

**VILNIAUS UNIVERSITETAS  
TEISĖS FAKULTETAS  
CIVILINĖS TEISĖS IR CIVILINIO PROCESO KATEDRA**

**Raimondos Tarasiukaitės**  
Dieninės studijų formos  
V kurso komercinės teisės  
studijų atšakos studentės

MAGISTRINIS DARBAS

**VYRIAUSYBĖS IR SAVIVALDYBIŲ SKOLOS  
VERTYBINIAI POPIERIAI: TEISINIO  
REGLAMENTAVIMO PROBLEMAS**

Vadovas: doc. dr. A. Smaliukas  
Recenzentas: lekt. G. Bartkus

Vilnius, 2009

## TURINYS

<b>IVADAS</b> .....	3
<b>1. VVP IR SVP SAŲOKA, YPATUMAI, RŪŠYS</b>	
1.1. VVP ir SVP kaip vertybinių popierių rūšis.....	6
1.2. VVP sąvoka, ypatumai, rūšys.....	7
1.3. SVP sąvoka, ypatumai, rūšys.....	9
<b>2. VVP APYVARTOS REGLAMENTAVIMAS</b>	
2.1. VVP pirminė apyvarta.....	11
2.1.1. Sprendimas išleisti VVP	
2.1.1.1. Bendroji analizė.....	12
2.1.1.2. Sprendimo priėmimo procedūros reglamentavimas ir praktika Lietuvoje.....	15
2.1.2. VVP emisija.....	18
2.1.2.1. Teisiniai santykiai tarp emitento ir emisijoje dalyvaujančių tarpininkų (i) Reglamentavimas ir tarptautinė praktika.....	19
(ii) Tarpininkavimo reglamentavimas ir praktika Lietuvoje.....	24
2.1.2.2. Teisiniai santykiai tarp emitento ir investuotojų.....	27
2.1.2.3. Teisiniai santykiai tarp dalyvaujančių tarpininkų.....	36
2.1.2.4. Teisiniai santykiai tarp tarpininkų ir investuotojų.....	38
2.2. VVP antrinė apyvarta.....	39
2.3. VVP apskaita.....	43
2.4. VVP išpirkimas	
2.4.1. Prievolės pagal VVP pasibaigimas.....	48
2.4.2. VVP išpirkimo būdai ir terminai.....	50
2.4.3. Atsiskaitymas išperkant VVP.....	52
<b>3. SVP APYVARTOS REGLAMENTAVIMAS</b>	
3.1. SVP užsienio šalių praktikoje.....	54
3.2. SVP rinka Lietuvoje.....	58
<b>IŠVADOS</b> .....	62
<b>LITERATŪROS SĄRAŠAS</b> .....	64
<b>SANTRAUKA</b> .....	70
<b>ZUSAMMENFASSUNG</b> .....	71

## IVADAS

Dabartinės ekonomikos sąlygomis, kai beveik visas pasaulio šalis yra apėmęs ekonominis nuosmukis, o spaudoje nuolat pasirodo pranešimai apie ekonomikos krizę ir finansų rinkos smukimą, tiek privatūs subjektai, tiek valstybės, atskiri miestai, savivaldybės ir kitokios viešosios valdžios funkcijas įgyvendinančios institucijos ieško būdų, kaip pigiau ir efektyviau pasiskolinti lėšų, kuriomis būtų galima padengti skolas, ir kurių dėka būtų galima toliau vykdyti veiklą. Kadangi daugumai privačių subjektų reikalinga viešosios valdžios subjektų pagalba, o ir pačių viešosios valdžios subjektų išlaidų nebeпадengia į jų biudžetus, fondus surenkamos lėšos, valstybėms šis klausimas ypač aktualus siekiant palaikyti ekonominį stabilumą šalyje.

Vienas iš būdų viešosios valdžios subjektams pasiskolinti lėšų yra skolos vertybinių popierių išleidimas. Vadovaujantis Europos valstybių ir Lietuvos duomenimis apie valstybių skolas<sup>1</sup>, galima daryti išvadą, kad daugiausia valstybės paskutiniu metu skolinasi leisdamos Vyriausybės vertybinius popierius. Kadangi daugumai valstybių būdinga decentralizacija, kitiems viešosios valdžios subjektams taip pat dažniausiai leidžiama skolintis išleidžiant skolos vertybinius popierius ir tokiu būdu prisidėti prie bendros valstybės finansinės padėties gerinimo. Nors konkrečių duomenų apie šių subjektų leidžiamų skolos vertybinių popierių kiekį ir vertę nėra, akivaizdu, kad tarp viešosios valdžios subjektų skolinimasis išleidžiant skolos vertybinius popierius, palyginus su kitais skolinimosi būdais, didėja.

Atsižvelgiant į tai, būtina išsiaiškinti kaip vyksta skolinimasis išleidžiant viešosios valdžios subjektų vertybinius popierius ir kokių problemų gali kilti skolinantis šiuo būdu, nes skolinimasis išleidžiant skolos vertybinius popierius yra sudėtingas procesas, kuriam reikia ypatingos analizės.

**Temos aktualumas.** Skolos vertybiniai popieriai, kuriems priskiriami ir viešosios valdžios subjektų leidžiami vertybiniai popieriai, priklauso finansų rinkai, kuriai ypač

---

<sup>1</sup> Austrijoje paskutiniaus oficialiai pateiktais 2007 m. duomenimis apie valstybės skolą, 82 % visos valstybės skolos sudarė VVP popieriai, Vokietijoje paskutiniaus 2008 m. duomenimis - 98 %, o Lietuvoje 2007 m. duomenimis - 97,8% valstybės skolos. Duomenys apie užsienio valstybes surinkti internete. Prieiga per internetą:

<[http://www.staatsschuldenaussschuss.at/de/img/sta\\_bericht\\_2007\\_komplett\\_tcm163-86882.pdf](http://www.staatsschuldenaussschuss.at/de/img/sta_bericht_2007_komplett_tcm163-86882.pdf)>;

<[http://www.deutsche-finanzagentur.de/cln\\_117/nn\\_108770/DE/Finanzagentur/Archiv/Schuldenstand/StandSchuld2001-2010/2008-09-30.html](http://www.deutsche-finanzagentur.de/cln_117/nn_108770/DE/Finanzagentur/Archiv/Schuldenstand/StandSchuld2001-2010/2008-09-30.html)>.

Duomenys apie Lietuvą paimti iš Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2008 m. rugsėjo 3 d. nutarimu Nr. 849 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi ir skolos valdymo strategijos“. Žin., 2008, Nr. 104-3992.

būdinga tai, kad siekiant pritraukti investuotojų lėšas nuolat išleidžiami patobulinti ir prie rinkos sąlygų pritaikyti skolos vertybiniai popieriai, kurių dėka būtų galima įvairiomis aplinkybėmis pigiau ir greičiau pritraukti lėšas. Todėl viešosios valdžios subjektų leidžiamų vertybinių popierių rūšys, emisijos sąlygos nuolat keičiasi, o tai sąlygoja būtinybę išnagrinėti tokių vertybinių popierių išleidimo, platinimo, išpirkimo modelius ir išanalizuoti, kokios teisės ir pareigos yra suteikiamos emisijos sandoriuose dalyvaujantiems subjektams.

**Darbo tikslai ir objektas.** Šio darbo pagrindinis tikslas - identifikuoti problemas, kurios gali kilti, skolinantis išleidžiant viešosios valdžios subjektų vertybinius popierius tiek vidaus, tiek užsienio rinkoje, visiems emisijos sandoriuose dalyvaujantiems subjektams didesnę dėmesį skiriant skolos vertybinius popierius išleidžiančiam subjektui ir juos įsigyjančiam investuotojui, kaip pagrindiniams šio proceso dalyviams, turintiems didžiausią suinteresuotumą. Pagrindiniai viešosios valdžios skolos vertybiniai popieriai yra Vyriausybės vertybiniai popieriai (toliau tekste – „VVP“) ir Savivaldybių vertybiniai popieriai (toliau tekste – „SVP“), todėl šiame darbe bus nagrinėjamas būtent šių skolos vertybinių popierių reglamentavimas. Kadangi VVP ir SVP reglamentavimas dėl jų prigimties labai panašus, daugiausia bus susikoncentruojama į VVP analizę, o nagrinėjant SVP bus analizuojamos tik dėl jų reglamentavimo ypatybių atsirandančios problemos.

Kadangi skolinimosi išleidžiant VVP ir SVP procesas susideda iš tam tikrų atskirų etapų, tai ir VVP bei SVP reglamentavimo analizė bus atliekama nagrinėjant šių vertybinių popierių išleidimą, platinimą, išpirkimą, administravimą, prekybą jais antrinėje rinkoje kaip atskirus procesus, analizuojant kiekvieno iš jų metu atsirandančius santykius, dalyvaujančių subjektų teises ir pareigas, jų santykius reglamentuojančius dokumentus, teisės aktus, taip siekiant atskleisti jiems visų šių procesų metu galinčias kilti problemas, kurios atitinkamai darytų skolinimąsi išleidžiant VVP ir SVP ne tokiu patraukliu. Darbe analizuojami tiek teisės doktrinoje pateikiami VVP ir SVP išleidimo modeliai, tiek konkretūs modeliai, kurių pagalba užsienio šalyse ir Lietuvoje leidžiami VVP ir SVP.

**Darbo metodologija.** Darbas struktūrizuotas taip, kad nuo bendrų teisės doktrinoje aprašytų modelių einama prie konkrečiai Lietuvoje ar užsienio šalyse veikiančių VVP ir SVP išleidimo, platinimo, išpirkimo, administravimo modelių. Toks dėstymo metodas leidžia atskleisti modelius, kuriais galima pasinaudoti skolinantis lėšas išleidžiant VVP ir SVP, įvertinti, kuriais modeliais Lietuva ir kitos užsienio valstybės pasinaudojo, o kuriais būtų naudinga pasinaudoti.

Darbe taip pat naudojami lyginamasis, lingvistinis, istorinis, sisteminis, ir loginis metodai. Lyginamasis metodas naudojamas siekiant nustatyti kokie teisės doktrinoje

aptarti modeliai yra naudojami Lietuvoje, taip pat kuo Lietuvoje naudojami modeliai skiriasi nuo kitų šalių naudojamų modelių. Lingvistinis metodas taikytas aiškinant teisės aktuose, teorijoje bei teismų praktikoje naudojamų terminų prasmę. Istorinis metodas leidžia atskleisti kaip tam tikri nagrinėjami procesai bėgant laikui keitėsi ir kokie jie yra šiuo metu. Remiantis sisteminiu ir loginiu tyrimo metodais analizuojami tiesiogiai teisės aktuose nereglamentuoti klausimai, aptariamos užsienio šalių mokslininkų nuomonės panašiais klausimais.

**Darbo originalumas ir naujumas.** Nagrinėjama tema ekonomiškai stipresnėse ir šiuo skolinimosi būdu seniai besinaudojančiose valstybėse yra pakankamai ištyrinėta. Lietuvos mokslinėje literatūroje ši tema nagrinėta ne daug - išsamiausiai išnagrinėta Pauliaus Markovo, kuris 2005 m. apsigynė disertaciją „Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas“. Pažymėtina ir Gerdos Žigienės disertacija apie SVP. Šiame darbe stengiamasi aptarti problemas, kurios minėtose disertacijose nebuvo nagrinėjamos arba buvo nagrinėjamos ne tuo pačiu aspektu, bei apžvelgti naujausias tendencijas VVP ir SVP reglamentavime.

**Svarbiausi šaltiniai.** Darbe, dėl lietuviškos literatūros stokos, daugiausia vadovaujamosi užsienio šalių autorių darbais, kurių išleidimo metai labai skiriasi. Tokiu būdu galima geriau atlikti procesų, susijusių su VVP ir SVP išleidimu analizę, palyginti kaip keitėsi jų reglamentavimas. Pagrindiniai šaltiniai šiame darbe yra užsienio autorių G. Görtz, N. Horn, P. R. Wood darbai. Taip pat šiek tiek naudotasi užsienio šalių teisės aktais. Be abejo, atliekant Lietuvos leidžiamų VVP ir SVP reglamentavimo analizę daugiausia remiamasi Lietuvos teisės aktais ir jau minėtomis disertacijomis. Taip pat rašant šį darbą buvo naudotasi statistiniais duomenimis apie VVP ir SVP bei negausia, bet egzistuojančia teismų praktika.

# 1. VVP IR SVP SĄVOKA, YPATUMAI, RŪŠYS

## 1.1. VVP ir SVP kaip vertybinių popierių rūšis

Vertybinis popierius teisės doktrinoje apibrėžiamas kaip dokumentas, patvirtinantis privačią asmens teisę, kurią įgyvendinti gali dokumento turėtojas<sup>2</sup>. Kai kurių teisės doktrinos atstovų darbuose galima rasti, kad vertybiniuose popieriuose patvirtinamos turtinės teisės<sup>3</sup>, tačiau pažymėtina, kad dažnai vertybinių popierių turėtojai kartu įgyja ir neturtines teises tokias kaip dalyvavimas susirinkimuose, balsavimas. Teisės įgyvendinimas čia turėtų būti aiškinamas plačiau apimant tiek teisės įgyvendinimą, tiek turimos teisės perleidimą. Pagal pateikiamą apibrėžimą, galima susidaryti išpūdį, kad vertybiniai popieriai turi būti tik materialios formos, tačiau vertybiniai popieriai gali būti tiek materialūs, tiek nematerialūs, o paskutiniu metu išryškėjo tendencija, kad kai kurių rūšių vertybiniai popieriai pateikiami tik nematerialios formos.

Vertybinių popierių sąvoka dažnai pateikiama teisės aktuose, tačiau pasitaiko valstybių, kuriose įstatyminio vertybinių popierių apibrėžimo nėra, pavyzdžiui, Vokietijos Federacinėje Respublikoje. Tuo tarpu Lietuvoje įstatyminis vertybinių popierių apibrėžimas įtvirtintas Lietuvos Respublikos civilinio kodekso (toliau tekste – „LR CK“) 1.101 straipsnyje ir iš esmės nesiskiria nuo aukščiau pateikto teisės doktrinoje naudojamo apibrėžimo. Įstatymų leidėjas LR CK nurodo ir kai kuriuos konkrečius vertybinius popierius, tačiau galutinio sąrašo nepateikia. Apibrėžimas taip pat nenurodo, kokie būtent išipareigojimai gali būti patvirtinti vertybiniame popieriuje.

Praktikoje vertybinių popierių yra daug ir įvairių, todėl pagal teises, įtvirtintas vertybiniuose popieriuose, jie klasifikuojami į įvairias grupes. Vieną iš vertybinių popierių grupių sudaro kapitalo rinkos popieriai. Prie šių vertybinių popierių priskiriami visi vertybiniai popieriai, kuriais siekiama gauti, pritraukti kapitalą<sup>4</sup>. Kapitalo rinkos vertybiniai popieriai atitinkamai skirstomi į nuosavybės vertybinius popierius ir skolos vertybinius popierius. Pirmieji patvirtina teisę dalyvauti įnešto kapitalo valdyme, o antrieji kapitalą įnešusiam asmeniui suteikia tik kreditoriaus teises. Tiesa, kai kurie užsienio teisininkai kapitalo rinkai nepriskiria vertybinių popierių, kurių terminas labai

---

<sup>2</sup> KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O.Schmidt, 1995, p. 725.

<sup>3</sup> BLEY, S. *Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäfts*. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 1979, p. 1.

<sup>4</sup> Ibid.

trumpas ir laiko juos finansų rinkos priemonėmis, o ne kapitalo rinkos vertybiniais popieriais<sup>5</sup>.

Skolos vertybinius popierius gali leisti tiek privatūs subjektai, tiek viešosios valdžios subjektai, kurie gana aktyviai šiuo skolinimosi būdu naudojasi. Viešosios valdžios leidžiamiems vertybiniais popieriams priskiriami Vyriausybės, federacinių žemių, savivaldybių, atskirų miestų, bendruomenių ir kitų subjektų leidžiami vertybiniai popieriai, kuriais siekiama sukaupti lėšų, kurių dėka būtų galima įgyvendinti svarbiausius visuomeninius uždavinius.

Šiame darbe nagrinėjami VVP ir SVP yra specialios rūšies skolos vertybiniai popieriai, kuriuos išleidžia ypatingi subjektai, t.y. viešoji valdžia. Būtent dėl šios ypatybės šie vertybiniai popieriai įgyja kitokius požymius ir išsiskiria iš kitų skolos vertybinių popierių, kuriuos leidžia privatūs subjektai, organizacijos.

VVP ir SVP dažniausiai apibrėžiami labai panašiai. Iš esmės didžiausias skirtumas tarp jų yra tai, kad juos leidžia skirtingi subjektai, t.y. Vyriausybė ir savivaldybė, tačiau aplinkybė, kad abu šie subjektai priskiriami viešosios valdžios subjektams, sieja šiuos skolos vertybinius popierius ir jų reglamentavimą. Dauguma VVP ir SVP požymių sutampa, jų išleidimo, išplatavimo technika, administravimas, išpirkimas sąlyginai panašūs, tačiau egzistuoja ir nemažai skirtumų, todėl toliau šiame darbe VVP ir SVP bus nagrinėjami atskirai.

## **1.2. VVP sąvoka, ypatumai, rūšys**

VVP dažnai teisės doktrinoje vadinami tiesiog valstybės vertybiniais popieriais, kadangi jie leidžiami valstybės vardu ir formuoja bendrą valstybės įsiskolinimą. Juos leidžia įgaliota valstybės institucija, laikydamosi teisės aktuose įtvirtintos griežtos tvarkos. Vertybinių popierių Pramonės ir Finansų rinkų asociacija (SIFMA), kuri yra ne pelno siekianti pramonės asociacija, vienijanti pasaulio finansų rinkos dalyvius, apibrėžia VVP skolos vertybinius popierius kaip vienus likvidžiausių vertybinių popierių rinkoje, leidžiamus valstybių valdžios (Vyriausybės, Finansų ministerijų, finansų agentūrų) ir skirtus centrinės valdžios skolos finansavimui<sup>6</sup>.

VVP - tai būdas valstybei skolintis lėšas tam tikram periodui už tam tikrą atlygį. VVP pasižymi tuo, kad yra laikomi saugiausia investicija skolos vertybinių popierių rinkoje, tačiau toli gražu ne pačia pelningiausia. Išleisdama VVP valstybė iš karto įgyja

---

<sup>5</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 248.

<sup>6</sup> Prieiga per internetą : <<http://www.investinginbonds.com>>.

visą eilę kreditorių, kurie turi tapačias teises. VVP išleisti ir išplatinti reikalingas ypatingas mechanizmas, ne tik technine, bet ir teisine prasme. Be to, VVP faktiškai niekada nebūna užtikrinti. Užtikrinimas čia suprantamas kaip įsipareigojimo pagal VVP garantavimas turtu, nes valstybės garantijos nekeisti įstatymų, neįvesti papildomų mokesčių, galimybės perleisti VVP suteikimas, nėra laikomos VVP užtikrinimu<sup>7</sup>.

Lietuvoje VVP sąvoka, apibrėžta Lietuvos Respublikos Valstybės skolos įstatyme<sup>8</sup> ir beveik pažodžiui atitinka CK LR 1.103 straipsnyje pateiktą obligacijos sąvoką, nors VVP nėra vien tik obligacijos. Pagal minėtą įstatymą VVP – tai valstybės vardu vidaus ar užsienio rinkose Vyriausybės išleidžiami vertybiniai popieriai, patvirtinantys jų turėtojo teisę numatytais terminais gauti nominalią vertę atitinkančią sumą, palūkanas ar kitą ekvivalentą. Kalbant apie VVP sąvoką Lietuvos teisės aktuose, būtina paminėti, kad VVP sąvoka negali būti tapatinama su LR CK 1.108 straipsnyje nurodyta valstybės skolinio įsipareigojimo sąvoka. Pagal nurodytą įstatymą šie vertybiniai popieriai turėtų būti priskiriami prie kitų įsipareigojamųjų skolos dokumentų, nes neatitinka VVP požymių.

VVP gali būti labai įvairiai klasifikuojami: pagal įsipareigojimų trukmę, pagal investuotojų požymius, pagal VVP išleidimo ir platinimo ypatumus. Aktualiausias ir labiausiai paplitęs VVP skirstymas yra pagal rinką, kurioje VVP išleidžiami. Pagal rinką VVP skirstomi į vidaus ir užsienio rinkose leidžiamus VVP. Užsienio rinkoje leidžiami VVP – tai VVP, kurie išleidžiami ne juos išleidžiančio subjekto valstybės rinkoje<sup>9</sup>. Iš esmės VVP, leidžiami užsienio rinkose skiriasi nuo vidaus rinkoje leidžiamų VVP tuo, kad investuotojai, įsigyjantys užsienio rinkos VVP, yra iš įvairių skirtingų valstybių ir labiau patyrę finansų rinkose, o jų įsigyjami VVP būna denominuoti užsienio valiuta. Taip pat dažnai skiriasi vidaus ir užsienio rinkų VVP apskaitos sistemos<sup>10</sup>.

Praktikoje šis skirstymas labai svarbus, kadangi VVP išleidimas, platinimas, administravimas, išpirkimas reglamentuojami skirtingų teisės šaltinių, priklausomai nuo to, kuriai iš minėtų rūšių priskiriami VVP. Jeigu vidaus rinkoje leidžiami VVP reglamentuojami daugiausia nacionalinės teisės aktų arba kitos pasirinktos valstybės nacionalinių teisės aktų, tai leidžiant VVP užsienio rinkoje daug svarbesni reglamentavimo šaltiniai yra tarptautinės teisės aktai, finansų rinkos tarptautinių organizacijų (pavyzdžiui, Tarptautinės vertybinių popierių rinkos asociacijos (ISMA))

---

<sup>7</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 290.

<sup>8</sup> Žin., 2007, Nr. 77-3049.

<sup>9</sup> GÖRTZ, G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 9.

<sup>10</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 159 160.



aktai, tarptautinės prekybos vertybiniais popieriais principai. Atkreiptinas dėmesys, kad yra daug skirtingų nacionalinių VVP rinkų, kuriose VVP išleidimas reglamentuojamas nacionalinės teisės, tuo tarpu vieningos rinkos leidžiant VVP ne vidaus rinkoje nėra, kaip ir vienos teisės sistemos, kuri reglamentuotų VVP išleidimą užsienio rinkose.

Lietuvoje šis VVP skirstymas irgi naudojamas. Leidžiant VVP užsienio rinkose išleidimo procesą reglamentuoja specialūs teisės aktai ir daugiau vadovaujamosi susiklosčiusia tarptautine praktika. Tuo tarpu vidaus rinkoje galioja panaši, bet netapati tvarka, todėl dažniausiai, leidžiant VVP vidaus rinkoje ir užsienio rinkoje, atsirandančios problemos skiriasi.

Lietuvos teisės aktuose<sup>11</sup> išskiriami atskirų rūšių VVP: vidaus rinkoje leidžiami VVP skirstomi į išdo vekselius, obligacijas ir taupymo lakštus, užsienio rinkoje - euroobligacijos. Tačiau šiuose teisės aktuose nėra įvirtintas galutinis sąrašas ir valstybė gali leisti ir kitokius VVP, nors praktikoje aiškiai matoma, kad valstybė kitokių VVP neleidžia. Lietuvoje 2008 m. buvo leidžiami tik išdo vekseliai ir obligacijos. Užsienio rinkoje 2008 m. VVP leidžiami nebuvo, o 2007 m. buvo leidžiamos tik euroobligacijos, todėl šiame darbe kalbant apie Lietuvos VVP, bus nagrinėjami tik išdo vekseliai, obligacijos ir euroobligacijos. Taupymo lakštai gana išsamiai nagrinėjami P. Markovo disertacijoje, todėl atsižvelgiant į tai, ir į aplinkybę, kad Lietuvos Respublikos Finansų ministerija (toliau tekste – „Finansų ministerija“) taupymo lakštų platinimą nuo 2003 m. birželio 21 d. sustabdė ir jokių pasikeitimų, kuriuos apžvelgti šioje srityje reikėtų, nėra, o Lietuvos Respublikos Vyriausybės (toliau tekste – „Vyriausybė“) strategijoje<sup>12</sup> taupymo lakštų artimiausiu metu leisti irgi neplanuojama, šiame darbe nebus analizuojami procesai, susiję su taupymo lakštų išleidimu.

### **1.3. SVP sąvoka, ypatumai, rūšys**

Užsienio teisės doktrinoje viešosios valdžios leidžiami vertybiniai popieriai skirstomi į VVP ir kitus vertybinius popierius, leidžiamus viešosios valdžios subjektų. Dažnai SVP atskirai iš pastarųjų neišskiriami ir apibrėžiami su likusiais viešosios valdžios leidžiamais

---

<sup>11</sup> Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1997 m. gruodžio 3 d. nutarimu Nr.1329 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklės“. Žin., 2004, Nr. 22-663; Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2001 m. lapkričio 20 d. „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo užsienio rinkose, paskolų valstybės vardu ėmimo ir kitų įsipareigojamųjų skolos dokumentų pasirašymo taisyklių patvirtinimo“ Nr. 1377 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo užsienio rinkose, paskolų valstybės vardu ėmimo ir kitų įsipareigojamųjų skolos dokumentų pasirašymo taisyklės“. Žin., 2001, Nr. 98-3491 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais).

<sup>12</sup> 2008 m. rugsėjo 3 d. Lietuvos Respublikos Vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi ir skolos valdymo strategija. Žin., 2008, Nr. 104-3992.

vertybiniai popieriais. Užsienio teisės doktrinoje naudojama angliška sąvoka *municipal bond*, kuri apibrėžiama kaip skolinis įsipareigojimas išduotas valstybės, vietinės valdžios, nevyriausybinių organizacijų, kurių tikslas surinkti lėšų tam, kad galėtų jas panaudoti kasdinei veiklai finansuoti ar vystyti konkretų projektą. Išduodant tokį vertybinį popierių yra įsipareigojama gražinti pasiskolintą sumą, bei sumokėti palūkanas.

SVP yra tik vieni iš į minėtą grupę patenkančių viešosios valdžios subjektų leidžiamų vertybinių popierių ir nuo kitų skiriasi būtent tuo, kad juos išleidžia specialus subjektas – savivaldybės. Jiems būdinga tai, kad jų patikimumas yra didesnis, bet palūkanų norma, kurią emitentas<sup>13</sup> įsipareigoja mokėti investuotojui, yra mažesnė palyginus su privačių subjektų leidžiamų skolos vertybinių popierių. Taip pat investuotojai į SVP, dažnai būna atleidžiami nuo mokesčių už šiuos vertybinius popierius.

Lietuvoje savivaldybe yra laikoma įstatymo nustatytas valstybės teritorijos administracinis vienetas, kurio bendruomenė turi Konstitucijos laiduotą savivaldos teisę, įgyvendinamą per to valstybės teritorijos administracinio vieneto nuolatinių gyventojų išrinktą savivaldybės tarybą ir jos sudarytas, jai atskaitingas vykdomąją ir kitas savivaldybės institucijas ir įstaigas. Savivaldybė pagal įstatymą yra laikoma viešuoju asmeniu<sup>14</sup>. Kitose šalyse savivaldybių gali ir nebūti, arba gali būti suformuoti kitokie administraciniai vienetai, kurie iš esmės atlieka tas pačias funkcijas kaip ir savivaldybės Lietuvoje.

Nors doktrinoje pateiktuose apibrėžimuose teigiama, kad SVP išleidžiami su tikslu vykdyti įvairius visuomeninius projektus, reikia pabrėžti, kad išleidžiant SVP gautos lėšos vis dažniau naudojamos ir savivaldybių biudžetams finansuoti. Ypač šiuo metu, kai valstybės biudžetai dažnai planuojami deficitiniai ir lėšų, skiriamų savivaldybėms iš biudžeto neužtenka.

SVP kaip ir VVP klasifikuojami ir gali būti leidžiami taip pat tiek vidaus, tiek užsienio rinkoje, priklausomai nuo reglamentavimo nacionaliniuose teisės aktuose. Jiems būdingas taip pat didelis kreditorių, turinčių tapačias teises, skaičius. SVP ir VVP savo prigimtimi yra panašios skolinimosi priemonės, nors pagal įtvirtintus įsipareigojimus dažniausiai atsako skirtingi subjektai. Tačiau kalbant apie jų tarpusavio ryšį, reikia neužmiršti, kad piniginės lėšos gautos išleidus VVP ir SVP, nesvarbu ta pačia ar skirtinga tvarka, naudojamos tos pačios valstybės visuomenės naudai.

