ši numatyta taisyklė yra skirta, kuomet emitentas turi vadinamą hierarchinę sprendimo priėmimo tvarką. Tam, kad iš esmės tol, kol nėra priimtas sprendimas ir patvirtintas, tokios informacijos siekiama neatskleisti, nes taip galima suklaidinti investuotojų visuomenę, jeigu galiausiai būtų nepriimtas sprendimas, o visiems investuotojams iškomunikuota, kad sprendimas bus tikrai patvirtintinas. Toks Europos Sąjungoje numatytas reguliavimas bei taisyklės taikymas ir įgyvendinimas skirsis priklausomai nuo to, koks vyrauja įmonių valdymo struktūros modelis vienoje ar kitoje Europos Sąjungos valstybėje narėje. Pavyzdžiui, pagal Lietuvoje vyraujančią reguliavimą, galima teigti, jog čia vyrauja tarpinis variantas tarp dvipakopio ir vienpakopio valdymo. Kitose Europos Sąjungos šalyse, pavyzdžiui, „Didžiojoje Britanijoje vyrauja vienpakopis valdymas esant direktorių valdybai, kuri apima tiek valdymo, tiek priežiūros vaidmenį, o pavyzdžiui, Vokietijoje būdingas dvipakopis valdymas, kuomet

---

<sup>83</sup> *cit.op.5*, 50 punktas.

<sup>84</sup> *ibid.*, 50 punktas

yra listinguojamos įmonės, atskiriant stebėtojų tarybą ir valdymo organus<sup>85</sup>, tai yra valdymas atskiriamas nuo stebėjimo. Manytina, svarbu, kad esant tokiam reikalavimui nebūtų piktnaudžiaujama padėtimi ir esantis reguliavimas Europos Sąjungos šalyse, kuomet reikalingas patvirtinimas iš kitų emitento organų, įmonėje nebūtų tik formalumas, dėl kurio galimas sprendimų priėmimo vilkinimas, ir dėl ko nebūtų užtikrinama investuotojų teisė gauti teisingą ir laiku informaciją apie esamus pakitimus, siekiant priimti pagrįstą sprendimą investuojant.

Apibendrinant galima daryti išvadą, kad naujasis (ES) Nr. 596/2014 reglamentas numatydamas draudimo rūšis siekia, kad bet koks iš esmės veiksmas susijęs su viešai neatskleista informacija būtų draudžiamas. Draudimo apimtis plati. Taip siekiama mažinti riziką bet kokiam galimam pasinaudojimui viešai neatskleista informacija.

Prezumpcijos įtvirtinimas, kuria pasinaudojimas viešai neatskleista informacija laikomas reikšmingu skirtumu nuo Jungtinėse Amerikos Valstijose numatyto reguliavimo, kadangi šiuo atveju Europos Sąjungos reguliavime eliminuojamas net tik fiduciarinių santykių buvimas, tačiau ir subjekto siekiančio pasinaudoti informaciją subjektiškumas, kadangi užtenka pasinaudojimo, bandymo pasinaudoti ar kažkam patarti pasinaudoti turima viešai neatskleista informacija, tam, kad asmuo patektų į draudimo apimtį, neišskiriant iš pat pradžių pirminio arba antrinio insaiderio, kaip paprastai taikoma Jungtinėse Amerikos Valstijose, išskiriant pirminį insaiderį. (ES) Nr. 596/2014 reglamentas numato, net išimtis, kada prezumpcija gali būti netaikoma bei tai, kad ji gali būti nugincijama. Be to, pasinaudojimas turi atitikti visus viešos informacijos kriterijus. Manytina, toks griežtas reguliavimas bus veiksmingas, nes asmenys visada gali tokią prezumpciją nuneigti, jeigu nėra kalti. Tačiau iš kitos pusės, esant viską apimančiai prezumpcijai, jos nuneigimas, gali reikalauti daug laiko resursų, kadangi daugelis atvejų gali patekti į prezumpcijos akiratį dėl jos plačios apimties bei apskritai dėl draudimo pasinaudoti viešai neatkleista informacija plačios apimties.

Išimtyms numatytos, kuomet nėra taikomas draudimas pasinaudoti viešai neatskleista informacija, papildo draudimo reguliavimą, darant jį lankstų Europos Sąjungoje, siekiant apsaugoti veiksmingai tiek emitentų, tiek investuotojų interesus.

---

<sup>85</sup>CARSTEN, Jungmann. The Effectiveness of Corporate Governance in One-tier and Two-tier Board systems. Evidence from UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*. 2006. Prieiga per internetą: [žiūrėta 2016-11-05]. < [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=981407](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981407) ?>,p.459

### **3. Investuotojų galimybės apginti pažeistas teises, kuomet buvo pažeistas draudimas prekiauti viešai neatskleista informacija**

Dažnai galima išgirsti nuomonę, kad prekyba viešai neatskleista informacija yra nusikaltimas be aukų. Vis dėl to tiek Europos Sąjungos valstybės, tiek Jungtinės Amerikos Valstijos savo teisės aktuose numato ne tik baudžiamąją ir administracinę atsakomybę už pažeidimą draudimo prekiauti viešai neatskleista informacija, bet ir yra galimybė investuotojams teikti civilinį ieškinį, siekiant atgauti pastarųjų prarastus pinigus. Tačiau tokio pobūdžio atvejų, jog pats investuotojas pateiktų ieškinį teismui, siekiant apginti savo pažeistas teises, pasitaiko ganėtinai retai tiek Lietuvoje, tiek Europoje. Dažniausiai savo teises labiausiai yra linkę ginti amerikiečių investuotojai. Todėl toliau panagrinėsime, kokios realios teisinės galimybės numatomos Europos Sąjungoje investuotojams apginti savo pažeistas turtines teises po įvykusio pažeidimo, pasinaudojant viešai neatskleista informacija.

(ES) Nr. 596/2014 reglamente nėra atskirai numatomas reguliavimas, kuomet siekiama apginti pažeistas investuotojo teises, teikiant civilinį ieškinį. Daugiau yra koncentruojamasi į baudų dydžių didinimą, kuomet padaromas pažeidimas, bei asmenys traukiami administracinėn ar baudžiamojon atsakomybėn. Todėl detalesnis reguliavimas numatomas skirtingai Europos Sąjungos valstybėse narėse, teikiant civilinius ieškinius dėl žalos atlyginimo.

Manytina, kad tiek griežtesnis reguliavimas, numatytas už piktnaudžiavimą rinka, yra tinkama priemonė atgrasyti galimus draudimo prekiauti viešai neatskleista informacija pažeidėjus, kadangi patraukus juos baudžiamojon ar administracinėn atsakomybėn jiems yra taikomos piniginės baudos arba kartais ir laisvės atėmimo bausmės. Tačiau ar to pakanka? Ar šalia tokios gautos baudos kartu neturėtų būti imamasi civilinių priemonių, siekiant investuotojui kiek įmanoma atlyginti patirtus nuostolius? Manytina, kad taip turėtų būti, o juo labiau, kad „2012 m. ESMA atlikta valstybių narių apklausa parodė, kad daugelyje valstybių už draudimų piktnaudžiauti rinka pažeidimus pritaikytos administracinės ar baudžiamosios poveikio priemonės yra svarbi įrodinėjimo priemonė civilinėse bylose, kuriose nukentėję investuotojai siekia patirtos žalos atlyginimo.“<sup>86</sup>Taigi, kai administracinėje arba baudžiamojoje byloje yra priimtas sprendimas dėl draudimo prekiauti viešai neatskleista informacija, tuomet tai palengvina investuotojams galimybę ginti savo interesus, kadangi dėl jau patikrintų bei įvertintų

---

<sup>86</sup>FRUZEROVA, Oksana. Kai kurie probleminiai restitucijos taikymo ir grupės ieškinio teikimo piktnaudžiavimo rinka atvejais aspektai. Teisė, 2016 t 98. p. 1392-1274;. [žiūrėta 2016-10-01]. Prieiga per internetą: <<http://dx.doi.org/10.15388/Teise.2016.98.9970>> ,p.69

aplinkybių, toks sprendimas civilinėje byloje dėl žalos atlyginimo laikomas reikšmingu įrodymu<sup>87</sup>, siekiant priteisti žalą ieškovui.

