

VILNIAUS UNIVERSITETO

TEISĖS FAKULTETO

CIVILINĖS TEISĖS IR CIVILINIO PROCESO KATEDRA

Gytės Maleckaitės,

V kurso, komercinės teisės

studijų atšakos studentės

Magistrinis darbas

**FINANSINIŲ PRIEMONIŲ PORTFELIO VALDYMO IR
KOLEKTYVINIO INVESTAVIMO SUBJEKTŲ
REGLAMENTAVIMO PROBLEMATIKA**

Vadovas: Doc. dr. Andrius Smaliukas

Recenzentas: Lekt. dr. Tomas Kontautas

Vilnius 2009

Turinys

I. IŽANGA	2
II. DĖSTOMOJI DALIS	7
1. INVESTICIJŲ VALDYMO ĮMONĖS STATUSAS.....	7
2. KOLEKTYVINIO INVESTAVIMO SUBJEKTAI.....	7
2.1. <i>Esminiai KIS bruožai</i>	8
2.2. <i>KISŲ aiškinimo problemos</i>	11
2.2.1. <i>Alternatyvūs KIS</i>	11
2.2.2. <i>Nekilnojamojo turto KIS</i>	13
2.3. <i>KIS reguliavimo spragos</i>	15
2.3.1. <i>Valdymo įmonės atsakomybė</i>	15
2.3.2. <i>Investicinio fondo dalyvių atsakomybė</i>	18
2.3.3. <i>Uždari KIS</i>	19
2.4. <i>Lietuvoje įsteigtų KIS konkurencingumas Europos Sąjungos rinkoje</i>	20
2.5. <i>UCITS IV direktyva</i>	23
2.5.1. <i>Esminės informacijos dokumentas</i>	24
2.5.2. <i>Cross-border prekybos sąlygų gerinimas</i>	24
2.5.3. <i>Finansuojančiųjų - finansuojamųjų UCITS struktūros</i>	25
2.5.4. <i>Naujos UCITS jungimo taisyklės</i>	26
2.5.6. <i>Valdymo įmonės pasas</i>	28
3. PRIVAČIŲ ASMENŲ FINANSINIŲ PRIEMONIŲ PORTFELIO VALDYMAS	29
3.1. <i>Sąvoka</i>	29
3.2. <i>Subjektai</i>	30
3.3. <i>Portfelio valdymo teisinis pagrindas</i>	31
3.3.1. <i>Pavedimo institutas</i>	32
3.3.2. <i>Turto patikėjimo institutas</i>	35
3.3.2.1. <i>Turto patikėjimo instituto kilmė ir perėmimas</i>	42
3.4. <i>Pusiausvyra</i>	45
3.4.1. <i>Kliento interesai</i>	45
3.4.2. <i>Valdytojo teisės ir jų ribos</i>	46
3.4.2.1. <i>Pavedimų davimas</i>	47
3.4.2.2. <i>Informacijos gavimas</i>	48
3.4.2.3. <i>Sąskaitų atidarymas</i>	48
3.4.2.4. <i>Teisių Valdytojui suteikimas</i>	50
3.4.3. <i>Kliento teisių apsauga</i>	51
3.4.3.1. <i>Atstovavimas</i>	52
3.4.3.2. <i>Turto patikėjimas</i>	53
3.4.4. <i>Vertinimas ir pasiūlymai</i>	55
III. IŠVADOS	57
IV. SANTRAUKA	60
V. LITERATŪROS SĄRAŠAS	62
1. TEISĖS NORMINIAI AKTAI	62
2. SPECIALIOJI LITERATŪRA	63
3. PRAKTINĖ MEDŽIAGA	64
4. INTERNETO TINKLALAPIAI.....	65

I. Įžanga

1. Temos aktualumas

Ši tema yra aktuali, nes Lietuvoje finansų sektorius yra pakankamai jaunas ir neturintis gilių tradicijų bei aiškios praktikos. Lietuva 2003 m. (vos prieš kelerius metus) įteisino naują turto valdymo ir investavimo formą – investicinį fondą. 2003 m. Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas taip pat nustatė, kad investicinio fondo turtas yra valdomas turto patikėjimo teise. Iki tol privačiame sektoriuje praktiškai nenaudotam institutui buvo suteikta forma ir turinys. Turto patikėjimo institutas atėjo į Lietuvą iš bendrosios teisės tradicijos valstybių, todėl jo pritaikomumas, interpretacija ir kitos subtilybės mums dar nėra gerai suprantamos. Visa tai sąlygojo daugybės klausimų atsiradimą tiek dėl investicinių fondų, tiek dėl kitų turto valdymo formų, pavyzdžiui, privačių investicinių portfelių valdymo.

2007 m. buvo priimta nauja Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo redakcija, kuri be suderintųjų fondų numato galimybę steigti ir specialiuosius fondus. Neužilgo po įstatymo įsigaliojimo buvo pradėtas ruošti įstatymo pakeitimo projektas. Tai ir faktas, kad per metus nuo įstatymo įsigaliojimo buvo užregistruotas ir yra veikiantis tik vienas naujas specialusis investicinis fondas, parodo, kad įstatymas turi daug neišbaigtų reguliavimo klausimų.

Per paskutinį dešimtmetį Lietuvos ekonomika intensyviai augo. To pasekoje atsirado pasiturinčių asmenų ir poreikis paslaugos, kuri leistų šiems asmenims išsaugoti ir gausinti savo turtą. Taip į Lietuvą atėjo paslauga, kuri vadinama privačių asmenų investicinių portfelių valdymas (angl. *private banking*). Esant paklausai ir pasiūlai susiformavo specifiniai teisiniai santykiai tarp investuotojų, jų turtą valdančių asmenų ir trečiųjų asmenų. Lietuvos teisinė bazė šią sritį reglamentuoja minimaliai, todėl aktualu yra išanalizuoti kaip visgi turėtų būti reguliuojamas investicinių portfelių valdymas, kad nenukentėtų tiek investuotojai, tiek rinkos dalyviai.

Palyginus neseniai Lietuvoje atsiradusių investicijų valdymo įmonių, jų veiklos ir siūlomų paslaugų reglamentavimas, reguliavimas ir to interpretavimas yra aktuali šių dienų tema, kuriai, besivystant valstybei ir jos finansų sektoriui, turėtų būti skiriama vis daugiau dėmesio.

2. Tikslai

Magistrinio darbo tikslai – atskleisti, kokia yra investicijų valdymo įmonių veikla, kokia specifika ji pasižymi ir kokios spragos yra išvelgiamos šių įmonių reguliavime.

Visų pirma, bus analizuojamas galiojantis Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas ir jo pakeitimo projektas. Šia analize siekiama įvertinti, kaip galiojančios normos realiai funkcionuoja ir ar esamas reguliavimas yra efektyvus.

Kitas svarbus klausimas, kuris bus analizuojamas šiame darbe, yra, ar Lietuvos teisinė sistema yra pakankama, kad Lietuvos subjektai galėtų efektyviai konkuruoti Bendrijoje. Lietuvai tapus Europos Sąjungos nare, viena iš sričių, kurioje neliko vidinių barjerų buvo būtent finansų sektorius. Lietuvoje veikiančioms investicijų valdymo įmonėms atsirado galimybė savo paslaugas siūlyti visoje Bendrijoje ir atitinkamai Bendrijoje veikiantiems subjektams ateiti į Lietuvos rinką. Norint, kad Lietuvos subjektai konkuruotų efektyviai, turi būti tinkamas teisinis pagrindas.

Didelis dėmesys bus skiriamas santykių, susiklostančių teikiant privačių asmenų investicinių portfelių valdymo paslaugą, analizei. Šios analizės tikslas išsiaiškinti kokie santykiai susiklosto tarp subjektų ir koks tesės institutas laikytinas tinkamiausiu pagrindu šiems santykiams reguliuoti.

Taip pat šiame darbe bus analizuojamas Vertybinių popierių komisijos vaidmuo. Tuo siekiama įvertinti, ar Komisija tinkamai įgyvendina savo funkcijas, pradedant investuotojų teisių apsauga, baigiant aiškumo ir tikrumo suteikimu rinkos dalyviams.

3. Tyrimo objektas

Magistrinio darbo tyrimo objektas yra investicijų valdymo įmonės teikiamų turto valdymo paslaugų reglamentavimas. Šiame darbe bus analizuojamas tiek kolektyvinio investavimo subjektų valdymo, tiek privačių asmenų portfelių valdymo reglamentavimas.

Tyrimo objektu, visų pirma, yra Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymu nustatytas reguliavimas. Darbe bus apžvelgiamas reguliavimo keitimasis ir esamo reguliavimo spragos bei galimybės jas užpildyti.

Visų antra, tyrimo objektu yra santykiai tarp valdymo įmonės, jos klientų ir trečiųjų asmenų. Santykiai yra tiriami atskirų institutų: atstovavimo ir turto patikėjimo, ribose. Tyrimo objektu buvo pasirinkti šie institutai, nes praktikoje egzistuoja konkurencija tarp šių institutų kaip galimo pagrindo, reglamentuoti santykius tarp valdymo įmonės ir jos klientų.

4. Tyrimo metodai

Tiriant objektą buvo naudojami aprašomasis, apibendrinimo, loginis, lyginamasis ir analizės metodai.

Aprašomasis metodas naudojamas atskleidžiant analizuojamų institutų turinį, pavyzdžiui, aprašant kokias pareigas turi patikėtojas pagal turto patikėjimo sutartį.

Apibendrinimo metodas plačiausiai buvo naudojamas analizuojant bendrosios teisės tradicijos doktriną. Pagrindiniai principai, kuriuos nurodo doktrina, darbe daugeliu atveju yra pateikiami apibendrinti.

Loginis metodas buvo naudojamas formuluojant išvadas, pavyzdžiui, pateikiant argumentus kodėl Lietuvos valdymo įmonių registruoti investiciniai fondai yra mažiau patrauklūs investuotojams nei Liuksemburge registruotų subjektų fondai.

Lyginamasis metodas buvo naudojamas lyginant turto patikėjimo ir atstovavimo institutus, pavyzdžiui, kuris institutas geriau saugo investuotojų teises, taip pat Liuksemburgo ir Lietuvos investavimo subjektų bei jų formų reglamentavimą.

Svarbiausią vaidmenį atliko analizės metodas, kurį naudojant buvo analizuojami teisės aktai, vertinamos reguliavimo probleminės vietos taip pat analizuojami teisiniai santykiai susiklostantys tarp subjektų.

5. Darbo originalumas

Mano žiniomis iki šiol Lietuvoje nebuvo atliekami moksliniai tyrimai susiję su šia analizuojama tema. Investicinių fondų reglamentavimo problematika nebuvo nagrinėjama, nes tai yra pakankamai naujas darinys mūsų teisės sistemoje, o aktuali Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo redakcija įsigaliojo tik kiek daugiau nei prieš metus. Ši sritis Lietuvos teisės sistemoje laikytina tik besikuriančia. Kadangi neseniai atsirado pats tyrimo objektas, tad nėra ir darbų nagrinėjančių jį. Panaši situacija yra ir srityje, susijusioje su investicinių portfelių valdymu. Pačiai paslaugai esant pakankamai naujai ir retai, o teisei tik minimaliai ją reguliuojant, nestebina faktas, kad iki šiol ši sritis nebuvo giliau analizuojama ir tiriama.

6. Šaltiniai

Šiame darbe buvo naudojamos šios šaltinių rūšys: teisės norminiai aktai, specialioji literatūra ir praktinė medžiaga. Darbe daug dėmesio yra skiriama praktinei medžiagai - Vertybinių popierių komisijos išaiškinimams – nes ši institucija yra kompetentinga aiškinti analizuojamus teisės aktus ir jos vaidmuo laikytinas svarbiu išgryninant reguliavimą ir pildant jo spragas.

Analizuojant kolektyvinio investavimo subjektų reglamentavimą pagrindiniai šaltiniai yra: Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas ir vadovaujantis jo 107 str. 2 p. Vertybinių popierių komisijos pateikti paaiškinimai ir rekomendacijos. Komisijos išaiškinimams šioje darbo dalyje buvo skiriama daug dėmesio siekiant įvertinti ne tik patį reguliavimą, bet ir Komisijos gebėjimą tinkamai įgyvendinti jai priskirtas funkcijas. Taip pat darbe buvo remiamasi 2002 m. gruodžio 20 d. Liuksemburgo kolektyvinio investavimo subjektų įstatymu (angl. - *Luxembourg law of 20 December 2002 on undertakings for collective investment*) bei Liuksemburgo 2004 m. birželio 15 d. SICAR įstatymu (angl. – *Luxemburg law of 15 June 2004 relating to the investment company in risk capital („SICAR“)*).

Analizuojant investicinių portfelių valdymo reglamentavimą buvo remiamasi šiais šaltiniais: Finansinių priemonių rinkų įstatymu, Vertybinių popierių komisijos patvirtintomis investicinių paslaugų teikimo ir klientų pavedimų priėmimo ir vykdymo taisyklėmis bei Vertybinių popierių komisijos pateiktais išaiškinimais. Daug dėmesio

buvo skiriama Civilinio kodekso analizei, ypač atstovavimo ir turto patikėjimo institutams. Taip pat atsižvelgiant į tai, kad turto patikėjimo institutas yra perimtas iš bendrosios teisės tradicijos valstybių, darbe yra remiamasi užsienio doktrina, kaip antai, Ugo Mattei mintimis pateikiamomis straipsnyje „Basic Issues of Private Law Codification in Europe: Trust“.

II. Dėstomoji dalis

1. Investicijų valdymo įmonės statusas

Vadovaujantis Finansų įstaigų įstatymo pakeitimais, nuo 2008 m. kovo 1 d. investicijų valdymo įmonė pripažįstama viena iš finansų įmonių. Finansinės paslaugos gali būti licencijuojamos ir nelicencijuojamos. Licencines finansines paslaugas nustato Lietuvos Respublikos įstatymai, vienas iš jų - Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas (toliau tekste „KISĮ“).

KISĮ valdymo įmonę apibrėžia kaip bendrovę, kurios pagrindinė veikla yra investicinių fondų ar investicinių bendrovių valdymas. Taip pat įstatymas numato, kad be pagrindinės veiklos valdymo įmonė turi teisę teikti papildomas paslaugas, kurių viena yra kitų asmenų finansinių priemonių portfelių valdymas¹.