---

<sup>13</sup> Sąvoka emitentas šiame darbe naudojama plačiąja prasme ir apima visus, įvairių rūšių skolos vertybinius popierius išleidžiančius subjektus, todėl neatitinka Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatyme įtvirtintos emitento sąvokos.

<sup>14</sup> Lietuvos Respublikos vietos savivaldos įstatymas. Žin., 1994, Nr. 55-1049 (su vėlesniais pakeitimais ir papildymais).

## 2. VVP APYVARTOS REGLAMENTAVIMAS

### 2.1. Pirminė VVP apyvarta

Pirminė VVP apyvarta plačiąja prasme suprantama kaip procesas, kurio metu išleidžiami VVP yra perduodami investuotojams nuosavybės teise. Visas šis pirminis procesas organizuojant, išleidžiant, išplatinant VVP emisiją yra kertinis naudojant VVP kaip būdą pasiskolinti. Šiam proceso etapui pasibaigus nesėkmingai, kitų etapų gali ir nebebūti.

Naudotis šiuo skolinimosi būdu nėra paprasta, nors skolininku (emitentui) tereikia perduoti išleistą skolos vertybinį popierių pirminiam kreditoriui. Tačiau tai, kad šiuo būdu dažniausiai naudojasi patyrę investuotojai, tokie kaip draudimo kompanijos, investiciniai fondai, pensijų fondai<sup>15</sup> ir tai, kad pagrindinis alternatyvus būdas yra sindikuotos bankų paskolos, leidžia daryti išvadą, kad ne kiekvienas subjektas gali šiuo būdu naudotis dėl jo sudėtingumo ir masto.

VVP emisijos procesui yra būdingas decentralizuotumas<sup>16</sup>, ypač užsienio rinkose leidžiamų VVP. VVP emisijai išleisti ir administruoti reikalinga speciali technika, specialūs sutartiniai ryšiai, kurie neleidžia visų emisijai išleisti ir administruoti reikalingų veiksmų atlikti vienoje vietoje ir vienai organizacijai, institucijai, o tai lemia, kad išleidžiant VVP nėra vieno pagrindinio dokumento, kaip, pavyzdžiui, išduodant paskolą sudaroma paskolos sutartis. Organizuojant, leidžiant ir platinant VVP sudaroma daug dokumentų ir visi jie sistemiškai susiję, nors ir yra išskaidyti. Dokumentų fragmentiškumą sąlygoja dalyvaujančių subjektų skirtumai, jų vaidmuo išleidžiant ir administruojant VVP<sup>17</sup>.

Pirminę VVP apyvartą galima būtų nagrinėti dviem aspektais: analizuojant emisijos organizavimą ir teisinę investuotojų padėtį, tačiau abi sritys yra labai susijusios ir sunkiai atibojamos, todėl šiame darbe, atskleidžiant pirminės VVP ypatumus, bus nagrinėjami atskiri šio etapo metu vykstantys procesai, analizuojami įvairių šiame proceso etape dalyvaujančių subjektų santykiai ir dokumentai, kurių pagrindu šie santykiai atsiranda, bei atskleidžiamos probleminės situacijos, galinčios susidaryti dėl ydingo reglamentavimo ar reglamentavimo stokos.

---

<sup>15</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 159.

<sup>16</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 12.

<sup>17</sup> Cit. op. 15, p. 161.

## 2.1.1. Sprendimas išleisti VVP

### 2.1.1.1 Bendroji analizė

VVP emisija, jos organizavimas galimi tik valstybei priėmus sprendimą išleisti VVP, todėl kiekvienos skolos vertybinių popierių emisijos metu pirmiausia yra keliamas klausimas, ar valstybė turi teisę leisti šiuos vertybinius popierius. Šalia taip pat keliami klausimai dėl sprendimo išleisti vertybinius popierius priėmimo, dėl valstybės atstovavimo išleidžiant vertybinius popierius. Dažnai problemų kyla daug mažiau, jeigu valstybė išleidžia vidaus rinkoje platinamus vertybinius popierius, tačiau jeigu yra peržengiamos valstybės ribos, labai svarbu atsakyti į aukščiau išdėstytus klausimus, kadangi labai dažnai VVP išleidimą užsienio rinkoje apsunkina kapitalo rinkos apribojimai, nuostatos dėl valiutos, būtinumas gauti emisijai leidimą, mokesčiai. Paskutiniu metu finansų rinką buvo siekiama liberalizuoti, todėl tokių apribojimų yra mažiau, tačiau visiškai laisvė leisti VVP užsienio rinkoje nėra suteikta.

Atsakymas į pateiktus klausimus priklauso nuo subjekto, išleidžiančio vertybinius popierius. Privačių subjektų teisė leisti vertybinius popierius ir jų sprendimų dėl vertybinių popierių išleidimo teisėtumas, pagal tarptautiniu mastu pripažintą principą, nustatomi pagal juridinio asmens veiklą, statusą reglamentuojančias teisės normas<sup>18</sup>. Dažniausiai šios normos būna išdėstytos konkrečias juridinių asmenų formas reglamentuojančiuose įstatymuose. Privatiems subjektams leidžiant skolos vertybinius popierius, faktiškai neveikia dispozityvumo principas, kuris dažnai pasireiškia įvairioms tarptautinėms organizacijoms leidžiant vertybinius popierius – jos leidžia vertybinius popierius pagal savo susikurtą tvarką. Taip pat reikėtų paminėti, kad subjekto teisę leisti vertybinius popierius, sprendimo priėmimo teisėtumą gali reglamentuoti vienos valstybės teisės normos, o įsipareigojimus, kylančius vertybinio popieriaus pagrindu, kitos valstybės teisė. Pažymėtina, kad VVP netaikoma privačių subjektų skolos vertybiniais popieriams išleisti privaloma tvarka.

Valstybės teisė leisti VVP dėl jos kaip suvereno statuso jau seniai nebekelia abejonių. Leisdama VVP valstybė atsisako suvereniteto ir veikia kaip visi kiti civilinių santykių subjektai. Valstybės organai dėl VVP išleidimo priima sprendimą vadovaudamiesi vidaus teisės aktais, nepriklausomai nuo to ar išleidžiami vidaus VVP ar užsienio rinkos VVP, tačiau sprendimo priėmimo tvarka, priklausomai nuo VVP rūšies gali skirtis. Kai kuriose šalyse tokių sprendimų priėmimas priklauso išimtinai

---

<sup>18</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 60.

vykdomosios valdžios kompetencijai, kitur reikia įstatymų leidžiamosios valdžios pritarimo<sup>19</sup>. Dažnai valstybės gali leisti VVP tik nustatytiems tikslams pasiekti. Beje, leidžiant VVP dispozityvumo principas pasireiškia taip pat labai ribotai - tik tada, kai sprendžiama dėl įsipareigojimams taikytinos teisės. Imperatyvumą leidžiant VVP sąlygoja VVP kaip skolinimosi instrumento svarba, nes VVP išleidimas didina visos valstybės skolą, todėl VVP išleidimo procedūra turi būti skaidri ir griežtai reglamentuojama imperatyvių teisės normų. VVP išleidimo tvarka gali būti nustatoma specialiuose teisės aktuose, taip pat gali būti nustatoma teisės aktuose, kurie bendrai reglamentuoja skolinimąsi valstybės vardu įvairiais būdais bei valstybės biudžeto sandarą reglamentuojančiuose teisės aktuose.

Sprendimas išleisti VVP priimamas dėl vienos ar daugiau emisijų, kurių numeriai turi būti būtinai nurodomi sprendime. Vieno sprendimo pagrindu išleidžiama daugybė vienetų VVP, kurie priskiriami atitinkamai emisijai, t.y. sprendimas būna tik vienas, nepriklausomai nuo emisijos apimties. Sprendimas dėl VVP išleidimo ypatingas tuo, kad juo legalizuojamas VVP išleidimas ir nustatomos emisijos sąlygos, kurios „nustato ne tik pirmajam VVP nuosavybės teise įsigijusiam asmeniui suteikiamų teisių turinį, bet ir sekančio VVP antrinėje rinkoje įsigijančio asmens teises, kadangi VVP įtvirtintų teisių turinys nekinta“<sup>20</sup>.

Priimant sprendimą leisti VVP didesnių problemų nekyla dėl to, kad kiekviena valstybė tai daro pagal savo nacionalinius teisės aktus. Kai visa tvarka reglamentuojama ir kai jos yra laikomasi, problemų dėl to dažniausiai nei investuotojams, nei emitentui nekyla. Problematiška situacija susidaro tik tada, kai sprendimas leisti VVP priimamas nesilaikant nustatytos tvarkos arba kai pradedama diskutuoti dėl sprendimo privalomumo ir jo įpareigojančio pobūdžio.

Kai kalbama apie situaciją, jog leidžiant VVP yra nesilaikoma nustatytos teisės aktuose tvarkos, yra kalbama apie tuos atvejus, kai, pavyzdžiui, VVP išleidžia ne tas valstybės organas, kuris turi kompetenciją tai daryti, jeigu nebuvo gautas įstatymų leidžiamosios valdžios sutikimas, jeigu VVP išleidžiami tuo tikslu, kuriuo pagal teisės aktus negalima leisti VVP ir t.t. Tokiu atveju nacionalinė teisminė ar kitokia priimtų sprendimų kontrolę vykdanči institucija konstatuoja pažeidimą ir sprendžia klausimą, ką tokiu atveju daryti su jau priimtu sprendimu ir VVP, jeigu jie vadovaujantis sprendimu jau išleisti.

---

<sup>19</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 61.

<sup>20</sup> MASUCH, A. *Anleihe Bedingungen und AGB-Gesetz: die Bedeutung des AGB-Gesetzes für Emissionsbedingungen von Anleihen*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2001. p. 29.

Pirmuoju atveju, kompetentinga institucija priima sprendimą panaikinti neteisėtą sprendimą, taip apsaugodama tiek valstybės, tiek investuotojų interesus. Antruoju atveju, situacija daug keblesnė, kadangi pripažinus sprendimą neteisėtu, reikia spręsti, ką daryti su į rinką jau išleistais VVP. Šiuo atveju sprendimas turėtų būti pripažįstamas negaliojančiu, panaikinamas ir, jeigu įmanoma, atkuriami iki tol buvusi padėtis, t.y. investuotojams įsigijusiems VVP gražinamos piniginės lėšos, o VVP anuliuojami. Tačiau finansų rinkos yra labai jautrios ir jas įtakoja labai daug veiksnių, o VVP reitingas vertybinių popierių rinkoje priklauso netgi nuo tokių veiksnių, kaip korupcijos lygis valstybėje, todėl VVP emisijos anuliavimas nedvejotinai neigiamai paveiktų tos valstybės skolinimąsi VVP pagalba ateityje, kadangi sumažėtų valstybės prestižas ir ji prarastų investuotojų pasitikėjimą, kas finansų rinkose yra vienas iš svarbiausių faktorių.

Situacija, kai sprendimas dėl VVP išleidimo pripažįstamas neteisėtu, o VVP jau išleisti į rinką, turėtų būti reglamentuojama nacionaliniuose teisės aktuose, jeigu tai vidaus rinkos VVP. Jeigu kalba eina apie užsienio rinkos VVP, tokia situacija turėtų būti sprendžiama arba pagal nacionalinę teisę, arba vadovaujantis tarptautine finansų rinkos praktika. Tačiau, atkreiptinas dėmesys, kad toks reglamentavimas nacionaliniuose teisės aktuose dažniausiai nustatytas nebūna, todėl lieka vadovautis arba nacionalinės teisės principais, arba tarptautinių organizacijų pasiūlymais. Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta aukščiau, visgi galima daryti išvadą, kad netgi jeigu reglamentavimas leidžia anuliuoti išleistus VVP, valstybės turėtų imtis šios priemonės tik kraštutiniu atveju, nes priešingu atveju nukenčia tiek valstybės, tiek investuotojų interesai.

Jeigu vis dėl to atsitinka taip, kad yra nusprendžiama anuliuoti išleistus VVP, turėtų būti keliamas klausimas ar investuotojas, kuris pasitikėjo valstybe ir investavo į jos VVP, kurie buvo anuliuoti, turi teisę į žalos atlyginimą ir jeigu turi, kokiu pagrindu gali to reikalauti. Investuotojas skolos vertybinių popierių rinkoje turėtų būti ypatingai ginamas, kadangi investuotojo pagrindinis tikslas yra panaudoti lėšas ir gauti atlygį, todėl, anuliuavus VVP, ir investuotojams gražinus tik jų už VVP sumokėtos pinigines lėšas, susidarytų tokia situacija, kai už naudojimąsi lėšomis tam tikrą laiką emitentas investuotojui nesumoka, kas prieštarauja ne tik investuotojų interesams, bet ir skolos vertybinių popierių, kaip finansų rinkos priemonės, esmei. Atsižvelgiant į tai, mūsų manymu, investuotojams turėtų būti mokama kompensacija arba sumokamos palūkanos, nustatytos emisijos sąlygose už laikotarpį, kai pinigėmis lėšomis disponavo valstybė. Priešingu atveju, dėl žalos atlyginimo investuotojai galėtų kreiptis bendra tvarka vadovaudamiesi nuostatomis, kurios reglamentuoja valstybės organų padarytos žalos atlyginimą.

Kai valstybės organų sprendimas dėl VVP išleidimo yra teisėtas, kyla kitas klausimas - kiek tas sprendimas yra privalomas jį priėmusiai valstybei ir jos institucijoms. Ilgą laiką teisės doktrinoje vyko diskusija, ar išleidžiant VVP tarp valstybės ir privačių investuotojų susiklosto sutartiniai santykiai, kadangi privatūs investuotojai neturi galimybės priversti valstybę vykdyti įsipareigojimus ir negali taikyti jokių sankcijų, tačiau šiandien neginčytinai pripažįstama, kad VVP yra sutartinis įsipareigojimas ir jo valstybė negali vienašališkai keisti<sup>21</sup>. Šiame kontekste valstybę reikėtų suprasti kaip jos institucijų, organų visumą, t.y. tiek sprendimą išleisti VVP priėmusią instituciją, tiek kitas jos institucijas ir organus.

Valstybė, nors ir yra suverenas, negali keisti priimtų sprendimų kada panorėjusi. Teisės doktrinoje teigiama, kad tai, jog VVP išleidžiami priėmus valstybinės reikšmės teisės aktą, dar nereiškia, kad šis aktas gali būti anuliuojamas ar suspenduojamas panašaus akto, kadangi aktas yra ne daugiau kaip formalus įgaliojimas institucijai išleisti VVP, tuo tarpu laikoma, kad sutartis dėl VVP įsigalioja nepriklausomai nuo akto<sup>22</sup>. Vienašaliu valstybinės valdžios aktu yra tik sankcionuojamas VVP sutarties su investuotojais teisėtumas.

Baigiant apžvelgti sprendimo priėmimo procedūras ir jų metu galinčias kilti problemas, būtina pažymėti, kad VVP yra įtvirtinamos turtinės teisės, kurias gina tarptautinė teisė<sup>23</sup>, todėl net tada, kai sprendimų priėmimo procedūros reglamentavime yra spragų, kurios yra nenaudingos investuotojui, jo teisės gali būti apgintos vadovaujantis bendrais teisės principais. Be to, užsienio doktrinoje taip pat laikomasi to principo, kad reikia vengti valstybės institucijų veiksmų pripažinimo neteisėtais, ir kiek įmanoma labiau apsiriboti žalos atlyginimu<sup>24</sup>.

### **2.1.1.2. Sprendimo priėmimo procedūros reglamentavimas ir praktika Lietuvoje**

Lietuvoje skolos vertybinių popierių išleidimą reglamentuoja skirtingi įstatymai, priklausomai nuo to, koks subjektas juos išleidžia. Jeigu išleidžia privatus subjektas, visą skolos vertybinių popierių išleidimą reglamentuoja Lietuvos Respublikos Akcinių

---

<sup>21</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 62.

<sup>22</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 30.

<sup>23</sup> Nuosavybės teisės neliečiamumas yra įtvirtintas Žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių apsaugos konvencijos pirmajame protokole, kuris 1995 m. gruodžio 7 d. buvo ratifikuotas Lietuvos Respublikos Seimo. Žin., Nr. 15-386.

<sup>24</sup> Cit. op. 21, p. 67.

bendrovių įstatymas<sup>25</sup>. Tuo tarpu kai VVP leidžiami valstybės vardu, išleidimo procedūrą reglamentuoja kiti specializuoti teisės aktai. Lietuva, išleisdama VVP, dalyvauja civiliniuose santykiuose, o LR CK 2.36 straipsnio 1 dalis numato, kad valstybė yra civilinių santykių dalyvė lygiais pagrindais kaip ir kiti šių santykių dalyviai, t.y. Lietuva išleisdama VVP atsisako savo imuniteto ir veikia kaip bet kuris kitas civilinių santykių dalyvis.

Lietuvos Respublikos Konstitucijos (toliau tekste – „Konstitucija“) 128 straipsnis reglamentuoja valstybinės paskolos ir kitų esminių turtinių įsipareigojimų prisiėmimą. Ne esminiai turtiniai įsipareigojimai prisiimami vadovaujantis kitais įstatymais ir poįstatyminiais teisės aktais. Svarbiausias teisės aktas, reglamentuojantis sprendimo dėl VVP išleidimo priėmimą, yra kitose šio darbo dalyse jau minėtas Lietuvos Respublikos valstybės skolos įstatymas. Pagal jį, priimant sprendimą dėl VVP išleidimo, reikia pirmiausia atsižvelgti į atitinkamų metų valstybės biudžete numatytą skolinimosi limitą, kurį nustatyti palikta Lietuvos Respublikos Seimo (toliau tekste – „Seimas“) prerogatyvai. Tačiau patį sprendimą skolintis valstybės vardu priima Seimas siūlant Vyriausybei arba Vyriausybė, jos įgaliota institucija. Kuris iš subjektų priims sprendimą priklauso nuo norimos pasiskolinti sumos dydžio – numatyta riba yra 40 milijonų litų. Atitinkamai skiriasi ir teisės aktas, kuriuo įforminamas sprendimas: Seimas priima įstatymą, o Vyriausybė, jos institucija - poįstatyminius aktus.

Detaliau sprendimo dėl VVP tvarką reglamentuoja Vyriausybės poįstatyminiai aktai, t.y. vidaus rinkoje ir užsienio rinkoje leidžiamų VVP išleidimo taisyklės<sup>26</sup>, kuriose numatyta, kad leidžiant VVP Vyriausybei atstovauja Finansų ministerija. Pasak P. Markovo, tokia situacija, kai sprendimų priėmimo centras perkeliamas į ministerijos lygmenį gali iškelti klausimą, ar tokia sistema atitinka valstybės skolą, biudžetą reglamentuojančius teisės aktus<sup>27</sup> ir kad Vyriausybė kaip emitentas yra nušalinama nuo sprendimų priėmimo, tačiau šioje vietoje galima pažymėti, kad Lietuva nėra vienintelė valstybė, kurioje VVP išleidimas yra perduotas kitai nei Vyriausybė institucijai.

---

<sup>25</sup> Žin., 2000, Nr. 64-1914 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais).

<sup>26</sup> Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1997 m. gruodžio 3 d. nutarimu Nr.1329 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklės“. Žin., 2004, Nr. 22-663; Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2001 m. lapkričio 20 d. „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo užsienio rinkose, paskolų valstybės vardu ėmimo ir kitų įsipareigojamųjų skolos dokumentų pasirašymo taisyklių patvirtinimo“ Nr. 1377 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo užsienio rinkose, paskolų valstybės vardu ėmimo ir kitų įsipareigojamųjų skolos dokumentų pasirašymo taisyklės“. Žin., 2001, Nr. 98-3491 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais).

<sup>27</sup> MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (OIS), Vilnius, 2005, p. 98.



Daugumoje Europos valstybių tokius sprendimus priima arba Finansų ministerijos, arba specialiai tam įsteigtos institucijos.

Skolinantis VVP svarbu ne tik tai, kad tinkamas subjektas priimtų sprendimą, bet ir kad būtų laikomasi Valstybės skolos įstatyme nurodytų skolinimosi tikslų. Nors įstatymas baigtinio skolinimosi tikslų sąrašo nepateikia, tačiau kaip rodo praktika, tai nereiškia, kad leidžiama skolintis bet koku tikslu.

Lietuvoje iki šiol leidžiant VVP buvo iškilusios kelios problemos leidžiant VVP vidaus rinkoje: dėl to, kad priimant sprendimą leisti VVP nebuvo gautas Seimo pritarimas, kurį vadovaujantis Valstybės skolos įstatymu reikėjo gauti, ir dėl to, kad skolintasi buvo ne įstatyme nurodytais tikslais. Leidžiant VVP užsienio rinkose kol kas tokių problemų nekilo. Abi minėtas problemas sprendė Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas (toliau tekste – „Konstitucinis teismas“), kuris savo nutarime<sup>28</sup> ir konstatavo, kad „valstybė yra teisinis valstybės nuosavybės teisės subjektas, o ekonominis valstybinio turto savininkas yra visuomenė, todėl valstybės nuosavybės teisė turi būti įgyvendinama bendram interesui ir išskirtinis vaidmuo čia tenka atstovaujajam valstybės valdžios organui – Seimui“. Konstitucinis Teismas atsižvelgdamas į Konstitucijos 128 straipsnį ir teisės aktus pripažino, kad nebuvo laikytasi sprendimui išleisti VVP tuo metu nustatytos tvarkos, todėl pripažino Vyriausybės nutarimą dėl VVP išleidimo prieštaraujančiu Konstitucijai. Tame pačiame nutarime Konstitucinis teismas pasisakė dėl skolinimosi tikslų. Jo nuomone, jeigu tikslas nėra vienas iš nurodytų įstatyme, tai juo bent jau turi būti siekiama bendrų (viešųjų) interesų patenkinimo.

Kadangi paminėtoje situacijoje į Konstitucinį Teismą buvo kreiptasi po VVP išleidimo ir iki nutarimo paskelbimo VVP buvo išpirkti, didesnių pasekmių, galinčių turėti įtakos investuotojams į VVP, nutarimas nesukėlė. Nors sprendimas buvo pripažintas prieštaraujančiu įstatymams, bet dėl VVP anuliavimo Konstituciniam Teismui spręsti ir nereikėjo. Reikia atkreipti dėmesį, kad Lietuvoje nėra teisės akto, kuriame būtų nustatyta, koku atveju galima anuliuoti VVP ir ar išvis tai padaryti galima. Mūsų manymu, pagal faktines aplinkybes dėl to turėtų nuspręsti Vyriausybė ar Finansų ministerija, išleisdamos nutarimus, kadangi skolinimasis valstybės vardu yra priskirtas beveik išimtinai jų kompetencijai. Nors tokių atvejų, kaip minėta Lietuvoje dar nėra buvę, tačiau mūsų manymu, atsižvelgiant į ankstesnėje dalyje išdėstytus argumentus, VVP emisija neturėtų būti anuliuojama, o lėšos turėtų būti panaudojamos tiesiog kitam tikslui,

---

<sup>28</sup> 1997 m. birželio 17 d. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo nutarimas. Žin., 1997, Nr. 58-1351.

kuriam pritarę ir Seimas, nes priešingu atveju būtų pažeidžiami investuojančių į VVP asmenų teisėti interesai ir lūkesčiai.

Jeigu jau susidarytų tokia situacija, kad būtų nusprendžiama dėl VVP anuliovimo, investuotojams turėtų būti atlyginama sumokant priklausančias pagal emisijos sąlygas palūkanas. Priešingu atveju, mūsų manymu, investuotojai vadovaudamiesi LR CK 6.271 straipsniu, galėtų reikalauti atlyginti jiems padarytą žalą.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, galima daryti išvadą, kad Lietuvoje nors ir yra kilę problemų dėl sprendimo leisti VVP teisėtumo, net ir stingant teisės aktų, reglamentuojančių tokias situacijas, neigiamų padarinių, galėjusių kilti tiek investuotojams, tiek valstybei buvo išvengta. Reikia tik pasidžiaugti, kad Lietuva užsienio rinkose VVP leidžia atsakingiau ir kol kas dėl to nebuvo kilę problemų, kas galėtų neigiamai paveikti mūsų valstybės galimybes skolintis užsienio rinkose, tačiau atkreiptinas dėmesys, kad teisės aktuose, kurie reglamentuoja VVP išleidimą yra spragų, kadangi minėtos situacijos, kai VVP išleidžiami neteisėtai, nėra reglamentuojamos teisės aktų ir neaišku kaip tokiomis situacijomis turėtų būti pasielgta.

### **2.1.2.VVP emisija**

Priėmus sprendimą dėl VVP išleidimo, jo pagrindu prasideda tolimesnis procesas, kurio metu organizuojama VVP emisija ir siekiama, kad VVP įsigytų investuotojai ir tokiu būdu į valstybės biudžetą būtų surenkama lėšų. Tam, kad išleisti VVP pasiektų investuotoją, yra pasitelkiama daug subjektų, tarp kurių susiklosto labai įvairaus pobūdžio santykiai. Šis pirminis etapas VVP rinkoje vadinamas VVP emisija. Sąvoka emisija suprantama kaip konkretaus emisijos sąlygose numatyto skaičiaus ar numatytos vertės VVP išleidimas ir pirminis platinimas<sup>29</sup>, o visi šio proceso etapu sudaryti sandoriai bendrai vadinami – emisijos sandoriais. Emisija – tai procesas, kurio metu VVP patenka į civilinę apyvartą<sup>30</sup>.

Būtina pabrėžti, kad emisija apima tik pirminį VVP išleidimą ir platinimą, kai nuosavybės teisė į VVP pirmą kartą pereina iš emitento investuotojui. Kai kurie autoriai<sup>31</sup> emisiją įvardina kaip komercinių bankų veiklą, kurios metu VVP patenka į rinką, tačiau toks apibrėžimas, nors praktiškai ir dažniausiai pasireiškiantis, nėra tikslus, kadangi

---

<sup>29</sup> MASUCH, A. *Anleihe Bedingungen und AGB-Gesetz: die Bedeutung des AGB-Gesetzes für Emissionsbedingungen von Anleihen*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2001. p. 35.

<sup>30</sup> BLEY, S. *Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäfts*. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 1979. p. 170.

<sup>31</sup> GÖRTZ, G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 51.

emisija nebūtinai visada vyksta dalyvaujant bankui. Emisijos sandoriams apskritai nėra būdinga vieninga teisinė prigimtis, kiekvieną kartą jie priklauso nuo skolos vertybinius popierius išleidžiančio subjekto pasirinkto emisijos būdo ir visų dalyvaujančių emisijoje subjektų santykių<sup>32</sup>.

Bendrai emisijos sandorių metu susiklostę teisiniai santykiai tarp emisijoje dalyvaujančių subjektų gali būti grupuojami šitaip :

1. teisiniai santykiai tarp emitento ir emisijoje dalyvaujančių tarpininkų;
2. teisiniai santykiai tarp emitento ir investuotojų;
3. teisiniai santykiai tarp dalyvaujančių tarpininkų;
4. teisiniai santykiai tarp tarpininkų ir investuotojų.

Nebūtinai visi šie santykiai susiklosto emisijos metu, o ir tie, kurie susiklosto ne visada yra vienodo pobūdžio. Visi šie teisiniai santykiai susiklosto dažniausiai skirtingų sutarčių, teisės aktų nuostatų pagrindu, kurie nulemia emisijos sandorių dalyvių teises ir pareigas.

Šalia emisijos sandorių reikėtų paminėti kitus su VVP išleidimu susijusius sandorius, kurie yra apibrėžiami kaip organizacinės sutartys ir prie kurių priskiriami visi susitarimai, kurie reglamentuoja organizacinius santykius tarp emitento ir jam įsipareigojusio asmens bei investuotojo ir yra skirti tokiose srityse kaip VVP administravimas ir kreditorių atstovavimas kylančioms problemoms spręsti<sup>33</sup>. Kadangi VVP pagrindu atsirandantys santykiai kartais egzistuoja ilgus metus, jungia daugybę kreditorių, kurie ne tik kad gali būti skirtingose valstybėse, bet dažniausiai jiems būdingas ir anonimiškumas, šie sandoriai taip pat labai svarbūs tiek emitentui, tiek investuotojams, norint užtikrinti sėkmingą skolinimąsi pasinaudojant šiuo būdu. Kartais šie susitarimai būna įtraukti į emisijos sandorius, o kartais sudaromi atskirai.