Toliau panagrinėsime civilinės žalos atlyginimo galimybes bei restitucijos taikymą Lietuvoje, taip pat ką šiuo klausimu numato Europos Sąjunga bei Jungtinės Amerikos Valstijos.

### **3.1. Civilinė atsakomybė, pasinaudojus viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis**

Europos Sąjungos Teisingumo Teismas byloje *Alfred Hirmann v. Immofinanz AG* pažymėjo nors <...> „valstybių narių civilinės atsakomybės sistemos aiškiai nenurodytos, Teisingumo Teismas jau vis tiek yra konstatavęs, kad, kiek tai susiję su nuostolių atlyginimu ir galimybe skirti kompensacijas, panašias į sankciją, nesant šių sritį reguliuojančių Sąjungos teisės normų (aut. pastaba: byla nagrinėta taikant 2003/6/EB direktyvą, tačiau (ES) 596/2014 reglamentas taip pat nenumato konkrečių teisės normų, kalbant apie civilinę atsakomybę), kiekviena valstybė narė savo nacionalinės teisės sistemoje turi nustatyti žalos atlyginimo dydžio nustatymo kriterijus, kartu laikydamosi lygiavertiškumo ir veiksmingumo principų.“<sup>88</sup> Šiuo atveju „civilinės atsakomybės sistema yra priemonė, atitinkanti investuotojo patirtą žalą.“<sup>89</sup>

Kaip pastebi *Chase Foster*, „Jungtinių Amerikos Valstijų finansų institucijos bei brokeriai sulaukia daugybės civilinių ieškinių iš privačių asmenų dėl civilinės atsakomybės, kuomet yra pažeidžiami įstatymai, susiję su prekyba vertybiniais popieriais, skirtingai negu visose Europos Sąjungos šalyse.“<sup>90</sup> Tačiau, *Chase Foster* akcentuoja, jog „kuomet asmenims yra iškeliami baudžiamoji byla, dažniausiai po to keliamas ir civilinis ieškinys.“<sup>91</sup> Žinoma, Jungtinių Amerikos Valstijų sistemai būdinga tai, kad visi pinigai, kurie būna surinkti išnagrinėjus tiek administracines, tiek baudžiamąsias bylas, bei dauguma gauti konfiskavus asmenų, pažeidusių draudimą piktnaudžiauti viešai neatskleista informacija, turtą, patenka į vieną bendrą fondą, kuris priklauso Teisingumo

<sup>87</sup> Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas. *Valstybės žinios*, 2002, Nr. IX-743, 197 straipsnio 2 dalis.

<sup>88</sup> Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2013 m. gruodžio 19 d. Sprendimas *Alfred Hirmann prieš Immofinanz AG* C-174/12. EU:C:2013:856. [žiūrėta 2016-11-07]. Prieiga per internetą: <[http://publications.europa.eu/resource/cellar/c4d6c3ff-63e4-470c-911e-3433594e96a8.0015.01/DOC\\_2](http://publications.europa.eu/resource/cellar/c4d6c3ff-63e4-470c-911e-3433594e96a8.0015.01/DOC_2)>.

<sup>89</sup> *ibid.*, 43 punktas.

<sup>90</sup> FOSTER Chase. *Governing Financial Markets after the Crisis: European and American Approaches to Securities Enforcement: Working Paper September*. Harvard University. 2016. [žiūrėta 2016-11-07]. Prieiga per internetą: <<http://scholar.harvard.edu/files/chasefoster/files/fostergoverningfinancialmarketssept2016.pdf>>, p. 19

<sup>91</sup> *ibid.*, p.21

ministerijai, siekiant padėti asmenims nukentėjusiems nuo tokio pažeidimo, bent iš dalies ar visiškai atgauti turimą turtą. Vėliau iš šio fondo pinigai yra proporcingai paskirstomi SEC<sup>92</sup>, kuomet jiems tokį prašymą pateikia nukentėję investuotojai.

*Chase Foster* savo atliktuose tyrimuose pastebėjo, kad Europos Sąjungoje pavienių asmenų bylinėjimasis yra nepopuliarus, bei tokį nepopuliarumą grindžia daugiau apskritai „Europos Sąjungos politiniu pasirinkimu bei, kad Europos Sąjunga siekia palaikyti labiau viešą bei centralizuotą monopoliją nei būdingas funkcijas teisei sistemai“.<sup>93</sup> Manytina, kad šiuo atveju *Chase Foster* turi galvoje, kad nauju (ES) Nr. 596/2014 reglamento reguliavimu ir toliau yra išplečiamas sankcijų reguliavimas, kuriuo vadovaujantis yra nubaudžiami asmenys, taip siekiant supaprastinti sistemą bei galima sakyti, galimai net ir pagreitinti procesą tam, kad visada būtų galima žinoti, ko galima tikėtis už padarytą pažeidimą, piktnaudžiaujant rinka, negu detaliau bendrai visoms Europos Sąjungos valstybėms narėms, padedant sureguliuoti galimą, pavyzdžiui, civilinės atsakomybės tvarką, siekiant išieškoti žalą, esant pavieniams asmenis. Dėl ko galima teigti, toks reguliavimas tampa naudingesnis įmonėms. Tačiau Europos Sąjunga nauju reglamentu ir toliau palieka pačioms valstybėms narėms nuspręsti, kokie gali būti taikomi civilinių teisių gynbos būdai, siekiant investuotojams patiems apsiginti savo pažeistas teises.

Jeigu detaliau pažvelgtume į Lietuvos įstatymus, o tiksliau į įtvirtintą Finansinių priemonių rinkų įstatymo 92 straipsnį 2 dalį, rasime nuostatą jog, asmuo privalo atlyginti žalą, kuomet buvo pažeistas įstatyme numatytas reguliavimas. Taigi, esant pažeidimui gali būti taikoma civilinė atsakomybė. Tačiau šiuo atveju dažniausiai galima tik deliktinė civilinė atsakomybė, kadangi nėra susiklosčiusių sutartinių teisinių santykių ir tokia turtinė prievolė atsirado tik dėl asmens padarytų neteisėtų veiksmų. Toliau detaliau panagrinėsime galimą civilinės atsakomybės taikymą esant pažeistam draudimui pasinaudoti viešai neatskleista informacija, kuomet buvo prekiauta finansinėmis priemonėmis.

Kaip Lietuvos Aukščiausiasis Teismas savo praktikoje pažymi: „civilinė atsakomybė gali atsirasti tik tada, kai padaryta žala yra individuali, t. y. kai ji padaryta konkrečiam subjektui, įgyjančiam teisę reikalauti žalos atlyginimo.“<sup>94</sup> Taigi žalos atlyginimo šiuo atveju gali reikalauti konkretūs investuotojai, kurių interesai buvo pažeisti, ir kurie patyrė finansinių nuostolių, esant draudimo pažeidimui prekiauti viešai neatskleista informacija, kuri buvo susijusi su jų turimomis finansinėmis priemonėmis ir

---

<sup>92</sup> Vertybinių popierių ir biržos komisija (ang. Securities exchange commission ).