Įmonei, kuri valdo kitų asmenų finansinių priemonių portfelius *mutatis mutandis* taikomi Finansinių priemonių rinkų įstatymo 13 ir 22 straipsniuose nustatyti reikalavimai ir juos įgyvendinantys Vertybinių popierių komisijos teisės aktai².

Šiame darbe didžiaja dalimi bus remiamasi KISĮ nuostatomis dėl kolektyvinio investavimo subjektų valdymo ir Finansinių priemonių rinkų įstatymu bei jį papildančiais poįstatyminiais teisės aktais dėl privačių asmenų finansinių priemonių portfelio valdymo.

2. Kolektyvinio investavimo subjektai

Kolektyvinio investavimo subjektas (toliau tekste „KIS“) – investicinis fondas ar investicinė bendrovė, kurių sudarymo vienintelis tikslas - KISĮ nustatyta tvarka siūlant investicinius vienetus ar akcijas, kaupti asmenų lėšas ir padalijant riziką jas kolektyviai investuoti į įstatyme nurodytą turtą laikantis įstatyme nustatytų investavimo reikalavimų³.

¹ Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 4 str. 1 d. 1 p.

² Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 4 str. 6 d.

³ Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str. 15 d.

2.1. Esminiai KIS bruožai

Lietuvos KISĮ nustato dvi galimas subjektų veiklos formas: investicinis fondas arba investicinė kintamojo kapitalo bendrovė (toliau tekste „IKKB“). Pažymėtina, kad Lietuvoje yra registruota tik viena IKKB („NSEL 30 indekso fondas“). To priežastis yra paprasta – „NSEL 30 indekso fondas“ yra pirmas kolektyvinio investavimo subjektas Lietuvoje. Jam kuriantis nebuvo galimybės steigti investicinius fondus, nes tuo metu galiojo 1995 m. Lietuvos Respublikos investicinių bendrovių įstatymas. Tik 2003 m. liepos 4 d. buvo priimtas Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas, kuris numatė naują veiklos formą – investicinį fondą. IKKB veiklos forma nėra tokia patraukli, nes IKKB yra juridinis asmuo – jo steigimo dokumentas yra įstatai, jis privalo šaukti visuotinį akcininkų susirinkimą, jei valdymas nėra perduotas valdymo įmonei, turi būti sudaroma valdyba ir administracija, etc. Dėl šių priežasčių valdymo įmonės mieliau renkasi investicinio fondo formą, nes jo sudarymui pakanka valdymo įmonės valdybos ir Vertybinių popierių komisijos (toliau tekste „Komisija“) pritarimo sudarymo dokumentams.

2007 m. spalio 25 d. buvo priimta nauja KISĮ redakcija (įsigaliojo 2008 m. kovo 1 d.), kuri sukėlė nemažą ažiotažą Lietuvos finansų sektoriuje. Pagrindinė naujovė – specialieji KIS, kuriems, priešingai nei suderintiems KIS, nėra taikoma 1985 m. gruodžio 20 d. direktyva Nr. 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS), derinimo (toliau tekste „UCITS direktyva“).

KISĮ išskiria dvi grupes KIS: suderintieji KIS ir specialieji KIS. Suderintasis KIS – UCITS tipo subjektas, kurio lėšos siekiant padalyti riziką investuojamos į perleidžiamuosius vertybinius popierius ir (arba) kitą KISĮ numatytą likvidų turtą ir kurio perleidžiamieji vertybiniai popieriai (investiciniai vienetai arba akcijos) turi būti išperkami bet kada jų turėtojui pareikalavus.

Specialusis KIS – kolektyvinio investavimo subjektas, kurio investiciniai vienetai ar akcijos negali būti platinami kitoje valstybėje narėje ir kuriam netaikomi Europos Sąjungos teisės reikalavimai.⁴ Specialieji KIS skirstomi į rūšis ir tipus.

⁴ Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str. 28 d.

Pagal tipą gali būti atviri arba uždari specialieji KIS. Uždaro tipo investicinė bendrovė – akcinė bendrovė, išleidžianti fiksuotą skaičių akcijų, išperkamų pasibaigus akcinės bendrovės įstatuose numatytam veiklos laikotarpiui arba kitu jos įstatuose iš anksto nustatytu laiku.⁵ Uždaro tipo investicinis fondas – tai fondas, kurio investiciniai vienetai gali būti išperkami tik pasibaigus jo taisyklėse numatytam veiklos laikotarpiui arba kitu taisyklėse iš anksto nustatytu laiku. Uždaro tipo investiciniams fondams taikomi tie patys reikalavimai kaip ir atviro tipo specialiesiems investiciniams fondams. Šio fondo taisyklėse gali būti nustatytas ribotas dalyvių ir (arba) fondo investicinių vienetų skaičius.

Specialiųjų KIS rūšys yra šios:

1) kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius KIS - labai panašūs į suderintuosius KIS, tačiau jiems taikomi mažesni diversifikavimo reikalavimai;

2) nekilnojamojo turto KIS – investuoja į nekilnojamojo turto objektus ir (ar) nekilnojamojo turto bendroves. Taip pat šie KIS gali investuoti į kitus įstatymo nustatytus investavimo objektus (VP, indėliai ir kt.), tačiau ne daugiau kaip 20 procentų KIS turtą sudarančių grynujų aktyvų;

3) privataus kapitalo KIS - be kitų įstatyme minimų investavimo objektų, šie KIS taip pat gali investuoti į naujai steigiamų įmonių ir (arba) veikiančių įmonių, kurių išleisti perleidžiamieji vertybiniai popieriai nėra įtraukti į prekybą, vertybinius popierius bei pinigų rinkos priemones. Šiam KIS yra daug mažesni diversifikavimo reikalavimai - į vienos įmonės perleidžiamuosius vertybinius popierius ar pinigų rinkos priemones gali būti investuota iki 30 procentų KIS turtą sudarančių grynujų aktyvų. Taip pat jų ypatybė ta, kad jie gali būti skirti tik profesionalams⁶, tokiu atveju yra žymiai mažesni reikalavimai informacijos skelbimui;

⁵ Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str. 33 d.

⁶ Profesionalusis investuotojas – kolektyvinio investavimo subjekto, kurio sudarymo dokumentuose numatyta mažiausia investuojama suma yra 50 000 arba daugiau eurų, dalyvis bei Finansinių priemonių rinkų įstatyme apibrėžtas profesionalusis klientas (Profesionalusis klientas – klientas, kuris turi pakankamai žinių, įgūdžių ir patirties pagrįstiems investiciniams sprendimams savarankiškai priimti, gali tinkamai įvertinti su tuo susijusią riziką ir atitinka profesionaliesiems klientams nustatytus kriterijus. Profesionaliaisiais klientais be atskiro pripažinimo laikomi:

1) licencijuoti ir (arba) kitu būdu prižiūrimi subjektai, veikiantys finansų rinkose, – kredito įstaigos, finansų maklerio įmonės, kitos licencijuotos ir (arba) prižiūrimos finansų įstaigos, draudimo įmonės, kolektyvinio investavimo subjektai ir jų valdymo įmonės, pensijų fondai ir jų valdymo įmonės, prekiautojai biržos prekėmis ir išvestinėmis priemonėmis dėl biržos prekių, ateities sandoriais savo sąskaita prekiaujantys asmenys ir kiti instituciniai investuotojai. Šiame punkte nurodyti profesionalieji klientai apima Europos Sąjungos valstybėse narėse ir trečiojoje šalyse licencijuotus ir (arba) prižiūrimus subjektus;

4) KIS, investuojantys į kitus kolektyvinio investavimo subjektus - praktikoje žinomi kaip fondų fondai. Valdymo įmonei ši rūšis gali pasirodyti patraukli, kai siekiama turėti labiau pasyviai nei aktyviai valdomą KIS. Tokiu atveju valdytojui nereikia atlikti detalios analizės ieškant tinkamų pozicijų, galima tiesiog parinkti KIS, kurie atitinka norimus kriterijus (geografinius, sektorinius, etc.);

5) alternatyvūs KIS - šių KIS dalyviais gali būti tik profesionalieji investuotojai. Alternatyvaus KIS turtas gali būti investuojamas į visus įstatyme nustatytus suderintiems ir specialiesiems kolektyvinio investavimo subjektams leistinus investuoti investavimo objektus. Valdymo įmonė turi tik užtikrinti, kad KIS turtas būtų investuojamas griežtai laikantis jo sudarymo dokumentuose apibrėžtos investavimo strategijos. Taip pat pažymėtina, kad alternatyvaus fondo valdymo įmonė neprivalo viešai skelbti viso prospekto, sutrumpinto prospekto, kiekvienų finansinių metų ataskaitos bei pusmečio ataskaitos.

Įdomi naujovė yra sudėtiniai KIS, kuriuos sudarytų atskiri subfondai. Praktikoje tai vadinama „skėtine“ sistema, kai po tokio vieno „skėčiu“ yra keli atskiri fondai. Nors KISĮ nėra tiksliai pasakyta kokie yra reikalavimai subfondams, neoficiali Komisijos nuomonė yra, kad subfondai turi būti tokios pačios grupės (t.y. sudėtinį fondą negali sudaryti suderinti fondai ir specialūs fondai). Šios sistemos esmė yra sudaryti galimybę investuotojui mainyti vieno subfondo vienetus į kito subfondo vienetus. Taip valdymo įmonė turi didesnes galimybes išlaikyti savo klientą, o investuotojas nesulaukęs metų termino gali pakeisti fondą nemokėdamas mokesčių valstybei.

2) didelės įmonės, atitinkančios bent 2 iš šių kriterijų: balanse nurodyto turto vertė – ne mažiau kaip 20 milijonų eurų; pardavimo grynosios pajamos – ne mažiau kaip 40 milijonų eurų; nuosavos lėšos – ne mažiau kaip 2 milijonai eurų;

3) šalių vyriausybės ir savivaldybės, valstybės skolos valdymą vykdančys subjektai, centriniai bankai, Pasaulio bankas, Tarptautinis valiutos fondas, Europos centrinis bankas, Europos investicijų bankas ir kitos panašios tarptautinės ir tarpvalstybinės institucijos;

4) kiti instituciniai investuotojai, kurių pagrindinė veiklos sritis yra investavimas į finansines priemones, įskaitant subjektus, kurie verčiasi turto investavimu ar dalyvauja kituose finansavimo sandoriuose.)

2.2. KISĮ aiškinimo problemos

2.2.1. Alternatyvūs KIS

Naujasis KISĮ sudaro labai modernaus ir liberalaus reguliavimo išpūdį. Lietuvos Investicijų valdymo įmonių asociacijos (toliau tekste „Asociacija“) nuomone įstatymas savo esme yra artimas Liuksemburgo, vienos iš pažangiausių valstybių šioje srityje, reguliavimui. Liuksemburgo SICAR įstatymas laikomas vienu moderniausiu pagal pateikiamą investavimo mechanizmą. Tiesa, šis įstatymas taikomas tik juridiniams asmenims, kurie savo esme yra artimi IKKB.

SICAR numato, kokios juridinių asmenų formos gali tapti SICAR, kokie reikalavimai yra keliami kapitalui, vadovams, depozitoriumui, kokia informacija turi būti pateikiama vietinei priežiūros institucijai, etc. Pagrindinis bruožas, kodėl SICAR yra toks patrauklus – visa investavimo strategija, diversifikavimas, investavimo tvarka yra aptariami sudarymo dokumentuose. Pats įstatymas nenumato jokių reikalavimų diversifikavimui, jokio investavimo objektų sąrašo ar investavimo tvarkos. Tiesa, tokia plati diskrecija yra palikta todėl, kad SICAR yra skirtas tik profesionaliems investuotojams.⁷

Ši SICAR liberali dvasia palietė ir dabartinį KISĮ. Alternatyvus KIS savo esme yra tikrai artimas Liuksemburge reglamentuojamam investavimo mechanizmui. Į alternatyvų KIS gali investuoti tik profesionalieji investuotojai, jam leidžiama investuoti į visus KISĮ numatytus investavimo objektus, jam netaikomi įstatyme numatyti diversifikavimo reikalavimai.

Tačiau, kad alternatyvūs KIS galėtų funkcionuoti kaip vienas pažangiausių investavimo mechanizmų, kliūčių neturėtų sudaryti Komisija. Kaip jau buvo minėta, KIS gali pradėti funkcionuoti tik kai jo sudarymo dokumentams pritaria Komisija. Nesena valdymo įmonių praktika parodė, kad Komisija nėra linkusi įstatymo aiškinti taip liberaliai, kaip norėtųsi rinkos dalyviams. Komisijos nuomone KISĮ 87 str. 7 d.⁸ turėtų

⁷ Atoz tax advisers, Luxembourg, „THE 'SOCIÉTÉ D'INVESTISSEMENT EN CAPITAL À RISQUE“, http://www.atoz.lu/fileadmin/template/files/ATOZ_SICAR.pdf.

⁸ Alternatyvaus kolektyvinio investavimo subjekto investicijų portfelis privalo visais atvejais būti diversifikuotas tiek, kad užtikrintų tinkamą investavimo rizikos išskaidymą.

būti aiškinama taikant analogiją privačių KIS reguliavimo, o tai reiškia, kad į vieną objektą galima investuoti ne daugiau 30 procentų turto. Mano nuomone toks Komisijos aiškinimas yra nepagrįstas.

Jei Komisija teigia, kad į vieną objektą maksimaliai gali būti investuojama 30 procentų KIS grynųjų aktyvų vertės, tada ji savaime paneigia alternatyvaus KIS esmę ir labai priartina jį prie privataus kapitalo KIS. Tokiu atveju alternatyvus KIS nuo privataus kapitalo (skirtų neprofesionaliems) skirtusi tik tuo, kad galėtų investuoti į tauruosius metalus ir nekilnojamąjį turtą. Svarbu pažymėti tai, kad nustatyta 30 procentų riba taikoma tik neprofesionaliems investuotojams skirtiems KIS, o profesionaliems skirti privalo tik valdyti savo riziką. Išvada – profesionaliems investuotojams skirti privataus kapitalo KIS į vieną objektą gali investuoti daugiau kaip 30 procentų KIS turto valdydami riziką.