### **2.1.2.1. Teisiniai santykiai tarp emitento ir emisijoje dalyvaujančių tarpininkų**

#### **(i) Reglamentavimas ir tarptautinė praktika**

Šie teisiniai santykiai yra daugiau organizacinio pobūdžio, atsiranda sutarties pagrindu, kuri sudaroma atsižvelgiant į nacionalinius teisės aktus ir susiklosčiusią tarptautinę praktiką, ir priklauso nuo kompetentingos valstybės institucijos pasirinkto būdo platinti naujai išleidžiamus VVP. Pagal tai VVP emisija gali būti skirstoma į dvi rūšis:

---

<sup>32</sup> KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O.Schmidt, 1995, p. 980.

<sup>33</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 326.

1. emisija, kai VVP emisiją organizuoja, išleidžia, registruoja ir platina pats emitentas (per atitinkamas valstybines institucijas);
2. emisija, kai visi su VVP emisija susiję veiksmai atliekami per pasirinktą tarpininką.

Pirmuoju atveju emitentas pats išleidžia ir platina savo VVP ir prisiima visą emisijos metu atsirandančią riziką dėl emisijos sėkmingo išplatavimo. Šis būdas išleisti VVP yra mažiau sudėtingas ir leidžia VVP platinti ne per tarpininkus. Investuotojai tiesiogiai, vadovaudamiesi emisijos sąlygomis, gali įsigyti VVP, o emitentui nereikia ieškoti tarpininkų, sudarinėti su jais sutarčių, mokėti jiems atitinkamai mokesčio už VVP platinimą – tokiu būdu tiek pats VVP išleidimas yra paprastesnis, tiek išlaidos mažesnės, kas sąlygoja, jog VVP investuotojai gali įsigyti VVP pigiau ir nuo to nenukenčia emitento interesai. Tačiau tam, kad būtų galima pasinaudoti šiuo būdu, emitentas turi turėti sukūręs administracijos aparatą, kuris leistų jam tai atlikti techniškai. Būtent todėl patys savo emisijas platinti gali labai nedaug subjektų. Tik valstybės, kaip emitentai, faktiškai yra pajėgios sukurti visą sistemą priemonių, kurių pagalba jos galėtų tiesiogiai be tarpininkų, dalyvaujant atitinkamoms institucijoms, platinti savo naujai išleidžiamus VVP, tačiau valstybėms pačioms savo VVP emisiją organizuoti, leisti, platinti, administruoti praktiškai įmanoma tik vidaus rinkoje.

Antrasis būdas dažniausiai pasirenkamas, kai emitentas neturi galimybės išplatinti savo VVP pats arba platinti per tarpininkus skatina kitos priežastys: neturi organizacinių priemonių, prieigos prie investuotojų, tarpininkai lengviau, greičiau ir pigiau gali išplatinti VVP. Teisė perleisti VVP organizavimą, išleidimą ir platinimą per tarpininkus, tarpininkų parinkimo tvarka turi būti numatyta nacionaliniuose teisės aktuose, kad vėliau nebūtų konstatuota, kad valstybei atstovaujanti institucija peržengė savo kompetencijos ribas.

Dažniausiai antrasis būdas renkamas beveik visada, kai VVP yra platinami užsienio rinkoje. Tarpininkas šiuo atveju dažniausiai būna bankas, komercinis ar, paskutiniu metu dažniausiai pasitaiko, investicinis bankas, o jo pagrindinė funkcija – VVP išleidimo organizavimas ir platinimas bei emisijos metu kylančios rizikos, dėl VVP emisijos sėkmingumo, prisiėmimas. Atkreiptinas dėmesys, kad atskirose šalyse VVP emisijas organizuojančioms įstaigoms gali būti keliami skirtingi reikalavimai, todėl nebūtinai visada tai bus bankas – gali būti ir kita finansines paslaugas teikianti įstaiga, galinti užsiimti šia veikla, bet neturinti banko statuso.

Tarpininkas, vienas arba kartu su kitais konsorciumo nariais, sudaro sutartį su valstybę atstovaujančia institucija, kuria susitariama, kad investuotojai VVP įsigys per

tarpininką, kuris atlieka ir VVP registraciją. Senesnėje literatūroje ši sutartis vadinama tiesiog vertybinių popierių perėmimo (pasirašymo) sutartimi, nepriklausomai nuo tarpininko prisiimtų įsipareigojimų.

Pagal VVP perėmimo sutartį, tarpininkas, organizuodamas užsienio rinkoje leidžiamą VVP emisiją, pirmiausia privalo išsiaiškinti, ar apskritai kitos jurisdikcijos šalyje, kurioje ruošiamasi išleisti VVP, jie gali būti išleisti. Tarpininkas įvertina teisės aktų reikalavimus ir atsako už tai, kad VVP būtų išleidžiami laikantis toje šalyje numatytos tvarkos, nes priešingu atveju VVP gali būti pripažinti negaliojančiais, o tai reikštų neigiamus finansinius padarinius tiek emitentui, tiek investuotojui<sup>34</sup>. Tokiu atveju emitentas galėtų reikšti reikalavimus tarpininkui dėl žalos ir išlaidų atlyginimo sutartyje numatyta tvarka, o jeigu joje tai nereglamentuota, nacionaliniuose teisės aktuose numatyta tvarka.

VVP emisijos organizavimas per tarpininką svarbus tuo, kad tarpininkas pasiūlymų cirkuliuo pagrindu siekia pritraukti vertybinius popierius norinčių įsigyti subjektų<sup>35</sup>. Tarpininkai užsiima VVP marketingu ne vien viešu būdu, o ir kreipdamiesi į potencialius investuotojus individualiai<sup>36</sup>. Jie prieš išleidžiant VVP atlieka apklausas, pateikia pasiūlymus, kad išsiaiškintų koks rinkoje yra VVP poreikis, t.y. aktyviai dalyvauja organizuojant VVP emisiją, nustatant emisijos sąlygas. Be to, atkreiptinas dėmesys, kad investuotojams per tarpininkus, ypač jeigu tai žinoma finansų įstaiga, platinami vertybiniai popieriai atrodo saugesni, investuotojai jais labiau pasitiki, o tai skatina emitentą rinktis VVP emisijos išleidimą ir platinimą per tarpininkus.

VVP perėmimo sutarties, kuria reglamentuojami santykiai tarp emitento ir tarpininko, turinys gali būti skirtingas, nes vienu atveju tarpininkas įsipareigoja išleisti, ir platinti VVP savo vardu, bet emitento sąskaita ir neprisiima jokios rizikos dėl VVP emisijos išplatavimo sėkmingumo, nes jam emitentas sumoka atsižvelgdamas į tai, kiek šis išplatino. Aišku, tarpininkas veikdamas yra suinteresuotas išplatinti kuo daugiau, bet šiuo atveju rizikuoja tik gauti mažesnę atlygį už paslaugas, nes neišplatintų VVP jam nereikia perimti. Taip veikdamas tarpininkas platina VVP pagal sutartį vienas arba pasitelkia ir kitus subjektus: konsorciumo dalyvius ar kitus tarpininkus, veikiančius distribucijos sutarties pagrindu. Platinimas vyksta arba reguliuojamoje arba

---

<sup>34</sup> GÖRTZ, G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926. p. 24.

<sup>35</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 159.

<sup>36</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 97.

nereguliuojamoje rinkoje. VVP emitentai dažniausiai išleidžia aukciono būdu, kuris organizuojamas specialioms finansų maklerių grupėms<sup>37</sup>.

Kitu atveju tarpininkas pagal VVP perėmimo sutartį išleisdamas ir platindamas VVP veikia savo vardu ir savo sąskaita. Kai tarpininkas perima iš emitento VVP, nuo perėmimo momento, laikoma, kad kapitalo įgijimas baigtas, nes emitentas užsitikrina lėšas nepriklausomai nuo faktinio VVP perleidimo investuotojams ir nuo emisijos sėkmingumo. Tolimesnė platinimo sėkmė visiškai priklauso nuo tarpininko, o emitentas nebeturi jokio netgi netiesioginio ryšio su tolimesniu VVP perdavimu ir platinimu investuotojams, išskyrus emitento pareigą neatlikti jokių veiksmų, kurie galėtų pakenkti emisijos sėkmingam platinimui.

Taigi antruoju atveju pagal VVP perėmimo sutartį tarpininkas perima visą emisijos išplatinimo riziką, pavyzdžiui, kad nesugebės VVP parduoti už maksimalią sutartyje nurodytą sumą ir privalės parduoti pigiau netekdamas dalies pelno arba, kad tarpininkas bus priverstas VVP pasilikti sau. Tarpininkas čia veikia tokiu principu, kad neišplatinus VVP, emitentui garantuojama neišplatintus VVP bet kuriuo atveju įsigyti<sup>38</sup>. Taigi, jeigu pirmuoju atveju VVP platinimas ir rizikos perėmimas yra iš principo atskirti, tai antruoju atveju šios dvi tarpininko funkcijos iš esmės susilieja<sup>39</sup>. Paminėtina dar viena situacija, kai tarpininkas veikia tik kaip platintojas, bet garantuoja išplatinimą, t.y. įsipareigoja nupirkti neišplatintus VVP. Šiuo atveju skiriasi tik tarpininko atsiskaitymas už VVP, jis atliekamas ne pasirašius sutartį, o po platinimo pabaigos.

Emitentas antruoju atveju lėšas gauna iš tarpininko, todėl labai dažnai vyksta diskusijos dėl minėtos sutarties kvalifikavimo. Vieni autoriai teigia, kad tai pirkimo – pardavimo sutartis, nes tarpininkas nusiperka VVP kaip visumą ir tada perparduoda galutiniam investuotojui<sup>40</sup>. Tokiu atveju šios sutarties pagrindu tarpininkas tampa pirmuoju VVP įgijėju, kuriam pereina nuosavybės teisė. Kitų autorių manymu tarp emitento ir tarpininko sudaroma paprasta paskolos sutartis<sup>41</sup>. Tačiau todėl, kad minėta sutartis turi ir pirkimo-pardavimo ir paskolos sutarčių požymių<sup>42</sup>, kartais ji laikoma tiesiog *sui generis*<sup>43</sup>, nors vyrauja nuomonė, kad visgi VVP perėmimo sutartis turėtų būti

---

<sup>37</sup> BENJAMIN, J. *Interest in Securities. A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*. Oxford university press: 2000, p. 8.

<sup>38</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 101.

<sup>39</sup> *Ibid.*, p. 92.

<sup>40</sup> GÖRTZ, G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 52.

<sup>41</sup> *Ibid.*, p. 51.

<sup>42</sup> KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O.Schmidt, 1995. p. 739.

<sup>43</sup> *Cit. op.* 38, p 139.

laikoma pirkimo-pardavimo sutartimi, nes manoma, kad už nustatytą kainą yra įsigijamas reikalavimas, nesvarbu, kad jis atsiranda tik ateityje.

Iš esmės, kalbant apie šios sutarties svarbą, būtina atkreipti dėmesį, kad ji reglamentuoja santykius tarp emitento ir tarpininko ir faktiškai tik jų tarpusavio santykiuose svarbu, kiek rizikos prisiima tarpininkas. Laikomasi tos nuomonės, kad VVP perėmimo sutartis tretiesiems asmenimis neturėtų sukurti jokių teisių ir pareigų<sup>44</sup>. Tačiau šioje sutartyje dažniausiai naudojamos nuorodos į emisijos sąlygas, kurios yra besąlygiškai susijusios su perėmimo sutarties turiniu, kadangi jose numatoma VVP išpirkimas, palūkanų mokėjimas, todėl sakyti, kad VVP perėmimo sutartis neturi įtakos investuotojams, negalima, nors praktikoje siekiama išvengti, kad perėmimo sutartis netiesiogiai pagrįstų bet kokius ateityje atsirandančius investuotojų reikalavimus.

Be to, VVP perėmimo sutartyje dažnai yra numatoma ir kitokios tarpininko funkcijos nei vien tik VVP registravimas, išleidimas, platinimas. Ši sutartis gali pasibaigti vien tik platinimu, o gali būti susitariama ir dėl VVP emisijos aptarnavimo. Šių laikų teisės literatūroje išskiriamos agentavimo ir fiskalinio agento sutartys<sup>45</sup>. Tai tos pačios VVP perėmimo sutartys, tik jų esminis skirtumas ne prisiimta emisijos metu rizika, o tarpininko uždaviniai pagal sutartį. Agentavimo sutartimi numatomas tik išleidimas ir platinimas, o atlikus šiuos veiksmus, sutartis pasibaigia. Tuo tarpu fiskalinio agento sutartimi numatoma, kad jis įsipareigoja aptarnauti emisiją, o tokios nuostatos svarbios ir investuotojui, kadangi fiskalinis agentas laikomas emitento atstovu išleidus VVP<sup>46</sup>. Tarpininkas yra įpareigojamas ir registruoti VVP, todėl jam dažniausiai išduodama pasaulinė obligacija, kurią jis valdo ir saugo per atsiskaitymų sistemas, ir pagal kurią atlieka tiesioginius mokėjimus investuotojams<sup>47</sup>. Plačiau apie fiskalinio agento ir kitų mokėjimo agentų funkcijas šiame darbe bus rašoma vėliau, kalbant apie investuotojų ir emitento santykius ir įsipareigojimų, kylančių iš VVP, pasibaigimą.

Praktikoje taip pat keliamas klausimas, ar pagal VVP perėmimo sutartį tarpininkas visais atvejais privalo perduoti VVP tretiesiems asmenims, ar gali pasilikti sau. Nepaisant to, kad tarpininkas sutartimi gali įsipareigoti pats įsigyti neišplatintus VVP, laikomasi tos nuomonės, kad VVP perėmimo sutarties tikslas – platinti VVP tretiesiems asmenims, nes priešingu atveju būtų nuostolinga emitentui, kadangi faktiškai nebevyktų arba vyktų, bet

---

<sup>44</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 107.

<sup>45</sup> MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S), Vilnius, 2005, p. 56-59.

<sup>46</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 162.

<sup>47</sup> *Ibid.*, p. 162.

silpnai, prekyba VVP antrinėje rinkoje<sup>48</sup>. VVP sutartimi išsipareigojama dėti maksimalias pastangas, kad būtų išplatinta tretiesiems asmenims, nes tarpininkams išigyjant VVP, be tikslo juos perduoti tretiesiems asmenims, būtų galima sudaryti paprastesnę sutartį.

Baigiant VVP emisijos organizavimo, išleidimo, platinimo reglamentavimo ir praktikos apžvalgą, reikėtų pabrėžti vieną dalyką: tarpininko svarbos platinant VVP emisiją negalima paneigti, tačiau leidžiant privačių subjektų skolos vertybinius popierius tarpininko vaidmuo yra didesnis, kadangi jo prisiimama atsakomybė didesnė, nes tarpininkas privačių subjektų skolos vertybinius popierius leidžia prospekto pagrindu, ir atsako, kad prospektas atitiktų teisės aktų reikalavimus. Tarpininkui šiuo atveju gali tekti atlyginti investuotojams padarytą žalą. Platinant suvereno skolos vertybinius popierius tarpininko atsakomybei kilti šiuo atžvilgiu nėra pagrindo.

## **(ii) Tarpininkavimo reglamentavimas ir praktika Lietuvoje**

Lietuvoje VVP emisijos organizavimas, išleidimas ir platinimas pasitelkiant tarpininkus yra reglamentuojami poįstatyminiuose teisės aktuose. Priklausomai nuo to, ar VVP bus išleidžiami ir platinami vidaus ar užsienio rinkoje, yra nustatomos skirtingos taisyklės<sup>49</sup>, tačiau ir vienu ir kitu atveju leidžiama VVP emisiją organizuoti, išleisti ir platinti per tarpininkus. Emitentu platinant VVP yra nurodoma Finansų ministerija, tačiau mūsų manymu, tai daroma nepagrįstai, kadangi Finansų ministerija yra kompetentinga, valstybę leidžiant VVP atstovaujanti, institucija, tačiau prievolė pagal VVP atsiranda valstybei, o ne Finansų ministerijai, nors ši lygiai taip pat yra įgaliota vykdyti šią prievolę, kaip ir ją prisiimti.

Lietuva, leisdama VVP užsienio rinkoje, turi prisitaikyti prie rinkos, todėl iš esmės vadovaujasi aukščiau išdėstytu modeliu. Pasirenkamas tarpininkas, kuriuo gali būti Lietuvoje ar užsienio valstybėje licencijuota finansų maklerio įmonė ar bankas, sudarę su Finansų ministerija finansinių paslaugų teikimo sutartį<sup>50</sup>. Anksčiau tarpininku galėjo būti tik banko statusą turinti finansinė įstaiga, tačiau ši nuostata buvo pakeista. Atitinkamai tarpininkas gali išsipareigoti tik platinti VVP arba jam taip pat gali būti perduodamos fiskalinio agento ar mokėjimo agento funkcijos. Sutartyse su tarpininku aptariama ir VVP registracija. Pagal taisyklės<sup>51</sup> užsienio rinkoje leidžiamas VVP registruojamas Lietuvos

---

<sup>48</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 119.

<sup>49</sup> VVP išleidimą Lietuvoje reglamentuoja dvejų Vyriausybės nutarimais patvirtintos taisyklės, kurios atitinkamai atskirai reglamentuoja vidaus ir užsienio rinkų VVP išleidimą ir apyvartą.

<sup>50</sup> Žin., 2001, Nr. 98-3491 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais).

<sup>51</sup> Ibid.



Respublikos ar užsienio depozitoriume. Tarpininkas dažniausiai pasirenkamas toks, kad būtų tarptautinės atsiskaitymo sistemos narys<sup>52</sup> ir VVP būtų registruojami užsienio šalies depozitoriume, nes tokiu atveju paprasčiau pritraukti investuotojus, kadangi užtikrinama, kad investuotojo nuosavybės teisė į VVP bus efektyviai fiksuojama ir ginama, o nusprendus parduoti VVP antrinėje rinkoje, bus užtikrintas prekybos saugumas.

Jokių ypatybių, platinant VVP užsienio rinkoje Lietuva neturi. Tarptautinėje finansų rinkoje susiklosčiusi praktika faktiškai yra perkelta į nacionalinius teisės aktus. Tik parenkant tarpininkus gali kilti problemų, kadangi nėra nustatytos detalios tvarkos. Su potencialiais tarpininkais derisi Finansų ministerija Vyriausybės vardu. Iš esmės visi klausimai susiję su tarpininkavimu yra perduodami Finansų ministro įsakymu sudarytos komisijos kompetencijai.

Kiek kitokia situacija Lietuvoje yra kalbant apie vidaus rinkoje leidžiamus VVP. Lietuvoje pirminė VVP apyvarta vykdoma vertybinių popierių aukciono arba kitu Finansų ministerijos nustatytu būdu, jeigu Lietuvos įstatymai, Vyriausybės nutarimai arba Finansų ministerijos sutartys su juridiniais asmenimis nenustato ko kita<sup>53</sup>. Iki 2009 m. vasario 2 d. VVP pirminis platinamas iš esmės vyko tik aukciono, kurį organizuodavo Lietuvos bankas pagal sutartį su Finansų ministerija<sup>54</sup>, metu, ką patvirtina Finansų ministerijos sprendimai išleisti ar papildyti VVP emisiją (2008 m. visos emisijos vidaus rinkoje buvo parduotos per Lietuvos banko organizuojamą aukcioną). Lietuvos bankas organizuodavo aukcioną, vadovaudamasis sudaryta sutartimi su Finansų ministerija, o dėl aukcione parduodamų VVP emisijos sąlygų, aukciono rūšies sprendavo Finansų ministerija<sup>55</sup>. Aukcione dėl VVP pardavimo galėjo dalyvauti ne visi asmenys, o tik teisės aktų reikalavimus atitinkantys ir sudarę sutartis su Lietuvos banku asmenys. Pagal Lietuvos banko tinklalapyje pateiktus duomenis, tokie dalyviai buvo tik septyni: šeši bankai ir viena finansų maklerio įmonė.

2009 m. sausio 21 d. Lietuvos Respublikos finansų ministro įsakymu<sup>56</sup> buvo patvirtintas Reikalavimų Lietuvos Respublikos VVP aukciono dalyvių aprašas, kuris

---

<sup>52</sup> 2007 m. tarpininkais platinant VVP užsienio rinkoje buvo pasirinkti bankai Societe Generale ir UBS Investment Bank, 2006m. - Deutsche Bank ir UBS Investment Bank. Informacija paimta iš Finansų ministerijos leidinių „Lietuvos Respublikos valstybės skola 2007“ ir „Lietuvos Respublikos Valstybės skola 2006“. Prieiga per internetą: <<http://www.finmin.lt/web/finmin/leidiniai/skola>>.

<sup>53</sup> Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1997 m. gruodžio 3 d. nutarimu Nr.1329 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklės“. Žin., 2004, Nr. 22-663.

<sup>54</sup> Lietuvos banko įstatymas. Žin., 1994, Nr. 99-1957 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais).

<sup>55</sup> Lietuvos banko valdybos nutarimas 2004 m. liepos 1 d. Nr. 112 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono nuostatų ir reikalavimų Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono dalyviams patvirtinimo“. Žin., 2004, Nr. 107-4027.

<sup>56</sup> 2009 m. sausio 21 d. Lietuvos Respublikos finansų ministro įsakymas Nr. 1K-009 „Dėl reikalavimų Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono dalyviams aprašo patvirtinimo“. Žin. 2009-01-27, Nr. 10-384.

aukciono dalyviams įsigaliojo 2009 m. vasario 2 d. Šis dokumentas svarbus tuo, kad juo buvo įtvirtinta galimybė VVP pirminėje apyvartoje išleisti aukciono metu ir per Vilniaus vertybinių popierių biržą. Aišku, galimybė rengti aukcioną per Lietuvos banką teoriškai liko, tačiau VVP išleidimas šiuo metu, išskyrus žemiau nurodytą atvejį, vyksta tik Vilniaus vertybinių popierių biržos organizuojame aukcione. Aukciono per biržą metu platinami VVP registruojami akcinėje bendrovėje „Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas“. P. Markovas jau anksčiau buvo pasiūlęs VVP platinimą vykdyti per biržą<sup>57</sup>, tačiau šiai idėjai įgyvendinti reikėjo daugiau nei ketverių metų.

Aukciono dalyviai, tiek kai jis vyksta biržoje, tiek kai Lietuvos banke, VVP įsigyja savo vardu, bet juos dažniausiai perleidžia klientams. Būtų galima daryti išvadą, kad jeigu aukciono dalyviai investuoja į VVP patys ir nebeperduoda kitiems investuotojams, jie juos įsigyja tiesiogiai iš emitento, o jeigu VVP perduoda kitiems investuotojams, VVP investuotojai įgyja netiesiogiai per dalyvius, veikiančius kaip tarpininkai. Taigi šiuo atveju tarpininkas ne visai atitinka tą modelį, kuris naudojamas užsienio rinkose platinant VVP, tačiau, atkreiptinas dėmesys, kad ir tarpininko sąvoka platinant VVP vidaus rinkoje apibrėžiama kitaip – juo gali būti finansų maklerio įmonė arba bankas, turintis teisę teikti investicines paslaugas. Taigi nereikalaujama, kad būtų sudaryta atskira sutartis su Finansų ministerija – užtenka, kad tarpininkas atitiktų finansinėms įstaigoms keliamus reikalavimus<sup>58</sup>.

Kaip matome, investuotojai, jeigu jie nėra finansinės įstaigos, kurios atitinka reikalavimus aukciono dalyviams, neturi galimybės Lietuvoje VVP įsigyti ne per tarpininkus. Tokią situaciją būtų galima vertinti kaip nepalankią investuotojai, nes visada turi veikti per tarpininką, bet priimtina emitentui, nes VVP išperka aukciono dalyviai ir emitentas nusiima tolimesnio VVP išplatinimo riziką. Pažymėtina, kad aukciono metu įsigyjami VVP apmokami dažniausiai iš tarpininkų lėšų, šitokiu būdu jiems perimant visą tolimesnio VVP platinimo riziką.

Platinimas aukciono būdu, nesvarbu per biržą ar Lietuvos banką, šiuo metu yra beveik vienintelis būdas platinti VVP, tačiau Lietuvos VVP 2008 m. apžvalgoje<sup>59</sup> užsimenama apie ne viešos emisijos išleidimą. 2009 m. vasario 27 d. Finansų ministerija pavišino duomenis apie 2009 m. sausio – vasario mėnesiais vykusią ne viešą VVP emisiją<sup>60</sup>, kurios metu Lietuvos bankai galėjo pateikti pasiūlymus įsigyti VVP rinkos

---

<sup>57</sup> MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (OIS), Vilnius, 2005, p. 111.

<sup>58</sup> Lietuvos Respublikos finansų įstaigų įstatymas. Žin., 2002, Nr. 91-3891 (su vėlesniais pakeitimais ir papildymais).

<sup>59</sup> Prieiga per internetą: <[http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/VPP\\_emisiju\\_ziniarastis/Apzyv2008.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/VPP_emisiju_ziniarastis/Apzyv2008.pdf)>.

<sup>60</sup> Prieiga internetu: <[http://www.finmin.lt/c/portal/layout?p\\_1\\_id=PUB.1.11&erp\\_item=naujiena\\_001013](http://www.finmin.lt/c/portal/layout?p_1_id=PUB.1.11&erp_item=naujiena_001013)>.

sąlygomis. Taigi minėta informacija, leidžia daryti išvadą, kad Finansų ministerija VVP platinimą vykdo ne vien tik organizuodama aukcioną. Iš vienos pusės leidžiant įsigyti VVP tokiu būdu kyla abejonių dėl VVP įsigijimo sąlygų, nes gali būti, kad skolinamasi brangiau, nei būtų galima rinkoje, tačiau, kita vertus, šitokiu būdu valstybę atstovaujanti institucija gali derėtis dėl kainos, be to, šitai gali būti išvengti aukcionui surengti būtinų išlaidų susidarymo.

Kaip matome, iš aukščiau išdėstytų aplinkybių Lietuva imasi iniciatyvos, kad ekonominiu sunkmečiu galėtų pasiskolinti kuo palankesnėmis sąlygomis ir kreditorių ratas būtų kuo platesnis. Vidaus rinkoje platinant VVP buvo išplėstos VVP aukciono ribos, perkeliant jį ir į vertybinių popierių biržos lygmenį, tokiu būdu sudarant galimybę didesnio skaičiaus tarpininkų dalyvavimą platinant VVP. Tačiau, atkreiptinas dėmesys, kad visi Vilniaus vertybinių popierių biržos nariai neturi teisės įsigyti VVP, nes įsigyti gali tik sudariusieji sutartis su Finansų ministerija<sup>61</sup>, o šios sutartys, kaip ir sutartys dėl dalyvavimo Lietuvos banko organizuojamuose aukcionuose, numato įsipareigojimus nupirkti per metus tam tikrą kiekį VVP, kas ne visiems dalyviams yra priimtina. Be to, tas dalyvis, kuris dalyvauja ir aukcionuose Lietuvos banke ir norės dalyvauti aukcione biržoje, bus priverstas pasirašyti dvi sutartis ir tokiu būdu pagal abi sutartis įsipareigoti nupirkti per metus VVP už labai didelę sumą. Ne visi dalyviai galėtų prisiimti ir įvykdyti tokius įsipareigojimus.

Apžvelgiant trumpai visa tai, kas išdėstyta, galima daryti išvadą, kad užsienio rinkose Lietuva leidžia ir platina VVP bendra tarptautinėse finansų rinkose susiformavusia tvarka – faktiškai visada per tarpininką, o VVP išleidimas ir platinimas vidaus rinkoje turi ypatybių, bet faktiškai visada irgi atliekamas tarpininkų pagalba, kurie dažniausiai prisiima VVP išplatinimo riziką. Tokia susiklosčiusi praktika, be abejo, vertintina teigiamai, nes tokiu būdu galima išvengti Lietuvos teisės aktuose paliktų reglamentavimo spragų.