<sup>93</sup> *cit.op.*89, p.21

<sup>94</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2003 m. balandžio 16 d. nutartis civilinėje byloje, Nr. 3K-3- 526/2003 m. [žiūrėta 2016-11-16]. Prieiga per internetą <<http://www.infollex.lt/tp/8855?nr=1> >.



taip buvo pažeistas Finansinių priemonių rinkų įstatymas,<sup>95</sup> numatantis draudimą piktnaudžiauti finansinių priemonių rinka. Tuo tarpu pagal Jungtinių Amerikos Valstijų „Specialų antrojo Deliktų teisės sąvado poskyrį, reglamentuojantį „Įvairias taisykles“ Sąvado 874 straipsnį“<sup>96</sup> numatantį, kad asmuo turi atsakyti už žalą, kuri kyla kai pažeidžiama pareiga, kylanti iš fiduciarinių santykių.

Kyla klausimas, kas bus laikoma investuotojui atsiradusi žala? Pagal Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 6.249 straipsnio 1 dalį yra numatyta, jog „žala yra <...> turto netekimas, negautos pajamos, kurias asmuo būtų gavęs, jeigu nebūtų buvę neteisėtų veiksmų“. Taip pat pagal to paties straipsnio 2 dalį - jeigu atsakingas asmuo iš savo neteisėtų veiksmų gavo naudos, tai gauta nauda kreditoriaus reikalavimu gali būti pripažinta nuostoliais. Kuomet, asmuo prekiauja pasinaudojant viešai neatskleista informacija finansinėmis priemonėmis, ir dėl to kiti investuotojai esant informacijos asimetrijai, negali tinkamai priimti finansinių sprendimų, susijusių su jų turimomis finansinėmis priemonėmis, bei investuoti arba susilaikyti nuo tokių veiksmų, įgyjamas nesąžiningas pranašumas, bei gaunama nauda. Geriausiai atskleidžiama nauda per tai, pavyzdžiui, kokia akcijų vertė buvo iki sužinant viešai neatskleistą informaciją, bei po informacijos panaudojimo prekiaujant finansinėmis priemonėmis. Taip pat skirtumas arba dar kitaip pelnas, atsiradęs po to kai, pavyzdžiui, pakito akcijų kaina ir asmuo priėmęs finansinius sprendimus, remiantis viešai neatskleista informacija, iš to sugebėjo gauti naudos. Kadangi asmuo, turėdamas nesąžiningą pranašumą, atėmė iš kito investuotojo jo uždirbtą pelną, jeigu investuotojui būtų buvusi tinkamai atskleista informacija. Taigi neteisėtais veiksmais uždirbtas pelnas asmens, pasinaudojusio viešai neatskleista informacija, prekiaujant finansinėmis priemonėmis, yra laikomas investuotojo patirtais nuostoliais bei padaryta žala investuotojui, jo finansiniams interesams. Tuo tarpu Jungtinės Amerikos Valstijos numato, kad kai yra padaromas fiduciarinių santykių pažeidimas, gali būti: kompensaciniai nuostoliai, kuriems esant, galimas priteisimas, įrodant, kad buvo sukelta žala, kuomet buvo pažeisti fiduciariniai santykiai. Taip pat, kai yra pažeidžiami fiduciariniai santykiai, nėra svarbu kaltės įrodymo klausimas.

Kalbant apie Europos Sąjungos numatytą reguliavimą, reglamente (ES)596/2014 numatyta, kad asmuo pasinaudojęs arba bandęs pasinaudoti viešai neatskleista

---

<sup>95</sup> Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas. *Valstybės žinios*, 2007, Nr. 17-627, 62 straipsnis.

<sup>96</sup> *cit.op.* 19, p. 91

informacija, laikomas ja pasinaudojęs. Finansinių priemonių rinkų įstatymas<sup>97</sup> numato, pažeidimą, kuomet buvo sudarytas sandoris arba bandyta sudaryti sandorį pasinaudojant viešai neatskleista informacija, tačiau šiuo atveju priežastinis ryšys pagal šią normą turi būti nustatomas tarp paties sandorio sudarymo ir dėl jo kilusių padarinių, t. y. po jo atsiradusių nuostolių investuotojui. Todėl beveik neįmanoma įrodyti, jog sandoris buvo sudarytas dėl to, kad asmuo žinojo viešai neatskleistą informaciją, dėl to daugelyje bylų Lietuvoje dažniausiai tokio sandorio sudarymą ir dėl jo kilusius nuostolius bei priežastinį ryšį įrodo tiek tiesioginės, tiek netiesioginės aplinkybės, iš kurių galima daryti išvadą, jog sandoris sudarytas dėl to, kad buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija, todėl investuotojui dėl tokio sandorio galiausiai atsirado nuostoliai. Tačiau kaip būdinga Jungtinių Amerikos Valstijų praktikoje, čia teismai numato, kad reikia įrodyti, jog „asmuo susilaikė nuo pareigos atskleisti viešai neatskleistą informaciją arba nesusilaiko, turėdamas tokią informaciją nuo prekybos veiksmų.“<sup>98</sup> Deja Lietuvoje Finansinių priemonių rinkų įstatyme akcentuojama neteisėto sandorio nesudarymo pareiga pasinaudojant viešai neatskleista informacija, o ne pareigos asmeniui paviešinti informaciją ar pareigos nepasinaudoti turima dar viešai neatskleista informacija, siekiant aktyviai veikti finansų rinkoje. Manytina, kad tokiu atveju asmenys, nukentėję nuo piktnaudžiavimo rinka veiksmų, Lietuvoje praranda galimybę beveik visais atvejais laimėti bylas, kadangi nėra numatyta konkretaus tiesioginio draudimo asmenims susilaikyti nuo viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo arba viešai ją atskleisti.

Taip pat kaip matyti iš Europos Sąjungos reguliavimo, bandymas pasinaudoti viešai neatskleista informacija ir pasinaudojimas yra vienodai laikomas pažeidimu<sup>99</sup>, skirtingai negu Jungtinėse Amerikos Valstijose, kur pažeidimu yra laikomas tik pasinaudojimas viešai neatskleista informacija. Pasinaudojimas bei bandymas pasinaudoti pagal Lietuvos ir Europos Sąjungos reguliavimą gali būti tiek tiesioginis, tiek netiesioginis kaip ir Jungtinėse Amerikos Valstijose.<sup>100</sup> Taigi įrodyti šiuos veiksmus svarbu siekiant apginti investuotojams savo finansinius interesus.

Taip pat dar vienas skirtumas, ko gali reikalauti investuotojai esant viešai neatskleistos informacijos pažeidimui, tai kompensacinių nuostolių. Kitu atveju, dar gali būti reikalaujama baudinių nuotolių atlyginimo, kuomet tyčia yra pažeidžiama lojalumo

---

<sup>97</sup> Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas. *Valstybės žinios*, 2007, Nr. 17-627, 62 straipsnis.