Alternatyvaus fondo esmė yra suteikti investuotojams (pabrėžiu – profesionalams) alternatyvą. Alternatyva reiškia, kad šis KIS savo esme skiriasi nuo kitų KIS. KIS apibrėžime įvardinta, kad kolektyvinio investavimo subjektas – investicinis fondas ar investicinė bendrovė, kurių sudarymo vienintelis tikslas – kaupti asmenų lėšas ir padalijant riziką jas kolektyviai investuoti į šiame įstatyme nurodytą turtą laikantis šiame įstatyme nustatytų investavimo reikalavimų.

Tikslu išskaidyti riziką įstatymas nustato diversifikavimo reikalavimus. Alternatyvaus fondo ypatumas yra tas, kad jam netaikomi įstatyme nustatyti diversifikavimo reikalavimai ir jis turėtų turėti galimybę nediversifikuoti portfelio. Šio fondo tikslas yra sudaryti galimybę profesionaliems investuotojams investuoti į aukštą riziką pasižymintį subjektą, kuris turi aiškų investavimo objektų sąrašą. Nei vienam, nei kitam KIS nėra nustatytas reikalavimas sudarymo dokumentuose turėti baigtinį investavimo objektų sąrašą.

Įstatymų leidėjas labiau saugo tuos investuotojus, kurie yra neprofesionalūs, t.y. neturi reikiamų žinių ir patirties. Pagrindinis būdas apsaugoti tokių investuotojų interesus – užtikrinti, kad rizika būtų išskaidoma nustatant diversifikavimo reikalavimus. Įstatymų leidėjas neprofesionalius investuotojus apsaugo nuo rizikos, kylančios investuojant į alternatyvius KIS, drausdamas jiems būti jų dalyviais.

Profesionalūs investuotojai turi reikiamą patirtį ir žinias, todėl gali įvertinti riziką. Šiuo atveju investuotojų teisių apsauga yra tai, kad investavimo objektas (ar objektai) yra įvardinti sudarymo dokumentuose ir valdymo įmonei draudžiama nukrypti nuo įtvirtintos investavimo strategijos. Jei yra draudžiama alternatyviems fondams investuoti iki 100 procentų į vieną objektą, tada toks draudimas yra laikytinas ne investuotojų teisių apsauga, o priešingai – investuotojų teisių pažeidimu. Alternatyvus KIS turi sudaryti galimybę profesionaliems investuotojams investuoti į KIS, kuris iki 100 procentų investuoja į vieną objektą, jei tokie yra jų interesai.

Taip pat abejotina laikytina nuostata dėl investavimo objektų⁹. Asociacija mano, kad alternatyvus KIS neturėtų riboti KISĮ numatytas investavimo objektų sąrašas. Toks subjektas turėtų turėti galimybę sudarymo dokumentuose numatyti ir kitus investavimo objektus. Dėl šios priežasties Asociacija KISĮ pakeitimo projekte siūlo 87 straipsnio 3 dalį išdėstyti taip:

„3. Alternatyvus kolektyvinio investavimo subjektų turtas gali būti investuojamas į visus šiame įstatyme nustatytus suderintiesiems ir specialiesiems kolektyvinio investavimo subjektams leistinus investuoti investavimo objektus ir kitus investavimo objektus, nurodytus sudarymo dokumentuose ir prospektuose, laikantis šiame skirsnyje nustatytų specialiųjų reikalavimų ir kolektyvinio investavimo subjekto investavimo strategijos. „

2.2.2. Nekilnojamojo turto KIS

Pateikta pozicija parodo, kokios problemos kyla interpretuojant ir aiškinant naująjį KISĮ. Šios problemos kyla ne tik Komisijai, bet taip pat ir kitoms valstybės įstaigoms, visų pirma, V. į. Registrų centras. KISĮ 74 str. 1 d. 1 p. numato, kad nekilnojamojo turto kolektyvinio investavimo subjekto turtą gali sudaryti atskirą nekilnojamojo turto objektą sudaranti žemė, pastatai ir (arba) patalpos, įregistruotos nekilnojamojo turto kolektyvinio investavimo subjekto vardu. Tai reiškia, kad nekilnojamasis turtas privalo būti įregistruotas KIS vardu. Tačiau V.į. Registrų centras atsisako tai daryti, teigdamas, kad galiojantys įstatymai numato galimybę registruoti turtą tik asmenų vardu, o investicinis

⁹ Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 87 str. 3 d. „Alternatyvus kolektyvinio investavimo subjektų turtas gali būti investuojamas į visus šiame įstatyme nustatytus suderintiesiems ir specialiesiems kolektyvinio investavimo subjektams leistinus investuoti investavimo objektus, laikantis šiame skirsnyje nustatytų specialiųjų reikalavimų ir kolektyvinio investavimo subjekto investavimo strategijos.“

fondas nėra asmuo. Iš pirmo žvilgsnio galima pamanyti, kad problemos nebūtų, jei 74 str. 1 d. 1 p. nebūtų sakinio „įregistruotos nekilnojamojo turto kolektyvinio investavimo subjekto vardu“.

Tokia mintis gali kilti perskaičius V. į. Registrų centras atsakymą, kuriame teigiama, kad investicinį fondą sudarantį turtą būtų galima registruoti valdymo įmonei, bet ne investiciniam fondui, nes įmonė jį valdo patikėjimo teise.¹⁰

Tačiau žvilgtelėjus į Nekilnojamojo turto registro įstatymo 11 str. paaiškėja, kad tik valdymo įmonei teisių registruoti nepakaktų.

Nekilnojamojo turto registro įstatymo 11 str.:

1. Nekilnojamojo turto registre registruojamos šios daiktinės teisės į nekilnojamąjį daiktą:

- 1) nuosavybės teisė;
- 2) turto patikėjimo teisė;
- 3) valdymas kaip savarankiška daiktinė teisė;
- 4) servitutas;
- 5) uzufuktas;
- 6) užstatymo teisė (superficies);
- 7) ilgalaikė nuoma (emphyteusis).

Nekilnojamojo turto nuosavybės teisė priklausytų ne valdymo įmonei, o investicinio fondo bendraturčiams, todėl nuosavybės teisė turi būti registruojama fondo vardu, o patikėjimo teisė – valdymo įmonės vardu, nes ji priima visus sprendimus, susijusius su disponavimu nekilnojamuoju turtu.

Dar daugiau, Nekilnojamojo turto registro įstatymo 20 str. 1 d. nustato, kad kai registruojama bendroji dalinė nuosavybės teisė į nekilnojamąjį daiktą, nekilnojamojo

¹⁰ V. Į. Registrų centras atsakymas investicijų valdymo įmonių asociacijos prezidentui Sauliui Racevičiui 2008-06-17 Nr. (1.7./1100)s-4309

turto registre nurodomi visi bendraturčiai ir jų nuosavybės teisės dalys. Suprantama, kad objektyviai yra neįmanoma nurodyti visus investicinio fondo bendraturčius registre, nes jų gali būti labai daug bei jie gali labai dažnai keistis.

Šios problemos sprendimo galimybės yra dvi:

1. padaryti pakeitimus reikiamuose teisės aktuose, arba
2. kitaip aiškinti galiojančius teisės aktus.

Pirmas variantas suteikia didesnę aiškumą, tačiau yra sudėtingesnis ir ilgiau trunkantis, todėl priimtinesnis galbūt būtų antrasis variantas, t.y. kad V. į. Registrų centras interpretuotų investicinį fondą kaip visumą jį sudarančio turto savininkų (tiek fizinių, tiek juridinių asmenų). Teisė yra viena sistema. Pagal mūsų įstatymus turto savininku gali būti tik fizinis ar juridinis asmuo (t.y. ne gyvūnas ar dar kas nors). Todėl logiška, kad ir registruojama tik asmenų vardu, o investicinis fondas yra tik darinys, už kurio stovi tie patys asmenys.

2.3. KIS reguliavimo spragos

Be jau įvardintų teisės aktų aiškinimo problemų naujas KISĮ turi ir kitų aspektų, kurie gali būti vertinami dviprasmiškai. Šie aspektai yra susiję su valdymo įmonių, investuotojų ir trečiųjų asmenų, ypač kreditorių, tarpusavio santykiais.

2.3.1. Valdymo įmonės atsakomybė

KISĮ 51 str. 3 d. numatyta, kad jei dalijimo metu paaiškėja, kad investicinį fondą sudarančio turto padengti jo sąskaita priimtoms prievolėms nepakanka, likusias prievoles privalo įvykdyti valdymo įmonė.

KISĮ 2 str. 11 d. investicinį fondą apibrėžia kaip veiklos formą, kai bendrosios dalinės nuosavybės teise juridiniams ar fiziniams asmenims priklausanti turtą valdymo įmonė valdo patikėjimo teise. KISĮ 32 str. nustato, kad investicinį fondą sudarantis turtas yra jo dalyvių bendroji dalinė nuosavybė. Valdymo įmonė investicinį fondą sudarantį turtą valdo, naudoja ir juo disponuoja turto patikėjimo teise. Į investicinį fondą sudarantį turtą draudžiama nukreipti išieškojimą pagal valdymo įmonės ar fondo dalyvių prievoles.

Investicinio fondo dalyvio kreditoriai turi teisę nukreipti savo reikalavimus fondo dalyviui tik į dalyviui priklausančius investicinio fondo investicinius vienetus. Kiekvieną investicinį fondą sudarantis turtas turi būti atskirtas nuo valdymo įmonės ir kito jos valdomo kolektyvinio investavimo subjekto turimo turto ir įtraukiamas į apskaitą atskirai.

Šių normų sisteminė analizė leidžia teigti, kad investicinis fondas yra kaip *sui generis* ribotos atsakomybės juridinis asmuo. *Sui generis*, nes neturi juridinio asmens statuso, t.y. negali pats tiesiogiai prisiimti teisių ir pareigų, todėl veikia per valdymo įmonę. Ribotos atsakomybės, nes investicinio fondo turtas priklauso fiziniams ir/ar juridiniams asmenims, bet ne valdymo įmonei, ir yra atskiras. Pažvelgus į kito kolektyvinio investavimo subjekto – investicinės kintamojo kapitalo bendrovės – reglamentavimą, matome, kad šis subjektas yra pripažįstamas juridiniu asmeniu ir teises bei pareigas gali prisiimti pats (jei valdymas neperduotas valdymo įmonei), o jo forma yra akcinė bendrovė, t.y. ribotos atsakomybės juridinis asmuo. Kolektyvinio investavimo subjektų tikslas yra toks pats – pritraukti investuotojų lėšas ir jas didinti. Tiek investicinė kintamojo kapitalo bendrovė, tiek investicinis fondas veikia kaip atskiri subjektai, kurių turtas yra atskiras nuo kitų subjektų ar valdymo įmonės turto, todėl būtų neteisinga aiškinti, kad vienas subjektas atsako tik savo turto, o už kito subjekto (šiuo atveju investicinio fondo) prievolės taip pat turėtų atsakyti ir valdymo įmonė. Dar daugiau, jei vienas iš valdomų fondų, kuris yra didelės rizikos, pasiekia kritinę ribą ir yra likviduojamas, kodėl tokiu atveju už jo prievolės atsakant valdymo įmonei turėtų nukentėti kitų valdomų KIS dalyviai?

Atsižvelgiant į kolektyvinio investavimo subjektų prigimtį ir tikslus, manau, kad KISĮ 51 str. 3 d. yra kolizinė norma, kuri kertasi su viso reguliavimo logika ir turėtų būti panaikinta.

Komisijos nuomonė šiuo klausimu yra tokia: „Valdymo įmonė kolektyvinio investavimo subjektų (investicinių fondų ar investicinių bendrovių) turtą valdo patikėjimo teisės pagrindais. Patikėjimo teisės turinį nustato Lietuvos Respublikos civilinio kodekso (toliau – CK) 6 knygos L skyriaus nuostatos. Tais atvejais, kai investicinį fondą sudarančio turto padengti jo sąskaita prisiimtoms prievolėms nepakanka, likusias prievolės privalo įvykdyti valdymo įmonė (KISĮ 51 str. 3 d.). Įstatymas tiesiogiai nenurodo, kaip turi būti elgiamasi tuomet, kai investicinės bendrovės turto valdymas perduotas valdymo įmonei, o investicinės bendrovės turto padengti jos sąskaita prisiimtoms prievolėms neužtenka. Komisijos nuomone, tokiu atveju turėtų būti

vadovaujamosi teleologiniu ir sisteminiu teisės aiškinimo metodais ir taikoma CK 6.965 str. 4 d. – įsipareigojimams padengti naudojamas patikėtas turtas, jei šio turto nepakanka, tai išieškoma iš patikėtinio turto, o kai neužtenka ir šio turto, - iš patikėtojo kito turto. Atsižvelgiant į prieš tai išdėstyta, manome, kad KISĮ 51 str. 3 d. neprieštarauja CK 6.965 str. 4 d. ir todėl nelaikytina kolizine norma. KISĮ 32 str. 4 d. nustato, kad kiekvieną investicinį fondą sudarantis turtas turi būti atskiras nuo valdymo įmonės ir kito jos valdomo kolektyvinio investavimo subjekto turimo turto ir įtraukiamas į apskaitą atskirai. Dėl to likviduojant vieną valdymo įmonės valdomą fondą, kitų jos kolektyvinio investavimo subjektų dalyviai nenukentėtų.“¹¹

Su Komisijos nuomone, kad KISĮ 51 str. 3 d. nesikerta su KIS reguliavimo esme, nesutinka ne tik atskiri finansų rinkos dalyviai, bet ir Asociacija, kuri KISĮ pakeitimo projekte siūlo 51 str. 3 d. išdėstyti taip „Investicinio fondo dalijimo metu paaiškėjus, kad investicinį fondą sudarančio turto padengti jo sąskaita priimtoms prievolėms nepakanka, valdymo įmonė neprivalo vykdyti likusių prievolių, jei ji tinkamai vykdė šiame įstatyme ir investicinio fondo taisyklėse jai numatytas pareigas.“

Atkreiptinas dėmesys, kad tokia Komisijos nuomonė kelia susirūpinimą net tik todėl, kad joje pasigendama svarių argumentų, bet didžiąją dalimi todėl, kad ji parodo Komisijos nekompetenciją aiškinant KIS reglamentuojančias teisės normas. Civilinio kodekso ketvirtos knygos VI skyrius nustato pamatines turto patikėjimo teisės nuostatas. Šio skyriaus 4.108 str. numato, kad turto patikėjimo teisės atsiradimo pagrindas gali būti: įstatymas, administracinis aktas, sutartis, testamentas, teismo sprendimas. Komisijos nuomonė, kad turto patikėjimo teisės turinį nustato 6 knygos L skyriaus nuostatos yra visiškai nesuprantama, nes šios nuostatos yra Civilinio kodekso dalyje, kuri reglamentuoja atskiras sutarčių rūšys, tuo tarpu KIS veiklą reglamentuoja įstatymas ir būtent jis yra turto patikėjimo teisės atsiradimo pagrindas, tuo pačiu nustatantis ir jos turinį. Investicinis fondas – veiklos forma, kai bendrosios dalinės nuosavybės teise juridiniams ar fiziniams asmenims priklausantis turtas valdymo įmonės valdomas patikėjimo teise laikantis šiame įstatyme ir investicinio fondo taisyklėse nustatytos tvarkos ir sąlygų.¹²

¹¹ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-07-29 Nr. 06-1163-(7.6-04)

¹² Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str. 11 d.