### **2.1.2.2. Teisiniai santykiai tarp emitento ir investuotojų**

Nepaisant to, kaip vyksta VVP išleidimo, registravimo, platinimo procesai ir kokie subjektai šiuose procesuose dalyvauja, svarbiausias ryšys VVP pagrindu atsiranda tarp emitento ir investuotojo, o visi kiti subjektai dalyvauja tik tam, kad emitentas galėtų

---

<sup>61</sup> 2009 m. sausio 21 d. Lietuvos Respublikos finansų ministro įsakymas Nr. 1K-009 „Dėl reikalavimų Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono dalyviams aprašo patvirtinimo“. Žin. 2009-01-27, Nr. 10-384.

prisiimti ir įvykdyti savo įsipareigojimus, t.y. kad būtų techniškai ir teisiškai įmanoma skolintis išleidžiant VVP.

VVP emitentas, t.y. suverenas, turi ypatingą statusą ir padėtį finansų rinkoje, todėl dauguma laikosi nuomonės, kad VVP įsigyjantiesiems interesai turėtų būti ypač saugomi, tačiau finansų rinka yra ypatinga tuo, kad joje veikia faktiškai vien profesionalai. Šiuolaikiniai investuotojai į VVP, ypač užsienio rinkoje leidžiamų VVP, taip pat yra pažengę profesionalai, t.y. pensijų fondai, draudimo kompanijos, investiciniai fondai, todėl kartais diskutuojama, kokio lygio apsauga jiems turi būti suteikiama.

Teisės doktrinoje ir praktikoje susiformavo nuomonė, kad dauguma pažengusių investuotojų veikia ne savo interesais, o paprastų asmenų naudai, todėl investuotojams turi būti suteikiama ypatinga apsauga, kurią taip pat lemia ir būtinybė išsaugoti finansų rinkos stabilumą, prestižą bei galimybę emitentui pakartotinai išleisti vertybinius popierius<sup>62</sup>. Palyginus su kitais skolinimosi būdais, VVP investuotojams nėra suteikiama labai didelė apsauga, kadangi išleidžiant VVP investuotojams suteikiamos gana plačios teisės, kurių neturi, arba turi, bet ne tokios apimtys, kitokiu būdu skolinantys kreditoriai. Iš esmės investuotojai, esant pažeidimui gali tik pareikalauti išpirkti VVP anksčiau laiko. Be to, ypač didelė investuotojų apsauga gali sukelti tokią situaciją, kai investuotojai, besinaudodami savo teisėmis, skirtomis apginti jų teisėtus interesus, pradeda daryti spaudimą emitentui, ko finansų rinkoje taip pat turėtų būti vengiama.

Siekiant užtikrinti abiejų šalių teisių apsaugą, dėl visų klausimų, galinčių kilti išleidus VVP, tarp emitento ir investuotojų leidžiama susitarti jiems patiems. Be abejo, sutartys, kurias emitentas sudaro su kitais dalyvaujančiais subjektais (VVP perėmimo sutartis, fiskalinio agento, mokėjimo agento sutartys) vienaip ar kitaip daro įtaką ir investuotojams, todėl tai bandoma atsverti bent minimaliai investuotojų teises reglamentuojant nacionaliniais teisės aktais. Tačiau svarbiausias šaltinis, kalbant apie VVP savininkų teisių apsaugą, yra VVP emisijos sąlygos, kurios apibrėžia VVP išleidusio ir VVP įsigijusio asmens teisių ir pareigų turinį.

Dėl VVP emisijos sąlygų būna nutariama priimant sprendimą dėl VVP išleidimo. Jomis dažniausiai pasirenkama ir emitento bei investuotojų santykiams taikytina teisė. Nors VVP emisijos sąlygas nustato emitentas ir investuotojas neturi galimybės dėl sąlygų derėtis, laikoma, kad investuotojas su jomis sutinka, pareikšdamas norą įsigyti VVP<sup>63</sup>.

Laikoma, kad valstybė išleisdama VVP pagal patvirtintas emisijos sąlygas, su kiekvienu VVP įsigijusiu asmeniu, netgi jeigu jis emitentui ir nėra žinomas, sudaro

---

<sup>62</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 160.

<sup>63</sup> Ibid.

komercinio pobūdžio sutartis<sup>64</sup>, t.y. valstybė priima sprendimą leisti VVP ir pateikia sąlygas, o investuotojai tiesiogiai ar netiesiogiai per tarpininkus įsigydami VVP išreiškia savo valią ir sutinka su sąlygomis. Tokiu būdu, abiem šalims išreiškus savo valią, sudaroma sutartis dėl VVP įsigijimo, kuri literatūroje laikoma kvazi tarptautine, nes iš vienos pusės ją reglamentuojami privatūs santykiai, o iš kitos pusės joje įtvirtintos nuosavybės teisės saugomos tarptautinės teisės normų<sup>65</sup>.

VVP įsigijimo sutarties teisinė prigimtis yra gana neaiški, todėl teisės doktrinoje yra diskutuojama ar šalia VVP emisijos sąlygų šiai sutarčiai galioja ir bendrosios sutartis reglamentuojančios nuostatos. Kadangi emisijos sąlygos gali būti įvairios, yra diskutuojama ar jų turiniui turėtų būti keliami tie patys reikalavimai kaip ir kitoms sutartims. Pripažįstama, kad VVP savininkas turi ne vien teisę reikalauti gražinti jam jo investuotas lėšas, bet kartu įgyja visumą teisių, susijusių su reikalavimu, todėl nors santykiai tarp emitento ir VVP savininko susidaro privačios autonomijos principo pagrindu, vis dėlto įstatymų reikalavimai taip pat taikomi šių santykių reglamentavimui<sup>66</sup>. Lietuvoje VVP emisijos sąlygos turėtų pirmiausia atitikti prievolinius santykius reglamentuojančias LR CK nuostatas, vėliau pirkimo-pardavimo ar paskolos sutartims keliamus reikalavimus, priklausomai nuo to, kokią poziciją palaikysime kvalifikuojant sutartį dėl VVP įsigijimo.

VVP emisijos sąlygų būna labai įvairių. Lietuvos teisės aktuose<sup>67</sup> yra nurodytas pavyzdinis jų sąrašas. Šiame darbe mes nenagrinėsime konkrečių, pasitaikančių VVP emisijos sąlygų, nes jos labai detalios išnagrinėtos ir plačiau apie tai galima paskaityti tiek lietuvių kalba parašytoje P. Markovo disertacijoje<sup>68</sup>, tiek kitomis kalbomis užsienio literatūroje, nurodytoje šiame darbe prie specialiosios literatūros. Galima tik pažymėti, kad Lietuvos praktikoje emisijos sąlygos yra standartizuotos<sup>69</sup>, tačiau labai primityvios ir palyginus labai neišsamios, nes reglamentuoja tik pagrindines investuotojų ir emitentų teises ir pareigas nuošalyje palikdamos svarbius klausimus, o tokia situacija nėra palanki nei investuotojui, nei emitentui, nes tokiu atveju reikia nagrinėti teisės aktų nuostatas ir ieškoti, kas yra leidžiama, o kas ne. Teisės doktrinoje akcentuojama, kad ypač griežtos VVP emisijos sąlygos, emitento nenaudai, turėtų būti nustatomos, jeigu VVP

---

<sup>64</sup> GÖRTZ, G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926. p. 9.

<sup>65</sup> *Ibid.*, p. 227.

<sup>66</sup> MASUCH, A. *Anleihe Bedingungen und AGB-Gesetz: die Bedeutung des AGB-Gesetzes für Emissionsbedingungen von Anleihen*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2001. p. 51–52.

<sup>67</sup> *Cit. op.* 53.

<sup>68</sup> MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S), Vilnius, 2005, p. 111.

<sup>69</sup> Rašant darbą buvo išnagrinėti visi 2008 metų Finansų ministerijos sprendimai dėl VVP išleidimo vidaus rinkoje ir nė viename sprendime nebuvo nė vienos netipinės (pavyzdžiui, suvereno teisė išpirkti obligaciją prieš laiką ir kt.) emisijos sąlygos, kuri nebūtų išvardinta taisyklių pavyzdiniame sąraše.

išleidžiančioje šalyje yra nerami ir nestabilesnė politinė ir ekonominė situacija, nes priešingu atveju nacionalinių teisės aktų reglamentavimas gali būti visiškai nepalankus investuotojui<sup>70</sup>. Beje, jeigu emisijos sąlygose yra neaiškumų, jie turi būti sprendžiami investuotojų naudai, o VVP emisijos sąlygos turėtų turėti viršenybę, palyginus su kitomis emitento sudarytomis sutartimis, galinčiomis tiesiogiai ar netiesiogiai įtakoti investuotojų teises, kadangi emisijos sąlygos ir informaciniai dokumentai yra vieninteliai su kuriais investuotojai gali susipažinti – visi kiti yra dažniausiai konfidencialaus pobūdžio<sup>71</sup>.

VVP emisijos sąlygos yra visiems atitinkamos emisijos VVP įsigijusiems asmenims vienodos. Atkreiptinas dėmesys, kad tarpininkai įsigyja VVP taip pat galiojančiomis emisijos sąlygomis ir vėliau perleisdami VVP klientams perduoda VVP su identiškais emisijos išleidimo sąlygomis, nebent tam tikrais atvejais gali skirtis suma, už kurią VVP įsigijami<sup>72</sup>, todėl dažnai diskutuojama, ar tarpininkas gali būti laikomas pirmuoju VVP įgijėju, ar pirmuoju VVP savininku turėtų būti pripažįstamas investuotojas, įsigijęs VVP iš tarpininko. Kai kurie teisės doktrinos atstovai<sup>73</sup> mano, kad pirmaisiais įgijėjais, kuriems pereina nuosavybės teisė į VVP, turi būti laikomi, tarpininkai, kai kurie mano, kad tarpininkai negali būti pirmieji įgijėjai<sup>74</sup>.

VVP savininkų interesams reikia apsaugos tam, kad būtų galima atgrasyti emitentą nuo jo prievolės investuotojams pažeidimo. Valstybė kaip emitentas, nepaisant to, kad yra laikoma lygia su kitais civilinės teisės subjektais, investuotojams savo sprendimais gali padaryti daug žalos. Kaip minėta pirmojoje šio darbo dalyje VVP nėra užtikrinti vertybiniai popieriai. Valstybė už savo VVP laiduoja garbe ir geru vardu, o ne konkrečiu turtu, kadangi laikoma, kad valstybė pirmiausia savo pajamas panaudoja tam, kad išlaikytų savo egzistavimą<sup>75</sup>. Tokį užtikrinimą galima suprasti tik kaip pažadą, kad jeigu valstybei nereikės pajamų, ji jas panaudos įsipareigojimams įvykdyti. Valstybės sprendimus, kurie yra žalingi investuotojui galima suskirstyti į dvi dideles grupes:

1. sprendimai, kuriais vienašališkai keičiamos emisijos sąlygos (terminas, palūkanų norma, valiuta ir t.t.);
2. sprendimai, kuriais apskritai panaikinamas emitento įsipareigojimas investuotojams.

<sup>70</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 117.

<sup>71</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 225.

<sup>72</sup> KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O.Schmidt, 1995. p. 984.

<sup>73</sup> Cit. op. 71, p. 230.

<sup>74</sup> MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S), Vilnius, 2005, p. 232.

<sup>75</sup> Cit. op. 70, p. 119.

Abiejų rūšių valstybės kaip emitento sprendimai kelia grėsmę, jog bus pažeista sudaryta su investuotoju sutartis. Pirmieji sprendimai dažniausiai reiškia, kad investuotojas negaus tokio atlygio, kokio tikėjosi ar jo mokėjimas bus atidėtas. Antrieji yra kur kas pavojingesni, kadangi tokiu atveju investuotojas ne tik, kad negauna atlygio už paskolintas lėšas, bet neatgauna ir visų paskolintų lėšų. Kaip matome, antros rūšies pažeidimai yra kur kas rimtesni, nes kyla reali grėsmė investuotojų nuosavybei.

Jau anksčiau šiame darbe buvo minėta, kad VVP įsigyjant atsirandanti prievolė yra sutartinė, todėl teisės ir pareigos pagal ją neturėtų būti pakeičiamos vienašališkai. Keisti sutartį vienašališkai emitentas gali tik jeigu tai numatyta emisijos sąlygose arba jeigu tam pritaria visi investuotojai – tik tokiu atveju emisijos sąlygų keitimas yra teisėtas<sup>76</sup>, nors kai kurie teisininkai mano, vienašališką suvereno emisijos sąlygų keitimą būtų galima pateisinti, nes valstybės leidžiami VVP yra ypatingos prigimties dėl to, kad išleidžiami valstybės aktu<sup>77</sup>, tačiau pastaroji nuomonė yra daugiau teorinio pobūdžio. Analizuojant istorinius faktus, pastebima, kad yra laikomasi pirmosios pozicijos ir vienašališkas priverstinis VVP emisijos sąlygų pakeitimas yra neleistinas ir neteisėtas.

Tas pats pasakytina ir apie antrosios rūšies suvereno sprendimus, nors ir čia pasitaiko visokių nuomonių. Dar XX a. pradžioje, pasaulį krečiant ekonominei krizei, susiformavo Drago<sup>78</sup> doktrina, kurios pagrindinis teiginys, kad investuotojas įsigydamas VVP turi įvertinti riziką, jog valstybė gali pažeisti sutartį, nes lygiai taip, kaip valstybė nutaria išleisti VVP, ji gali nutarti ir nevykdyti priimtų įsipareigojimų. Suverenitetas pagal šią teoriją sąlygoja tai, kad valstybė nėra kontroliuojama ir bet kuriuo metu gali pakeisti tiek VVP emisijos sąlygas, tiek įstatymus reglamentuojančius VVP išleidimą, administravimą. Šią doktriną dažniausiai cituoja ir ja remiasi šalys, kurios nenori vykdyti savo įsipareigojimų, tačiau vyraujanti nuomonė, kad valstybės, kaip suvereno, statusas neturėtų trukdyti pasaulinei ekonomikai, todėl kai valstybė bando apskritai atsikratyti savo įsipareigojimų pagal užsienio rinkoje išleistus VVP, tai turėtų būti pripažįstama kaip neteisėti veiksmai, nors tai ir leidžiama pagal nacionalinius teisės aktus. Kai kurie autoriai mano, kad tokį elgesį būtų galima pateisinti, kai keičiamos vidaus rinkoje išleistų VVP emisijos sąlygos, nes investuotojai turi įvertinti riziką, jos VVP vienašališkai gali būti pakeisti, tačiau, mūsų nuomone, šiuo metu, kai pripažįstama, kad valstybė leisdama VVP visiškai atsisako savo suvereniteto, nebūtų galima pateisinti jos veiksmų, kuriais

---

<sup>76</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 207.

<sup>77</sup> Ibid.

<sup>78</sup> Ibid., p. 226.

vienašališkai keičiamos VVP emisijos sąlygos, ir visiškai nesvarbu ar jos leidžiamos vidaus, ar užsienio rinkose.

Atkreiptinas dėmesys, kad VVP savininkas taip pat negali kelti reikalavimų, kurių neturi teisės kelti vadovaujantis sutartimi, sudaryta įsigyjant VVP. Nors investuotojas faktiškai pagal šią sutartį turi tik teises, jis jas turi įgyvendinti irgi tik sutartyje nustatyta tvarka, todėl tokie jo reikalavimai, kaip reikalavimas išpirkti VVP anksčiau laiko, yra nepagrįsti, nebent emitentas pažeidžia jo interesus ir tokių veiksmų galima imtis pagal sudarytą su emitentu sutartį.

Kaip matome dėl pačių pažeidimų kyla daug neaiškumų ir diskusijų. Lygiai taip pat yra ir su klausimais dėl investuotojų apsaugos. Laikoma, kad vienos emisijos VVP investuotojai yra bendros skolos kreditoriai, ir kad visi investuotojai įsigyjant VVP sąmoningai tai supranta<sup>79</sup>, todėl savaime suprantama, kad dauguma jų teisių ginamos kolektyviniu būdu.

Tarptautinėje praktikoje kreditorių teisės buvo ginamos labai įvairiais būdais. Jeigu ginti savo interesus investuotojui reikėjo prieš kitą valstybę, dažniausiai, kaip matyti iš iki šių dienų susiklosčiusios praktikos, anksčiau buvo naudojamos diplomatinės priemonės arba valstybei emitentei buvo primetama finansinė kontrolė. Procesas teismuose, nei nacionaliniuose, nei valstybės emitentės, jokių rezultatų neduoda, dėl sudėtingo teismų sprendimų vykdymo. Dažniausiai esant pažeidimui nei emisijos sąlygose nurodytos priemonės, nei kitokios teisinės priemonės negali padėti, o valstybės skola gali būti tiesiog nurašoma kaip garbės skola. Ginti savo teises investuotojams sunku, nes emitentas sunkiai pasiekiamas, sunkiai kontroliuojamas ir atsakomybės pritaikyti jam faktiškai negalima<sup>80</sup>.

Kadangi šiais laikais drastiškų priemonių prieš kitą valstybę stengiamasi išvengti, be to reikia išspręsti ir problemą dėl pažeidimų ir vidaus rinkoje platinamų VVP atveju, faktiškai vieninteliai būdai ginti VVP savininkų teises yra investuotojų susirinkimai ir sutarčių su patikėtiniais sudarymas. Abu būdai galimi, jeigu jie numatyti įstatymuose ar sutartyje su emitentu. Gali būti tiek abu kartu, tiek naudojami atskirai.

Lietuvoje, pavyzdžiui, įstatymuose nenumatyta nei viena, nei kita investuotojų interesams ginti naudojama priemonė. Leidžiant VVP vidaus rinkoje emisijos sąlygose taip pat nėra nuostatų dėl investuotojų susirinkimo sušaukimo ar patikėtinio paskyrimo. Atkreiptinas dėmesys, kad leidžiant VVP privatiems subjektams, investuotojams

---

<sup>79</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 104.

<sup>80</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 431.



suteikiama didesnė apsauga<sup>81</sup>, tačiau šios nuostatos VVP savininkams netaikomos. Platinant VVP užsienio rinkoje, kaip išsiaiškinome tai daro tarpininkas, fiskalinis agentas gali priiminėti investuotojų pareiškimus ir tokiu būdu padėti investuotojams įgyvendinti jų teises, bet jis veikia kaip emitento atstovas. Pagal Lietuvos teisės aktus su fiskaliniu agentu sudaroma sutartis tik dėl atsiskaitymo už vertybinius popierius. Turbūt šią nuostatą reikėtų aiškinti plačiau, nes Lietuva veikia tarptautinėje finansų rinkoje pagal ten susiklosčiusią praktiką, todėl ir fiskalinio agento funkcijos turėtų atitikti.

Patikėtinis, arba kitaip investuotojų atstovas, gali būti paskiriamas emitento ar išrenkamas investuotojų susirinkimo metu, vadovaujantis sutartimi arba įstatymu. Jis yra subjektas, kuris įstatymo ar sutarties rėmuose atstovauja investuotojų interesams savo vardu, bet fiduciariniai santykiai jį sieja ir su skolininku<sup>82</sup>. Investuotojų atstovą reikia skirti nuo fiskalinio agento, kuris atstovauja emitentui. Europos šalyse investuotojų atstovo institutas beveik visur yra numatytas teisės aktuose. Jungtinėse Amerikos Valstijose įstatyminio pagrindo nėra, bet faktiškai visada sutartyje numatomas patikėtinio paskyrimas. Kai kuriose šalyse patikėtinio instituto įvedimas išleidžiant VVP yra laikomas nepagarba valstybei, todėl praktikoje dažniausiai valstybei leidžiant VVP patikėtinių nebūna, tik fiskalinio agento sutartyje įtvirtinamos nuostatos dėl investuotojų susirinkimo ir balsavimo.

Investuotojų atstovu gali būti ir patys tarpininkai, netgi kai jie neatlieka fiskalinio agento funkcijų, bet visais atvejais turi būti siekiama išvengti emitento ir investuotojų interesų konflikto. Investuotojų atstovas veikia vadovaudamasis investuotojų susirinkimo metu priimtais sprendimais, jeigu toks šaukiamas, arba vykdo sutartimi ar įstatymu jam priskirtas funkcijas. Literatūroje pagal savo funkcijas jis prilyginamas akcinės bendrovės stebėjimo organui<sup>83</sup>, t.y. stebi emitento veiklą ir matydamas, kad emitentas pažeidžia sutartį ar jo finansinę padėtį blogėja, privalo veikti. Kai atstovas stebi kaip emitentas vykdo įsipareigojimus, galima tų įsipareigojimų numatyti daugiau, nes yra kam kontroliuoti ar įsipareigojimams nepažeidinėjami<sup>84</sup>. Investuotojų atstovas dažnai taip pat

---

<sup>81</sup> Akcinių bendrovių įstatymas numato, kad investuotojų interesams ginti emitentas sudaro sutartį su viešosios apyvartos tarpininku, kurį investuotojai gali nušalinti arba kuriam jie tam tikrais atvejais gali duoti nurodymus. Vokietijos privačių subjektų leidžiamų skolos vertybinių popierių savininkams dar 1899 m. įstatymu buvo suteikta teisė šaukti susirinkimus ir išsirinkti patikėtinį, tačiau šis įstatymas VVP netaikomas, o SVP taikomas tik jeigu savivaldybė taip nusprendžia.

<sup>82</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 110.

<sup>83</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 435.

<sup>84</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 180.

atlieka ir mokėjimus už VVP<sup>85</sup>. Atstovas veikia šaukdamas investuotojų susirinkimus arba pats priimdamas sprendimus.

Kai yra paskiriamas atstovas, investuotojai per jį įgyvendina savo teises. Deja, kartais atstovas nesaistomas investuotojų interesų ir gali veikti taip, kaip jam tą akimirka atrodo geriausia, todėl tai dažnai naudinga ir emitentui, kuris faktiškai visada, kai yra atstovas, veda derybas su juo, o sprendimas tampa privalomas visiems investuotojams. Tokiu būdu gali susidaryti situacija, kai bus priimami priešingi investuotojų interesams sprendimai dėl VVP modifikavimo ar galimybės emitentui VVP išpirkti anksčiau laiko, tokiu būdu susilpninant investuotojų teises arba padedant įgyvendinti investuotojų teisių atidėjimą<sup>86</sup>, todėl turėtų būti numatytos teisinės priemonės, kurių pagalba investuotojai tokius sprendimus galėtų pripažinti negaliojančiais ir netgi reikalauti atlyginti žalą, tačiau tai sunkiai išsprendžiamas klausimas, kadangi manoma, kad atstovo sprendimas nelaikomas neteisėtu, jeigu neatstovaujami visų investuotojų interesai – užtenka daugumos, todėl, matyt, ir atstovo atsakomybė galima tik tada, kai sprendimas akivaizdžiai prieštarauja faktiškai visų investuotojų interesams, nors teisės doktrinoje nurodoma, kad atstovo atsakomybė galima ir kai atstovas labai aplaidžiai veikia<sup>87</sup>. Patikėtinio veikla visgi turėtų būti suprantama kaip veiksmų krypties nurodymas investuotojams, o ne jų įpareigojimas.

Taigi, jeigu yra numatytas investuotojų atstovavimas, dažnai tik atstovas gali reikalauti atlikti emitentą tam tikrus veiksmus, pavyzdžiui nutraukti pažeidimą ar susilaikyti nuo jo. Tai sąlygoja jau aukščiau minėta kolektyvinio veiksmo sąlyga. Beje, ta pati sąlyga apima ir investuotojų susirinkimo sprendimo privalomumą visiems investuotojams. Ši sąlyga ginant investuotojų teises suteikia galią tam tikram organui, atstovui ar susirinkimui, ir pašalina galimybę įgyvendinti savo teises individualiai, pažeidimo metu taip pat<sup>88</sup>.

Kalbant apie investuotojų susirinkimą, reikia pažymėti, kad jo tikslas yra tas pats, kaip ir atstovavimo – padėti apginti investuotojų interesus, kai emitentas pažeidžia įsipareigojimus. Dažniausiai susirinkime sprendžiami labai svarbūs klausimai, kai emitentas pažeidžia investuotojų teises ar pasidaro nemokus, todėl galimybė susirinkti investuotojams daugelyje valstybių numatyti teisės aktuose, bet ne visose valstybėse, pavyzdžiui, Lietuvoje ši teisė nenumatyta. Dažnai teisė rinktis į susirinkimą suteikiama patikėtinio sutartimi arba fiskalinio agento sutartimi. Iš esmės susirinkimai skirti tam, kad

---

<sup>85</sup> Cit. op. 34, p. 415.

<sup>86</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 182.

<sup>87</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 435.

<sup>88</sup> Ibid., p. 434.

būtų galima susirinkus investuotojams su skirtingais interesais, priimti bendrą sprendimą taip išvengiant nesutarimų tarpusavyje. Sprendimas yra privalomas visiems, įskaitant nedalyvaujančius investuotojus ir emitentą, kuriam reikalavimas būna pateikiamas.

Investuotojų susirinkimo priimamų sprendimų teisėtumas, kaip ir atstovavimo atveju atstovo, kelia daug diskusijų, nes kyla klausimas, ar visiems sprendimams užtenka investuotojų susirinkimui nustatyto dalyvių kvorumo ir daugumos sprendimo, kad sprendimas taptų privalomas, nes tokiu atveju kyla pavojus investuotojų mažumos teisėms. Daugumoje svarbiausių jurisdikcijų šis klausimas sprendžiamas tokiu būdu: mažumos investuotojų teisės leidžiama apriboti daugumai nubalsavus kitaip, bet tokios teisės kaip mokėjimo pagal VP atsisakymas nepatenka į tas, kur daugumos balsai turi viršenybę, taip pat dažnai tam tikriems klausimams nuspręsti įvedamas labai didelis kvorumas sprendimui priimti, todėl sprendimą priimti pasidaro faktiškai nerealu, tokiu būdu užkertamas kelias pažeisti mažumos teises. Praktikoje paskutiniaisiais duomenimis, tam kad suverenai galėtų restruktūrizuoti ar atidėti įsipareigojimus, reikalinga labai daug investuotojų balsų (netgi iki 95 procentų)<sup>89</sup>. Taigi net jeigu numatyta kolektyvinių veiksmų sąlyga, kurios dėka galima keisti įsipareigojimus, labai dažnai sąlygos tam būna itin griežtos ir dažnai neįgyvendinamos praktiškai. Tokį reglamentavimą, mūsų manymu, reikėtų laikyti ydingu, kadangi investuotojų būna labai daug ir jų visų interesai panašūs, todėl mažumos balsai neturėtų būti kliūtis priimti svarbius sprendimus, kuriais būtų padaroma žala tiek emitentui, tiek daugumai investuotojų. Užsienio teisininkai šioje situacijoje siūlo suverenams įtraukti kolektyvinių veiksmų sąlygą, pagal kurią svarbūs sprendimai galėtų būti priimami patikėtinio arba balsuojant 25 procentams investuotojų<sup>90</sup>, tačiau kažin ar tokiu sprendimu nebūtų padaroma daugiau žalos, nei naudos.

Kaip matome, vienintelės investuotojų teisių gynimo priemonės gali būti suverenų investuotojams nesuteikiamos, o netgi ir esant galimybei jas taikyti, gali būti neefektyvios. Be to, tos priemonės gali būti naudingos tik kalbant apie suvereno sprendimą pakeisti emisijos sąlygas, nes kai priimamas sprendimas panaikinti įsipareigojimus arba suverenai jų tiesiog nevykdo atidėdamas jų įvykdymą tiksliai nenustatytam terminui, atstovas ar teisė šaukti susirinkimus nebelabai gali ir padėti. Dažniausiai tokia situacija susidaro, kai suverenai paprasčiausiai pasidaro nebemokus, t.y. jį išstinka bankrotas. Nors teisine prasme valstybės bankrotas nėra įtvirtintas, tačiau

---

<sup>89</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 189.

<sup>90</sup> Ibid.

faktiškai gali susidaryti tokia situacija, kai valstybės nebegali vykdyti savo įsipareigojimų ir bankrutuoja<sup>91</sup>.