<sup>98</sup> MCCARTHY M. Christopher . Rule 10b-5--Expanding Insider Liability (Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.). *The St. John's Law Review*.2012, p. 405

<sup>99</sup> *cit.op.*,32,p 136

<sup>100</sup> FRIED Jesse. *Insider Trading via the Corporation*. University of Pennsylvania Law Review. 2014 (p. 801-839) 2012. [žiūrėta 2016-11-27]. Prieiga per internetą :<<https://corpgov.law.harvard.edu/2012/08/24/insider-trading-via-the-corporation/>>,p.821

pareiga<sup>101</sup>. Tačiau fakto, kad buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis, neužtenka<sup>102</sup>, siekiant gauti žalos atlyginimą. Šiuo atveju, manytina, kad reikia įrodyti, jog žala investuotojui yra realiai atsiradusi. Tuo tarpu Jungtinėse Amerikos Valstijose esant pažeidimui, kuomet pažeista fiduciarinė pareiga, nereikia įrodyti, jog buvo reali žala, kadangi nors ir asmuo nepatyrė realios žalos, ji jam vis dėl to, gali būti priteista. Klausimas kyla, kada yra laikoma, kad žala yra jau realiai atsiradusi pagal Lietuvos reguliavimą ir Europos Sąjungos reguliavimą? Ar tada, kai asmuo sužinojo viešai neatskleistą informaciją ir ją pasinaudojo? (ES) Nr. 596/2014 reglamento preambulėje minima, kad paprastai investuotojai remiasi *ex ante* turima informacija<sup>103</sup>, siekiant įvertinti galimą informacijos poveikį. O informacija *ex post* naudojamas, kai siekiama patvirtinti buvusią prielaidą, jog *ex ante* galėjo daryti poveikį kainoms „bet ja nereikėtų naudotis siekiant imtis veiksmų prieš asmenis, kurie padarė pagrįstas išvadas vadovaudamiesi turėta *ex ante* informacija.“<sup>104</sup> Reglamento rengėjai iškart išskyrė, kad esančios prielaidos nors ir jos pasitvirtino, negali būti iškart laikomos, kaip žinotos iš anksto, tai yra tokios, kurios buvo turimos, žinant viešai neatskleistą informaciją. Tačiau svarbu tai, kad šioje preambulės dalyje atsispindi *ex post*, tai yra jau įvykus pačiam faktui, kad informacija vis dėl to turėjo įtakos turimų finansinių priemonių vertei, kuomet tarkime buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija, kuri realiai paveikė turimų finansinių priemonių kainą į vieną ar kitą pusę, t. y. ji pakito, ir ji pakito po informacijos pavišinimo. Todėl galima daryti išvadą jog ne tada, kada informacija buvo pasinaudota, tačiau neatsirado jokio poveikio investuotojams buvo padaryta reali žala, o tada kai viešai neatskleista informacija yra pasinaudota ir, pavyzdžiui, po jos paskelbimo, vėliau pakito finansinių priemonių kaina. Tada atsiranda reali žala, tai yra realus *ex post* patvirtinimas<sup>105</sup>. Žinoma, tam, kad buvo pasinaudota tokia viešai neatskleista informacija, reikia vis tiek įrodyti visus viešai neatskleistos informacijos kriterijus, kurie buvo minėti šio darbo ankstesniame skyriuje.

Apibendrinant, darytina išvada, kad iš Lietuvos teismų praktikos, kuri yra iki dabar, galima teigti, jog bylų susijusių su pažeidimu pasinaudojant viešai neatskleista

---

<sup>101</sup> DEMOTT, Deborah A. Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences. *Duke Law School Faculty Scholarship Series*. 2006. [žiūrėta 2016-11-01]. Prieiga per internetą: < [http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1047&context=duke\\_fs](http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1047&context=duke_fs) >, p. 13

<sup>102</sup> Pastebėtina, kad yra taikoma prezumpcija, dėl viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo, kuomet iš esmės, šiuo atveju net ir kaltės klausimas, kaip vienas iš civilinės atsakomybės sąlygų, įrodinėjant turi būti paneigtas, t. y. paneigta prezumpcija, ne paties ieškovo, o asmens, kuris pasinaudojo viešai neatskleista informacija.

<sup>103</sup> *cit.op.* 5, 15 punktas.

<sup>104</sup> *ibid.*, 15 punktas.

<sup>105</sup> Žinoma reikia atsižvelgti, kad šiuo atveju *ex post* reikšmingas tik pačiam žalos realumo nustatymo momentui, o ne viešai neatskleistos informacijos įrodinėjimo kontekste.

informacija tikrai nėra daug. Tačiau dažniausiai iš to, ką galima rasti Lietuvos teismų praktikoje galima teigti, kad žalos būti galima išsireikalauti tiek iš emitento, esant emitento neveikimui, kuomet jis turi pareigą paskelbti viešai neatskleistą informaciją apie esminius įvykius, kurie gali turėti įtakos turimų finansinių priemonių kainai<sup>106</sup>, tiek iš investuotojo<sup>107</sup>, tiek iš maklerio, kuris turėdamas viešai neatskleistos informacijos ją perduoda kitam asmeniui<sup>108</sup>.

Tačiau, kiek galima pastebėti iš Lietuvoje nagrinėtų bylų, sudėtingiausia teismui įrodyti paties pasinaudojimo viešai neatkleista informaciją faktą, ir kaip vienoje byloje teismas pabrėžė, „pagal nustatytas aplinkybes daro išvadą, kad byloje esančių įrodymų, nors dauguma jų netiesioginiai pakanka išvadai, kad buvo pažeistas Finansinių priemonių rinkų įstatymo 62 straipsnio 2 dalyje nustatytas draudimas.“<sup>109</sup> Manytina, kuomet investuotojai norės siekti žalos atlygio, bus sunku įrodyti aplinkybes tam, kad būtų padaryta išvada, jog buvo padarytas pažeidimas. Rekomenduotina, kad investuotojai, siekiantys prisiteisti žalos atlyginimą iš asmenų, kurie pažeidė jų finansinius interesus pasinaudojant viešai neatskleista informacija, pirma pateiktų skundą institucijai, pavyzdžiui, kaip Lietuvos bankas, kad šis atliktų tyrimą ar apskritai yra pažeidimas ir vėliau jo išvadomis remtųsi, siekiant gauti žalos atlyginimą, kadangi investuotojui kreipiantis tiesiai į teismą būtų sunkiau pačiam įrodyti piktnaudžiavimo rinką pažeidimą, bei taip sutaupant laiko.

---

<sup>106</sup> Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo teisėjų kolegija. 2010 lapkričio 2 d. nutartis administracinėje byloje, Nr. A-662-1391-10. [žiūrėta 2016-09-29] Prieiga per internetą: <<http://eteismai.lt/byla/242678297440428/A-662-1391-10?word=emitento%20viešai%20neatskleista%20informacija>>

<sup>107</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Baudžiamųjų bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2016 m. vasario 23 d. nutartis baudžiamojoje byloje, Nr.2AT-11-746/2016. [žiūrėta 2016-11-16]. Prieiga per internetą <<http://eteismai.lt/byla/64674151025414/2AT-11-746/2016>>.

<sup>108</sup> *cit.op.*54

<sup>109</sup> *cit.op.*94,62 straipsnio 2 dalis.

### 3.2. Restitucijos taikymas, pasinaudojus viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis

Tiek Lietuvos, tiek Jungtinių Amerikos Valstijų teisinis reguliavimas numato galimybę taikyti restituciją, kuomet yra pažeidžiami asmenų turtiniai interesai.

Kaip pastebi *David J. Kramer*, „restitucija Jungtinėse Amerikos Valstijose bet kuriuo atveju yra geriausias variantas siekiant atlyginti žalą investuotojams, kurie nukentėjo nuo pinigų netekimo, kuomet buvo sudaryti sandoriai, esant informacijos asimetrijai, net ir tada kai skiriamos baudos ar yra išmokami pinigai“<sup>110</sup>, iš bendro fondo, nukentėjusiems nuo piktnaudžiavimo rinka. Jungtinėse Amerikos Valstijose teismai dažnai taiko restituciją, kuomet buvo įvykdyta nusikalstama veikia, šalia skirtos baudmės už prekiavimą finansinėmis priemonėmis ar esant administraciniam pažeidimui, jeigu investuotojas patyrė dėl to patyrė nuostolių. „Jungtinėse Amerikos Valstijose teismai niekada netaiko vien tik restitucijos asmenims pasinaudojusiems viešai neatskleista informacija, tačiau šalia to visada dar ir skiria didžiules baudas.“<sup>111</sup> Būtent baudinių nuostolių taikymas Jungtinėse Amerikos Valstijoje ir yra esminis skirtumas, lyginant su europiniu modeliu.