Komisijos netinkamą aiškinimą patvirtina ir pozicija, išreikšta investicinio fondo skolinimosi klausimu. Komisija, atsakydama į susirūpinimą dėl to, kad nors naujas KISĮ numato galimybę skolintis investicinio fondo sąskaitą, visgi bankai nėra linkę to daryti, atsakė, kad „Valdymo įmonė investicinį fondą sudarantį turtą valdo, naudoja ir disponuoja turto patikėjimo teise. Tokiu atveju visi įsipareigojimai kylantys iš kolektyvinio investavimo subjekto sąskaita sudarytų paskolos sutarčių būtų vykdomi iš investicinį fondą sudarančio turto (LR Civilinio kodekso 6.963 str. 2 d.).“¹³ Sunkiai suprantama, kodėl Komisija ir čia remiasi Civiliniu kodeksu, o ne KISĮ.

Minėti teisės aiškinimo pavyzdžiai kelia susirūpinimą, nes valstybės institucija, kuri turi padėti įstatymų leidėjui pasiekti tikslus, kuriais remiantis buvo priimtas įstatymas, ir kuri turėtų suteikti teisinį aiškumą rinkos dalyviams, elgiasi priešingai.

2.3.2. Investicinio fondo dalyvių atsakomybė

Nagrinėjant KISĮ paaiškėjo dar viena neaiškumas – investicinio fondo dalyvių atsakomybės ribų klausimas. KISI niekur nėra pasakyta, kad investicinio fondo dalyvio atsakomybė yra ribota jam priklausančiu fondo turtu, o tai kelia riziką, jog iškilus konkrečiam atvejui, Lietuvos teismai gali pasižiūrėti investuotojui nepalankiu kampu ir pasakyti, kad jo atsakomybė yra neribota. Pažymėtina, kad IKKB atveju, dalyvio atsakomybė yra ribota, todėl tiek IKKB, tiek investicinio fondo dalyviams dalyvavimo sąlygos neturėtų skirtis.

Asociacija KISĮ pakeitimo projekte siūlo papildyti 32 straipsnio 3 dalį nauju sakiniu „Investicinio fondo dalyvis už investicinio fondo vardu priimtus įsipareigojimus atsako tik visų dalyviui priklausančių investicinio fondo vienetų verte.“

¹³ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-07-25 Nr. 06-1130-(11.15-04)

2.3.3. Uždari KIS

Kita problema yra susijusi su uždaro tipo KIS reglamentavimu. Pagal KISĮ 2 straipsnio 15 d. pateiktą apibrėžimą KIS suprantamas kaip investicinis fondas ar investicinė bendrovė, kurių sudarymo vienintelis tikslas – KISĮ 13 dalyje nustatyta tvarka siūlant investicinius vienetus ar akcijas, kaupti asmenų lėšas ir padalijant riziką jas kolektyviai investuoti į KISĮ nurodytą turtą laikantis KISĮ nustatytų investavimo reikalavimų.

Abejones kelia tai, kad apibrėžime yra nurodytas vienintelis KIS tikslas. KISĮ 13 str. nustato, kad investicinių vienetų arba akcijų siūlymas - tai siūlymas investuoti per visuomenės informavimo priemones, reklamą arba kitais būdais, kai kreipiamasi į daugiau kaip 100 asmenų. Tol, kol yra kalbama apie suderintuosius ar atviro tipo specialiuosius KIS, šis apibrėžimas tinka, tačiau kuriant uždaro tipo KIS (ypatingai pasinaudojus 91 str. numatyta galimybe nustatyti ribotą dalyvių ratą) šis apibrėžimas tampa prieštaraujantiu. Pažymėtina, kad UCITS direktyvoje KIS apibrėžiami liberaliau, t. y. tikslas nėra įvardijamas. Pagal pačią direktyvą UCITS yra KIS:

- ✓ kurių vienintelis tikslas yra iš visuomenės pritraukto kapitalo kolektyvinis investavimas į perleidžiamus vertybinius popierius ir (arba) kitą finansinį turtą ir kurie veikia vadovaudamiesi rizikos skaidymo principu, ir

- ✓ kurių investiciniai vienetai savininkų pageidavimu yra tiesiogiai ar netiesiogiai atperkami ar išperkami už tų subjektų turtą. Veiksmai, kurių imasi UCITS, siekdamas užtikrinti, kad jo investicinių vienetų biržos vertė labai nesiskirtų nuo jo grynojo turto vertės, laikomi lygiaverčiais tokiam atpirkimui ar išpirkimui.

Taip išeina, kad pagal dabar galiojantį KISĮ, jei KIS nėra siūlomas viešai – jis nėra KIS, kas savaime yra absurdiška.

Dar daugiau, jei įsigyti KIS yra siūloma viešai, galima teigti, kad toks siūlymas prilygsta viešai ofertai, nurodytai Civilinio kodekso 6.171 str. 1 d. Remiantis bendromis sutarčių teisės taisyklėmis, asmuo, pateikęs viešą ofertą, negali atsisakyti sudaryti sutarties su asmeniu, kuris į ją kreipiasi. Tačiau kaip šias nuostatas reikėtų aiškinti tikslinio KIS atveju? Komisija yra išreiškusi nuomonę, kad tiek uždari KIS, tiek atviri KIS gali būti skirti tiksliniams investuotojams: „KISĮ 91 str. 3 d. nurodyta, kad laikantis įstatyme nustatytų investicinių vienetų arba akcijų siūlymui taikomų reikalavimų, UTIF (uždaro tipo investicinio fondo) taisyklėse gali būti nustatytas ribotas dalyvių ir (arba)

fondo investicinių vienetų skaičius. Be to, konkrečių rūšių kolektyvinio investavimo subjektams (šiuo atveju konkrečių rūšių UTIF) taikomos kitos KISĮ nuostatos gali susiaurinti dalyvių ratą, numatydamas jiems papildomus reikalavimus ir taip suteikdamos galimybę sudaryti tikslines dalyvių grupes. Dėl to, manome, kad valdymo įmonė turi teisę steigti uždaro tipo investicinius fondus, skirtus tikslinei investuotojų auditorijai. [...] teisės aktai nedraudžia valdymo įmonei nustatyti papildomus reikalavimus ar ribojimus investuojantiems į atviro tipo KIS, todėl manome, kad atviro tipo KIS gali būti skirti tikslinei investuotojų auditorijai.“¹⁴

Jei KIS gali būti skirtas tiksliniams investuotojams, tai reiškia, kad net tuo atveju, jei įsigyti vienetus ar akcijas siūloma viešai, valdymo įmonė turi teisę atsisakyti parduoti vienetus (ar akcijas) asmeniui, kuris neatitinka tikslinio investuotojo kriterijų. Kita vertus, galbūt probleminės situacijos būtų galima išvengti, jei viešame siūlyme būtų aiškiai pateikti investuotojo kriterijai ir tai savaime apibrėžtą ratą asmenų, kuriems oferta yra skiriama.

2.4. Lietuvoje įsteigtų KIS konkurencingumas Europos Sąjungos rinkoje

Europos sąjunga, siekdama suvienodinti reikalavimus, keliamus KIS ir palengvinti galimybes juos platinti visoje Bendrijos rinkoje, 1985 m. gruodžio 20 d. priėmė direktyvą Nr. 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS), derinimo (toliau tekste „UCITS direktyva“).

Direktyva reguliuoja tik tuos KIS, kurie yra UCITS. Pagal direktyvą UCITS tai KIS, kurie yra:

- ✓ atviri;
- ✓ viešai platinami;
- ✓ atitinka direktyvoje numatytus investavimo ir skolinimosi apribojimus.

Taip pat direktyva numato, kokie KIS nėra laikomi UCITS:

¹⁴ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-06-12 Nr. 06-868-(7.6-04)

- ✓ uždarojo tipo KIS,
- ✓ KIS, kurie pritraukia kapitalą neskatinami savo investicinių vienetų pardavimo viešai Bendrijoje ar kurioje nors jos dalyje,
- ✓ KIS, kurių investiciniai vienetai pagal fondų taisykles ar investicinės bendrovės steigimo dokumentus gali būti parduodami tik ne valstybės narėse,
- ✓ KIS kategorijos, numatytos valstybių narių, kuriose tokie KIS yra įsikūrę, teisės aktuose, kurioms direktyvoje išdėstytos taisyklės netinka dėl jų investavimo ir skolinimosi politikos.

Todėl Lietuvos KISĮ numato, kad specialiesiems KIS netaikoma Europos Sąjungos teisė ir juos galima platinti tik Lietuvoje.

KISĮ, kuris įgyvendina direktyvą, numato, kad vadinamieji UCITS įstatyme yra vadinami suderintaisiais kolektyvinio investavimo subjektais (toliau tekste SKIS). SKIS galima platinti visoje Bendrijos teritorijoje tiesiog pasirašius platinimo sutartį su vietiniu distributoriumi ir informavus priešžiūros institucijas. Tokia paprasta tvarka leidžia skirtingose valstybėse narėse įsteigtiems SKIS konkuruoti tarpusavyje. Tačiau ar tikrai minėti SKIS yra vienodai konkurencingi? Viena iš priežasčių, kodėl Lietuvos SKIS gali pasirodyti mažiau patrauklūs investuotojams, yra aplinkybė, kad Komisijos manymu KISĮ leidžia tik privataus kapitalo KIS, skirtiems profesionaliems investuotojams, būti sudarytiems iš skirtingų klasių investicinių vienetų ar akcijų.

KISĮ investicinį vienetą apibrėžia kaip perleidžiamąjį vertybinį popierių, kuriuo įrodoma investicinio fondo bendraturčio teisė į investicinį fondą sudarančio turto dalį. Toks įstatymo pateiktas investicinio vieneto apibrėžimas leidžia daryti išvadą, kad pagrindinė investicinio vieneto paskirtis yra įrodyti jo savininko teisę į jam priklausančio fondo turto dalį.

Pats KISĮ tiesiogiai nenumato nei leidimo, nei draudimo investicinio fondo vienetus skirstyti į klases, jis tik įtvirtina, kad privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektai gali būti sudaryti iš skirtingų klasių investicinių vienetų ar akcijų tik tokiu atveju, jei jie yra skirti profesionaliesiems investuotojams (KISĮ 78 str. 3 d.).

Komisija šią KISĮ nuostatą aiškina taip: „bendrosios KIS veiklą reglamentuojančios nuostatos išdėstytos Įstatymo IV skyriaus pirmame skirsnyje, kadangi leidimas KIS investicinius vienetus skirstyti į klases įtvirtintas Įstatymo VII skyriaus ketvirtajame

skirsnyje, kuris taikomas tik privataus kapitalo KIS, tai atsižvelgiant į bendrosios ir specialiosios teisės normų konkurenciją ir vadovaujantis sisteminiu teisės aiškinimo metodu, Įstatymo VII skyriaus nuostatos nereglamentuoja kitų rūšių KIS veiklos.¹⁵

Manau, kad kelių klasių investicinių vienetų ir akcijų buvimas jokių būdu nepažeistų investuotojų teisių. Priešingai – suteiktų galimybę investuoti jiems priimtinesne valiuta arba įsigyti investicinių vienetų (akcijų) palankesnėmis sąlygomis, jei investuojama didesnė suma. Tai ypač svarbu kalbant apie institucinius investuotojus, kuriems pagal užsienio praktiką yra įprasta siūlyti tą patį produktą įsigyti pigiau, t.y. jiems yra taikomas mažesnis valdymo mokestis. Negalint pasiūlyti tokios galimybės sudaromos nepalankios sąlygos konkuruoti su kitose Europos sąjungos šalyse registruotais KIS, kurie turi skirtingų klasių investicinius vienetus (akcijas). Esant dabartiniam reguliavimui, siekiant, kad KIS vienetų (akcijų) įsigytų, pavyzdžiui, instituciniai investuotojai, reiktų kurti dar vieną KIS, kuris savo esme būtų toks pats, tačiau skirtųsi valdymo mokestis ir jis būtų skirtas tik instituciniams investuotojams. Savaiame suprantama, tai reikalautų papildomų kaštų, todėl vėlgi valdymo įmonė būtų statoma į nepalankesnę poziciją lyginant su kitų valstybių valdymo įmonėmis, kurios gali savo KIS sudaryti iš skirtingų klasių investicinių vienetų (akcijų).

Atkreiptinas dėmesys į tai, kad KISĮ numato, kad suderintiesiems kolektyvinio investavimo subjektams taikomi Europos Sąjungos teisės reikalavimai, t.y. jie patenka į UCITS direktyvos veikimo sferą. Pati direktyva subjektus, kuriems ji yra taikoma, vadina KIAVPS (kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektai), (eng. „UCITS“). Direktyvoje nėra tiesioginės nuostatos, kad KIAVPS negali būti skirtingų klasių.