Kalbant apie valstybių bankrotą, reikia pažymėti, kad svarbų vaidmenį finansų rinkoje užima Tarptautinis Valiutos Fondas, kuris vadovauja pertvarkant išiskolinusių valstybių ekonomiką. Šis fondas buvo pateikęs idėją dėl tarptautinio bankroto teismo valstybėms sukūrimo, pagal kurią valstybės bankrotas tarptautiniame lygmenyje būtų panašus į nacionalines bankroto procedūras, o jo vykdymas būtų perduotas fondui<sup>92</sup>. Iškelus valstybei bankrotą, investuotojų interesai liktų ginami, nes tokiu atveju bent jau būtų apsaugoma nuo visiško įsipareigojimo nevykdymo ir liktų tikimybė atgauti bent kažkiek investuotų lėšų. Visgi nuomonės dėl tokios institucijos sukūrimo yra gana skeptiškos<sup>93</sup>, nes manoma tai sukeltų prieštaravimus tarp valstybių, o priemonės, kokios naudojamos privačių subjektų bankroto atveju, suverenų atžvilgiu būtų nepraktiškos.

Taigi, kaip matome, sukurti efektyvią investuotojų apsaugos sistemą nėra pats lengviausias finansų rinkos uždavinys. Kad ir kokios teisinės priemonės jau egzistuotų, nuolat ieškoma būdų jų efektyvumui užtikrinti, bei surasti naujų būdų, kad investuotojai jaustųsi saugiau ir aktyviau dalyvautų finansų rinkose. Be to, investuotojų teisės gali būti pažeidžiamos ne tik emitento. Visos eilė šiame procese dalyvaujančių finansų institucijų veiksmai taip pat kelia grėsmę investuotojų turimai nuosavybei ir teisėms, todėl, pažymėtina, kad investuotojų teisės ginamos ir priimant teisės aktus, kuriais reguliuojami tarpininkų, atsiskaitymo sistemų operatorių veiksmai, tokiu būdu sustiprinant investuotojų apsaugą, ypač, prekiaujant VVP antrinėje rinkoje.

### **2.1.2.3. Teisiniai santykiai tarp dalyvaujančių tarpininkų**

Tarpininkas, padedantis emitentui išleisti ir išplatinti VVP, gali veikti vienas arba kartu su kitais tarpininkais, kurie gali būti sutarties su emitentu šalys, arba veikti nesudarę sutarties su emitentu pagal sutartį dėl konsorciumo sudarymo su emisijos organizavimui ir platinimui vadovauti paskirtu pagrindiniu tarpininku. Konsorciumo dalyviai savo ruožtu dažniausiai dar sudarinėja distribucijos sutartis su pardavėjų grupei priskiriamais bankais ar finansines paslaugas teikiančiomis įstaigomis, tačiau šioje dalyje bus kalbama tik apie konsorciumo dalyvių tarpusavio santykius ir atsakomybę.

---

<sup>91</sup> SENF, B. *Zinssystem und Staatsbankrott*. Artikel aus: *Ästhetik & Kommunikation*; Heft 93; Jahrgang 25; Oktober 1996.

Prieiga per internetą: <<http://userpage.fu-berlin.de/~roehrigw/bankrott.html>>.

<sup>92</sup> VASQUEZ, I. *The IMF as Bankruptcy Court for Countries?* Washington Times: 2002. Prieiga per internetą: <[http://www.cato.org/pub\\_display.php?pub\\_id=3623](http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=3623)>.

<sup>93</sup> WOOD, P. R. *Law and practice of international finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 189.

Dažnai, ypač VVP platinant užsienio rinkose, vienas tarpininkas negali išleisti VVP ir prisiimti visos rizikos, todėl yra organizuojamas tarpininkų konsorciumas, kurio tikslas - produktyviau išplatinti VVP ir pasidalinti galinčią kilti riziką. Konsorciumo dalyvių bendradarbiavimo esmė apima sandorių dėl emisijos išleidimo vykdymą visų bendradarbiaujančių sąskaita, tokiu būdu paskirstat prisiimtos VVP emisijos išleidimo ir išplatavimo riziką tarp konsorciumo narių<sup>94</sup>. Konsorciumo sutartį pasirašantys tarpininkai įsipareigoja įsigyti už nustatytą sumą sutarta kaina naujai išleidžiamų VVP, kuriuos jie dažniausiai pasilieka ne sau, o platina toliau investuotojams. Iš esmės ši sutartis reglamentuoja bendrą partnerių, kurie sudarinėja ir vykdo sandorius su trečiaisiais asmenimis, veiklą.

Toks bendradarbiavimas gali atsirasti tiek emitento pavedimu, tiek be jo pavedimo. Praktikoje ši forma daugiausia naudojama platinant VVP užsienio rinkose. Pasirinkus tokią bendradarbiavimo formą yra paskiriamas vadovaujantis konsorciumui tarpininkas, kuris ir sprendžia dėl kitų konsorciumo narių ir kitų VVP platintojų dalyvavimo. Jis dažniausiai sudaro sandorį su emitentu dėl VVP emisijos organizavimo ir platinimo visų bendrai veikiančių vardu, arba savo vardu, bet visų bendrai veikiančių sąskaita<sup>95</sup>, tačiau kai kuriose šalyse, pavyzdžiui, Jungtinėse Amerikos Valstijose įprasta, kad sutartį su emitentu pasirašo visi konsorciumo dalyviai, o ne juos atstovaujantis vadovaujantis tarpininkas. Pastarasis iš esmės sprendžia dėl teisinių ir techninių VVP išleidimo ir platinimo ypatybių<sup>96</sup>: derisi su emitentu dėl emisijos sąlygų, kreipiasi į konsorciumo narius, kad šie išanalizuotų rinką ir bendradarbiautų su potencialiais investuotojais. Vadovaujantis tarpininkas dažniausiai paskiriamas ir fiskaliniu agentu, o konsorciumo nariai – mokėjimo agentais. Tokiu būdu jiems perduodama ne tik, kad VVP emisijos išleidimas, bet ir jos aptarnavimas, išpirkimas, kuri koordinuoja vėlgi vadovaujantis tarpininkas, prisiimantis atsakomybę ir už konsorciume dalyvių veiklą. Vadovaujančiam tarpininkui dažniausiai pateikiama ir pasaulinė obligacija, kad šis įregistruotą ją atsiskaitymo sistemose.

Tarp konsorciumo narių susiklostę santykiai svarbūs žvelgiant ne iš investuotojo, o iš emitento perspektyvos, nes būtent jis su vadovaujančiu tarpininku ar visais konsorciumo nariais sudaro sutartį dėl VVP organizavimo ir VVP platinimo. Atsižvelgiant į tai, atsakomybė už prisiimtų įsipareigojimų vykdymą gali kilti tik vadovaujančiam tarpininkui, ar visiems konsorciumo nariams proporcingai jų įgytų VVP

---

<sup>94</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 141.

<sup>95</sup> KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O.Schmidt, 1995. p. 1004.

<sup>96</sup> Cit. op. 95, p. 94.

skaičiui arba konsorciumo narių atsakomybė gali būti neribota, t.y. pilna apimtimi visai VVP sumai atsako kiekvienas emisijoje dalyvaujantis konsorciumo narys<sup>97</sup>. Tai svarbu ginant emitento interesus esant pažeidimams išleidžiant ir platinat VVP emisiją. Konsorciumo narių atsakomybė dažniausiai numatoma emitento sutartyje su vadovujančiu tarpininku ar konsorciumu perimant VVP. Vis dėl to, teisės doktrinoje pabrėžiama, kad konsorciumo narių atsakomybė faktiškai galima tik tada, kai jie labai aplaidžiai arba piktybiškai pažeidžia emitento interesus<sup>98</sup>.

Lietuvoje platinant VVP vidaus rinkoje ši bendradarbiavimo forma faktiškai nepasireiškia, kadangi beveik visi subjektai, galintys sudaryti konsorciumą, yra aukciono dalyviais ir įgyja VVP atskirai savo sąskaita. Apie tai, ar ši forma gali būti pasirinkta platinant VVP užsienio rinkoje teisės aktuose neužsimenama. Pranešimuose apie Lietuvos skolą, taip pat nėra jokių duomenų, ar VVP buvo platinami konsorciumo narių, dažniausiai nurodomas vienas tarpininkas, tačiau gali būti, kad jis yra sudaręs konsorciumo sutartį ir VVP platina visi konsorciumo nariai. P. Markovo nuomone, platinant Lietuvos VVP, konsorciumai taip pat yra pasitelkiami<sup>99</sup>.

#### **2.1.2.4. Teisiniai santykiai tarp tarpininkų ir investuotojų**

Kaip suverenas išleisdamas VVP pasitelkia tarpininkus, taip ir investuotojai gali nuosavybės teisę į VVP įgyti tiesiogiai arba pasinaudoję tarpininkų paslaugomis. Pastarasis atvejis finansų rinkoje pasitaiko dažniausiai, nes retas investuotojas gali veikti finansų rinkoje savarankiškai. Šioje dalyje trumpai aptarsime abi situacijas ir jų metu susiklosčiusius santykius tarp investuotojo ir tarpininko.

Pirmuoju atveju investuotojas sudaro VVP įsigijimo sutartį su tarpininku, kuris atstovauja emitentui arba, kuris yra perėmęs nuosavybėn VVP ir parduoda juos investuotojui savarankiškai. Kai tarpininkas veikia kaip emitento atstovas, sutartis dėl VVP laikoma sudaryta tarp emitento ir investuotojo, kai tarpininkas veikia savarankiškai, atsiranda sutartis tarp tarpininko ir investuotojo, kuri praktikoje kvalifikuojama tiesiog pirkimo-pardavimo sutartimi, nes tarpininkas VVP parduoda tiesiogiai investuotojui, o ne per kitą tarpininką<sup>100</sup>. Šiai sutarčiai taikoma tos šalies, kurioje parduodami VVP, teisė<sup>101</sup>,

---

<sup>97</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 109.

<sup>98</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 73.

<sup>99</sup> MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (OIS), Vilnius, 2005, p. 64.

<sup>100</sup> KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O.Schmidt, 1995. p. 1014.

jeigu šalys nesusitarė kitaip. Tokiu atveju santykiai tarp šalių reglamentuojami teisės aktu, reglamentuojančių pirkimo-pardavimo sutarčių, nuostatų.

Antruoju atveju investuotojas atskiru investuotojo ir tarpininko susitarimo pagrindu paveda tarpininkui įsigyti konkrečios emisijos VVP. Tarpininkas veikia savo vardu, bet investuotojo interesais. Nuosavybės teisę į VVP įgyja ne tarpininkas, o investuotojas. Tarpininkas tik perduoda investuotojui įgytus VVP. Tokius įgijimo santykius patvirtina tai, kad vertybinių popierių sąskaitose fiksuojama, jog nuosavybės teise VVP priklauso ne tarpininkui, o investuotojui, nes tarpininkui atidaroma tik bendroji vertybinių popierių sąskaita, kuri nuosavybės teisių jam nepatvirtina.

Lietuvoje investuotojo ir tarpininko susitarimas dėl VVP įgijimo galėtų būti traktuojamas kaip komiso sutartis LR CK 6.780 straipsnio prasme, kadangi tarpininkas yra įgaliojamas investuotojo pavedimu sudaryti sandorius dėl VVP pirkimo. Atstovavimo santykiais šio bendradarbiavimo, vadovaudamiesi LR CK 2.132 straipsnio 4 dalimi laikyti negalėtume, nes pirkdamas VVP tarpininkas sandorius sudarinėja savo vardu, nors ir dažniausiai nurodydamas kieno pavedimu. Be to, tarpininkas veikia investuotojo interesais, kuris jam atitinkamai už tai moką atlygį. Atsižvelgiant į tai, mūsų manymu, pagal tarpininko ir investuotojo susitarimą dėl VVP įgijimo pagrindu atsiradusius santykius turėtų reglamentuoti komiso sutartis reglamentuojančios nuostatos.

Praktikoje gali susidaryti tokia situacija, kai minėtas susitarimas dėl VVP įsigijimo sudaromas, tarpininkas pagal pavedimą įgyja konkrečius VVP, bet jų neperduoda pavedimą nupirkti davusiam investuotojui. Tokiu atveju gali būti taikomos ne tik komiso sutartis reglamentuojančios nuostatos, bet ir bendrosios prievolių teisės nuostatos, reglamentuojančios prievolės neįvykdymo pasekmes. Kadangi prievolė įgyti investuotojui nuosavybės teise konkrečios emisijos VVP yra prievolė perduoti individualiais požymiais apibūdintą daiktą, gali būti taikomas LR CK 6.60 straipsnis pagal kurį investuotojas turi teisę reikalauti perduoti VVP arba atlyginti nuostolius. Atitinkamai šalia minėto straipsnio būtų taikomas LR CK 6.63.2 straipsnis dėl nuostolių atlyginimo, LR CK 6.71 ir LR CK 6.73 straipsniai dėl netesybų, taip pat LR CK 6.213 straipsnis dėl sutarties įvykdymo natūra.

## **2.2. Antrinė VVP apyvarta**

Antrinė vertybinių popierių rinka apibrėžiama, kaip jau išleistų vertybinių popierių, kuriuos įsigyja investuotojai pirminėje rinkoje, perleidimas kitiems investuotojams

---

<sup>101</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 63.

organizuotoje biržos rinkoje arba užbiržinėje rinkoje<sup>102</sup>. Kai emitentas siekia gauti lėšų išleisdamas VVP emisiją pirminėje rinkoje, VVP investuotojas, norėdamas atgauti į VVP investuotas lėšas dar prieš emitentui išperkant VVP, naudojami antrinėje vertybinių popierių apyvartoje vykstančia VVP prekyba<sup>103</sup>.

Išleidžiant VVP emisiją, labai svarbu, kad joje būtų numatyta galimybė VVP parduoti antrinėje vertybinių popierių rinkoje, nes galimybė perleisti VVP didina VVP likvidumą ir yra itin svarbus požymis atskiriantis skolinimąsi išleidžiant skolos vertybinius popierius nuo kitų skolinimosi būdų. Be to, siekiant, kad antrinė vertybinių popierių apyvarta būtų kuo efektyvesnė, turėtų būti siekiama, kad investuotojas turėtų galimybę pasinaudoti visais būdais, kuriais tik gali vykti prekyba VVP antrinėje vertybinių popierių apyvartoje: tiek reguliuojamose rinkose, tiek tarpininkaujančių finansų institucijų sukurtose daugiašalėse sistemose.

Prekyba vertybiniais popieriais antrinėje rinkoje vyksta pagal detalias reguliuojamos rinkos, ar kitose daugiašalėse sistemose už biržos ribų prekybą vykdančių finansų maklerių įmonių taisykles ir nustatytus reikalavimus. Ilgą laiką prekyba antrinėje rinkoje buvo vykdoma reguliuojamoje rinkoje pasitelkiant vertybinių popierių biržas, į kurių sąrašus VVP įtraukiami emitento, arba emisijoje dalyvaujančio tarpininko, jeigu šiam tokia teisė suteikta, prašymu<sup>104</sup>. Organizuota prekyba vertybinių popierių biržose prasidėjo dar XVIII a.<sup>105</sup> ir intensyviai tebevyksta šiuo metu, nors technologinė pažanga skatina kurti alternatyvias prekiavimo sistemas, kas sąlygoja vertybinių popierių biržų reikšmės sumažėjimą. Vis dėlto, dauguma suverenų, išleisdami VVP numato jų įtraukimą į vertybinių popierių biržų sąrašus, kadangi šitaip išplečiamas potencialių investuotojų ratas, kadangi tokiems subjektams, kaip pensijų fondai, draudimo bendrovės vis dar yra nustatyti apribojimai įsigyti vertybinius popierius reguliuojamoje rinkoje<sup>106</sup>.

Įtraukiant vertybinius popierius į biržų sąrašus, emitentui keliami ypatingi reikalavimai, pavyzdžiui, finansinės atskaitomybės, prospekto pateikimas, tačiau labai dažnai suverenų išleistų vertybinių popierių įtraukimas į sąrašus vyksta supaprastinta tvarka. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas<sup>107</sup> numato prospekto rengimo tvarką, tačiau ši tvarka netaikoma suverenams leidžiant VVP.

<sup>102</sup> KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O.Schmidt, 1995, p. 724.

<sup>103</sup> BLAIR, M.; WALKER, G. *Financial Markets and Exchanges Law*. Oxford university press, 2007, p. 22.

<sup>104</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenäum Verlag GmbH, 1972, p. 125.

<sup>105</sup> Pirmoji organizuota vertybinių popierių biržos rinka buvo sukurta 1724 m. Paryžiuje. Cit. op. 104, p. 7.

<sup>106</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 159.

<sup>107</sup> Žin., 2007, Nr. 17-626 (su vėlesniais pakeitimais ir papildymais).



Visgi prekyba vertybiniais popieriais vis dažniau vyksta tarp šalių, nesinaudojant tarpininkų paslaugomis, t.y. apeinant biržas, nors vertybiniai popieriai ir yra listinguojami<sup>108</sup>. Ilgą laiką kaip alternatyva prekybai biržose veikė tik viena daugiašalė užbiržinė prekybos sistema (OTC), tebeveikianti ir dabar, kurioje tarpininkai perka ir parduoda vertybinius popierius tarpusavyje telefonu ar elektroninių priemonių pagalba, o komercinio pobūdžio informacija apie kainas paviešinama per tokius informaciją perduodančius subjektus kaip Reuters ar Bloomberg<sup>109</sup>. Tačiau pastaruoju metu siekiant padidinti prekybos efektyvumą ir sumažinti prekybos kaštus atsiranda vis daugiau paraleliai veikiančių alternatyvių elektroninių prekybos sistemų, kurios kuriamos dažniausiai privačių investicinių bankų šioms pasitelkiant patentuotus kompiuterinius prekybos modelius. Šios patentuotos prekybos sistemos dažniausiai neturi fizinės vietos ir yra organizuojamos tam, kad bankai ar investicinės įmonės galėtų atlikti investicines paslaugas trečiųjų asmenų naudai<sup>110</sup>. Šios sistemos apima ir kainų nustatymą, ir prekybą, ir atsiskaitymo priemones, o jų pagrindinis tikslas – pigiau vykdyti vertybinių popierių sandorius, kadangi nebereikia prekybos tarpininkų, tačiau jos skirtos tik ribotoms finansinių priemonių grupėms<sup>111</sup>.

Visoms užbiržinės antrinės vertybinių popierių prekybos sistemoms būdinga savireguliacija: prekyba jose vyksta pagal dalyvaujančių nusistatytas taisykles, o prekybą prižiūri paskirtas operatorius ar administratorius, tačiau dėl jų reikšmės padidėjimo ir investuotojų apsaugos, šias prekybos sistemas siekiama inkorporuoti į bendrą finansų rinką, kadangi kai prekiaujama ne biržose sandoriai vyksta tarp tarpininkų ir informacija apie juos rinkai faktiškai neprieinama, kas kelia pavojų finansų rinkos skaidrumui ir investuotojų interesams. Europoje ši problema buvo sprendžiama išleidus direktyvą dėl finansinių rinkų priemonių, Europos Sąjungos šalyse žinomą kaip MiFID<sup>112</sup>, kuri įtvirtina alternatyvių prekybos sistemų statusą, reikalavimus joms, reglamentuoja jų veiklą šalia reguliuojamoje rinkoje veikiančių prekybos sistemų, suvienodina investuotojų apsaugą, užtikrina sąžiningą prekybą. Iš esmės visa vertybinių popierių perleidimo sistema lieka beveik tokia pati, tik sandoris vyksta ne vertybinių popierių biržoje.

Svarbiausia antrinėje vertybinių popierių apyvartoje, kuri naudojama ir prekiaujant suverenų išleistais skolos vertybiniais popieriais, tiek vykdant ją biržose, tiek

---

<sup>108</sup> WOOD, P. R. *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008, p. 159.

<sup>109</sup> BENJAMIN, J. *Interest in Securities. A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*. Oxford university press, 2000, p. 10.

<sup>110</sup> BLAIR, M.; WALKER, G. *Financial Markets and Exchanges Law*. Oxford university press, 2007, p. 9.

<sup>111</sup> Ibid., p. 23.

<sup>112</sup> Directive 2004/39/EC of European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments // Official Journal L145, 30/04/2004 p. 0001-0044.

už biržos ribų, yra garantuoti sąžiningą vertybinių popierių kainą ir užfiksuoti nuosavybės teisių perleidimą, kas yra atliekama atsiskaitymų sistemos, kurios pavedimu perleidžiami vertybiniai popieriai, ir joje dalyvaujančių depozitoriumų pagalba.

Lietuvoje platinami VVP faktiškai visada įtraukiami į vertybinių popierių biržos sąrašus<sup>113</sup>, tačiau teisės aktai nurodo, kad antrinė prekyba VVP antrinėje rinkoje gali vykti ne tik vertybinių popierių biržose, bet ir už jų ribų<sup>114</sup>.

Prekyba biržoje Lietuvoje yra gana naujas reiškinys, kadangi vienintelė Lietuvoje veikianti birža – Vilniaus vertybinių popierių birža – įkurta tik 1993 m. ir yra vienintelė reguliuojama rinka Lietuvoje<sup>115</sup>. Prekyba VVP joje vyksta pagal Akcinės bendrovės „Vilniaus vertybinių popierių birža“ taisykles, kurios yra tvirtinamos Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos. Šios taisyklės prekybai VVP suteikia nemažai lengvatų.

Prekyba VVP už biržos ribų Lietuvoje, kaip pažymėta aukščiau, yra galima, tačiau, kiek ja naudojamas sunku pasakyti. Tiek daugiašalės prekybos sistemų, tiek sisteminę prekybą vykdančių finansų maklerių įmonių sukurtos alternatyvios prekybos sistemos turi visus pagrindus veikti ir Lietuvoje, nes MiFID direktyva perkelta į Lietuvoje galiojantį Finansinių priemonių rinkų įstatymą. Svarbiausia sudarinėjant sandorius dėl VVP antrinėje rinkoje už biržos ribų, kad VVP perleidimas būtų pateiktas registruoti pardavėjo asmeninę vertybinę popierių sąskaitą tvarkančiam vertybinių popierių tarpininkui<sup>116</sup>, o apie sandorį dėl VVP, kurie įtraukti į biržos prekybos sąrašus, pranešti Vertybinių Popierių Komisijos nustatytais atvejais ir tvarka<sup>117</sup>, nors dažniausiai pastaroji gauna informaciją apie įvykusį sandorį iš depozitoriumo, kurį apie ne biržoje sudarytą sandorį privaloma informuoti<sup>118</sup>.

Kaip matome, tiek tarptautinėje finansų rinkoje, tiek Lietuvos finansų rinkoje, VVP investuotojams sudaromos sąlygos sąžininga kaina parduoti įsigytus VVP, jeigu tik jie to pageidauja. Tiek prekybos būdų įvairovė, tiek teisės aktuose įtvirtinta investuotojų apsauga, antrinėje vertybinių popierių apyvartoje užtikrina efektyvią prekybą, tokiu būdu padidinat VVP likvidumą ir investuotojų skaičių.

---

<sup>113</sup> Visų vidaus rinkoje 2008 m. išleistų VVP emisijos sąlygose buvo nurodyta, kad vertybiniai popieriai įtraukiami į Vilniaus vertybinių popierių biržos prekybos sąrašą.

<sup>114</sup> Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1997 m. gruodžio 3 d. nutarimu Nr.1329 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklės“. Žin., 2004, Nr. 22-663.

<sup>115</sup> 2007 m. rugsėjo 6 d. Vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 1K-28 „Dėl Lietuvos Respublikoje reguliuojamų rinkų sąrašo“. Žin., 2007, Nr.96-3915.

<sup>116</sup> MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas*. Vilnius: 2005. p. 116.

<sup>117</sup> Cit.op. 115.

<sup>118</sup> 2006 m. birželio 30 d. AB „Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas“ prezidento įsakymu Nr. 37 patvirtinta „Pranešimų apie už reguliuojamos rinkos ribų sudarytus sandorius perdavimo tvarka“.

### 2.3. VVP apskaita

XX a. antroje pusėje prasidėjus itin intensyviai prekybai vertybiniais popieriais, materialią jų formą pradėjo trukdyti efektyviai prekybai. Kadangi popierinis vertybinis popierius pirmiausia patvirtino investuotojo nuosavybės teisę, t.y. atliko investuotojo identifikavimo funkciją, buvo pradėta ieškoti sprendimų, kaip atsisakyti materialios vertybinių popierių formos, kuri ypatingai trukdė antrinei vertybinių popierių apyvartai, tačiau užtikrinti investuotojų nuosavybės teisių identifikavimą ir vertybinių popierių perleidimo kontrolę antrinėje rinkoje.

1968 m. buvo rastas sprendimas ir įkurta Euro-clear institucija, kuri veikė kaip depozitinių bankų sistema. Jos dalyviai atsidarydavo dvi atskiras sąskaitas: vertybinių popierių ir sąskaitą, naudojamą apmokėjimui. Vertybinių popierių perleidimas vykdė darant įrašus minėtose sąskaitose<sup>119</sup>. Jau tada šios atsiskaitymų sistemos dalyviai veikė klientų vardu, ir teisę nurodyti perrašyti VVP turėjo tik jie. Vertybiniai popieriai buvo saugomi bendrai, t.y. reikalavimas perrašyti galėjo būti pateikiamas konkrečiam skaičiui vertybinių popierių, o ne apibrėžtiems vertybiniam popieriams. Tokiu būdu vertybiniai popieriai pradėti perleisti naudojant elektronines atsiskaitymo sistemas. Ši sistema suteikė galimybę leisti nematerialius vertybinius popierius, kuriems būdingas nejudrumas, t.y. vertybiniai popieriai, nesvarbu kokios operacijos su jais būtų beatliekamos, visam laikui lieka depozitoriume<sup>120</sup>, ir sėkmingai patobulinta veikia dar ir šiomis dienomis. Ši sistema apima tiek vertybinių popierių valdymą, tiek atsiskaitymą pagal sudarytus sandorius, tiek vertybinių popierių saugojimą<sup>121</sup>. Pastarasis įgyvendinamas depozitoriumo pagalba. Ja ir kitomis atsiskaitymų sistemomis, veikiančiomis tokiu pat principu, naudojasi ir valstybės leisdamos VVP.

Suverenas, išleisdamas skolos vertybinius popierius, dažniausiai tarpininkui vietoj daugybės atskirų VVP vienetų, perduoda vieną globalią obligaciją, kuri išduodama visai VVP emisijos sumai ir nustatytam terminui<sup>122</sup>. Tokiu būdu nurodomas, ne VVP kiekis, o jų vertė. Pastarąją tarpininkas laiko įregistravęs depozitoriume, kuris tarpininko ar jo operatoriaus vardu atidaro bendrąją vertybinių popierių sąskaitą kiekvienai konkrečiai emisijai ir, šiems vykdant sandorius, fiksuoja VVP perleidimą vertybinių popierių

<sup>119</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 243.

<sup>120</sup> BENJAMIN, J. *Interest in Securities. A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*. Oxford university press, 2000, p. 23.

<sup>121</sup> LANNON K.; LEVIN M. *The Securities Settlement Industry in the EU*. Prieiga per internetą: <[http://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=qc7UV54J\\_1oC&oi=fnd&pg=PP7&dq=model+of+security+settlement&ots=gXPNmDkBG\\_&sig=qxfQ91voLnPAHijVA0WMALF14LM#PPP1,M1](http://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=qc7UV54J_1oC&oi=fnd&pg=PP7&dq=model+of+security+settlement&ots=gXPNmDkBG_&sig=qxfQ91voLnPAHijVA0WMALF14LM#PPP1,M1)>.