Taigi, restitucijos taikymas Jungtinėse Amerikos Valstijose pripažįstamas kaip labai veiksminga priemonė. Jos taikymas vėlgi atsiskleidžia per fiduciarinių pareigų prizmę bei jos elementus. Priklausomai nuo to, kaip ieškovas grindžia savo ieškinius, t. y. ar profesiniu nerūpestingumu ar tai, kad buvo pažeista lojalumo pareiga.

Europos Sąjungoje restitucijos taikymo praktika kalbant, kaip apie investuotojo gynybos būdą, nėra populiarus būdas ir taikomas gana retai<sup>112</sup>, o Lietuvoje apskritai nėra jokios teismų praktikos, kuri patvirtintų, kad šiuo atveju investuotojas gali taip apginti savo pažeistus interesus. Kyla klausimas ar šiuo atveju investuotojui nėra įmanoma apskritai pasinaudoti restitucijos galimybe?

Pagal Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 6.145 straipsnio 1 dalį, „restitucija taikoma tada, kai asmuo privalo grąžinti kitam asmeniui turtą, kurį jis gavo neteisėtai <...> arba dėl to, kad sandoris, pagal kurį jis gavo turtą, pripažintas negaliojančiu *ab initio* <...>.“<sup>113</sup> „Restitucija atliekama natūra, išskyrus atvejus, kai tai neįmanoma arba

---

<sup>110</sup> Kramer, David J.. Securities Fraud: What It Is and Why You Need to Know. 2016. [žiūrėta 2016-11-11]. Prieiga per internetą: <<http://www.novilaw.com/2016/09/securities-fraud/>>.

<sup>111</sup> Blanch Law Firm. Investment Fraud. [žiūrėta 2016-11-07]. Prieiga per internetą: <<http://www.theblanchlawfirm.com/?practice-areas=investment-fraud>>

<sup>112</sup> *cit.op.* 89, p.20

<sup>113</sup> Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas. *Valstybės žinios*, 2000, Nr. 111-4123, 6.146 straipsnis.

sukeltų didelių nepatogumų šalims. Tokiu atveju restitucija atliekama sumokant ekvivalentą pinigais.<sup>114</sup> Taigi kuomet viena sandorio šalis parduoda, o kita perka finansines priemones arba atvirkščiai, ir tokį sandorį viena šalių sudaro pasinaudojant viešai neatskleista informacija, taip atsirandant informacijos asimetrijai, nesąžiningai yra įgyjamas pranašumas vienai iš sandorio šalių, todėl tokį sandorį galima laikyti „niekiniu ir negaliojančiu“<sup>115</sup>. Toks sandorio sudarymas prieštarauja imperatyviai Finansinių priemonių rinkų įstatymo normai, t. y. 62 straipsniui, kuris numato jog, „<...> draudžiama tiesiogiai ar netiesiogiai bandyti sudaryti ar sudaryti savo ar trečiojo asmens sąskaita sandorius dėl finansinių priemonių, su kuriomis informacija susijusi, kol ji bus viešai atskleista <...>“. Todėl esant atvejams, kai vis dėl to sandoris būtų pripažintas negaliojančiu, asmuo, kuris pasinaudojo viešai neatskleista informacija sudarant tokio pobūdžio sandorį, turėtų grąžinti nukentėjusiam asmeniui vertybinius popierius arba, jeigu to nepavyktų padaryti, tai tokią pinigų sumą, kuri atitinka vertybių popierių vertę.

Taigi pagal civilinį kodeksą galima teigti, kad restitucija Lietuvoje būtų lengvai pritaikoma, ginantis investuotojo interesus, kaip ir, pavyzdžiui, Jungtinėse Amerikos Valstijose. Žinoma, pabrėžiant skirtumus būdingus Jungtinėse Amerikos Valstijose galima pasakyti, jog restitucijos atveju yra priteisiama dažniausiai asmeniui tada, kai pažeidimas atsirado pažeidus lojalumo pareigą, kadangi iš šio pažeidimo buvo gauta nauda.

Juolab, kad Europos Sąjungos reguliavimas, o dar tiksliau (ES) 596/2014 reglamentas siekia, kad būtų pagerinta investuotojų apsauga. Taikant restituciją, kaip vieną iš galimų civilinių investuotojų gynybos būdų užtikrinama investuotojų apsauga. *Oksana Fruzerova*, teigia, kad restitucija Lietuvos praktikoje pasiteisintų, pavyzdžiui, kai: „investuotojas parduoda savo turimas akcijas, asmeniui, kuris turi viešai neatskleistos informacijos ir siekia ja pasinaudoti siekiant gauto pelno.“<sup>116</sup> Šiuo atveju, jeigu nebūtų informacijos asimetrijos, investuotojai neparduotų savo turimų akcijų, t. y. nesudarytų sandorio, jeigu žinotų, kad ateityje jie galės užsidirbti iš jų pelno, nes pavyzdžiui jų vertė pakils ir jie turimas akcijų galės parduoti didesne kaina. Taigi, esant tokiai situacijai, kaip pastebi *Oksana Fruzerova*, galėtų būti taikoma restitucija. „Tokiu atveju akcijos būtų gražintos investuotojui, dėl ko jis jas galėtų parduoti brangiau pats arba ir toliau laikyti savo investiciniame portfelyje.“<sup>117</sup> Tačiau svarbu pastebėti, kad restitucija bus ne visada efektyvi priemonė, kadangi finansinių priemonių kaina priklausomai nuo įvairios viešai

---

<sup>114</sup> *ibid.*, 6.146 straipsnis.

<sup>115</sup> *ibid.*, 1.80 straipsnis 2 dalis

<sup>116</sup> *cit.op.*85, p.75

<sup>117</sup> *cit.op.*85, p.75

atskleistos informacijos greitai kinta. Tuo tarpu skirtingai negu numatyta Lietuvos reguliavime, Jungtinių Amerikos Valstijų reguliavime restitucija gali būti visada sėkmingai pritaikoma, jeigu yra įrodomas fiduciarinių santykių pažeidimas, tai yra pažeidžiama asmens lojalumo pareiga.

Todėl, kaip ir teisingai pastebi *Oksana Fruzerova*, ir su ja galima sutikti, kad „esant padarytam pažeidimui pasinaudojant viešai neatskleista informacija, tačiau uždelsus pažeidimo nustatymui, kadangi tyrimas kartais gali užtrukti ilgai (žinant tai, kad paties pasinaudojimo viešai neatskleista informacija faktas yra sunkiai nustatomas) restitucija, kaip taikymo priemonė, tampa nebeefektyvi, nes asmuo nors ir atgautų savo akcijas, po ilgo laiko tarpo jos negalėtų turėti tokios pat vertės, kuomet jomis buvo pasinaudota, siekiant gauti naudos, bei kuomet buvo sudarytas sandoris jas, pavyzdžiui, parduoti.“<sup>118</sup>

Manytina, *Oksanai Fruzerovai*, galima pritarti, kad restitucijos taikymas Lietuvoje yra galimas ir reikalingas, siekiant kuo labiau užtikrinti investuotojų interesus. Tačiau, jį reiktų taikyti atsargiai, kiekvieną kartą atsižvelgiant į kiekvieno atvejo aplinkybes. Taip pat, kad restitucijos taikymas yra naudingas galima matyti iš Jungtinių Amerikos Valstijų praktikos, kurioje restitucijos taikymas visada eina šalia baudžiamosios atsakomybės ar administracinių baudų.