Šią poziciją taip pat patvirtina ir užsienio praktika. Pavyzdžiui, East Capital (Lux) Eastern European Fund sutrumpintame prospekte teigiama, kad šis fondas veikia pagal 2002 m. gruodžio 20 d. Liuksemburgo kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo (ang. - *Luxembourg law of 20 December 2002 on undertakings for collective investment*) I dalį (angl. - *Part I UCITS*). Pagal minėtąjį įstatymą kolektyvinio investavimo subjektai yra skirstomi į UCITS ir UCI. UCITS yra tokie subjektai, kuriems yra taikomi Europos Sąjungos teisės reikalavimai, t.y. UCITS direktyva. Taip pat pažymėtina, kad šiame įstatyme, kaip ir KISĮ, nėra nuostatų, kurios draustų ar leistų investicinius vienetus skirstyti į klases. East Capital (Lux) Eastern European Fund investiciniai vienetai yra

¹⁵ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-06-12 Nr. 06-867-(10.12-04)

kelių klasių. Tai patvirtina, kad UCITS (KIAVPS) tipo investiciniai fondai gali būti sudaryti iš skirtingų klasių ir tai nesikerta su Europos Sąjungos teisės reikalavimais. Priešingai – vienas iš Europos Sąjungos teisės tikslų yra suderinti valdymo įmonių veiklos laisvę ir investuotojų interesus, todėl Bendrijos teisės aktai numato minimalius reikalavimus, t.y. pagrindines teises, kurias privalo garantuoti įmonės investuotojams, ir tuo pačiu palieka valdymo įmonėms tam tikrą laisvę, kuri yra būtina norint, kad šioje srityje būtų konkurencija. Atsižvelgiant į tai, kad Europos Sąjungoje licencijuota valdymo įmonė gali laisvai teikti savo paslaugas visoje Bendrijoje, negali būti suteikiama vienos valstybės narės valdymo įmonei daugiau teisių, nei kitos. Šiuo atveju East Capital (Lux) Eastern European Fund, kuris gali būti laisvai platinamas Lietuvoje, gali pasiūlyti investuotojams įsigyti skirtingų klasių investicinių vienetų, o Lietuvos Respublikoje įsteigtas KIS – ne. Tokiu atveju yra iškreipiamos konkurencijos sąlygos ir pažeidžiamos principinės Bendrijos nuostatos.

Investicijų valdymo įmonių asociacija KISI pakeitimo projekte siūlo panaikinti 78 straipsnio 3 dalį¹⁶ bei įtraukti 31¹ straipsnį „Investicinių vienetų ar akcijų klasės“ ir išdėstyti jį taip: „Kolektyvinio investavimo subjektas gali būti sudarytas iš skirtingų klasių investicinių vienetų ar akcijų. Tokiu atveju skirtingos investicinių vienetų ar akcijų klasės, jas turinčių investuotojų teisių ir pareigų apimtis turi būti atskleista kolektyvinio investavimo subjekto taisyklėse arba įstatuose bei, jei taikoma, prospekte.“

2.5. UCITS IV direktyva

2009 m. sausio 13 d. Europos Parlamentas pritarė UCITS IV direktyvai. Nors direktyva šiuo metu dar nėra patvirtinta Tarybos, finansų sektorius jau pradeda ruošti naujos direktyvos įgyvendinimui, kurio terminas yra 2011 metai.

¹⁶ Tik profesionaliesiems investuotojams skirto privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektas gali būti sudarytas iš skirtingų klasių investicinių vienetų ar akcijų. Tokiu atveju skirtingos investicinių vienetų ar akcijų klasės, jas turinčių investuotojų teisių ir pareigų apimtis turi būti atskleisti kolektyvinio investavimo subjekto taisyklėse bei, jei taikoma, prospektuose.

UCITS IV direktyva numato kelias esmines naujoves¹⁷:

1. Esminės informacijos dokumentas (angl. *Key Information Document*).
2. Prekybos tarp valstybių narių (angl. *cross-border*) sąlygų gerinimas.
3. Finansuojamųjų – finansuojančiųjų (angl. *master – feeder*) UCITS¹⁸ struktūros.
4. Naujos UCITS jungimo taisyklės.
5. Valdymo įmonės pasas.

2.5.1. Esminės informacijos dokumentas

Sutrumpintam prospektui patyrus fiasko dėl jo nepatogumo ir sudėtingumo, ilgai buvo svarstoma galimybė jį pakeisti kažkuo kitu. Naujoji direktyva įtvirtina šių diskusijų vaisių – esminės informacijos dokumentą (KID). Šis dokumentas bus trumpas (apie 2 lapai) ir jo turinys bus vienodas visoje Bendrijoje. Sutrumpinto prospekto pakeitimas KID turėtų palengvinti gyvenimą ne tik investuotojams, bet valdymo įmonėms taip pat.

2.5.2. Cross-border prekybos sąlygų gerinimas

Šiuo metu yra galimybė vienoje valstybėje narėje licencijuotam ir prižiūrimam UCITS savo investicinius vienetus platinti bet kurioje kitoje valstybėje narėje, tačiau dabartinė notifikavimo tvarka yra sudėtinga ir atima daug laiko.

Galiojanti notifikavimo tvarka: UCITS, norintys savo investicinius vienetus platinti kitoje valstybėje narėje, apie šį ketinimą turi pranešti tos valstybės narės priežiūros institucijoms. Priimančios valstybės narės priežiūros institucijos kitos valstybės narės UCITS investicinių vienetų platinimą turi patvirtinti per 2 mėnesius.

¹⁷ Simona Balčiūnaitė, Vertybinių popierių komisija, „Direktyvos 85/611/EEB pakeitimo projektas: UCITS IV“, 2008-08-19.

¹⁸ UCITS – kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektas (angl. *undertakings for collective investment in transferable securities*).

Esminė naujovė – notifikavimo procedūros supaprastinimas:

- ✓ UCITS pateikia pranešimą savo buveinės valstybės narės priežiūros institucijoms. Pranešime pateikiama informacija apie UCITS investicinių vienetų platinimo tvarką (standartinis modelis – priėmus įgyvendinimo priemones). Prie pranešimo turi būti pridedama: fondo taisyklės ar steigimo dokumentai, prospektas, naujausia metų ir pusmečio, jei parengta, ataskaitos, KID.
- ✓ Buveinės valstybės narės priežiūros institucija patikrina, ar pateikti dokumentai yra išsamūs ir ne vėliau kaip per 1 mėnesį nuo pranešimo gavimo dienos perduoda priimančios valstybės narės priežiūros institucijai. Kartu pateikia pažymą (angl. *attestation*), kad UCITS laikosi direktyvoje nustatytų sąlygų.
- ✓ Perdavusi dokumentus, buveinės valstybės narės priežiūros institucija nedelsiant praneša UCITS, kad pastarasis gali pradėti platinti investicinius vienetus.
- ✓ Priimančiosios valstybės narės priežiūros institucijos netikrina *ex-ante* atitikimo nacionalinių teisės aktų nuostatoms.
- ✓ Priimančiosios valstybės narės priežiūros institucijos neturės teisės peržiūrėti, ginčyti ar svarstyti buveinės valstybės narės išduoto leidimo pagrįstumo, prašyti papildomų dokumentų arba ką nors pakeisti.

2.5.3. Finansuojančiųjų - finansuojamųjų UCITS struktūros

Finansuojančiųjų – finansuojamųjų (angl. *master-feeder*) UCITS struktūrų tikslas – sumažinti valdymo sąnaudas apjungiant į vieną sistemą panašius UCITS, sukurtus skirtingiems investuotojų tipams bei su skirtingomis įmokų/atskaitymų struktūromis, išlaikant skirtingus UCITS prekinis ženklus.

Ši struktūra pagrįsta tuo, kad finansuojantysis UCITS savo turtą investuoja į finansuojamojo UCITS portfelį.

- ✓ Finansuojantysis UCITS: ne mažiau 85% turto investuoja į vieną kitą UCITS; likę 15% skirti turėti papildomo likvidaus turto (nustatyti griežti apribojimai). Investuojama gali būti tik į vieną finansuojamąjį UCITS.
- ✓ Finansuojamasis UCITS: privalo turėti bent vieną finansuojantįjį UCITS; negali pats būti finansuojantysis bei investuoti į finansuojantįjį UCITS.
- ✓ Finansuojantysis UCITS ir toliau yra įpareigotas atsižvelgti į savo dalyvių interesus, todėl veiksmingai prižiūri finansuojamojo UCITS veiklą, užtikrina investicinių vienetų išpirkimą dalyvio prašymu.
- ✓ Finansuojamasis UCITS netaiko platinimo ar išpirkimo atskaitymų finansuojančiajam UCITS.
- ✓ Jei finansuojamasis UCITS likviduojamas, likviduojamas ir finansuojantysis UCITS (yra išimčių).
- ✓ Jei finansuojamasis UCITS jungiamas arba skaidomas, finansuojantysis UCITS likviduojamas (yra išimčių).

2.5.4. Naujos UCITS jungimo taisyklės

Esminė naujovė yra, kad teisę jungtis turės visi UCITS (ir jų investiciniai padaliniai) nepaisant jų teisinės formos. Jungtis galės tiek fondai veikiantys skirtingose narėse (angl. *cross-border*), tiek vienos valstybės viduje (angl. *domestic*).

Jungimu laikoma:

- ✓ Kai vienas ar daugiau UCITS be likvidavimo procedūros visą turtą ir įsipareigojimus perleidžia kitam veikiančiam UCITS už savo dalyviams išleistus po jungimo veiksiančio UCITS vienetus ir, jei taikoma, išmoką grynaisiais pinigais, neviršiančią 10% tų investicinių vienetų (prijungimas);
- ✓ Kai du ar daugiau UCITS be likvidavimo procedūros visą turtą ir įsipareigojimus perleidžia UCITS, kurį jie sukuria, už savo dalyviams išleistus po jungimo

veikiančio UCITS vienetus ir, jei taikoma, išmoką grynaisiais pinigais, neviršiančią 10% tų investicinių vienetų GAV (sujungimas);

- ✓ Kai vienas ar daugiau UCITS be likvidavimo procedūros perleidžia turtą kitam veikiančiam UCITS, o neįvykdyti po jungimo pasibaigusio UCITS įsipareigojimai įvykdomi vėliau.

Jungimo procedūra:

1. Dokumentų pateikimas. Po jungimo pasibaigiantis UCITS savo priežiūros institucijai pateikia: siūlomo projekto jungimo sąlygas, po jungimo veikiančio UCITS prospektą ir KID, po jungimo pasibaigusio ir veikiančio UCITS depozitoriumų pažymą.
2. Siūlomo jungimo poveikio vertinimas. Po jungimo pasibaigusio UCITS priežiūros institucijos apsversto galimą siūlomo jungimo poveikį tiek po jungimo pasibaigusio, tiek veikiančio UCITS dalyviams ir konsultuojasi su po jungimo veikiančio UCITS priežiūros institucijomis.
3. Išankstinis leidimas vykdyti jungimą. Suteikia po jungimo pasibaigusio UCITS priežiūros institucijos per 30 dienų nuo dokumentų pateikimo. Informuoja po jungimo veikiančio UCITS priežiūros institucijas.
4. Pateikiama informacija dalyviams. Nuo informacijos pateikimo iki jungimo įsigaliojimo turi teisę reikalauti išpirkti ar pakeisti turimus investicinius vienetus (be jokių mokesčių).
5. Jungimo įsigaliojimas. Perleidžiamas turtas/įsipareigojimai, o dalyviai gauna investicinius vienetus.

2.5.6. Valdymo įmonės pasas

Pirminiame direktyvos projekte nebuvo pakeitimų susijusių su valdymo įmonės pasu. Europos Komisija pakeitimus, kurie stipriai liberalizuos valdymo įmonių veiklą, ryžosi įtraukti tik gavusi CESR nuomonę dėl priežiūros institucijų gebėjimo kontroliuoti galimus neigiamus procesus. Nors kai kurios valstybės (Liuksemburgas, Airija) siūlė numatyti „dalinį pasą“ (angl. *partial passport*), pagal kurį fondo, įsteigto vienoje valstybėje narėje, valdymo įmonė gali atlikti tik kai kurias funkcijas iš kitos valstybės narės, kurioje ji licencijuota, vis dėlto Europos Parlamentas pritarė „pilnam pasui“ (angl. *full passport*), kuris leis valdymo įmonei, licencijuotai vienoje valstybėje narėje, valdyti fondą, įsteigtą kitoje valstybėje narėje.¹⁹

Galima tik numanyti, kokios galimybės atsivers visoms Bendrijoje veikiančioms (ir pradėsiančioms veikti) valdymo įmonėms. Nors iki šiol buvo galimybės rinktis vieną ar kitą jurisdikciją, vis tiek egzistavo tam tikri barjerai (kaštų, procedūrų, etc.). Atsiradus galimybei Lietuvoje veikiančiai valdymo įmonei valdyti fondą, kuris įsteigtas Liuksemburge, ir kurio vienetai gali būti platinami visoje Bendrijoje, barjerai griūva arba bent yra labai sumažinami. Kokie iš tikrųjų bus pokyčiai ir kaip valdymo įmonės pasinaudos šiomis teisėmis, šiuo metu sunku numatyti, tačiau lūkesčiai išlieka aukšti.

Vertybinių popierių komisija tikisi, kad UCITS IV direktyva galės būti įgyvendinta Lietuvoje pateikiant naują KISĮ redakciją, kurioje taip pat bus ir anksčiau minėti Asociacijos siūlomi pakeitimai. Naujajai redakcijai apimant abu projektus, rezultatas turėtų būti labai pažangus ir liberalus reguliavimas, kuris turėtų padėti atgaivinti šiuo metu sunkius laikus išgyvenantį finansų sektorių.

¹⁹ Fund-Axis „The UCITS IV directive updated as of 13th January 2009“, <http://www.funds-axis.com/udocs/FAfinalUCITSIV.pdf>.

3. Privačių asmenų finansinių priemonių portfelio valdymas

3.1. Sąvoka

Asmenys investuoja dėl įvairių priežasčių: pelno, saugios senatvės, vaikų studijų, etc. Nors asmuo gali investuoti tiesiogiai, tačiau dėl priežasčių, kurios bus aptartos kitoje darbo dalyje, pranašesnis laikytinas netiesioginis investavimas, t.y. patikėjimas finansinių priemonių portfelio (toliau tekste – Portfelis) formavimo ir valdymo profesionaliam valdytojui.²⁰ Tokiu valdytoju pagal Lietuvos teisės aktus gali būti bankas, kuriam suteikiama papildoma licencija, arba licencijuota valdymo įmonė (toliau tekste – Valdytojas).