<sup>122</sup> Cit. op. 120, p. 115.

sąskaitose, arba jeigu jokie sandoriai neatliekami, saugo VVP iki šie išperkami. Depozitoriumas yra vertybinių popierių apskaitą vedanti institucija, kurioje saugojamas turtas ir administruojami vertybiniai popieriai tarpininkų ar investuotojų vardu<sup>123</sup>. Nors P. Markovas savo disertacijoje išdėsto savo nuomonę, kad depozitoriumą galima laikyti emitento atstovu, mūsų manymu, ši institucija rinkoje dalyvauja kaip tretysis asmuo, kurio dalyvavimas yra būtinas vykdant sandorius dėl VVP, kadangi prekyba VVP yra šalių grįsti pasitikėjimu, todėl labai svarbu, kad pavedimą pervesti lėšas duotų ir VVP perleidimą atliktų nešališkas tretysis asmuo, tokiu būdu garantuojant investuotojų teisių apsaugą. Leidžiant VVP vidaus rinkoje, saugojimui pasirenkamas dažniausiai nacionalinis depozitoriumas, kurio teikiamų paslaugų visiškai užtenka vietinėje rinkoje vykdomai prekybai. Leidžiant VVP užsienio rinkoje, siekiama, kad VVP būtų registruoti tarptautiniu lygiu veikiančiame depozitoriume<sup>124</sup>.

Depozitoriumo nariai dažniausiai būna didelės finansinės įstaigos, o ne VVP emisiją organizuojantys, platinantys tarpininkai. Pastarieji dažniausiai veikia kaip depozitoriumo narių klientai, kurie duoda nurodymus pervesti VVP iš vienos sąskaitos į kitą ir kurių nurodymo pagrindu VVP iš vieno investuotojo nuosavybės pereina kitam, tai fiksuojant atitinkamai bendrosiose ir/ar asmeninėse vertybinių popierių sąskaitose. Nors tarpininkai dažniausiai operacijas su VVP atlieka per atsiskaitymo sistemos operatorių ir sąskaita atidaroma operatorių vardu, jiems garantuojama, kad, operatoriui bankrutavus, interesas į VVP nebūtų perduodamas kitiems operatoriaus kreditoriams<sup>125</sup>.

Šitoks sudėtingas VVP apskaitos mechanizmas iš esmės sukuriama vadovaujantis bendrovių teisės ir nuosavybės teisės reikalavimais, o depozitoriumas tik padeda išlaikyti nenutrūkstamą nuosavybės teisių grandinę. Investuotojų yra per daug, kad jie visi galėtų būti atsiskaitymų sistemos nariais, todėl jie valdo savo interesą į VVP per viešosios apyvartos tarpininkus, kurie arba patys yra depozitoriumo nariai, arba turi sudarę su jais sutartį dėl VVP įregistravimo depozitoriume jų vardu. Bet kuriuo atveju, viešosios apyvartos tarpininkai veikia kaip prižiūrėtojai ir išlaiko nenutrūkstamą nuosavybės teisių grandinę tarp emitento ir investuotojų, o depozitoriumas, savo ruožtu, veikia tarp investuotojų VVP prižiūrėtojo ir emitento atsiskaitymo sistemoje. Investuotojų interesas į VVP tokiu būdu yra įgyvendinamas netiesiogiai per tarpininkus.

---

<sup>123</sup> Schmiedel H.; Malkamäki M.; Tarkka J. Economies of Scale and Technological Development in Securities Depository and Settlement Systems. Prieiga per internetą: <<http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1627/papers/Schmiedel.pdf>>.

<sup>124</sup> Europoje dažniausiai renkiamiesi depozitoriumai yra Clearstream ir Euroclear, kurie užsiima ne tik privačių emitentų išleistų vertybinių popierių saugojimu, bet ir suverenų išleistų vertybinių popierių saugojimu.

<sup>125</sup> BENJAMIN, J. *Interest in Securities. A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*. Oxford university press, 2000, p. 25.

Praktikoje galėtų kilti daug problemų dėl to, kad nematerialaus VVP savininkas neturi jokio dokumento, kuris patvirtintų jo teisę į VVP, tačiau yra sukurta atitinkama sistema priemonių, kurių pagalba yra fiksuojama, kad atitinkamam asmeniui nuosavybės teise priklauso tam tikros emisijos VVP. Dažniausiai, kaip jau minėta anksčiau, depozitoriume bendroji vertybinių popierių sąskaita atidaroma investuotojų tarpininko arba jo operatoriaus vardu, o pačių investuotojų nuosavybės teisė fiksuojama jų tarpininko atidarytose asmeninėse sąskaitose, todėl svarbiausia yra sukurti tokią tvarką, kuri aiškiai numatytų, kas ir kokia tvarka fiksuoja nuosavybės teisę, kas gali keisti įrašus vertybinių popierių sąskaitose, tokiu būdu saugant, kad elektroninėmis priemonėmis tvarkoma sistema nesudarytų jose veikiantiems subjektams galimybių piktnaudžiauti teikiant finansines ir investicines paslaugas.

Lietuvoje VVP yra išleidžiami tik nematerialia forma<sup>126</sup>, o nuosavybės teisėms fiksuoti yra įdiegta dviejų lygių vertybinių popierių apskaita, kuri taikoma tiek privatiems, tiek viešiesiems emitentams. Pirmasis lygmuo, vadinamas bendroju, o jame VVP emisijos ir cirkuliacijos apskaitą tvarko akcinė bendrovė „Lietuvos vertybinių popierių depozitoriumas“, kuris pagal sutartis atidaro finansinėms įstaigoms vertybinių popierių sąskaitas, kuriose šie laiko kiekvienos emisijos atskirai jiems ar jų klientams nuosavybės teise priklausančius VVP. Beje, depozitoriumo pateikiamoje pavyzdinėje sutartyje su depozitoriumu, pažymima, kad Vertybinių popierių bendrosios vertybinių popierių sąskaitos yra skirtos vertybinių popierių cirkuliacijos kontrolei ir neįrodo nuosavybės teisės į vertybinius popierius<sup>127</sup>, tačiau atkreiptinas dėmesys, kad depozitoriumo dalyviai gali turėti jame jiems patiems nuosavybės teise priklausančių VVP, tokiu atveju, bendroji vertybinių popierių sąskaita įrodytų jų nuosavybės teises į vertybinius popierius.

Finansų įstaigos šioje sistemoje veikia kaip viešosios apyvartos tarpininkai. Privatūs investuotojai pagal išimtinai sudarytas sąlygas, taip pat gali atsidaryti vertybinių popierių sąskaitą tiesiogiai depozitoriume, bet sąskaitos atidarymas ir prižiūrėjimas tokiems subjektams paprasčiausiai būtų per brangus, todėl galima konstatuoti, kad Lietuvoje pirmajame lygmenyje vertybinių popierių sąskaitas gali atidaryti tik Centrinis vertybinių popierių depozitoriumas, o sąskaitos gali būti atidaromos tik viešosios apyvartos tarpininkams. Antrajame lygmenyje viešosios apyvartos tarpininkai atidaro ir tvarko asmenines investuotojų vertybinių popierių sąskaitas, taip užfiksuojant investuotojų nuosavybės teises į atitinkamus vertybinius popierius. Vertybinių popierių

<sup>126</sup> Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1997 m. gruodžio 3 d. nutarimu Nr.1329 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklės“. Žin., 2004, Nr. 22-663.

<sup>127</sup> Prieiga per internetą: <<http://www.csdl.lt/lt/teise/depozit.php>>.

sąskaitų tvarkytojai investuotojų atžvilgiu pagal LR CK 1.101 straipsnio 10 dalį veikia pagal pasaulio sutartį. Esant dviejų lygių apskaitai tarp VVP sąskaitų tvarkytojų tarpusavyje VVP perduodami saugoti taip pat pasaulio sutarties pagrindu.

Kiek sudėtingiau vyksta prekyba, kai investuotojai įsigyja VVP užsienio rinkoje. Tokiu atveju praktikoje gali pasireikšti du modeliai: kai investuotojų tarpininkas veikia per kitos šalies finansų įstaigas arba kai veikia per nacionalinį depozitoriumą. Pirmuoju atveju VVP fiksuojami užsienio depozitoriume, operatoriaus sąskaitoje, o šis atitinkamai VVP turėjimą fiksuoja Lietuvoje veikiančio investuotojų tarpininkui atidarytoje sąskaitoje. Tačiau tokiu atveju investuotojų nuosavybės teisė lieka fiksuota užsienio šalyje. Kitu atveju, nacionalinis depozitoriumas veikdamas kaip tarptautinio depozitoriumo klientas<sup>128</sup> fiksuoja tarpininko įsigytus VVP, o tarpininkas vėlgi tvarko asmenines investuotojų sąskaitas. Šiuo atveju investuotojų nuosavybės teisė fiksuojama Lietuvos Respublikoje. Šis modelis investuotojui yra saugesnis, bet brangesnis, nes reikia apmokėti abiem depozitoriumams, tiek nacionaliniam, tiek tarptautiniam, už jų suteiktas paslaugas.

Europoje veikia ir kitaip organizuotos vertybinių popierių apskaitos. Pavyzdžiui, Vokietijos Federacinėje Respublikoje, VVP įsigyti galima ne vien per viešosios apyvartos tarpininkus, bet tam tikrais atvejais ir tiesiogiai iš specialios įstaigos – Finansų agentūros, o nuosavybės teisė į skolos vertybinius popierius fiksuojama valstybės skolos knygoje įrašant į ją, kad investuotojui asmeniškai priklauso atitinkamas skaičius VVP arba atitinkamos vertės VVP, arba nurodant, kad investuotojui kartu su kitais investuotojais priklauso tam tikra dalis išleistų VVP, įgytų per viešosios apyvartos tarpininką<sup>129</sup>. Taigi investuotojui tam tikrais atvejais atitinkamai gali būti atidaryta arba asmeninė vertybinių popierių sąskaita arba vėlgi iš pradžių atidaroma bendroji vertybinių popierių sąskaita, o po to asmeninė, tačiau priešingai nei Lietuvoje, investuotojas pats gali apsispręsti ar jam atsidaryti asmeninę VVP sąskaitą ir pavesti savo VVP saugoti Finansų agentūrai, ar įsigyti ir valdyti savo VVP per tarpininką.

Nepaisant to, kad prekyba atsiradus elektroninėms atsiskaitymų sistemoms yra daug efektyvesnė, investuotojų nuosavybės teisių fiksavimas ir kontroliavimas šiuo metu yra sudėtingi procesai, kurių priežiūra rūpinasi ne viena institucija. Nuosavybės teisę jungiančių finansų rinkos tarpininkų ir operatorių grandinė ne visada lengvai atsekama ir

---

<sup>128</sup> Lietuvos depozitoriumas sėkmingai bendradarbiauja su Clearstream ir Baltijos depozitoriumais, kuriuose saugo užsienio emisijas. 2007 m. finansinė atskaitomybė. Prieiga per internetą: <[http://www.csdl.lt/lt/data/apie\\_cd/ataskaitos/Fataskaitos\\_2007.pdf](http://www.csdl.lt/lt/data/apie_cd/ataskaitos/Fataskaitos_2007.pdf)>.

<sup>129</sup> Prieiga per internetą: <[http://www.deutsche-finanzagentur.de/nr\\_102784/DE/Finanzagentur/Veroeffentlichungen/Handmappe/Dokumente/kapitelK/k\\_1.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/k\\_1.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/nr_102784/DE/Finanzagentur/Veroeffentlichungen/Handmappe/Dokumente/kapitelK/k_1.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/k_1.pdf)>.

įrodoma, o galimybė vienašališkai daryti pakeitimus VVP sąskaitose, padidina nuosavybės teisių pažeidimo riziką. Pažymėtina, kad apskaitą vedantiems subjektams, perrašyti, anuliuoti ir suvaržyti investuotojų teises techniškai nebūtų sudėtinga, todėl šie procesai privalo ir yra griežtai reglamentuojami bei kontroliuojami tiek pirmajame, tiek antrajame apskaitos lygmenyje. Lietuvoje veikianti apskaitos sistema iki šiol problemų nesukėlė arba bent jau tokio pobūdžio ginčai nebuvo sprendžiami nacionaliniuose teismuose.

Lietuvoje skolos vertybinių popierių apskaitos kontrolę, tvarkant asmenines investuotojų ir bendrąsias vertybinių popierių sąskaitas, vykdo du subjektai: depozitoriumas ir Vertybinių popierių komisija<sup>130</sup>. Vertybinių popierių komisija įstatymų nustatyta tvarka prižiūri depozitoriumo bei jo dalyvių veiklą, o depozitoriumas tikrina, ar sąskaitų tvarkytojai tinkamai tvarko finansinių priemonių ir jų apyvartos apskaitą bei apie nustatytus pažeidimus informuoja Vertybinių popierių komisiją, kuri pagal savo kompetenciją imasi reikiamų priemonių sąskaitų tvarkytojo atžvilgiu. Savo ruožtu, depozitoriumas taip pat gali imtis priemonių esant pažeidimui ir sustabdyti savo nario ar jų dalyvio pateiktų ir neįvykdytų nurodymų tolesnį vykdymą, tačiau jis tai gali daryti tik gavęs teismo ar kitos įstatymų nustatyta tvarka įgaliotos institucijos sprendimą, kuriuo nustatomas draudimas dalyviui disponuoti lėšomis ir/ar vertybiniais popieriais.

Įrašus asmeninėse finansinių priemonių sąskaitose daro viešosios apyvartos tarpininkai, bet tik su savininkų sutikimu, nebent šio reikalavimo leidžia nesilaikyti įstatymai arba Centrinio depozitoriumo nustatyta tvarka reikia atitaisyti klaidas. Taip pat sąskaitų tvarkytojai gali keisti įrašus ar anuliuoti vertybinius popierius, jeigu dėl jų kaltės ar neatsargumo bendrosios sąskaitose ir asmeninių sąskaitų vertybinių popierių skaičius nesutampa.

Vykdydami bet kokią operaciją su asmeninėse sąskaitose esančiomis finansinėmis priemonėmis, sąskaitų tvarkytojai privalo įsitikinti operacijų teisėtumu, o pažeidę šiuos reikalavimus, atsako Lietuvos Respublikos įstatymų nustatyta tvarka ir atlygina tiek tretiesiems asmenims, tiek vertybinių popierių savininkams dėl pažeidimų padarytą žalą bendra Lietuvos Respublikos civiliniame kodekse nustatyta tvarka. Kai depozitoriumas veikia kaip sąskaitų tvarkytojas, jis privalo laikytis visų sąskaitų tvarkytojams keliamų reikalavimų, jo neteisėta veikla padaroma žala atlyginama tokia pat tvarka<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> 2007 m. gruodžio 28d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimu Nr. 1K-34 „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2003 m. gruodžio 29 d. nutarimo Nr. 22 „Dėl finansinių priemonių ir jų apyvartos apskaitos taisyklių patvirtinimo,, pakeitimo patvirtintos „Finansinių priemonių ir jų apyvartos apskaitos taisyklės“. Žin., 2008, Nr. 2-92.

<sup>131</sup> Ibid.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta aiškiai matome, kad valstybėse leidžiant VVP, jų apskaita vedama skirtingai, tačiau modelio veikimo pagrindas lieka tas pats. Apskaitos vedimas dėl elektroninių prekybos priemonių vyksta sklandžiai, tačiau lieka būtinybė detaliam reglamentuoti apskaitą vedančių subjektų veiklą. Dažniausiai jų veikla reglamentuojama nacionaliniuose teisės aktuose, arba tarptautinės teisės aktuose, taikomuose finansines ir investicines paslaugas teikiančioms institucijoms.

## 2.4. VVP išpirkimas

### 2.4.1. Prievolės pagal VVP pasibaigimas

Įsigydami VVP, investuotojai tam tikram laikui perleidžia nuosavybės teise valstybei savo lėšas, o ši įsipareigoja nustatytu terminu grąžinti investuotojui lėšas ir atitinkamai sumokėti už jų naudojimą. VVP išleidimo metu atsiranda prievolė, kuri iš esmės sieja dvi pagrindines šalis – valstybę ir VVP įsigijusį asmenį<sup>132</sup>, nesvarbu, kiek tarpininkų dalyvautų procese. Procesas, kai valstybė grąžina lėšas investuotojui, vadinamas VVP išpirkimu, kurį galima suprasti tiek siaurąja prasme, t.y. kaip išimtinai tik investuotojo paskolintų lėšų grąžinimą, tiek plačiąja prasme - kaip lėšų grąžinimą ir atlyginimo už jų naudojimą sumokėjimą.

Užsienio teisės teoretikai, vertybinių popierių išpirkimą supranta kaip vertybinių popierių poveikio pabaigą<sup>133</sup>. VVP emitento įsipareigojimais pagal išleistus VVP pasibaigia jam tinkamai įvykdžius iš VVP kylančius įsipareigojimus. Kadangi valstybė pasiskolinusi lėšas, įgyja į jas nuosavybės teisę už tai suteikdama investuotojui nuosavybės teisę į VVP, tai valstybei grąžinus lėšas ir sumokėjus atlyginimą už jų naudojimą, laikoma, kad valstybė įvykdė savo prievolę ir nuosavybės teisę į VVP vėl pereina emitentui<sup>134</sup>. Santykiai, atsiradę išleidus VVP, pasibaigia depozitoriumui uždarius VVP emisiją.

---

<sup>132</sup> Teisės doktrinoje keliamas klausimas ar už valstybės išleistų VVP išpirkimą atsako tik juos išleidusi valstybė kaip juridinis asmuo, ar galima ir jos piliečių atsakomybė. Pagal romėnų teisės principus už juridinio asmens veiklą neatsako, ją įkūrę asmenys, todėl ir piliečiai neturėtų atsakyti už valstybės prievolės asmeniškai, kadangi valstybė kaip bendrija įkuriamą tam, kad apriboti fizinių asmenų atsakomybę. Tačiau yra nuomonių, kad ši civilinės teisės terija apie juridinio asmens savarankiškumą, netaikoma valstybei, kitiems viešiesiems subjektams leidžiant VVP, kadangi valstybė, savivaldybė yra ne kas kita kaip visuma fizinių asmenų, kurie yra dalis bendrijos ir kurie sudaro bendrą vienetą. Šita nuomonė ypač buvo paplitusi kartu su kitomis komunizmo idėjomis. Visgi nepaisant skirtingų nuomonių, teisės doktrinoje ir praktikoje laikomasi nuomonės, kad piliečiai kaip fiziniai asmenys, neatsako už savo valstybės ar kitų viešosios valdžios subjektų išleistus VVP, net ir tada kai valstybė nepajėgi VVP išpirkti pati. GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwert'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 139 – 144.

<sup>133</sup> KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O.Schmidt, 1995. p. 742.

<sup>134</sup> Ibid.



Tam, kad įvykdyti prievolę pagal VVP, emitentai dažniausiai pasitelkia mokėjimo agentus, kurie atlieka emisijos aptarnavimo paslaugas. Jų veiklai koordinuoti gali būti paskiriamas fiskalinis agentas. Agentais skiriami bankai, kadangi jų pagrindinė funkcija, be kitose šio darbo dalyse paminėtų funkcijų, susijusių su investuotojų teisių apsauga, yra užtikrinti, kad investuotojams nustatytu laiku ir nustatyta tvarka būtų išmokėti visi mokėjimai pagal VVP (palūkanos, atkarpos, nominali vertė ir kt.). Jeigu paskiriamas fiskalinis agentas, emitentas reikalingas lėšas perduoda jam, o šis paskirsto jas mokėjimo agentams, kurie veikia dažniausiai skirtingose rinkos vietose ir pinigines lėšas perveda tiesiogiai investuotojams<sup>135</sup>.

Agentai, emitento pervestas lėšas, iki šios bus paskirstytos ir išmokėtos, valdo patikėjimo teise. Tačiau kyla klausimas, kaip emitento prievolė turėtų būti vykdoma, jeigu jis lėšų neperveda, o terminas atlikti mokėjimus jau suėjęs. Matyt, tokiu atveju, fiskalinis agentas galėtų mokėti iš savų lėšų. Tokiu būdu būtų laikoma, kad agentas emitentui suteikė kreditą ir turi teisę prašyti sumokėti ir palūkanas, kokios tuo metu yra rinkoje. Tačiau būtina atkreipti dėmesį, kad agentai veikia sutarties pagrindu ir gauna atlyginimą ne už rizikos prisiėmimą, o už paslaugas, todėl jų atsakomybė labai ribota. Teisinius santykius tarp emitento ir agentų galima apibrėžti bendrai kaip atlyginamą veiklą svetimu vardu, svetimais interesais ir svetimų sandorių srityje<sup>136</sup>.

Kalbant apie valstybės prievolę išpirkti VVP, atkreiptinas dėmesys, kad valstybė privalo išpirkti tik jos pačios išleistus VVP, kadangi gali susidaryti tokia situacija, kai dėl tam tikrų istorinių aplinkybių vienos valstybės teritorijoje veikia kitos valstybės valdžia, kuri leidžia VVP. Tokiu atveju gali kilti klausimas, kuri valstybė turėtų prisiimti įsipareigojimą. Čia kaip pavyzdį būtų galima paminėti ir Lietuvą. Ji buvo patekusi į tokią padėtį, kai jos pilietis B. Jasinskij kreipėsi į Europos žmogaus teisių komisiją dėl to, kad manė, jog TSRS išleistas vidaus rinkos obligacijas turėtų išpirkti Lietuva, kuri VVP išleidimo laikotarpiu buvo per prievartą okupuota TSRS. Europos žmogaus teisių komisija savo sprendime<sup>137</sup> pasisakė, kad Lietuva šių skolų atžvilgiu negali būti laikoma Tarybų Sąjungos teisių perėmėja ir kad nėra jokio pagrindo laikyti, kad šios obligacijos gali suteikti teisę pareikšti teisinius reikalavimus Lietuvai.

Taigi valstybė privalo išpirkti tik jos pačios išleistus VVP emisijos sąlygose numatyta tvarka ir terminais, kad būtų galima teigti, jog ji savo prievolę, kylančią iš VVP, įvykdė tinkamai. Deja, ne visos valstybės, yra finansiškai pajėgios įvykdyti savo

---

<sup>135</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 329.

<sup>136</sup> *Ibid.*, p. 335.

<sup>137</sup> Europos žmogaus teisių komisijos nutarimas 1998 m. rugsėjo 9 d. B. Jasinskij ir kiti V Lietuva. Nr. 38985/97.

pagrindinę prievolę, kylančią iš VVP, ir išpirkti savo VVP laiku. Kaip jau minėta kitose šio darbo dalyse, emisijos sąlygų vienašališkas keitimas ir atsisakymas apmokėti VVP kelia praktikoje daug problemų ir nėra tik teorinio pobūdžio. Ypač suverenai pažeidinėjo savo prievolės po pirmojo ir antrojo pasaulinio karo, ištikus ekonominei krizei. Taip pat kritinis laikotarpis buvo apie 1970 m., kai tarptautinėje euroobligacijų rinkoje prasidėjo sunkumai išperkant ir emitentų bankrotai.

#### **2.4.2. VVP išpirkimo būdai ir terminai**

VVP išpirkimą praktikoje reikia suprasti ne tik kaip tam tikros pinigų sumos išmokėjimą už VVP, bet ir situaciją, kai vienam investuotojui nuosavybės teise priklausantis VVP pakeičiamas kitu vertybiniu popieriumi. Kokiu būdu bus galima išpirkti VVP priklauso nuo to, koks būdas yra pasirinktas išleidžiant VVP jų emisijos sąlygose, t.y. valstybė vėliau nebegali rinktis savo nuožiūra būdo, kuris emisijos sąlygose nenurodytas ir primesti jį investuotojui. Šitokiu būdu investuotojas yra saugomas nuo valstybės savivalės, kadangi atitinkamai VVP yra mažiau likvidesni už pinigus, todėl, jeigu VVP išperkami ne pinigais, o kitais VVP, investuotojas negauna realiai piniginių lėšų ir tam, kad jas gautų privalo naujai gautus VVP perleisti antrinėje apyvartoje, kas ne visada būna pelninga, nes parduodant VVP šitokiu būdu visada yra tikimybė neatgauti net nominalios VVP vertės.

Renkantis VVP išpirkimo būdą galimi du modeliai, kurie leidžia pasirinkti išpirkimo būdą išlaikant investuotojų ir emitento interesų pusiausvyrą. Pirmia, nustatyti konkrečius išpirkimo būdus emisijos sąlygose. Antra, prieš išperkant suteikti valstybei teisę pasiūlyti išpirkti VVP kitokiu būdu nei numatyta emisijos sąlygose, tačiau investuotojui pačiam palikti teisę pasirinkti, kokiu būdu jis nori susigrąžinti savo investuotą į VVP lėšas. Investuotojas taip pat yra saistomas emisijos sąlygose numatytų išpirkimo būdų ir lygiai taip pat kaip kreditorius neturi teisės reikalauti emitentą išpirkti jo VVP nenumatytu būdu, nebent investuotojai atskirai susitaria su emitentu.

Atkreiptinas dėmesys, jog visi vienai emisijai priklausantys VVP turėtų būti išperkami vienu būdu, tačiau kaip jau minėta aukščiau tam tikrais atvejais valstybei pasiūlius išpirkti VVP kitokiu nei emisijos sąlygose būdu ir VVP savininkui sutikus, gali susidaryti situacija, kai tos pačios emisijos VVP išpirkimo tvarka gali skirtis.

Lietuvoje per visą VVP leidimo laikotarpį VVP išperkami buvo tiek išmokant pinigines lėšas, tiek pakeičiant vienus VVP kitais VVP, kurie vėliau atitinkamai buvo išpirkti piniginėmis lėšomis. Čia galima paminėti 1997 m. išleistus VVP (emisija Nr.

61002), kurie Vyriausybės nutarimu<sup>138</sup> buvo konvertuoti į kitų emisijų obligacijas, iš kurių paskutinė buvo išpirkta 2007 m. balandžio 25 d.<sup>139</sup> VVP 1997 m. buvo išleisti vadovaujantis specialiu įstatymu ir išskirtiniu tikslu, tačiau jeigu tai būtų buvę įprasti VVP, konvertuojant juos į kitus VVP tokia pačia tvarka, kokia buvo konvertuoti pastarieji, tokį konvertavimą būtų galima pripažinti neteisėtu, nes konvertavimo tvarka nebuvo ir dabar nėra nustatyta teisės aktais, emisijos sąlygose taip pat aptarta nebuvo. Konvertavimo tvarka minėtu atveju buvo palikta išimtinai Vyriausybės prerogatyvai ir buvo nustatyta vienašališkai, o tai prieštarauja VVP savininkų interesams.

2008 m. Lietuvoje nė viena emisija nebuvo išpirkta kitokiu būdu nei išmokant investuotojams pinigines lėšas ir tai reikėtų vertinti labai teigiamai, nes iš vienos pusės sunku įvertinti, koks VVP turėtų būti suteikiamas vietoje išperkamo (kokia turėtų būti konvertavimo tvarka), iš kitos pusės investuotojas gautas lėšas bet kuriuo atveju gali investuoti į naujus VVP, bet nėra priverčiamas tai daryti.

Terminas, kuriam VVP išleidžiama, taip pat yra laikoma emitento įsipareigojimo sudėtine dalimi ir šis iš principo neturi teisės mokėjimo sutartu terminu nustumti<sup>140</sup>, tačiau teisės doktrinoje keliami klausimai, kas atsitiktų esant tokiai situacijai, kai VVP išperkami anksčiau ar vėliau nustatyto termino.

VVP išpirkimas anksčiau numatyto termino galimas tiek emitento, tiek VVP savininko iniciatyva, jeigu taip susitariama emisijos sąlygose, t.y. šalims paliekama teisė susitarti dėl išpirkimo anksčiau laiko, tačiau teisės doktrinoje ypač aktyviai diskutuojama ar emisijos sąlygose tokia numatyta galimybė bus visais atvejais teisėta ir galima, kadangi, žvelgiant iš investuotojo pozicijos, VVP įsigijimo tikslas yra investuoti kapitalą už sutartą atlygį nustatytam konkrečiam laikotarpiui, o išpirkimas anksčiau laiko gali šio tikslo įgyvendinimui kelti pavojų<sup>141</sup>. Todėl teisės doktrinoje laikoma, kad kai numatomas tam tikras bent minimalus terminas, kuriam praėjus galima anksčiau laiko išpirkti VVP ir sumokant investuotojui VVP nominalą ir tam tikrą kompensaciją, tokia sąlyga dėl išpirkimo anksčiau laiko yra teisėta, galiojanti ir sukelia teisinės pasekmes.