Deja Europos Sąjunga labiau linkusi akcentuoti ir vienodinti sankcijų dydį<sup>119</sup> esant pažeidimui pasinaudoti viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis. (ES) 596/2014 reglamentas neakcentuoja civilinės gynybos būdų, esant pažeidimui, kurie investuotojams lygiai taip pat yra svarbūs ir turi būti aktualūs bei reikalingi, siekiant efektyvios investuotojų apsaugos, kuomet yra pasinaudojama viešai neatskleista informacija. Nes tai, kad valstybės narės skiria gana dideles sankcijas už pažeidimus, negarantuoja, kad pažeidėjai ateityje nebandys ir toliau piktnaudžiauti finansų rinkomis. Kuo daugiau yra numatoma neigiamų pasekmių, kurios piktnaudžiaujant finansų rinkomis, gali kilti pažeidėjams, tuo didesnis, manytina, turėtų būti atgrasomasis poveikis nuo pažeidimo. Turi būti taikomos ir pabrėžiamos ne tik baudžiamosios ar administracinės pasekmės, bet ir civilinės, siekiant investuotojų interesų apsaugos.

Manytina, kad Europos Sąjungos šalys galėtų pasvarstyti apie bendro fondo įkūrimą, tokio kaip Jungtinėse Amerikos Valstijose, iš kurio būtų atlyginami nuostoliai arba bent dalinai atlyginami nukentėjusiems investuotojams, kadangi sumos numatytos

---

<sup>118</sup> *ibid.*, p.76

<sup>119</sup> *cit.op.5*, 30 straipsnis.

reglamente yra gana didelės už pažeidimus, o taip pat investuotojams atsirastų realesnė galimybė bent kiek atgauti pinigų už patirtus nuostolius ypač tada, kai, pavyzdžiui, piktnaudžiautojas gauto pelno nebeturi iš prekybos finansinėmis priemonėmis pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Tačiau tokie valstybių veiksmai vėl keltų naujus klausimus, kokiais kriterijais ir kaip vadovaujantis reiktų tinkamai ir atsakingai paskirstyti fondo pinigus nukentėjusiems asmenims, ypač tais atvejais, jeigu tai įmanoma padaryti tik iš dalies.



## Išvados

1. Europos Sąjungoje įtvirtinta pasinaudojimo viešai neatskleista informacija sąvoka yra platesnė, negu numatyta Jungtinėse Amerikos Valstijose. Todėl platus šios sąvokos įvirtinimas tik labiau padeda apsaugoti investuotojus nuo galimo piktnaudžiavimo pasinaudojant viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis, nes patenka visos galimos finansinės priemonės. Apibrėžimas nereikalauja įrodyti fiduciarinių santykių buvimo, o tik sąvokoje nurodytus kriterijus, siekiant įrodyti, jog buvo pasinaudota viešai neatskleista informacija, taip eliminuojant galimybę, kad asmenys gali likti nenubausti už pažeidimą, jeigu yra viešai neatskleistos informacijos pasinaudojimo faktas, tačiau nėra susiklosčiusių fiduciarinių santykių.

2. Draudimas pasinaudoti viešai neatskleista informacija apima ne tik pasinaudojimą viešai neatskleistą informaciją, tačiau ir bandymą pasinaudoti ja. Taip pat numatyta prezumpcija įtvirtinta Europos Sąjungoje dėl pasinaudojimo viešai neatskleista informacija daug platesnio spektro negu įtvirtinta Jungtinėse Amerikos Valstijose, kuri apima tik pirminius insaiderius. Tuo tarpu Europos Sąjungoje tai apima net tik pirminius insaiderius, bet ir visus asmenis, kurie žino ir bando arba jau naudojami viešai neatskleista informacija, kuomet prekiauja finansinėmis priemonėmis.

3. Europos Sąjungoje siekiama suderinti ne tik investuotojų interesus, tačiau ir emitentų, išlaikant pusiausvyrą, kuomet reikalaujama atskleisti viešai neatskleistą informaciją, skirtingai negu Jungtinėse Amerikos Valstijose, kur viešai neatskleista informacija laikoma emitento nuosavybe ir jam tokios pareigos nėra numatyta.

Tačiau, manytina, kad Europos Sąjunga neužtikrina visiškos investuotojų apsaugos, kadangi esant pareigai atskleisti viešai neatskleistą informaciją numatytoms išimtims (kurios turi daryti reguliavimą lankstų), leidžiama pačiam emitentui nuspręsti, kada toks informacijos pateikimas bus naudingas, dėl ko investuotojai gali nukentėti dėl emitento delsimo ir galimo piktnaudžiavimo turima informacija.

4. Europos Sąjunga neužtikrina investuotojų pilnos gynybos, kuomet yra pažeidžiamas draudimas pasinaudoti viešai neatskleista informacija. Europos Sąjungos lygiu numatomos tik galimos piniginės baudos už pažeidimus, bet ne

galimos gynybos priemonės, siekiant skatinti pačius investuotojus ginti savo finansinius interesus.

5. Civilinės atsakomybės sąlygų įrodinėjimas, siekiant žalos atlyginimo esant pažeidimui pasinaudojant viešai neatskleista informacija Jungtinėse Amerikos Valstijose palankesnis investuotojams, negu Lietuvoje. Dėl to šiuo atveju investuotojai ne taip dažnai gina savo pažeistus finansinius interesus, skirtingai negu Jungtinėse Amerikos Valstijose.

## Literatūros ir šaltinių sąrašas

### Lietuvos Respublikos teisės aktai:

1. Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas. *Valstybės žinios*, 2000, Nr. 111-4123
2. Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas. *Valstybės žinios*, 2002, Nr. IX-743
3. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas. *Valstybės žinios*, 2007, Nr. 17-627
4. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas. *Valstybės žinios*, 2007, Nr. 17-626

### Europos Sąjungos teisės aktai:

1. 2014 m. balandžio 16 d. Europos Parlamento ir Tarybos Reglamentas (ES) Nr. 596/2014 2014 m. 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 2014 m. specialusis leidimas, 57 tomas, p. 1. ). [žiūrėta 2016-11-18]. Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2014:173:FULL&from=LT>.
2. 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento Ir Tarybos Direktyva Nr. 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka). O.L 2003 m. specialusis leidinys 96 tomas, P.367–376. [žiūrėta 2016-11-09]. Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=LT>.

### Jungtinių Amerikos Valstijų teisės aktai:

1. 1934 Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas (Anglų k. Securities Exchange Act of 1934). [žiūrėta 2016-11-09]. Prieiga per internetą: <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> >.
2. Jungtinių Amerikos Valstijų vertybinių popierių ir biržos komisijos D.C. 20549 8-K forma. (Anglų k. United States Securities And Exchange Commission Washington, D.C. 20549 FORM 8-K .CURRENT REPORT. Pursuant to Section

13 OR 15(d) of The Securities Exchange Act of 1934). [žiūrėta 2016-11-01].  
Prieiga per internetą: <<https://www.sec.gov/answers/form8k.htm>>.