Finansinių priemonių rinkų įstatymas Portfelio valdymą apibrėžia kaip klientų portfelį, į kurių sudėtį įeina viena ar daugiau finansinių priemonių, valdymą savo nuožiūra pagal individualų kiekvieno kliento pavedimą.

Iš įstatyme pateikto apibrėžimo galima išskirti šiuos Portfelio valdymo elementus:

- ✓ Portfelį sudaro viena ar daugiau finansinių priemonių;
- ✓ Portfelį sudarančios finansinės priemonės yra kliento nuosavybė;
- ✓ Portfelis valdomas savo nuožiūra, t.y. sprendimus priima subjektas, kuriam klientas patikėjo valdymą;
- ✓ Portfelis valdomas pagal kliento individualų pavedimą.

Mano nuomone įstatyme pateiktas Portfelio valdymo apibrėžimas yra netikslus ir per siauras.

Visų pirma, pati Portfelio sąvoka²¹ turėtų skirtis atsižvelgiant į tai, ar Portfelį formuoja pats jo savininkas, ar Valdytojas. Jei Portfelio savininkas turi bent dvi finansines priemones, tada tai jau yra laikoma Portfelium²². Jei Portfelio formavimas patikimas Valdytojui, tada Portfelis bus visas kliento patikėtas turtas. Tokiu atveju Portfelį sudarys ne tik finansinės priemonės, bet taip pat piniginės lėšos, kurios gali būti laikomos tiek kaip lėšos einamojoje sąskaitoje, tiek kaip banko indėlis. Finansinių

²⁰ K. Thomas Liaw „The Business of Investment Banking“, second edition, John Wiley & Sons, Inc., 2006, p. 273.

²¹ Finansinių priemonių rinkų įstatymo 3 str. 6 d. Finansinių priemonių portfelis – investuotojo turimų finansinių priemonių rinkinys.

²² <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/portfolio>

priemonių rinkų įstatyme sąvoka „Portfelio valdymas“ apima tas situacijas, kai Portfelį valdo Valdytojas. Norint efektyviai valdyti Portfelį Valdytojas turi turėti galimybę atlikti valiutų konvertavimus ir dėti indėlius, todėl Portfelio sąvokos patikslinimas šiuo atveju yra svarbus.

Visų antra, Valdytojas priima sprendimus savo nuožiūra tik tiek, kiek jam leidžia teisės aktai ir Portfelio valdymo sutartis, sudaryta su klientu. Taip pat būtent Valdytojas, o ne klientas, įgyvendina sprendimus pateikdamas pavedimus finansų makleriui. Tad Portfelis yra valdomas pagal Portfelio valdymo sutartį.

Dėl šių priežasčių manau, kad Portfelio valdymas turėtų būti apibrėžtas kaip klientų Portfelį, į kurių sudėtį įeina viena ar daugiau finansinės priemonės taip pat piniginės lėšos einamojoje sąskaitoje bei banko indėliai, valdymas pagal Portfelio valdymo sutartį, laikantis teisės aktų reikalavimų.

3.2. Subjektai

Portfelio valdyme dalyvauja:

- ✓ klientas, kuris patiki savo Portfelį Valdytojui;
- ✓ Valdytojas, kuris priima investicinius sprendimus ir pateikia juos vykdyti;
- ✓ finansų maklerio įmonė (arba banko padalinys), kuri vykdo pavedimus (toliau tekste – Makleris).

Pati paprasčiau schema yra, kai bankas turi padalinį, kuris užsiima investicijų valdymu ir padalinį, kuris atlieka finansų maklerio funkcijas. Jei klientas pasirašo Portfelio valdymo sutartį su banku, tada tas pats subjektas (bankas):

- ✓ atidarys sąskaitas klientui, kuriose bus patikėtas valdytojui turtas;
- ✓ priims investicinius sprendimus;
- ✓ vykdys pavedimus.

Ši schema yra paprasta, tačiau ji turi savų trūkumų. Investicijų valdymo padalinys gali būti ne toks kompetentingas kaip finansų maklerių skyrius ar atvirkščiai. Taip pat šioje schemoje didesnės interesų konfliktų atsiradimo galimybės.

Dėl šių priežasčių klientas gali būti suinteresuotas pasirinkti nepriklausomą investicijų valdymo įmonę. Šiuo atveju schema atrodytų taip:

1. Klientas pasirašo Portfelio valdymo sutartį su investicijų valdymo įmone (Valdytoju);
2. Klientui atidaromos piniginių lėšų ir finansinių priemonių sąskaitos banke, su kuriuo Valdytojas turi bendradarbiavimo susitarimą;
3. Valdytojas priima investicinius sprendimus ir pateikia pavedimus prieš tai minėto banko finansų maklerio departamentui;
4. Finansų makleriai įvykdo pavedimus ir pateikia Valdytojui reikiamus dokumentus (sandorio patvirtinimus, išrašus iš sąskaitų, etc.).

Kaip matyti ši schema yra sudėtingesnė, nes joje dalyvauja daugiau subjektų ir tokiu atveju nepakanka vien sutarties tarp kliento ir Valdytojo, o taip pat reikalingi ir atskiri susitarimai su finansų įstaigomis, be kurių investicijų valdymo įmonė negalėtų tinkamai valdyti Portfelio²³.

Šiame darbe bus nagrinėjama schema, kai Valdytojas yra nepriklausoma valdymo įmonė.

3.3. Portfelio valdymo teisinis pagrindas

Investicinių portfelių valdymą reglamentuoja:

- ✓ Finansinių priemonių rinkų įstatymas (toliau tekste – FPRĮ);
- ✓ Vertybinių popierių komisijos patvirtintos investicinių paslaugų teikimo ir klientų pavedimų priėmimo ir vykdymo taisyklės (toliau tekste – Komisijos taisyklės).

Teisės aktai reglamentuoja pagrindinius Portfelio valdymo aspektus: teisinis pagrindas, informacijos surinkimas, atskaitomybės klientams teikimas, etc. Tad tiesiogiai reglamentuojama yra tik dalis Portfelio valdymo aspektų, kitą dalį paliekant šalių tarpusavio susitarimams.

²³ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2007-02-09 Nr. 06-189-(11.6-03)

Būtent šioje dalyje, kuri yra palikta šalių laisvei, susiduriama su daugiausia probleminių klausimų, tokių kaip: koks teisės institutas reguliuoja santykius tarp Valdytojo ir kliento, kokios yra Valdytojo teisių ribos, kokios yra tarpininkų atsakomybės ribos, etc.

3.3.1. Pavedimo institutas

FPRĮ detalizuojančių Komisijos taisyklių XIV skyriuje yra nustatyta, kad įmonė, prieš pradėdama teikti investicines paslaugas neprofesionaliesiems klientams, turi sudaryti su klientu rašytinį susitarimą, kuriame nustatomos pagrindinės kliento ir įmonės teisės ir pareigos. Esminis klausimas yra koks tai turėtų būti susitarimas - ar FPRĮ 3 st. 26 d. įtvirtintoje sąvokoje minimas pavedimas yra įtvirtinimas sutarties rūšies, kuri yra numatyta Civilinio kodekso VI knygos XXXVI skyriuje, ar sutarties rūšį yra laisvos pasirinkti susitariančios šalys?

Pažymėtina, kad finansų sektoriuje terminas „pavedimas“ reiškia nurodymą finansų makleriui pirkti ar parduoti pavedime nurodytą finansinę priemonę. Tuo tarpu Civilinio kodekso VI knygos XXXVI skyriuje įvardintas „pavedimas“ yra sutarties rūšis, kuri savo esme yra labai artima įgaliojimui.

Vėlgi reikia skirti situacijas, kai Portfelį formuoja pats savininkas ir Valdytojas. Jei Portfelį formuoja savininkas, tada jis pasirašo susitarimą su finansų maklerio įmone ar banku. Paprastai tokia sutartis įvardijama kaip „maklerio paslaugų teikimo sutartis“. Pagal tokią sutartį tarp maklerio ir Portfelio savininko susiklosto atstovavimo arba komiso teisiniai santykiai. Abu šie institutai yra tinkami, nes jais yra įpareigojamas pasiekti rezultatas, t.y. nupirkti ar parduoti finansines priemones. Komiso institutas yra plačiau vartojamas, nes jis leidžia Makleriui veikti savo vardu, bet kliento lėšomis. Įgyjamos finansinės priemonės nuo perdavimo momento yra laikytinos komitento (kliento) nuosavybe, tuo pačiu Makleriui yra paliekama sulaikymo teisė.

Jei Portfelį formuoja Valdytojas, tada susitarimai tiek dėl maklerio paslaugų teikimo, tiek dėl kitų veiksmų atlikimo, pavyzdžiui, išrašų teikimo, turėtų būti pasirašomi tarp Valdytojo ir Maklerio. Šių susitarimų ypatybė yra ta, kad Valdytojas veiks ne savo vardu, o Kliento, todėl labai svarbu yra nustatyti, kada Valdytojas turi teisę veikti kliento vardu.

Komisijos taisyklių XIV skyrius nurodo, kad pagrindas įmonei valdyti finansinių priemonių portfelį yra rašytinis susitarimas tarp įmonės ir kliento bei įtvirtina susitarimo formą - paprastą rašytinę. Tad taisyklės nenustato jokių papildomų reikalavimų susitarimui, pavyzdžiui, kad jis būtų notarinės formos.

Tos pačios taisyklės nustato, kad tais atvejais, kai kliento finansinių priemonių portfelį valdo įmonė, kuri pati nevykdo operacijų su kliento finansinių priemonių portfelium, pavedimą pateikia ta įmonė, su kuria klientas yra sudaręs finansinių priemonių portfelio valdymo sutartį. Pavedime turi būti nurodyta, kad jis pateikiamas kliento vardu. Tokiu atveju finansų maklerio įmonė, gavusi kliento vardu pateiktą pavedimą atlikti tam tikrą operaciją su jo Portfelium, neprivalo tikrinti, ar jis atitinka valdymo sutartį. Taigi įmonė, valdanti Portfelį, priima investicinį sprendimą ir pavedimą kliento vardu duoda Makleriui. Pavedimo davimo pagrindas yra sutartis tarp kliento ir įmonės (Valdytojo).

Praktikoje kai kurių didžiųjų bankų oficiali pozicija yra, kad tarp Kliento ir Valdytojo yra sudaroma pavedimo sutartis. Bankai teigia, kad pavedimo atveju yra atstovavimo santykiai, nes teisės ir įsipareigojimai prisiimami Kliento vardu, ir nors nėra teisminės praktikos ir yra nevienareikšmiška nuomonė šiuo klausimu, praktikoje pavedimo sutartys pripažįstamos kaip įgaliojimai. Teisingumo ministerijos nuomone, kai pagal pavedimo sutartį įgaliotoju yra fizinis asmuo, o įgaliotiniu - juridinis, pavedimo sutartis turi būti notarinės formos.²⁴ Remdamiesi šiais argumentais kai kurie bankai reikalauja Valdytojui pateikti notarinį kliento įgaliojimą, kaip pagrindą veikti kliento vardu.

Su šia bankų pozicija, kad tarp kliento ir Valdytojo susiklosto atstovavimo santykiai nebūtų galima sutikti. Civilinio kodekso 6.756 str. nustato, kad pavedimo sutartimi viena šalis (įgaliotinis) įsipareigoja kitos šalies (įgaliotojo) vardu ir lėšomis atlikti tam tikrus teisinius veiksmus su trečiaisiais asmenimis. Įgaliotojo įgaliotiniui suteiktos teisės bei jas patvirtinantis rašytinis dokumentas vadinamas įgaliojimu. Civilinio kodekso 6.757 str. apibrėžia pavedimo sutarties dalyką: pavedimo sutartimi įgaliotojas gali pavesti įgaliotiniui atlikti teisinius veiksmus, susijusius su įgaliotojo gynimu, įgaliotojo viso ar dalies turto administravimu, procesinių veiksmų atlikimu įgaliotojo vardu teismo ir kitose institucijose bei kitokius teisinius veiksmus. 6.759 str. 1 d. nurodo, kad įgaliotinis privalo įvykdyti jam duotą pavedimą pagal įgaliotojo nurodymus. Įgaliotojo nurodymai privalo būti teisėti, įvykdomi ir konkretūs. 6.760 str. 4 d. numato, kad įvykdęs pavedimą,

²⁴ <http://www.tm.lt/Default.aspx?item=atsak&tid=3&klid=112>

įgaliotinis privalo tuojau pat apie tai pranešti įgaliotojui ir pateikti ataskaitą, prie kurios turi pridėti pateisinamuosius dokumentus bei grąžinti įgaliojimą, jeigu sutartis nenustato ko kita. To paties straipsnio 5 d. įtvirtina reikalavimą įgaliotiniui tuojau pat perduoti įgaliotojui visa, ką gavo vykdydamas pavedimą. 6.761 str. 4 d. numato, kad įgaliotiniui tinkamai įvykdžius pavedimą, įgaliotojas privalo sumokėti jam atlyginimą, jeigu pavedimo sutartis yra atlygintinė.