Tam tikrais atvejais VVP išpirkimas galimas ir nenumačius to emisijos sąlygose, tačiau tokiu atveju emitentas gali tik pasiūlyti anksčiau laiko nupirkti VVP, o

---

<sup>138</sup> Lietuvos Respublikos nutarimas 2000 m. rugsėjo 29 d. Nr. 1170 „Dėl emisijos Nr. 61002 Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių konvertavimo į šešių emisijų (Nr. 602, Nr. 60303, Nr. 60401, Nr. 60502, Nr. 60601 ir Nr. 60701) Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinius popierius patvirtinimo“. Žin., 2000, Nr.84-2548.

<sup>139</sup> 2007 m. balandžio 25 d. Lietuvos Respublikos Finansų ministerijos pranešimas Nr. (13.98-0301)-6K-0704677 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių emisijos Nr. 60701 išpirkimo“.

<sup>140</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 249.

<sup>141</sup> MASUCH, A. *Anleihe Bedingungen und AGB-Gesetz: die Bedeutung des AGB-Gesetzes für Emissionsbedingungen von Anleihen*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2001. p. 226.

investuotojas gali arba sutikti su emitento pateiktu pasiūlymu arba nesutikti. Tokiu atveju susidaro panaši situacija kaip ir minėta dėl VVP išpirkimo būdo.

Lietuvos teisės aktuose numatyta galimybė išpirkti VVP anksčiau laiko suorganizavus priešlaikinio išpirkimo aukcioną<sup>142</sup>, tačiau jis apibrėžiamas tik kaip emitento pasiūlymas aukciono būdu išpirkti VVP jų terminui nepasibaigus. Vadinasi, Lietuvoje nenumatoma galimybė valstybei išpirkti VVP anksčiau laiko, jeigu investuotojas su tuo nesutinka. Lietuvoje tokie aukcionai rengiami nuolat, deja, Vyriausybės skolinimosi ir skolos valdymo strategijoje nenurodo, kiek VVP yra išperkama anksčiau laiko.

VVP išpirkimas vėliau nustatyto termino, kaip jau išdėstyta kitose šio darbo dalyse yra pateisinamas labai retai, tačiau praktikoje pasitaikantis atvejis. Be jau išdėstytų galimybių investuotojams kolektyviai ginti savo teises šitokiu būdu emitentui pažeidžiant prievolę, investuotojams, mūsų manymu, turėtų būti suteikiama teisė reikalauti, kad emitentas už uždelstą laiką mokėtų ir toliau numatytą atlygį. Šią investuotojo turtinę teisę Lietuvoje reglamentuoja ne LR CK nuostatos, reglamentuojančios prievolių neįvykdymą ar netinkamą įvykdymą, o specialūs teisės aktai. Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklės numato, kad valstybė privalo atsiskaityti nurodytą išpirkimo dieną, o neatsiskaičius emitentas įsipareigoja sumokėti palūkanas už pradelstą laikotarpį. Palūkanos skaičiuojamos už laiku nesumokėtas lėšas, atsižvelgiant į tuo metu rinkoje esančias pinigų rinkos palūkanas. Taigi Lietuvoje investuotojas savo turtines teises emitentui neišpirkus laiku VVP gali įgyvendinti. Tik viena nuostata tose pačiose taisyklėse yra diskutuotina. Nurodoma, kad tokios palūkanos skaičiuojamos tik už pusę metų, o juk visai tikėtina, kad emitentas per tiek laiko gali taip ir neišpirkti VVP. Tokiu atveju valstybė investuotojų lėšomis naudotųsi neatlygintinai, o tai pažeidžia investuotojų interesus, kadangi ne tik, kad negaunamos pajamos iš emitento, bet ir tokių VVP nebegalima parduoti antrinėje rinkoje. Mūsų manymu, tokiu atveju, investuotojui turėtų būti suteikta galimybė reikalauti palūkanų iš emitento ir toliau vadovaujantis bendrosiomis LR CK prievoles reglamentuojančiomis nuostatomis.

### **2.4.3. Atsiskaitymas išperkant VVP**

Atsiskaitymo išperkant VVP negalima sutapatinti su atsiskaitymu už VVP antrinėje VVP apyvartoje. Jis detaliam reglamentuojamas specialių teisės aktų nuostatose. Lietuvoje su

---

<sup>142</sup> Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1997 m. gruodžio 3 d. nutarimu Nr.1329 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklės“. Žin., 2004, Nr. 22-663.

investuotojais išperkant VVP atsiskaitoma per tarpininkus, o lėšos investuotojams yra paskirstomos arba depozitoriumo, arba tarpininkų. Kai lėšos pervedamos tarpininkams, laikoma, kad valstybė savo prievolę, kylančią iš VVP įvykdo tinkamai, o jeigu tarpininkas neperveda lėšų investuotojui arba perveda ne laiku, tarpininkui kyla atsakomybė sutarties su investuotoju pagrindu. Todėl investuotojas turėtų atidžiai rinktis tarpininką, kadangi tokiu atveju, jis valstybei nebegalės reikšti jokių reikalavimų įvykdyti prievolę, kadangi Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklėse aiškiai nurodyta, jog Finansų ministerija ir jos įgaliotas asmuo neatsako už tarpininkų neįvykdytą prievolę.

Atkreiptinas dėmesys, disponavimas VVP gali būti apribotas. Tokiu atveju mokant palūkanas už įkeistus vertybinius popierius ir išperkant juos, lėšos pervedamos į sąskaitų tvarkytojo nurodytą sąskaitą su disponavimo apribojimais, kol nebus įvykdyta prievolė, užtikrinta VVP įkeitimu<sup>143</sup>. Emitentui lėšas pervedus į nurodytą sąskaitą, laikoma, kad emitentas prievolę įvykdė ir tai, kad investuotojas negali pasiimti lėšų, nes teisė į disponavimą yra apribota, neturi jokios įtakos emitento prievolės tinkamam įvykdymui.

Dar viena problema, galinti kilti atsiskaitant išperkant VVP, atsiranda tada, kai investuotojas laiku neatsiima lėšų. Lietuvoje investuotojui teisė atsiimti lėšas išlieka penkerius metus, o už laiku neatsiimtas lėšas neskaičiuojamos palūkanos<sup>144</sup>. Tokiu atveju nei investuotojui už VVP laikymą, nei valstybei nekyla pareiga mokėti palūkanas, nes ne dėl emitento kaltės prievolės negalima įvykdyti. Užsienio teisės doktrinoje dažnai keliamas klausimas, ar tokia teisės nuostata, kuria investuotojo teisė į lėšas iš VVP apribojama tam tikru terminu, yra teisėta ir galiojanti. Šią nuostatą galima laikyti naikinamuoju terminu, nes per tam tikrą laiką nepasinaudojus savo teise, vėliau nebegalima ja pasinaudoti. Tačiau teisės teoretikų nuomone, investuotojas iš anksto žino, kada emitentas privalo išpirkti VVP, todėl numatomas terminas, per kurį investuotojas privalo atsiimti savo lėšas negali būti laikomas pažeidžiančiu investuotojo interesus<sup>145</sup>. Neteisėtumo klausimą turbūt būtų galima iškelti tik tuo atveju, kai emitentas išperka VVP ne nustatytu terminu, o, pavyzdžiui, pavėlavęs.

---

<sup>143</sup> VAŠKELAITIS, V. *Pinigai: centriniai bankai ir jų funkcijos*. Vilnius: AB „Spauda“, 2006, p. 29.

<sup>144</sup> Cit. op. 142.

<sup>145</sup> MASUCH, A. *Anleihe Bedingungen und AGB-Gesetz: die Bedeutung des AGB-Gesetzes für Emissionsbedingungen von Anleihen*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2001. p. 213.

### 3. SVP APYVARTOS REGLAMENTAVIMAS

#### 3.1. SVP užsienio šalių praktikoje

Kaip minėta, pirmojoje šio darbo dalyje, SVP kaip skolos vertybiniai popieriai, turi panašumų į VVP, todėl SVP šioje dalyje bus nagrinėjami, naudojantis tuo, kas išsiaiškinta šiame darbe apie VVP, išskiriant tik SVP reglamentavimo ypatybes.

SVP reglamentavimo ypatybes lemia savivaldybių, suprantamų kaip teritorinių vienetų, turinčių savivaldos teisę, statusas. Jeigu išleidžiant VVP skolinamasi valstybės vardu, tai išleidžiant SVP, panašiai kaip išleidžiant privačių subjektų vertybinius popierius, jie išleidžiami savivaldybės, kaip finansų rinkoje dalyvaujančio subjekto, vardu<sup>146</sup> ir SVP apmokėjimas priklauso nuo savivaldybės kreditingumo. Tik skirtingai nuo privačių subjektų leidžiamų vertybinių popierių, išleidus SVP surinktos lėšos yra naudojamos visuomeninių savivaldybių funkcijų atlikimui. Be to, jeigu VVP faktiškai niekada nebūna užtikrinti, tai leidžiant SVP faktiškai visada garantuojama savivaldybių kreditingumu, pajamomis iš tam tikro projekto arba pajamomis iš kitų pajamų šaltinių, pavyzdžiui, konkrečių surenkamų mokesčių<sup>147</sup>.

SVP rinkoje dažniausiai dalyvauja ne tokie pažengę investuotojai, kokie dalyvauja privačių subjektų vertybinių popierių rinkoje, kadangi į SVP dažniausiai investuoja ne institucijos, o privatūs investuotojai. Be to, skiriasi skolos vertybinius popierius išleidžiančių subjektų pateikiamos informacijos kokybė. Savivaldybės dažniausiai yra atleidžiamos nuo informacijos atskleidimo ir registravimo reikalavimų, o ir jų pateikiama informacija apie SVP yra labiau standartizuota, o investuotojams sunkiau identifikuoti skolininko kreditingumą, todėl investuotojai yra priklausomi nuo agentūrų, kurios nustato SVP reitingus<sup>148</sup>. Tačiau čia, būtina pažymėti, kad savivaldybėms keliamas reikalavimas paruošti prospektus, ruošti projektus, pagrindžiančius, kad savivaldybė bus pajėgi grąžinti investuotojų lėšas. To negalima pasakyti apie VVP, nes jų išleidimo atveju ruošiami tik informaciniai pranešimai investuotojams, kurių turinys neatitinka prospektui keliamų reikalavimų.

---

<sup>146</sup> Savivaldybės beveik visada skolos vertybinius popierius išleidžia savo vardu, išskyrus, tuos atvejus, kai išleidžiant SVP naudojamas „skandinaviškasis“ modelis, nes naudojant pastarąjį, skolinamasi specialios įstaigos, kuri vėliau gautas lėšas paskirsto savivaldybėms, vardu.

<sup>147</sup> PARRY H.; LITTLE T. B.; TAYLOR M. *Bond Markets: Law and Regulation*. London: MPG Books Ltd, 1999, p. 133.

<sup>148</sup> ALLEN A. C.; DUDNEY D. M. *The Impact of Rating Agency Reputation on Local Government Bond Yields*. Journal of Financial services research: 2006 m. Prieiga per internetą:

<<http://www.springerlink.com/content/h2326uv67m875544/?p=a64dacfafe654fa988089846a4db2112&pi=0>>.

Kaip matome, SVP užima tarpinę vietą tarp VVP ir privačių subjektų leidžiamų vertybinių popierių, jiems būdingi tiek vieniems, tiek kitiems vertybiniais popieriams būdingi bruožai, tačiau, atkreiptinas dėmesys, kad ir pastarųjų vertybinių popierių reglamentavimas yra labai panašus ir iš esmės turi bendrus pagrindus.

Apskritai įvairiose šalyse SVP reglamentuojami gana skirtingai, dažnai tai priklauso nuo to, kokios apimties kompetencija yra suteikiama vietos savivaldos institucijoms. Kai kuriose šalyse, pavyzdžiui Jungtinėse Amerikos Valstijose, SVP beveik nereguliuojami valstybės lygiu ir yra leidžiami laikantis savireguliacijos principo. Iš esmės reglamentuojama tik finansinių įstaigų, kurios prekiauja SVP veikla, kad šie nepiktnaudžiautų finansų rinkoje investuotojų sąskaita<sup>149</sup>. Tačiau būtina pažymėti, kad šioje šalyje SVP leidžiami jau ilgą laiką, todėl ir reglamentavimas formavosi ilgą laiką, ir aiškiai matoma, koks reglamentavimas reikalingas. Tuo tarpu daugelyje Europos šalių, ypač Rytų Europos, SVP buvo pradėti leisti palyginus visai neseniai, tik XXI devintame dešimtmetyje, todėl valstybės stengiasi reguliuoti, ne tik, kad prekyba SVP vyktų skaidriai, bet ir kad savivaldybės, skolindamosi išleidžiant SVP neprasiskolintų ir netaptų nemokiomis, šitaip pakenkiant ne tik bendruomenei, bet ir visai valstybei.

Savivaldybės, kaip subjektai, yra įteisinamos vietinių bendruomenių, tačiau jos nėra visiškai savarankiškos, nes turi būti integruotos į nacionalinę sistemą kaip į centrinę struktūrą bei prisidėti prie bendros socialinės gerovės<sup>150</sup>. Centrinė valdžios užtikrina didesnę legitimumą lygį, nes yra išrinkta didesnio rinkėjų skaičiaus, todėl ji turi turėti plačias galimybes spręsti klausimus, kurie negali būti pakankamai gerai išspręsti kitais lygiais<sup>151</sup>. Todėl centrinės valdžios institucijos, dažniausiai nustato taisykles, kurių pagalba reglamentuojamas savivaldybių finansinis savarankiškumas ir kurių šios privalo laikytis.

Kalbant apie SVP išleidimą reikėtų paminėti du pasaulyje naudojamus modelius jiems leisti: „amerikietiška“ ir „skandinaviska“. Šių modelių pagrindinis skirtumas tas, kad amerikietiška modelyje savivaldybė pati sprendžia apie SVP emisijos išleidimą bei organizuoja emisijos procesą, tačiau emisijos proceso vykdymui yra pasitelkiami kiti emisijos dalyviai, atliekantys įvairias funkcijas<sup>152</sup>. Tuo tarpu, skandinaviskame modelyje,

---

<sup>149</sup> PARRY H.; LITTLE T. B.; TAYLOR M. *Bond Markets: Law and Regulation*. London: MPG Books Ltd, 1999, p. 135.

<sup>150</sup> PUMPUTIS A.; BUKAUSKAS A. *Valstybės ir savivaldos institucijų bendradarbiavimas*. Vilnius: Lietuvos teisės universitetas, 2001, p. 40.

<sup>151</sup> *Ibid.*, p. 47.

<sup>152</sup> ŽIGIENĖ, G. *Savivaldybių obligacijų išleidimo modeliavimas Lietuvos sąlygomis*. Daktaro disertacija: socialiniai mokslai, vadyba ir administravimas (03S), Kaunas, 2004, p. 27.

SVP išleidžia specialią savivaldybių kreditavimo instituciją<sup>153</sup>. Antruoju atveju, kiek savivaldybei perduoti lėšų sprendžia institucija, todėl problema, kad savivaldybė prasiskolins iš esmės čia nepasireiškia, nes tai yra reguliuojama specialios institucijos, kuri dažniausiai būna įsteigta centrinės valdžios. Kai dėl SVP išleidžia pati savivaldybė, kyla diskusijos, ar gali centrinė valdžia riboti ar uždrausti SVP išleidimą.

Savivaldybės formuoja savo biudžetą, kuris būna atskirtas nuo valstybės biudžeto, SVP savivaldybės garantuoja savo turtu, pajamomis, be to dažnai valstybė pati neturi lėšų, kurias galėtų perduoti savivaldybėms, todėl bendrai laikomasi nuomonės, kad savivaldybės leisdamos SVP turėtų veikti savarankiškai be jokių apribojimų. Tačiau praktikoje matoma, kad jeigu įsipareigojimais pagal VVP pasitaiko retai, tai kalbant apie SVP savivaldybės dažniau pažeidžia savo įsipareigojimus investuotojams<sup>154</sup>, o juk SVP kaip ir bet kurių kitų subjektų leidžiamų skolos vertybinių popierių investuotojams svarbiausia, kad išleidžiantis vertybinius popierius subjektas būtų mokus.

Kita vertus, savivaldybės prisiimtos skolos kelia grėsmę visai valstybei. Nesvarbu, kad tam tikrais atvejais, savivaldybių skola prie valstybės skolos nepriskiriama, o investuotojų interesai gali būti apsaugoti iš lėšų, turto, kuriais garantavo savivaldybė. Daugumoje šalių netgi numatomas savivaldybių restruktūrizavimas ar bankrotas, tačiau bankroto atveju, savivaldybė lieka be turto ir pajamų, tokiu būdu jos tolimesnė veikla turėtų būti vykdoma iš valstybės dotacijų, kurios turėtų būti atitinkamai didesnės, todėl valstybės, ypač tos, kuriose SVP išleidimas yra pakankamai naujas procesas, riboja skolinimąsi leidžiant SVP. Dažniausiai tai daroma nustatant konkrečius skolinimosi limitus, tikslus, kuriems galima skolintis, konkrečias leidžiamų SVP rūšis. Dažnai savivaldybių sprendimui leisti SVP reikalingas centrinės valdžios ar specialios kontrolės įstaigos pritarimas<sup>155</sup>, kuris duodamas, kai įsitikinama, kad lėšos, gautos išleidus SVP, bus naudingai panaudotos visos bendruomenės tikslams. Tačiau, pažymima, kad kontroliuoti ar tikrai šiuo būdu gauti pinigai naudojami produktyviai yra sudėtinga. Visada lieka pavojus, kad lėšos bus panaudotos netinkamai, todėl kai kurie autoriai laikosi nuomonės, kad SVP išleidimas turi būti ypač griežtai kontroliuojamas, nes SVP išleidimas siekiant socialinių tikslų patenkinimas gali tapti našta visai kartai, ir ne visais atvejais gali būti pateisinamas. Pasiskolintos lėšos, kurios nepanaudojamos produktyviai,

---

<sup>153</sup> Plačiau žiūrėti: ŽIGIENĖ, G. *Savivaldybių obligacijų išleidimo modeliavimas Lietuvos sąlygomis*. Daktaro disertacija: socialiniai mokslai, vadyba ir administravimas (03S), Kaunas, 2004.

<sup>154</sup> Jungtinių Amerikos Valstijų praktikoje Vyriausybės leidžiami skolos vertybiniai popieriai niekada nebuvo neapmokėti, tuo tarpu penki procentai įsipareigojimų pagal SVP buvo pažeisti. PARRY H.; LITTLE T. B.; TAYLOR M. *Bond Markets: Law and Regulation*. London: MPG Books Ltd, 1999, p. 135.

<sup>155</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 34.



turi būti kaip galima greičiau grąžintos investuotojams, kad kuo mažiau būtų sumokama investuotojams už neproduktyvų pinigų naudojimą ir, kad kuo mažiau būtų apkrautas biudžetas<sup>156</sup>.

Šiuo metu iš esmės yra daugiau šalininkų, kurių manymu, valstybė neturėtų kontroliuoti savivaldybių teisės leisti SVP, nes tokie apribojimai kaip limitų nustatymas, privalomas SVP užtikrinimas, ekonominei situacijai pasikeitus, gali tiek valstybę, tiek savivaldybes įstumti į nepalankią finansinę padėtį. Paskutiniu metu praktikoje aiškiai pastebima tendencija, kad savivaldybės, panaikinus apribojimus skolintis leidžiant SVP, grimzta į pernelyg dideles skolas, kurios apibūdinamos kaip „tiksinčios bombos“<sup>157</sup>. Taip pat, manoma, kad savivaldybių skolas, visiškai atskiriant nuo valstybės skolų, dirbtinai sukuriamas įspūdis, apie valstybės bendrą finansinę padėtį. Kalbant apie valstybės ribojimus savivaldybėms, reikia pažymėti, kad ta aplinkybė, kad valstybė kontroliuoja SVP išleidimą, suponuoja valstybės palaikymą ir discipliną rinkoje, kas sąlygoja, kad savivaldybės drąsiau skolinasi<sup>158</sup>, todėl galima daryti išvadą, kad apribojimai skolintis ne visada sukelia tik neigiamas pasekmes.

Valstybė tam tikrais aspektais irgi dalyvauja SVP išleidimo procese. Savivaldybės teisinis statusas lemia tai, kad ji priklausoma nuo vyriausių valstybinių institucijų ir kelia riziką investuotojams, kadangi, pakeičiant emitento statutą, investuotojų teisėms gali būti daroma žala. Todėl valstybė gali duoti garantiją, kad nepriims įstatymų, kurie galėtų pakeisti savivaldybės kompetenciją finansinėje srityje, kad būtų išvengta savivaldybių sugebėjimo įvykdyti sutartinius įsipareigojimus iš SVP pakeitimo. Be to, valstybės gali būti garantu, leidžiant SVP<sup>159</sup>, nors dažniausiai valstybė neprisiima jokių garantijų dėl SVP – už kapitalo grąžinimą ir palūkanų sumokėjimą atsako savivaldybė savo turtu<sup>160</sup>. SVP neapmokėjimo atveju, investuotojai turi teisę kreiptis į bendrosios kompetencijos teismus dėl išieškojimo pagal SVP, kaip ir privačių vertybinius popierius leidžiančių subjektų atžvilgiu. Jeigu savivaldybė leisdama SVP užstatė savo turtą, užstatytas turtas

---

<sup>156</sup> GÖRTZ G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B.Braun, 1926, p. 195 -196.

<sup>157</sup> Pripažįstama, kad itin sudėtinga situacija dėl pernelyg didelio skolinimosi leidžiant SVP yra susiklosčiusi Rusijoje ir Čekijoje. LANKINA, T. V.; HUDALLA, A.; WOLLMANN, H. *Local Governance in Central and Eastern Europe*. Oxford: Association with St. Antony's College, 2008, p. 124.

<sup>158</sup> NAM C. W.; PARSCHE R. *Municipal Finance in Poland, the Slovak Republic, the Czech Republic and Hungary: Institutional Framework and Recent Development*. Journal Economic Policy in Transitional Economies, 2001 m. Prieiga per internetą:

<<http://www.springerlink.com/content/h5176341010x1617/?p=be48fda94a764ad3a12cf9980184d3b2&pi=0>>.

<sup>159</sup> HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenaum Verlag GmbH, 1972, p. 290.

<sup>160</sup> Cit. op. 157, p.

nuosavybės teise pereina obligacijų turėtojams ir yra parduodamas, kad kreditoriai atgautų savo lėšas<sup>161</sup>.

Nors dažnai akcentuojama, kad valstybė už savivaldybių įsipareigojimus neatsako, ir oficialiuose savivaldybės skolos garantijose nenurodoma jokia centrinės valdžios atsakomybė dėl savivaldų skolos, tačiau daroma prielaida, kad sutrikus savivaldos mokumui, centrinė valdžia dėl ekonominių ir politinių motyvų stengiasi finansiškai padėti savivaldybei<sup>162</sup>. Tačiau kai kurių valstybių, pavyzdžiui, Čekijos, Rumunijos ir Bulgarijos teisiniai dokumentai aiškiai pabrėžia, kad centrinė valdžia negarantuoja savivaldybių skolų.

Apskritai, jeigu SVP nedraudžiama leisti, jie leidžiami beveik tuo pačiu principu kaip ir VVP. Tik kaip minėta, tai gali priklausyti nuo pasirinkto modelio, nuo finansų rinkos ypatybių, nuo savivaldybių kreditingumo. Šios dalies pradžioje minėta, kad savivaldybės privalo laikytis informacijos apie SVP atskleidimo pareigos ir yra numatyti įsipareigojimai dokumentuose įvertinti galinčią kilti riziką ir galimus rizikos pasikeitimus<sup>163</sup>, dažnai reikalaujama, kad būtų sukurtas skolos aptarnavimo ir rezervų fondas. Be to, reikėtų paminėti, kad SVP dažniausiai nebūna įvedami į biržų sąrašus, o jei ir yra įvedami, antrinė prekyba SVP vyksta beveik išimtinai tik užbiržinėje rinkoje. Taip pat yra reikalaujama, kad nuosavybės teisė į SVP būtų registruojama depozitoriumuose ar kitose analogiškas funkcijas galinčiose atlikti institucijose.

SVP kaip priemonę papildyti savivaldybių biudžetus ir pagerinti savivaldybių finansinę padėtį, visiškai uždrausti yra netikslinga, tačiau turi būti sukuriamas modelis, kuris užtikrintų, kad savivaldybių skolos netaptų visai bendruomenei našta. Todėl, mūsų nuomone, atsižvelgiant į SVP platinančių savivaldybių praktiką, valstybės centrinės valdžios institucijoms, turi būti suteikta teisė, reguliuoti šį procesą, neatsižvelgiant į tai, kad siekiama užtikrinti decentralizaciją. Maža to, mūsų manymu, būtų galima pateisinti, ne tik ribojimų nustatymus *ex ante*, bet ir savivaldybių priimtų įsipareigojimų leidžiant SVP stebėjimą *ex post*.

### 3.2. SVP rinka Lietuvoje

SVP rinka šiuo metu Lietuvos Respublikoje neegzistuoja, nors kaip pažymi savo darbuose P. Markovas ir G. Žigienė, SVP išleidimo galimybę nagrinėję, leisti SVP

---

<sup>161</sup> ŽIGIENĖ, G. *Savivaldybių obligacijų išleidimo modeliavimas Lietuvos sąlygomis*. Daktaro disertacija: socialiniai mokslai, vadyba ir administravimas (03S), Kaunas, 2004, p. 18.

<sup>162</sup> *Ibid.*, p. 23.

<sup>163</sup> PARRY H.; LITTLE T. B.; TAYLOR M. *Bond Markets: Law and Regulation*. London: MPG Books Ltd, 1999, p. 167.

Lietuvoje nėra draudžiama. Tai, kad savivaldos įstatyme nėra pateikiamas baigtinis savivaldybių finansinių išteklių, leistų, priėmus specialius įstatymus, arba pakeitus jau esančius, savivaldybėms skolintis išleidžiant į vidaus ar užsienio rinką SVP. Būtent SVP išleidimo tvarkos nebuvimas ir yra pagrindinė kliūtis, neleidžianti savivaldybėms Lietuvoje leisti SVP.

Svarbus teisės aktas yra Europos vietos savivaldos chartija, kurią Seimas 1999 m. gegužės 25 d. ratifikavo ir kurioje įtvirtinta, kad šalies ekonomikos politika turi suteikti vietinės valdžios institucijoms teisę turėti atitinkamus savo finansinius išteklius, kuriuos jie savo nuožiūra galėtų laisvai panaudoti pagal suteiktus įgaliojimus, o finansų sistema, kuria grindžiami vietinės valdžios institucijoms prieinami finansiniai ištekliai, turi būti pakankamai įvairi ir lanksti, kad leistų joms neatsilikti nuo jų uždavinių įgyvendinimo kaštų realaus kilimo. Šita chartija, kuri Lietuvoje turi įstatymo galią, mūsų manymu, taip pat leidžia ir netgi skatina valstybes suteikti teisę savivaldybėms skolintis įvairiais būdais, taip pat ir leidžiant SVP.

Lietuvos Respublikoje iš viso yra 60 savivaldybių, tačiau jų pajamos ir skolos biudžetuose yra labai skirtingos. Išanalizavus savivaldybių biudžetus 2008 m. spalio 1 d.<sup>164</sup>, aiškiai matoma, kad ne visoms savivaldybėms būtų tikslinga leisti SVP, nes toks skolinimasis sąlygoja didesnes išlaidas, o ir tikimybė pigiai pasiskolinti, jeigu tai nebūtų SVP, iš kurių surinktos lėšos naudojamos konkrečiam projektui, labai nedidelė. Nors šią temą nagrinėję autoriai, pasisako, kad Lietuvoje galimas tik „amerikietiškas“ SVP išleidimo modelis, galbūt būtų galima diskutuoti, kad savivaldybėms Lietuvoje, bent jau mažesnius biudžetus turinčioms, leidžiant SVP būtų galima kooperotis ir leisti SVP drauge, kiekvienai atsakant proporcingai už gautas lėšas. Tokiu atveju skolinimasis būtų pigesnis, bei būtų sutaupoma dalis SVP emisijos išlaidų. Literatūroje taip pat laikomasi nuomonės, kad mažas savivaldybių dydis trukdo surinkti reikiamus finansinius resursus<sup>165</sup>, todėl nereikėtų savivaldybių ypač smulkinti, o jeigu jos nedidelės, reikėtų ieškoti galimybės joms bendradarbiauti.