## Teismų praktika

1. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2007 gegužės 10d. sprendimas *Proïstamenos v. DOY Amfissas Charilaos Georgakis* C-391/04. EU:C:2007:272 [žiūrėta 2016-11-09]. Prieiga per internetą: <<http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62004CJ0391&lang1=en&lang2=LT&type=TXT&ancre=>>.
2. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2009 m. gruodžio 23 d. sprendimas *Spector Photo Group NV ir Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)* C-45/08. (ECLI): EU:C:2009:806. [žiūrėta 2016-11-13]. Prieiga per internetą: <<http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62008CJ0045&lang1=en&lang2=LT&type=TXT&ancre=>>.
3. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2013 m. gruodžio 19 d. Sprendimas *Alfred Hirmann prieš Immofinanz AG* C-174/12. EU:C:2013:856. [žiūrėta 2016-11-07]. Prieiga per internetą: <[http://publications.europa.eu/resource/cellar/c4d6c3ff-63e4-470c-911e3433594e96a8.0015.01/DOC\\_2](http://publications.europa.eu/resource/cellar/c4d6c3ff-63e4-470c-911e3433594e96a8.0015.01/DOC_2)>.
4. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2003 m. balandžio 16 d. nutartis civilinėje byloje, Nr. 3K-3- 526/2003 m. [žiūrėta 2016-11-16]. Prieiga per internetą :< <http://www.infolex.lt/tp/8855?nr=1> >.
5. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo teisėjų kolegija. 2010 lapkričio 2 d. nutartis administracinėje byloje, Nr. A-662-1391-10. [žiūrėta 2016-09-29] Prieiga per internetą: <<http://eteismai.lt/byla/242678297440428/A-662-1391-10?word=emitemto%20viešai%20neatskleista%20informacija>>
6. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Baudžiamųjų bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2016 m. vasario 23 d. nutartis baudžiamojoje byloje, Nr.2AT-11-746/2016. [žiūrėta 2016-11-16]. Prieiga per internetą :< <http://eteismai.lt/byla/64674151025414/2AT-11-746/2016>>.
7. Vilniaus apygardos administracinis teismas. 2009 m. Gruodžio 23 d. nutartis administracinių teisės pažeidimų byloje, Nr. II-1479-171/2009. [žiūrėta 2016-10-15]. Prieiga per internetą: <<http://eteismai.lt/byla/138097112172400/II-1479->

[171/2009?word=m.g.%20FINASTA%20PASINAUDOJIMMAS%20VIEŠAI%20NEATSKLEISTA%20INFORMACIJA>](http://www2.ca3.uscourts.gov/opinarch/133183p.pdf)

### **Jungtinių Amerikos Valstijų teismų praktika:**

1. Jungtinių Amerikos Valstijų apeliacinis penktos grandies teismas (Anglų k. United States Court Of Appeals For The Fifth Circuit). Securities and Exchange Commission v. Cuban. No. 09-10996 [žiūrėta 2016-09-29] Prieiga per internetą: <<https://www.sec.gov/litigation/briefs/2010/cubanbrief0410.pdf> >
2. Jungtinių Amerikos Valstijų apeliacinis trečiosios grandies teismas (Angl.k United States Court Of Appeals For The Third Circuit). United States of America v. Timothy MCGee. No. 13-3183. [žiūrėta 2016-11-13]. Prieiga per internetą: <<http://www2.ca3.uscourts.gov/opinarch/133183p.pdf>>.

### **Specialioji literatūra :**

1. CARSTEN, Jungmann. The Effectiveness of Corporate Governance in One-tier and Two-tier Board systems. Evidence from UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*. 2006. Prieiga per internetą: [žiūrėta 2016-11-05]. < [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=981407](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981407) ?>.
2. COHEN Joel M., Mary Kay Dunning, & Gregory H. Shill. Erosion of the Fiduciary-Duty Requirement in Insider-Trading Actions. *Securities Litigation Journal*. Volume 20. 2010.
3. DEMOTT, Deborah A. Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences. *Duke Law School Faculty Scholarship Series*. 2006. [žiūrėta 2016-11-01]. Prieiga per internetą: < [http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1047&context=duke\\_fs](http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1047&context=duke_fs) >
4. DIDŽIULIS, Laurynas. Fiduciarinių pareigų instituto kilmė, esmė ir recepcija. *Teisė*. 2014 t 91. p. 1392-1274. [žiūrėta 2016-09-29] Prieiga per internetą: <<http://www.zurnalai.vu.lt/teise/article/viewFile/3371/2439>>.
5. EDWARD, J.; BALLEISEN, D.; ir MOSS, A. *Government and Markets—Toward a New Theory of Regulation*. 2010.
6. FOSTER Chase. Governing Financial Markets after the Crisis: European and American Approaches to Securities Enforcement: Working Paper September. Harvard University. 2016. [žiūrėta 2016-11-07]. Prieiga per internetą:

- <<http://scholar.harvard.edu/files/chasefoster/files/fostergoverningfinancialmarketssept2016.pdf>>.
7. FRIED Jesse. *Insider Trading via the Corporation*. University of Pennsylvania Law Review. 2014 (p. 801-839) 2012. [žiūrėta 2016-11-27]. Prieiga per internetą :< <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/08/24/insider-trading-via-the-corporation/>.
  8. FRUZEROVA Oksana. Pasinaudojimas viešai neatskleista informacija vertybinių popierių rinkoje. *Teisė*. 2013. t.86. p.1392-1274.
  9. FRUZEROVA Oksana. Piktnaudžiavimo rinka genezė prekybos vertybiniais popieriais kontekste. *Teisė*, 2015 t. 95 p.1392-1274.
  10. FRUZEROVA, Oksana. Kai kurie probleminiai restitucijos taikymo ir grupės ieškinio teikimo piktnaudžiavimo rinka atvejais aspektai. *Teisė*, 2016 t 98. p. 1392-1274; . [žiūrėta 2016-10-01]. Prieiga per internetą: <<http://dx.doi.org/10.15388/Teise.2016.98.9970> >
  11. GLASER, Steven R. and Daniel B. WeinStein. Law on Insider Trading misappropriation Theory Remains Unsettled. *A New York Law Journal Special Section*. 2014. [žiūrėta 2016-10-29]. Prieiga per internetą: < <https://www.skadden.com/sites/default/files/publications/070111401Skadden.pdf>>
  12. GLORIA Esteban de la Rosa. The Insider Trading in the European Union Law . *Journal of Civil & Legal Sciences*. 2014 [žiūrėta 2016-10-01].Prieiga per internetą: <<http://dx.doi.org/10.4172/2169-0170.1000135> >
  13. LEE HAZEN, Thomas. Defining Illegal Insider Trading—Lessons From the European Community Directive on Insider Trading, *Law and Contemporary Problems* 1992 p. 231-239. [žiūrėta 2016-11-03]. Prieiga per internetą: < <http://scholarship.law.duke.edu/lcp/vol55/iss4/9/> >
  14. LIETUVOS BANKAS. Pasinaudojimo viešai neatskleista Informacija AB Nasdaq OMX Vilnius biržoje masto tyrimas. Teminių straipsnių serija 2014 m. p. 2345-0827. [žiūrėta 2016-11-12]. Prieiga per internetą: <[https://www.lb.lt/pasinaudojimo\\_viesai\\_neatskleista\\_informacija\\_ab\\_nasdaq\\_omx\\_vilnius\\_birzoje\\_masto\\_tyrimas](https://www.lb.lt/pasinaudojimo_viesai_neatskleista_informacija_ab_nasdaq_omx_vilnius_birzoje_masto_tyrimas)>.
  15. MCCARTHY M. Christopher . *Rule 10b-5--Expanding Insider Liability (Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.)*. The St. John's Law Review.2012.
  16. MISRA V., LAGI, M., BAR-YAM, Y.. Evidence of market manipulation in the financial crisis. 2012. [žiūrėta 2016-11-10]. Prieiga per internetą:<<http://necsi.edu/research/economics/bearraid.html>>.