Taigi, pavedimo institutas nėra tinkamas reguliuoti Valdytojo ir Kliento santykius, nes:

- ✓ Pagal pavedimo institutą įgaliotojas nori konkretaus rezultato, kuriam pasiekti reikia atlikti tam tikrus teisinius veiksmus. Tam padaryti jis įgalioja kitą asmenį, o šis įsipareigoja tą rezultatą pasiekti. Portfelio valdymo paslauga yra tęstinio pobūdžio, jos esmė yra ne konkretus rezultatas, o pastovūs veiksmai, atliekami valdant Portfelį.
- ✓ „Įgaliotinis privalo įvykdyti jam duotą pavedimą pagal įgaliotojo nurodymus“²⁵ – tai nesuderinama su Portfelio valdymo paslaugos esme: klientas paprastai neduoda konkrečių nurodymų Valdytojui, nes jis neturi reikiamų žinių ir patirties. Šiuo atveju Valdytojas turi surinkti informaciją apie kliento patirtį, žinias, tikslus, toleruotiną riziką ir kt., kad galėtų nuspręsti, kaip tinkamai valdyti jo Portfelį.
- ✓ „Įvykdęs pavedimą, įgaliotinis privalo tuojau pat apie tai pranešti įgaliotojui ir pateikti ataskaitą“²⁶ – neaišku, kada santykiuose tarp Valdytojo ir kliento būtų tas momentas, kai Valdytojas būtų laikoma tinkamai įvykdęs pavedimą. Dėl šių santykių specifikos ir tęstinio pobūdžio valdymo įmonė reguliariai turi pranešinėti klientui, kaip valdomas jo investicijų portfelis, t.y. teikti jam ataskaitas.
- ✓ „Įgaliotiniui tinkamai įvykdžius pavedimą, įgaliotojas privalo sumokėti jam atlyginimą, jeigu pavedimo sutartis yra atlygintinė“²⁷ – Portfelio valdymo paslaugos yra atlygintinos. Tačiau dėl to, kad tai yra tęstinio pobūdžio paslaugos, atlyginimas yra mokamas reguliariai. Jei pavedimo įvykdymu laikytume tą momentą, kai pasibaigia kliento ir valdymo įmonės santykiai, ir pripažintume, kad pareiga klientui sumokėti valdymo įmonei atlyginimą kyla tik tada, valdymo įmonė liktų be pajamų ir negalėtų teikti paslaugų.

²⁵ Civilinio kodekso 6.759 str. 1 d.

²⁶ Civilinio kodekso 6.760 str. 4 d.

²⁷ Civilinio kodekso 6.761 str. 4 d.

Ne pagrįstu laikytinas ir reikalavimas Valdytojui turėti kliento notarinį įgaliojimą. Notarinis įgaliojimas yra išduodamas tada, kai santykiai dėl jų pobūdžio reikalauja didesnės apsaugos ir nėra kitų būdų šiai apsaugai užtikrinti. Tokiu atveju notaras yra asmuo, kuris patvirtina, kad įgaliotinis gali veikti įgaliootojo vardu. Šiuo atveju tokio patvirtinimo nereikia, nes Valdytojas yra licencijuota ir prižiūrima įmonė. Dar vienas saugiklis – notarinis įgaliojimas - tik nepagrįstai ribotų veiklos galimybes ir didintų laiko bei pinigines sąnaudas.

3.3.2. Turto patikėjimo institutas

Mano nuomone tinkamiausias pagrindas santykiams tarp valdymo įmonės ir jos klientų yra Civiliniame kodekse įtvirtintas patikėjimo teisės institutas, jį tinkamai pritaikius šiems specifiniams santykiams. Pagal Civilinio kodekso 6.953 str. turto patikėjimo sutartimi viena šalis (patikėtojas) perduoda kitai šaliai (patikėtiniui) savo turtą patikėjimo teise tam tikram laikui, o kita šalis įsipareigoja tą turtą valdyti, naudoti ir juo disponuoti patikėtojo ar jo nurodyto asmens (naudos gavėjo) interesais. Turto perdavimas kitam asmeniui patikėjimo teise nepakeičia turto nuosavybės teisės. Perduoto turto savininku ir toliau lieka patikėtojas. 6.955 str. 1 d. numato, kad patikėtinis sandorius, susijusius su jam perduotu patikėjimo teise turtu, sudaro savo vardu, tačiau jis privalo nurodyti, kad veikia turto patikėjimo teise. Patikėjimo teisės faktas turi būti atskleistas tokia forma, kokia yra nustatyta sudaromam sandoriui. 6.956 str. 1 d. nustato, kad patikėjimo teisės objektais gali būti nekilnojamieji ir kilnojamieji daiktai, vertybiniai popieriai ar kitoks turtas. 6.958 str. 1d. nustato, kad patikėtinis gali būti fizinis ar juridinis asmuo. 6.961 str. 1 d. įtvirtina reikalavimą, kad turtas, perduotas patikėtiniui patikėjimo teise, būtų atskirtas nuo patikėtojo ir patikėtinio turto. 6.963 str. nustato, kad patikėtinis, laikydamasis įstatymo ir sutarties, įgyvendina savininko teises į jam perduotą patikėjimo teise turtą. Visos teisės, kurias patikėtinis įgyja įgyvendindamas savininko teises, įskaitomos į jam perduoto turto sudėtį. Prievolės, kylančios patikėtinio veiklos metu, vykdomos iš jam perduoto turto. Patikėtinis turi teisę ginti patikėjimo teise tokiais pat būdais, kokiais yra ginama valdymo ir nuosavybės teisė. Patikėtinis privalo sutartyje nustatyta tvarka ir terminais pateikti patikėtoju ir naudos gavėjui savo veiklos ataskaitą. Jeigu ataskaitos terminas nenustatytas, ataskaita turi būti pateikta vieną kartą per metus. Savininkas turi teisę bet kada kontroliuoti patikėtinio veiklą.

Iš Civiliniame kodekse įtvirtintų institutų šis yra labiausiai tinkamas kaip pagrindas valdymo įmonei valdyti individualius investicijų portfelius, nes:

1. patikėtiniu gali būti juridinis asmuo;
2. patikėjimo teisės objektu gali būti vertybiniai popieriai ir kitoks turtas;
3. įtvirtintas reikalavimas atskirti patikėtinio ir patikėtojo turta;
4. patikėtinis įgyvendina savininko teises į jam perduotą turta – tai leidžia Valdytojui efektyviai valdyti Portfelį.
5. saugomos investuotojo teisės²⁸.

Pažymėtina, kad Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 32 str. 2 d. įtvirtinta, kad valdymo įmonė investicinį fondą sudarantį turta valdo, naudoja ir juo disponuoja turto patikėjimo teise. Investicinis fondas yra viena iš galimų formų valdyti kitų asmenų turta. Lietuvos Respublikos įstatymų leidėjas įstatyme įtvirtindamas šią nuostatą pripažįsta, kad efektyviausias ir tinkamiausias pagrindas kitų asmenų turto valdymui yra būtent turto patikėjimo teisės institutas.

Civilinio kodekso IV knygos (daiktinė teisė) VI skyrius įtvirtina turto patikėjimo teisės institutą. 4.108 str. nustato, kad turto patikėjimo teisės atsiradimo pagrindas gali būti: įstatymas, administracinis aktas, sutartis, testamentas, teismo sprendimas. Kaip matyti, investicinių fondų atveju turto patikėjimo teisės atsiradimo pagrindas yra Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas. Tuo tarpu Portfelio valdymo atveju turto patikėjimo teisės atsiradimo pagrindas yra sutartis. Civilinio kodekso VI knygoje (prievolių teisė) prie atskirų sutarčių rūšių yra įtvirtinta turto patikėjimo sutartis. Būtent šio instituto nuostatomis turėtų būti vadovaujamosi reguliuojant santykius, susiklostančius tarp kliento ir Portfelio Valdytojo.

Problema kyla, kai bankai ir kiti subjektai lingvistiškai aiškina Civilinio kodekso normas, reglamentuojančias šį institutą. Toks aiškinimas suponuoja atsakymą, kad patikėjimo sutartis yra tik tada, kai objektas fiziškai yra perduodamas patikėtiniui, šiuo atveju iš kliento sąskaitų finansinės priemonės ir piniginės lėšos pervedamos į valdymo įmonės sąskaitas ir toliau valdymo įmonė atlieka visus veiksmus savo vardu.

Vertybinių popierių komisijos nuomone sisteminis teisės normų, reglamentuojančių turto patikėjimo sutarties nuostatas aiškinimas leidžia daryti prielaidą, kad turtas vienu ar

²⁸ Ž.r. 3.4.3.2.

kitu būdu turi būti perduodamas patikėtiniui – vertybinių popierių atveju, tai reikštų vertybinių popierių pervedimą iš asmeninės sąskaitos į patikėtinio sąskaitą (jei teisės aktai tokią sąskaitą numatytų).²⁹

Tačiau realiai tokia situacija negalima, nes 2007 m. sausio 18 d. Finansinių priemonių rinkų įstatymo 64 str. 1 d. įtvirtina, kad asmeninės sąskaitos atidaromos finansinių priemonių savininkų vardu. Tuo tarpu Civilinis kodeksas nustato, kad turto patikėjimas nepakeičia turto savininko³⁰. Tad finansinės priemonės, kurios yra valdymo įmonės valdomo Portfelio dalis, nuosavybės teise priklauso klientui ir pagal FPRĮ sąskaita turi būti kliento vardu.

FPRĮ 64 str. taip pat yra numatytos išimtys, kada sąskaitos gali būti atidaromos ne finansinių priemonių savininkų vardu, pavyzdžiui, 64 str. 2 d. numato, kad įkeistų finansinių priemonių sąskaitos gali būti atidaromos įkaito turėtojo vardu, nurodant ir finansinių priemonių savininką. Ši nuostata įstatyme atsirado, nes Civilinio kodekso 4.209 str. 2 d. numato, jog tuo atveju kai įkeitimo objektas perduodamas trečiajam asmeniui arba paliekamas įkaito davėjui, įkeitimo sutartis ir įkeitimo objekto savininko vienašalis pareiškimas įkeisti daiktus ar turtines teises įforminami surašant įkeitimo lakštą, kuris tvirtinamas notaro ir registruojamas hipotekos registre. Tam kad, būtų išvengtos minėtos procedūros, įkaitas – finansinės priemonės, turėtų būti pervedamos į įkaito turėtojo sąskaitą. Nors civilinis kodeksas ir numato tokią galimybę – perduoti finansines priemones įkaito turėtojui, faktiškai ši norma neveiktų, jei FPRĮ neįtvirtintų išimties dėl sąskaitų įkaito turėtojo vardu.

Su šia pozicija sutinka ir Vertybinių popierių komisija, kuri, dar galiojant tuometiniam Vertybinių popierių rinkos įstatymui, kurį vėliau pakeitė dabartinis Finansinių priemonių rinkų įstatymas, išaiškino, kad „...vadovaujantis Akcinių bendrovių įstatymo 40 straipsniu nematerialios akcijos savininkas (akcininkas) yra asmuo, kurio vardu atidaryta asmeninė vertybinių popierių sąskaita, išskyrus įstatymų numatytas išimtis. Tačiau Vertybinių popierių rinkos įstatymas išimtis numato tik įkaito turėtojui perduotų vertybinių popierių atžvilgiu bei užsienio sąskaitų tvarkytojų atžvilgiu...“³¹.

²⁹ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2007-02-09 Nr. 06-189-(11.6-03)

³⁰ Civilinio kodekso 6.953 str. 2 d.

³¹ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2007-02-09 Nr. 06-189-(11.6-03)

Situacija turto patikėjimo atveju iš pirmo žvilgsnio gali pasirodyti labai panaši: įtraukus į FPRĮ 64 str. išimtį, kad patikėtų finansinių priemonių sąskaitos gali būti atidaromos patikėtinio vardu, nurodant ir tikrąjį savininką, Civilinio kodekso VI knygos L skyriuje įtvirtintas institutas galėtų funkcionuoti pilna apimtimi.

Tačiau taip nėra. Vertybinių popierių komisija 2007 m. vasarį įsipareigojo „...įvertinusi riziką, kurią gali sukelti vertybinių popierių sąskaitų atidarymas patikėtinio vardu, pinigų plovimo prevenciją reglamentuojančius teisės aktus bei kitas vertybinių popierių rinkos priežiūrai reikšmingas aplinkybes, atsižvelgdama į AB „Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas“ nuomonę, svarstyti Vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimus, kurie suteiktų galimybę atidaryti vertybinių popierių sąskaitas patikėtinio vardu, nurodant vertybinių popierių savininką“³². Pusę metų vykusių diskusijų ir analizų rezultatas buvo 2007 m. liepos 27 d. Vertybinių popierių komisijos organizuotas susitikimas su rinkos dalyvių atstovais, Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo atstovais ir pačios komisijos nariais. Po šio susitikimo buvo nuspręsta šiuo metu nesiimti veiksmų keisti teisinę ir techninę bazę dėl šių priežasčių:

„Argumentai prieš asmeninių sąskaitų patikėtinio vardu atidarymą

- ✓ Gali pasunkėti įsipareigojimų pinigų plovimo prevencijos srityje vykdymas, ypatingai kliento ir naudos gavėjo tapatybės nustatymas. Pinigų plovimo ir teroristų finansavimo prevencijos įstatymo projekte (įgyvendinamame III Pinigų plovimo prevencijos direktyvą) nustatoma, kad finansų įstaigos ir kiti subjektai privalo imtis priemonių ir nustatyti kliento ir naudos gavėjo tapatybę ne tik prieš pradėdamas verslo santykius, bet ir prieš atliekant tam tikras operacijas. Visais atvejais, kai yra nustatoma kliento bei naudos gavėjo tapatybė, finansų įstaigos ir kiti subjektai privalo tikrinti kliento bei naudos gavėjo tapatybę remdamiesi dokumentais, duomenimis ar informacija, gauta iš patikimo ir nepriklausomo šaltinio. Be to, kliento ir naudos gavėjo tapatybės nustatymas yra svarbus dėl to, kad finansų įstaigos ir kiti subjektai privalės nustatyti, ar klientas ir naudos gavėjas yra politikoje dalyvaujantis asmuo.

³² Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2007-02-09 Nr. 06-189-(11.6-03)

- ✓ Gali pasunkėti tarptautinių sankcijų įgyvendinimas, kadangi finansų maklerio įmonės bei valdymo įmonės, įgyvendindamos ES teisės aktus ir kitus tarptautinius dokumentus, privalo įgyvendinti tarptautines finansines sankcijas, t.y. esant reikalui apriboti tam tikrų klientų pinigų ar vertybinių popierių sąskaitų valdymą, naudojimą bei disponavimą. (Finansinės sankcijos - subjektų, dėl kurių įgyvendinamos tarptautinės sankcijos, teisių valdyti, naudoti ir disponuoti pinigais, vertybiniais popieriais, daiktais, kitu turtu ir turtinėmis teisėmis apribojimai; mokėjimų apribojimai subjektams, dėl kurių įgyvendinamos tarptautinės sankcijos; kiti finansinės veiklos apribojimai).
- ✓ Gali pasunkėti kitų tarptautinių įsipareigojimų, susijusių su turto areštavimu, apsauga ir kt., vykdymas, ypač kai tokie atvejai peržengia kelių valstybių ribas.