Kalbant apie tvarką, kuria savivaldybės galėtų leisti SVP, būtų patogiausia ne keisti jau galiojančią ir VVP emisijoms taikomą tvarką, o priimti atskirą teisės aktą, kuriame būtų galima, atsižvelgiant į SVP ypatumus, nustatyti ar SVP registruojami, ar galima jais prekiauti antrinėje rinkoje, kas vykdo jų apskaitą, kokios teisės suteikiamos investuotojams, galimybė restruktūrizuoti skolas ar pradėti savivaldybėms bankrotą

---

<sup>164</sup> Savivaldybių skolos 2008 m. spalio 1d. Duomenys paimti iš Lietuvos savivaldybių asociacijos archyvo. Prieiga per internetą: <[http://www.lsa.lt/sz/index.php?lang=lt&id=2&mag\\_id=173&art\\_id=601](http://www.lsa.lt/sz/index.php?lang=lt&id=2&mag_id=173&art_id=601)>.

<sup>165</sup> PUMPUTIS A.; BUKAUSKAS A. *Valstybės ir savivaldos institucijų bendradarbiavimas*. Vilnius: Lietuvos teisės universitetas, 2001, p. 57.

procedūrą, tokiu būdu nebepaliekant VVP apyvartos tvarkose paliktų reglamentavimo spragų ir reglamentuojant tai, ko leidžiant VVP emisijas dėl jų ypatybių nereikia arba neįmanoma reglamentuoti.

Kaip jau minėta kalbant apie SVP reglamentavimą užsienio šalyse, svarbu nuspręsti, ar reikia nustatyti apribojimus leidžiant SVP. Nors Lietuvoje savivaldybių ir valstybės biudžetai yra atskiri, Lietuvos Respublikos biudžeto sandaros įstatyme numatyta, kad valstybės biudžeto ir savivaldybių biudžetų sukaupiamos lėšos sudaro nacionalinio biudžeto pajamas. Tokiu būdu, galima daryti išvadą, kad didelė savivaldybių skola darytų neigiamą įtaką bendrai Lietuvos finansinei padėčiai. Be to, vietos savivaldos įstatyme numatytas ne tik savivaldybių savarankiškumo principas, bet ir savivaldybių ir valstybės interesų derinimo, tvarkant viešuosius savivaldybių reikalus, principas, todėl mūsų manymu apribojimai skolinantis išleidžiant SVP galimi, siekiant visos šalies finansinio stabilumo.

Atkreiptinas dėmesys, kad skolinantis kitais būdais savivaldybėms yra nustatomas limitas<sup>166</sup>, ir kaip rodo duomenys, apie savivaldybių biudžetų pajamas, šie limitai nėra išnaudojami, o prireikus gali būti tam tikrais atvejais padidinti. Tai patvirtina, kad išleidžiant SVP skolinimosi limitai nėra kliūtis, tačiau turėtų būti nustatyta liberalesnė tvarka, kad savivaldybės turėtų galimybę kreiptis į centrinės valdžios institucijas su prašymu padidinti numatytą limitą, kad būtų galima įgyvendinti didelius visuomeninius projektus, kuriems reikia ypatingai daug lėšų. Tokiu atveju būtų paliekama galimybė savivaldybei ir suteikiama teisė su būsimu projektu susipažinti centrinės valdžios institucijoms, įvertinant skolinimosi išleidžiant SVP būtinumą.

Šiuo metu savivaldybės finansinės veiklos kontrolę atlieka savivaldybės kontrolierius, kuris teikia veiklos planą Valstybės kontrolei, atlieka savivaldybės biudžeto vykdymo ir kitų piniginių išteklių naudojimo auditą, teikia informaciją Vyriausybės atstovui apie savivaldybės kontrolieriaus teiktas išvadas ir rekomendacijas, tačiau iš esmės yra atskaitingas tik savivaldybės tarybai<sup>167</sup>. Kaip savivaldybės laikosi įstatymų, kaip vykdo Vyriausybės sprendimus, prižiūri Vyriausybės skiriami valstybės pareigūnai – Vyriausybės atstovai. Apskritai, savivaldybių atsakomybę nagrinėjantys autoriai pažymi, kad Lietuvos Respublikoje savivaldos priežiūra ir kontrolė yra nepakankama, o

---

<sup>166</sup> Lietuvos Respublikos 2009 metų valstybės biudžeto ir savivaldybės biudžetų finansinių rodiklių patvirtinimo įstatymas. Žin., 2008, Nr. 149-6020.

<sup>167</sup> Lietuvos Respublikos vietos savivaldos įstatymas. Žin., 1994, Nr. 55-1049 (su vėlesniais pakeitimais ir papildymais).

Savivaldybių institucinė sistema, kadangi nėra tiesioginio mero ir seniūnų rinkimo, sudaro idealias sąlygas beveik visiškai išvengti politinės atsakomybės<sup>168</sup>.

Centralizuotos valdžios institucijos turi sąlygas daryti įtaką sudaromiems savivaldybių biudžetams, nors savivaldybių biudžetų projektus ir rengia savivaldybių vykdomosios institucijos, tačiau pastarosios privalo vadovautis Seimo ir Vyriausybės teisės aktais, o patvirtintus biudžetus turi pateikti Finansų ministerijai. Esant tokiam reglamentavimui, centrinės valdžios institucijos gali dalyvauti sprendžiant kokio dydžio SVP emisijas konkrečios savivaldybės gali išleisti ir taip kontroliuoti jų įsiskolinimą, tačiau dabartinė situacija, kai dėl centrinės valdžios institucijų neveiklumo, savivaldybės negali skolintis išleidžiant SVP, yra nepateisinama, kai faktiškai visose kitose Rytų Europos šalyse šis skolinimosi būdas naudojamas. Kadangi daugumos Lietuvos savivaldybių finansinis savarankiškumas pakankamai mažas ir daugumą savivaldybių biudžetų įplaukų sudaro valstybės biudžeto dotacijos, todėl savivaldybės turi labai ribotas galimybes aktyviai dalyvauti savo teritorijos ekonominėje ir socialinėje plėtroje, šiuo metu itin aktualu, kad savivaldybės formuodamos biudžetus galėtų veikti savarankiškiau, nes sunkėjanti valstybės ekonominė padėtis, be abejo, neigiamai paveiks ir savivaldybių finansinę padėtį.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, galima daryti išvadą, kad Lietuvoje būtų tikslinga suteikti galimybę savivaldybėms skolintis išleidžiant SVP. Tam, kad šiuo būdu būtų galima efektyviai naudotis, tereikia peržiūrėti galiojančius įstatymus, susijusius su savivaldybių biudžetų formavimu ir savivaldybių kontrole finansų srityje, bei priimti teisės aktus nustatančius SVP išleidimo ir apyvartos tvarką. Kadangi kitose šalyse, tokiose kaip Čekija, Lenkija, Vengrija, kurių ekonominė padėtis nėra daug geresnė negu Lietuvos, šiuo būdu naudojamosi, atsižvelgus į jų praktiką, Lietuva sėkmingai galėtų irgi suteikti galimybę savivaldybėms leisti SVP.

---

<sup>168</sup> PUMPUTIS A.; BUKAUSKAS A. *Valstybės ir savivaldos institucijų bendradarbiavimas*. Vilnius: Lietuvos teisės universitetas, 2001, p. 91.

## IŠVADOS

1. VVP ir SVP reglamentavimo atlikta analizė rodo, kad nors šie skolos vertybiniai popieriai savo prigimtimi yra panašūs, jų reglamentavimo problematika yra skirtinga. Nepaisant to, tiek nagrinėjant SVP, tiek VVP reglamentavimą, galima konstatuoti, kad nors jų leidimo praktika egzistuoja gana ilgą laiką, tam tikri klausimai vis dar nėra reglamentuojami teisės aktais, todėl dėl jų nesusitarus emisijos sąlygose, jų reglamentavime atsiranda spragos.

2. Pagrindinė problema leidžiant VVP visada buvo ir tebėra ta, kad nesugebama eliminuoti investuotojų rizikos bei sukurti efektyvaus mechanizmo, kurio dėka būtų galima apsaugoti investuotojų teises, kylančias iš VVP. Taip pat būtina pastebėti, kad paskutiniu metu, dėl VVP emisijoje dalyvaujančių ir ją aptarnaujančių subjektų gausos, atsiranda tendencija rūpintis ne vien tik investuotojų, bet ir emitento teisėmis.

3. Leidžiant SVP didžiausia diskusija kyla dėl valstybės vaidmens ir atsakomybės pagal savivaldybių per SVP priimtus įsipareigojimus, nepagrįstai manant ir dažnai klaidinant investuotojus, kad SVP yra bet kuriuo atveju apsaugoti, nes jeigu jų neišpirks savivaldybė, tai padarys valstybė. Šitokia pozicija yra nepagrįsta, nes valstybė pagal SVP atsako tik išimtiniais atvejais.

4. Lietuvoje leidžiant VVP, pastebima, kad teisės aktuose reglamentuojami tik pagrindiniai apyvartos klausimai, paliekant tokius svarbius klausimus, kaip investuotojų apsauga, atstovavimas neišspręstus, tačiau tai, kad Lietuva praktikoje vis labiau naudojasi tarptautinėje rinkoje susiformavusiomis taisyklėmis, leidžia daryti išvadą, kad nacionaliniuose teisės aktuose nereglamentuoti klausimai būtų sprendžiami analogiškai taikant tarptautinėje finansų rinkoje susiformavusias taisykles.

5. SVP rinka, nors ir neegzistuoja Lietuvoje, o neegzistuoja būtent dėl to, kad nėra sukurtas jos reglamentavimas, galėtų būti priemonė ne tik investuotojams užsidirbti, bet ir priemonė stabilizuoti savivaldybių finansinę padėtį, tačiau kalbant apie SVP rinkos sukūrimą Lietuvoje, būtina pažymėti, kad jos reguliavimas ir kontroliavimas yra būtinas tiek siekiant apsaugoti investuotojų ir SVP interesus, tiek visos valstybės piliečių interesus.

6. Leidžiant viešosios valdžios subjektų skolos vertybinius popierius, nesvarbu kokioje rinkoje, dalyvaujančių subjektų gausa kelia ypatingą riziką, kad tam tikri subjektai savo įsipareigojimų nevykdys, o tai gali pažeisti visų kitų dalyvaujančių emisijoje interesus. Visuose procesuose, susijusiuose su viešosios valdžios skolos vertybinių popierių leidimu, reikalingas didelis pasitikėjimo laipsnis ir nors teisės aktais bandoma nustatyti bent minimalų reglamentavimą, tai ne visada pasiekama, todėl finansų rinkoje nuolat ieškoma kaip patobulinti šio skolinimosi būdo naudojimąsi.

## LITERATŪRS SĄRAŠAS

### Teisės aktai:

1. Lietuvos Respublikos Konstitucija. Žin., 1992, Nr. 33-1014 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
2. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas. Žin., 2000, Nr. 74-2262 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
3. Lietuvos Respublikos vietos savivaldos įstatymas. Žin., 1994, Nr. 55-1049 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
4. Lietuvos banko įstatymas. Žin., 1994, Nr. 99-1957 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
5. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas. Žin., 2000, Nr. 64-1914 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
6. Lietuvos Respublikos finansų įstaigų įstatymas. Žin., 2002, Nr. 91-3891 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
7. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas. Žin., 2007, Nr. 17-626 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
8. Lietuvos Respublikos valstybės skolos įstatymas. Žin., 2007, Nr. 77-3049;
9. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas. Žin., 2007, Nr. 17-627 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
10. Lietuvos Respublikos 2009 metų valstybės biudžeto ir savivaldybės biudžetų finansinių rodiklių patvirtinimo įstatymas. Žin., 2008, Nr. 149-6020 ;
11. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1997 m. gruodžio 3 d. nutarimu Nr.1329 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklės“. Žin., 2004, Nr. 22-663;
12. Lietuvos Respublikos nutarimas 2000 m. rugsėjo 29 d. Nr. 1170 „Dėl emisijos Nr. 61002 Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių konvertavimo į šešių emisijų (Nr. 602, Nr. 60303, Nr. 60401, Nr. 60502, Nr. 60601 ir Nr. 60701) Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinius popierius patvirtinimo“. Žin., 2000, Nr.84-2548;
13. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2001 m. lapkričio 20 d. „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo užsienio rinkose, paskolų valstybės vardu ėmimo ir kitų išsipareigojamųjų skolos dokumentų pasirašymo taisyklių patvirtinimo“ Nr. 1377 patvirtintos „Lietuvos Respublikos Vyriausybės



- vertybinių popierių išleidimo užsienio rinkose, paskolų valstybės vardu ėmimo ir kitų įsipareigojamųjų skolos dokumentų pasirašymo taisyklės“. Žin., 2001, Nr. 98-3491 (su vėlesniais papildymais ir pakeitimais);
14. Lietuvos banko valdybos nutarimas 2004 m. liepos 1 d. Nr. 112 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono nuostatų ir reikalavimų Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono dalyviams patvirtinimo“;
  15. 2006 m. birželio 30 d. AB „Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas“ prezidento įsakymu Nr. 37 patvirtinta „Pranešimų apie už reguliuojamos rinkos ribų sudarytus sandorius perdavimo tvarka“;
  16. 2007 m. rugsėjo 6 d. Vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 1K-28 „Dėl Lietuvos Respublikoje reguliuojamų rinkų sąrašo“. Žin., 2007, Nr.96-3915;
  17. 2007 m. gruodžio 28d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimu Nr. 1K-34 „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2003 m. gruodžio 29 d. nutarimo Nr. 22 „Dėl finansinių priemonių ir jų apyvartos apskaitos taisyklių patvirtinimo, pakeitimo patvirtintos „Finansinių priemonių ir jų apyvartos apskaitos taisyklės“. Žin., 2008, Nr. 2-92;
  18. 2007 m. balandžio 25 d. Lietuvos Respublikos Finansų ministerijos pranešimas Nr. (13.98-0301)-6K-0704677 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių emisijos Nr. 60701 išpirkimo“;
  19. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2008 m. rugsėjo 3 d. nutarimu Nr. 849 patvirtinta „Lietuvos Respublikos Vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi ir skolos valdymo strategija“. Žin., 2008, Nr. 104-3992;
  20. Vertybinių popierių komisijos 2008 m. rugsėjo 3 d. sprendimu Nr. 2K-417 suderintos, AB „Vilniaus vertybinių popierių birža“ valdybos posėdyje 2008 m. rugsėjo 15 d. protokolu Nr. 08-64 patvirtintos „Akcinės bendrovės „Vilniaus vertybinių popierių birža“ taisyklės“;
  21. 2009 m. sausio 21 d. Lietuvos Respublikos finansų ministro įsakymas Nr. 1K-009 „Dėl reikalavimų Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono dalyviams aprašo patvirtinimo“. Žin. 2009-01-27, Nr. 10-384;
  22. Žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių apsaugos konvencijos, garantuojant kai kurias kitas teises ir laisves, be tų, kurios joje nurodytos, pirmasis protokolai. Ratifikuotas Lietuvos Respublikos Seimo 1995 12 07. Žin., 1996, Nr. 15-386;

23. Directive 2004/39/EC of European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments // Official Journal L145, 30/04/2004 p. 0001-0044;
24. Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen, Ausfertigungsdatum: 04.12.1899. Veröffentlicht im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4134-1.

### **Specialioji literatūra:**

1. BENJAMIN, J. *Interest in Securities. A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*. Oxford university press: 2000;
2. BLAIR, M.; WALKER, G. *Financial Markets and Exchanges Law*. Oxford university press: 2007;
3. BLEY, S. *Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäfts*. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 1979;
4. GÖRTZ, G. *Auswärtige Anleihen*. Marburg: N. B. Elwet'sche Verlagsbuchhandlung, B. Braun, 1926;
5. HORN, N. *Das Recht der internationalen Anleihen*. Frankfurt/Main: Athenäum Verlag GmbH, 1972;
6. KÜMPEL, S. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. Köln: O. Schmidt, 1995;
7. LANKINA, T. V.; HUDALLA, A.; WOLLMANN, H. *Local Governance in Central and Eastern Europe*. Oxford: Association with St. Antony's College, 2008;
8. MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybiniai popieriai: sąvoka, rūšys ir apyvartos gairės.*/Teisė 2004 Nr. 51;
9. MARKOVAS, P. *Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S), Vilnius, 2005;
10. MASUCH, A. *Anleihe Bedingungen und AGB-Gesetz: die Bedeutung des AGB-Gesetzes für Emissionsbedingungen von Anleihen*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2001;
11. PARRY H.; LITTLE T. B.; TAYLOR M. *Bond Markets: Law and Regulation*. London: MPG Books Ltd, 1999;
12. PUMPUTIS A.; BUKAUSKAS A. *Valstybės ir savivaldos institucijų bendradarbiavimas*. Vilnius: Lietuvos teisės universitetas, 2001;

13. VALANČIUS, K. L. *Investicijų teisė*. Vilnius: Eugrimas, 2005;
14. VAŠKELAITIS, V. *Pinigai: centriniai bankai ir jų funkcijos*. Vilnius: AB „Spauda“, 2006;
15. WOOD, P. R., *Law and Practice of International Finance*. London: SWEET&MAXWELL, 2008;
16. ŽIGIENĖ, G. *Savivaldybių obligacijų išleidimo modeliavimas Lietuvos sąlygomis*. Daktaro disertacija: socialiniai mokslai, vadyba ir administravimas (03S), Kaunas, 2004.

### **Praktinė medžiaga:**

1. 1997 m. birželio 17 d. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo nutarimas. Žin., 1997, Nr. 58-1351;
2. Europos žmogaus teisių komisijos nutarimas 1998 m. rugsėjo 9 d. B. Jasinskij ir kiti V Lietuva. Nr. 38985/97.

### **Elektroniniai dokumentai:**

1. Vokietijos Federacinės Respublikos pranešimas apie valstybės skolą. Prieiga per internetą:  
<[http://www.deutsche-finanzagentur.de/nn\\_102784/DE/Finanzagentur/Veroeffentlichungen/Handmappe/Dokumente/kapitelK/k\\_1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/k\\_1.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/nn_102784/DE/Finanzagentur/Veroeffentlichungen/Handmappe/Dokumente/kapitelK/k_1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/k_1.pdf)>;
2. Austrijos Respublikos pranešimas apie valstybės skolą. Prieiga per internetą:  
<[http://www.staatsschuldenausschuss.at/de/img/sta\\_bericht\\_2007\\_komplett\\_tcm163-86882.pdf](http://www.staatsschuldenausschuss.at/de/img/sta_bericht_2007_komplett_tcm163-86882.pdf)>;
3. Bendra SIFMA informacija apie vertybinius popierius. Prieiga per internetą:  
<<http://www.investinginbonds.com>>;
4. 2007 m. leidinys apie Lietuvos Respublikos valstybės skolą. Prieiga per internetą:  
<[http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/leidiniai/failai/Valstybes\\_skola\\_2007.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/leidiniai/failai/Valstybes_skola_2007.pdf)>;
5. 2006 m. leidinys apie Lietuvos Respublikos valstybės skolą. Prieiga per internetą:  
<[http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/leidiniai/failai/Valstybes\\_skola\\_2006.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/leidiniai/failai/Valstybes_skola_2006.pdf)>;
6. Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2008m. Prieiga per internetą:  
<[http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/VPP\\_emisiju\\_ziniarastis/Apzv2008.pdf](http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/VPP_emisiju_ziniarastis/Apzv2008.pdf)>;

7. Prieiga internetu:  
<[http://www.finmin.lt/c/portal/layout?p\\_1\\_id=PUB.1.11&erp\\_item=naujiena\\_001013](http://www.finmin.lt/c/portal/layout?p_1_id=PUB.1.11&erp_item=naujiena_001013)>.
8. 2007 m. AB "Centrinis vertybinių popierių depozitoriumas" finansinė atskaitomybė. Prieiga per internetą:  
<[http://www.csdl.lt/lt/data/apie\\_cd/ataskaitos/Fataskaitos\\_2007.pdf](http://www.csdl.lt/lt/data/apie_cd/ataskaitos/Fataskaitos_2007.pdf)>;
9. Sutarties su AB "Centrinis vertybinių popierių depozitoriumas" pavyzdinė forma. Prieiga per internetą:  
<<http://www.csdl.lt/lt/teise/depozit.php>>;
10. Bendra informacija apie Vokietijos Federacinėje Respublikoje platinamus valstybės skolos vertybinius popierius. Prieiga per internetą:  
<[http://www.deutsche-finanzagentur.de/nn\\_102784/DE/Finanzagentur/Veroeffentlichungen/Handmappe/Dokumente/kapitelK/k1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/k\\_1.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/nn_102784/DE/Finanzagentur/Veroeffentlichungen/Handmappe/Dokumente/kapitelK/k1,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/k_1.pdf)>;
11. Savivaldybių skolos 2008m. spalio 1 d. Duomenys apie savivaldybių biudžetus paimti iš Lietuvos savivaldybių asociacijos. Prieiga per internetą:  
<[http://www.lsa.lt/sz/index.php?lang=lt&id=2&mag\\_id=173&art\\_id=601](http://www.lsa.lt/sz/index.php?lang=lt&id=2&mag_id=173&art_id=601)>;
12. NAM C. W., PARSCHE R. Municipal Finance in Poland, the Slovak Republic, the Czech Republic and Hungary: Institutional Framework and Recent Development. Publikuota Journal Economic Policy in Transitional Economies, 2001 m. Prieiga per internetą:  
<<http://www.springerlink.com/content/h5176341010x1617/?p=be48fda94a764ad3a12cf9980184d3b2&pi=0>>;
13. ALLEN A. C., DUDNEY D. M. The impact of rating agency reputation on local government bond yields. Journal of Financial services research: 2006 m. Prieiga per internetą:  
<<http://www.springerlink.com/content/h2326uv67m875544/?p=a64dacfafe654fa988089846a4db2112&pi=0>>;
14. Schmiedel H.; Malkamäki M.; Tarkka J. Economies of Scale and Technological Development in Securities Depository and Settlement Systems. Prieiga per internetą:  
<<http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1627/papers/Schmiedel.pdf>>;
15. SENF, B. Zinssystem und Staatsbankrott. Artikel aus: Ästhetik & Kommunikation; Heft 93; Jahrgang 25; Oktober 1996. Prieiga per internetą:  
<<http://userpage.fu-berlin.de/~roehrigw/bankrott.html>>;

16. VASQUEZ, I. *The IMF as Bankruptcy Court for Countries?* Washington Times: 2002. Prieiga per internetą:  
<[http://www.cato.org/pub\\_display.php?pub\\_id=3623](http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=3623)>;
17. LANNO K.; LEVIN M. The Securities Settlement Industry in the EU. Prieiga per internetą:  
<[http://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=qc7UV54J\\_1oC&oi=fnd&pg=PP7&dq=model+of+securities+settlement&ots=gXPNmDkBG\\_&sig=qxfQ91voLnPAHijVA0WMALF14LM#PPP1,M1](http://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=qc7UV54J_1oC&oi=fnd&pg=PP7&dq=model+of+securities+settlement&ots=gXPNmDkBG_&sig=qxfQ91voLnPAHijVA0WMALF14LM#PPP1,M1)>.

## SANTRAUKA

### **Vyriausybės ir savivaldybių skolos vertybiniai popieriai: teisinio reglamentavimo problemos**

Šiame darbe nagrinėjamas VVP ir SVP išleidimas, kaip būdas į valstybės ir savivaldybių biudžetus pritraukti piniginių lėšų, kurias būtų galima naudoti visuomenei svarbiems uždaviniams įgyvendinti. Kadangi skolos vertybinius popierius leidžia ir privatūs subjektai, šiame darbe yra aptariamos viešosios valdžios subjektų leidžiamų skolos vertybinių popierių ypatybės.

Skolinimasis išleidžiant VVP ir SVP yra sudėtingas reiškinys, susidedantis iš atskirų etapų, kuriuose dalyvauja skirtingi subjektai, turintys tik jiems būdingas teises ir pareigas. Kadangi svarbiausi subjektai, be abejo, šiame procese yra VVP ir SVP išleidžiantys subjektai bei investuotojai, daugiausia dėmesio šiame darbe yra skiriama jų tarpusavio santykių analizei ir reglamentavimui, siekiant išsiaiškinti pagrindines problemas, kurios jiems gali kilti, nes kuo daugiau spragų ir problemų pasitaiko jų reglamentavime, tuo labiau šie subjektai bus linkę naudotis kitu skolinimosi būdu.

Didžioji dalis darbo skirta VVP reglamentavimo analizei išskiriant atskirus etapus: pirminę apyvartą, antrinę apyvartą, išpirkimą ir apskaitą, kadangi SVP reglamentavimas, su tam tikromis išimtimis, yra beveik analogiškas. Paskutinėje darbo dalyje būtent ir aptariami SVP ypatumai ir galimos problemos įvairiems subjektams juos išleidžiant, kadangi šiuos skolos vertybinius popierius leidžia savivaldybės, kurios nors ir yra savarankiški subjektai, vis dėl to yra priklausomi nuo centrinės valdžios.

VVP ir SVP reglamentavimas nagrinėjamas tiek tarptautiniu lygiu, tiek analizuojant konkrečias Lietuvos teisės aktų nuostatas. Kadangi VVP rinka Lietuvoje egzistuoja jau gana ilgą laiką ir yra gana detalai reglamentuojama bei nuolat tobulinama, šiame darbe kalbant apie VVP vadovaujamosi jau egzistuojančiu reglamentavimu. Tuo tarpu SVP rinka Lietuvoje šiuo metu neegzistuoja ir jos reglamentavimas aptariamas tik hipotetiniame lygmenyje.

## ZUSSAMENFASSUNG

### **Staatliche und Kommunale Anleihe: die Probleme der rechtliche Reglementierung**

#### **Government and Municipal Bonds: Problems of Legal Regulation**

In dieser Arbeit wird die Ausgabe der staatlichen Anleihe und kommunalen Anleihe betrachtet, als ein Mittel um das Geld, das für wichtige öffentliche Aufgaben benutzt wird, für den staatlichen und kommunalen Haushalt zu ziehen. Weil die Anleihe auch private Subjekte ausgeben wird, werden nur die Besonderheiten der öffentlichen Anleihen in dieser Arbeit erörtert.

Die Kreditnahme, im Wege der Ausgabe der staatlichen und kommunalen Anleihe, ist eine komplizierte Erscheinung, die aus getrennte Etappe besteht und an der viele Subjekte teilnehmen, die ihre einzigartige Rechte und Pflichten haben. Weil die Ausgeber und die Anleihegläubiger die wichtigste Subjekte in diesem Prozess sind, wird das Schwergewicht auf Analyse ihren wechselseitigen Beziehungen und Reglementierung gelegt, um die Hauptprobleme, die ihnen entsehen könnten, um dahinterzukommen, weil je mehr Probleme und Reglementierungslücken gibt, desto lieber werden diese Subjekte ein anderen Kreditnahmeweise benutzen.

Der größte Teil dieser Arbeit ist das Schwergewicht auf Reglementierungsanalyse der staatlichen Anleihe gelegt und umfasst solche eine getrennte Etappe: primär Markt, sekundär Markt, Tilgung Einlösung und Buchführung, weil die Reglementierung der kommunalen Anleihen, mit Ausnahme, fast analog ist. In dem letzten Teil dieser Arbeit sind die Besonderheiten und potentielle Probleme nämlich betrachtet, die für verschiedene anwesende Subjekten, während der Ausgabe der kommunalen Anleihe, entstehen können, weil diese Anleihe von Kommunen, die trotz teilweise selbständig sind aber auch von der Zentralgewalt abhängig sind, ausgegeben werden.

Die Reglementierung der staatliche und kommunale Anleihen wird im Betracht der internationalen Ebene als auch in konkreten Akten des Litauens behandelt. Weil der Markt der staatlichen Anleihe ganz lange Zeit in Litauen existierte, ganz umständlich reglementiert und ständig vervollkommnet wurde, bei der Analyse der staatlichen Anleihe über die anwesende Reglementierung besprochen wird. Der Markt der kommunalen Anleihe existiert heutzutage in Litauen nicht und seine Reglementierung wird nur in der hypothetische Ebene betrachtet.