17. MOLONEY, NIAMH. *EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition*. Oxford University Press : 2014.
18. PAUL U.; ALI, GREG N. GREGORIOU. *Insider Trading– Global Developments and Analysis*. CRC Press : 2008.
19. SAUNGWEME, Percy W.; RICARDO Peters; and PRADEEP Brijlal .A framework for combating insider trading on developing stock exchanges: Evidence from the Zimbabwean stock exchange. *African Journal of Business Management*. 2013 p. 1630-1639. Prieiga per internetą <<http://www.academicjournals.org/journal/AJBM/article-full-text-pdf/23C047D15365>>.
20. SERGIO, Gilotta . The Conflict Between Disclosure in Securities Markets And The Firm's Need For Confidentiality: Theoretical Framework And Regulatory Analysis. 2010. [žiūrėta 2016-11-15]. Prieiga per internetą: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1709334](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1709334)>.
21. STEINBERG, MARC I.. *Securities Regulation-Liabilities and remedies*. Law Journal Press : 2005.
22. THOMPSON, James H. A Global Comparison of Insider Trading Regulations. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. 2013. p. 2162-3082, [žiūrėta 2016-10-15]. Prieiga per internetą: <<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijafr/article/viewFile/3269/2976>>.
23. VANHARA, Dominykas. *Viešoji prekyba akcijomis. Teisinio reglamentavimo ypatumai ir problemos*. Monografija. Vilnius: 2011.
24. VENTORUZZO Marco . *Comparing Insider Trading In The United States And In The European Union: History And Recent Developments*. Max Planck Institute Luxembourg for International, European and Regulatory Procedural Law .Working Paper Series. 2014. [žiūrėta 2016-10-02]. Prieiga per internetą: <[http://www.mpi.lu/fileadmin/mpi/medien/research/WPS\\_Marco\\_Ventoruzzo.pdf](http://www.mpi.lu/fileadmin/mpi/medien/research/WPS_Marco_Ventoruzzo.pdf)>

### ***Travaux préparatoires***

1. Michael V. Seitzinger. Federal Securities Law: Insider Trading. Congressional Research Service 2016. [žiūrėta 2016-11-08]. Prieiga per internetą: <<https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RS21127.pdf>> .
2. Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation. ESMA. European Securities and Markets Authority. 2015. Prieiga per internetą: [žiūrėta 2016-11-15].

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455-final-report-mar-ts.pdf>.

3. Viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo ir atskleidimo taisyklių taikymo gairės. Patvirtinta Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200.

#### **Kiti šaltiniai:**

1. Blanch Law Firm. Investment Fraud. [žiūrėta 2016-11-07]. Prieiga per internetą: <http://www.theblanchlawfirm.com/?practice-areas=investment-fraud>
2. Eversheds. Publication of the EU Market Abuse Regulation: Particular Considerations for Asset Managers. [žiūrėta 2016-11-15]. Prieiga per internetą: [http://www.eversheds.com/global/en/what/articles/index.page?ArticleID=en/Financial\\_institutions/Publication\\_of\\_the\\_EU\\_Market\\_Abuse\\_Regulation\\_Particular\\_Considerations\\_for\\_Asset\\_Managers](http://www.eversheds.com/global/en/what/articles/index.page?ArticleID=en/Financial_institutions/Publication_of_the_EU_Market_Abuse_Regulation_Particular_Considerations_for_Asset_Managers).
3. King and Spalding. Client Alert. Financial Institutions Regulation Practice Group. 2016.
4. Kramer, David J.. Securities Fraud: What It Is and Why You Need to Know. 2016. [žiūrėta 2016-11-11]. Prieiga per internetą: <http://www.novilaw.com/2016/09/securities-fraud/>.
5. McCann FitzGerald . New EU Market Abuse and Inside Information Regime - What do Irish issuers need to do? February 2016. [žiūrėta 2016-11-10]. Prieiga per internetą: [http://www.mccannfitzgerald.com/McfgFiles/knowledge/6746-New%20EU%20Market%20Abuse%20and%20Inside%20Information%20Regime\\_1.pdf](http://www.mccannfitzgerald.com/McfgFiles/knowledge/6746-New%20EU%20Market%20Abuse%20and%20Inside%20Information%20Regime_1.pdf).
6. McCann FitzGerald. New EU Market Abuse and Inside Information Regime - What do Irish issuers need to do? 2016. [žiūrėta 2016-11-16]. Prieiga per internetą: [http://www.mccannfitzgerald.com/McfgFiles/knowledge/6746-New%20EU%20Market%20Abuse%20and%20Inside%20Information%20Regime\\_1.pdf](http://www.mccannfitzgerald.com/McfgFiles/knowledge/6746-New%20EU%20Market%20Abuse%20and%20Inside%20Information%20Regime_1.pdf).
7. Roth, Carol. It's time to legalize insider trading.2014. [žiūrėta 2016-11-10]. Prieiga per internetą: <http://www.cnbc.com/2014/06/17/its-time-to-legalize-insider-trading-wall-streetcommentary.html>.
8. Stoltmann, Andrew, partner at Stoltmann Law Offices. Legalize insider trading? That's ridiculous. 2014. [žiūrėta 2016-11-01]. Prieiga per internetą: <http://www.cnbc.com/2014/06/18/legalize-insider-trading-thats-ridiculous.html>.



9. Tyrimas: skaidrėja prekyba NASDAQ OMX Vilnius biržoje. 2014. [žiūrėta 2016-11-13]. Prieiga per internetą: <  
[http://lb.lt/tyrimas skaidreja prekyba nasdaq omx vilnius birzoje](http://lb.lt/tyrimas_skaidreja_prekyba_nasdaq_omx_vilnius_birzoje)>.

## SANTRAUKA

Magistro darbe nagrinėjama viena iš piktnaudžiavimo rinka rūšių - draudimas prekiauti viešai neatskleista informacija. Atskleidžiamas draudimo prekiauti viešai neatskleista informacija reglamentavimas numatytas Europos Sąjungoje, po naujojo Europos Sąjungos reglamento 595/2014 įsigaliojimo, siekiant skaidrės prekybos finansinėmis priemonėmis. Europos Sąjungos ir Lietuvos reguliavimas, lyginamas su didžiausią pasaulyje finansų rinką turinčia valstybe - Jungtinėmis Amerikos Valstijomis, taip išryškinant skirtumus ir panašumas, siekiant nustatyti, Europos Sąjungos numatyto naujo reguliavimo efektyvumą bei galimus trūkumus. Taip pat išryškinami esami trūkumai ar panašumui, investuotojų apsaugos atžvilgiu, kuomet yra pasinaudojama viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis, lyginat su gana seniai susiklosčiusia praktika Jungtinėse Amerikos Valstijose ir su nauju reguliavimu Europos Sąjungoje ir Lietuvoje. Pabrėžiamas investuotojų skirtingas aktyvumas Europos Sąjungoje ir valstybėse narėse bei Jungtinėse Amerikos Valstijose, siekiant atgauti nuostolius, kuomet yra pažeidžiamas draudimas pasinaudoti viešai neatskleista informacija. Lietuvos ir Europos Sąjungos investuotojų pasyvumas ginant savo pažeistus finansinius interesus lyginant su Jungtinių Amerikos Valstijų investuotojais yra žymiai didesnis, dėl to darbe atskleidžiami galimi investuotojų gynybos būdai, siekiant apginti investuotojams savo teises Lietuvoje, nukentėjusiems nuo draudimo pasinaudoti viešai neatskleista informacija pažeidimo bei atskleidžiant Europos Sąjungos poziciją šiuo aspektu.

## SUMMARY

Master's thesis deals with one of the types of market abuse – a prohibition on the marketing of insider information. Disclosing regulation of prohibition of insider information to trade in European Union, after the new European Union Regulation 595/2014 entered into force, in order to increase more transparent trading in financial instruments. European Union and Lithuanian regulation, compared with the world's largest financial market owner- the United States and where is highlighted the differences and similarities in order to identify a new regulatory effectiveness and potential drawbacks in European Union. It also highlighted the existing weaknesses or similarities between the protection of the investors, when there was a breach of prohibition of insider trading in financial instruments, compared with quite long established practice in the United States with the new regulation in the European Union and Lithuania. Highlighting different investors activity in the European Union and the Member States, and in the United States, in order to recover the losses, when there is a breach of the prohibition to use inside information. In Lithuania and in European Union investors' passivity defending their rights after the breach of their financial interest in comparing with United States, is more higher, because of that in this master's thesis, is disclosed potential investors remedies in order to protect investors rights in Lithuania, who have suffered from the breach of prohibition to use inside information and also disclosing European Union position on this aspect.