Kitos galimos kliūtys bei rizikos

- ✓ Kyla rizika, kad klientui nutraukus santykius su valdymo įmone, ji gali piktnaudžiauti savo teisėmis ir ne iš karto uždaryti sąskaitą, kuri bus atidaryta valdymo įmonės vardu, ar vertybinius popierius pervesti į kito tarpininko atidarytą sąskaitą.
- ✓ Patikėtiniui gali kilti kliūčių tinkamai įgyvendinti akcininkų teises: balsuoti, tinkamai ir laiku pranešti apie paketų įgijimus ir netekimus, įgyvendinti oficialius siūlymus.³³

³³ Vertybinių popierių komisijos priedas prie 2007-07-24 kreipimosi į rinkos dalyvius.

Be Komisijos iškeltų problemų, galima išvelgti ir šias, kurios gali kilti, jei Valdytojas disponuotų Portfelium savo vardu:

- ✓ Jei sąskaita yra valdymo įmonės vardu, ji nėra apsaugota nuo antstolių reikalavimų, t.y., jei valdymo įmonė turi skolinių įsipareigojimų, antstoliai gali duoti nurodymą bankui areštuoti sąskaitas, kurios yra valdymo įmonės vardu, nors realiai turtas esantis jose yra ne valdymo įmonės, o klientų nuosavybė. Tokioje situacijoje iškiltų grėsmė klientų interesų apsaugai. Vienintelis galimas šios problemos sprendimas yra tokių sąskaitų specialus žymėjimas. Kai kurie bankai teigia, kad, pavyzdžiui, investicinių fondų sąskaitos, kurios yra tų fondų valdymo įmonių vardu, yra specialiai pažymimos, nes investicinių fondų turtas privalo būti atskirtas nuo valdymo įmonių turto. Tačiau tie patys bankai taip pat teigia, kad, jei valdymo įmonės sąskaitos, kuriose būtų klientų turtas, būtų žymimos tokia pačia tvarka, valdymo įmonė dėl techninių priežasčių negalėtų atlikti tam tikrų veiksmų, pavyzdžiui, dėti indėlių. Be abejonės tokie ribojimai varžytų valdymo įmonės veiklą klientų naudai ir būtų abipusiai nepriimtini.
- ✓ Kiltų problemų, kai finansinės priemonės būtų perkamos ne per biržą. Pavyzdžiui, perkant investicinių fondų vienetus pirkimo paraiškoje būtų nurodyta, kad jie yra perkami Vardeniui Pavardeniui, o pinigai už juos būtų pervedami iš sąskaitos, kuri yra valdymo įmonės vardu. Parduodant vienetus, pinigų gavėju būtų nurodomas Vardenis Pavardenis, nors realiai sąskaita būtų valdymo įmonės vardu, todėl pinigai nepasiektų sąskaitos. Tokiu atveju kiekvieną kartą reiktų derinti su įmone, kurios investiciniai vienetai parduodami, kad ši gavėju nurodytų valdymo įmonę. Tai sukeltų problemų ne tik Valdytojui, bet ir įmonei, kurios fondų vienetai parduodami.
- ✓ Problemos dėl reikalavimo atskirti turtą – tiek įmonės ir klientų, tiek klientų tarpusavyje. Šiuo momentu, kol Vertybinių popierių komisija nėra pakeitusi savo nuomonės, valdymo įmonė negalėtų atidaryti atskirų sąskaitų kiekvienam klientui, nes Komisija bankams neleidžia atidaryti daug vertybinių popierių sąskaitų įmonėms.

- ✓ Jei Komisija leistų bankams atidaryti įmonei daug vertybinių popierių sąskaitų, valdymo įmonė susidurtų su kita problema - vidine apskaita. Valdymo įmonė neturi teisės tvarkyti klientų sąskaitų, o šiuo atveju ji praktiškai taptų sąskaitų tvarkytoju. Tai pareikalautų ženkliai daugiau resursų, kas taptų kliūtimi veikti nepriklausomoms nedidelėms įmonėms.
- ✓ Mokestiniai klausimai – jei finansines priemones įmonė perka/parduoda savo vardu, jai kaip juridiniam asmeniui yra taikomi kitokie mokestiniai reikalavimai nei klientui, kuris yra fizinis asmuo, pavyzdžiui, parduodant vertybinius popierius kapitalo prieaugio apmokestinimui būtų taikomas Pelnų mokesčio įstatymas, o ne Gyventojų pajamų mokesčio įstatymas.

Mano manymu, patikėjimo institutas nenustoja veikti vien todėl, kad sąskaita yra finansinių priemonių savininko vardu. Reikia skirti savininką, objektą ir savininko teises objekto atžvilgiu. Patikėjimo teisės instituto esmė – nepakeičiant savininko į kito asmens dispoziciją perleisti objektą ir su juo susijusias teises. Valdymo įmonės ir kliento atveju, klientas yra savininkas finansinių priemonių, o valdymo įmonė tiesiog disponuoja jomis savo nuožiūra, nes jai tokias teises suteikė klientas. Esmė ta, kad realiai klientas patiki ne konkrečias finansines priemones ar pinigus - klientas patiki savo investicijų portfelį, kurio sudėtis, struktūra yra labai kintanti ir kuri faktiškai apibūdina tik pinigine vertė.

Valdymo įmonė valdydama investicijų portfelį kreipiasi į banką ir duoda nurodymus, ką atlikti su konkrečiomis finansinėmis priemonėmis, esančiomis vieno ar kito kliento sąskaitoje. MiFID direktyva³⁴, kurioje apibrėžiami santykiai tarp klientų ir įstaigų, teikiančių finansines paslaugas, skiria profesionalius klientus ir neprofesionalius klientus. Toks skirstymas priklauso nuo kliento pobūdžio, patirties ir kitų dalykų. Patys santykiai ir jiems keliami reikalavimai skiriasi priklausomai nuo to, ar klientas yra profesionalas ar neprofesionalas. Nors Valdytojas veikia kliento vardu (kuris paprastai nėra profesionalas) įstaigos, teikiančios finansines paslaugas, turėtų laikyti, kad į juos kreipiasi profesionalus investuotojas, nes tokiu yra Valdytojas.

Šią poziciją taip pat palaiko Vertybinių popierių komisija, kuri yra išaiškinusi, jog valdymo įmonė priima investicinius sprendimus dėl finansinių priemonių pirkimo ar pardavimo kliento sąskaita ir to pasekoje duoda pavedimus finansų maklerio įmonei.

³⁴ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments (OJ L 145, 30.4.2004, p. 1)

Tokių pavedimų pateikimas yra aiškinamas kaip viena iš portfelio valdymo funkcijų. Tarp valdymo įmonės ir pavedimus vykdančios įmonės turi būti tarpusavio sutartis, nustatanti tarpusavio teises ir pareigas, jų ypatumus ir informacijos teikimo būdus.³⁵

Turto patikėjimo institutui esant palyginus naujam Lietuvos teisinėje sistemoje, kitoje darbo dalyje daugiau dėmesio bus skiriama instituto kilmėi ir perėmimui. Ši analizė turėtų leisti geriau suprasti instituto paskirtį ir pritaikomumą analizuojamiems santykiams.

3.3.2.1. Turto patikėjimo instituto kilmė ir perėmimas

Turto patikėjimo teisės institutas atsirado ir buvo išplėtotas Anglijoje. Šis institutas per tūkstantį savo egzistavimo metų prigijo bendrosios teisės tradicijos šalyse, o taip pat jį perėmė kai kurios kontinentinės teisės tradicijos valstybės, tokios kaip Šveicarija ir Lichtenšteinas.³⁶

Bendrosios teisės tradicijos valstybėse šis institutas yra naudojamas labai plačiai. To priežastis yra instituto pritaikomumas įvairiems santykiams ir suteikimas instrumentų, leidžiančių pasiekti įvairaus pobūdžio tikslus. Šalia lankstumo, kurį sukuria patikėtiniui suteikta galimybė įgyvendinti savininko teises, yra svari patikėtojo teisių apsauga, nes laikomasi griežtos turto atskyrimo taisyklės.³⁷

Per paskutinius dešimtmečius greitai augančios valstybių ekonomikos prisidėjo prie kapitalo rinkų plėtros ir finansų rinkų susiliejiimo. Įtakingos kompanijos savo veiklą plėsdamos į kitas valstybes kartu atnešė joms ir naujus teisės institutus. Teisinių institutų perėmimą taip pat paaiškina mažiau išsivysčiusių valstybių polinkis skolintis institutus iš labiau išsivysčiusių valstybių, siekiant sukurti palankesnes sąlygas verslui.³⁸

Augant globalizacijai ir teisiniams santykiams vis dažniau peržengiant vienos valstybės ribas turto patikėjimo teisės institutas atėjo ir į kontinentinės teisės tradicijos valstybes. Vienose jų jis buvo įtrauktas į kodeksus, įskaitant Lietuvą, kitur nors ir nekodifikuotas yra pripažįstamas ir naudojamas. 1985 m. buvo priimta Hagos konvencija

³⁵ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2007-06-02 Nr. 06-794-(11.5-03).

³⁶ Hisham Marwah (Dr.) Anja Bolz „An Introduction to Trusts & Waqfs“, A.T. Law Update 2006, 187, 16-20, p. 1.

³⁷ Stewart E. Sterk „Asset Protection Trusts: L: Trust Law’s Race to the Bottom?“, Cornell Law Review, May 2000, p. 2-3.

³⁸ Silvia Fazio „The harmonization of international commercial law“, Kluwer Law International BV, the Netherlands, 2007, p. 1-9.

dėl teisės, taikomos turto patikėjimo institutui, ir jo pripažinimo. Šiuo metu prie šios konvencijos yra prisijungusios trylika valstybių, įskaitant šias kontinentinės teisės tradicijos valstybes: Prancūziją, Italiją, Olandiją, Šveicariją.

Kontinentinės teisės tradicijos valstybių įtraukimas turto patikėjimo teisės instituto į nacionalinius kodeksus ar pripažinimas prisijungiant prie Hagos konvencijos parodo, kad šis institutas yra reikalingas ir jam reikia skirti deramą dėmesį. Kai kurie mokslininkai, pavyzdžiui, Ugo Mattei, teigia, kad turto patikėjimo institutas yra reikšmingiausias bendrosios teisės tradicijos kūrėjų palikimas ir kuriant vieningą Europos civilinį kodeksą, šis institutas pirmiau visų kitų turėtų būti į jį įtrauktas.³⁹

Pažymėtina, kad kontinentinės teisės tradicijos valstybėse yra griežtesnis reguliavimas „iš viršaus“, tuo tarpu bendrosios teisės tradicijos valstybėse daugiau diskrecijos yra paliekama susitariančioms šalims. Šio reiškinio pasekmė yra ta, kad kontinentinės teisės valstybės buvo/yra kritikuojamos dėl lankstumo trūkumo, kuris yra būtinas verslo pasaulyje. Visada egzistuojant konkurencijai tarp skirtingų jurisdikcijų ir kontinentinės teisės valstybėms nenorint pralaimėti kovos, kai kurie bendrosios teisės tradicijos institutai, įskaitant turto patikėjimo teisę, buvo pradėti pripažinti.

Šios tendencijos vertinamos teigiamai, nes kai kurie tyrimai, pavyzdžiui, Le Porta et al., parodė, kad bendrosios teisės tradicijos valstybėse akcininkų ir kreditorių teisės yra saugomos geriau negu kontinentinės teisės tradicijos valstybėse.⁴⁰

Patikėjimo teisės instituto plitimas palietė ir Lietuvą. 2001 m. Civiliniame kodekse buvo įtvirtinta turto patikėjimo teisė, kaip daiktinė teisė, ir turto patikėjimo sutartis, kaip atskira sutarties rūšis. Atsižvelgiant į tai, kad tai yra pasiskolintas institutas, atliekant jo gilesnę analizę reikėtų vadovautis bendrosios teisės tradicijos valstybių doktrina.

Minėtoje doktrinoje turto patikėjimas suprantamas kaip patikėtojo, asmens, kurio nuosavybė yra turto patikėjimo objektas, įpareigojimas patikėtiniui valdyti patikėtą turtą. Patikėjimo tikslas yra nauda, kurią gali gauti pats turto savininkas arba tretysis asmuo,

³⁹ Ugo Mattei „Basic Issues of Private Law Codification in Europe: Trust“, *Global Jurist Frontiers*, Volume 1, Issue 1, Article 5, 2001, p. 2.

⁴⁰ Mathias M. Siems „Legal Origins: Reconciling Law & Finance and Comparative Law“, *McGill Law Journal*, Spring, 2007, p. 3.

priklausomai nuo to, ką numato turto patikėjimo sukūrimo pagrindas (sutartis, testamentas, etc.).⁴¹

Patikėjimo teisės yra dvilypė – viena jos dalis priklauso daiktinei teisei, kita – prievolių teisei. Patikėjimo teisės ryšys su daiktine teise suteikia šiam institutui labai didelį privalumą – galimybę patikėtiniui įgyvendinti savininko teises, t.y. priimti reikiamus sprendimus greitai, be jokių papildomų procedūrų, kas yra labai svarbu šiuolaikiniame verslo pasaulyje. Iš kitos pusės šis institutas turi turto atskyrimo principą, kuris yra patikėtojo teisių apsaugos pagrindas. Daiktinė teisė taip pat yra svarbi saugant trečiųjų asmenų teises. Dėl šios priežasties teisės normos įpareigoja patikėtinį atskleisti turto patikėjimo teisę. Prievolių teisė šiame institute visų pirma naudojama apibrėžiant patikėtinio teisių ribas, taip pat nustatant atlyginimą bei kitas šalių tarpusavio teises ir pareigas.⁴²

Šio instituto naudojimo galimybės yra labai įvairios, pradedant šeimos turto tvarkymu, verslo išlaikymu ir baigiant labdara. Atsižvelgiant į šio darbo dalyką bus aptariami tie turto patikėjimo teisės aspektai, kurie susiję su privataus turto valdymu.

Patikėtiniu gali būti tiek fizinis asmuo, tiek juridinis asmuo. Turto valdyme patikėtiniui taikoma „protingo asmens taisyklė“ (angl. *Prudent man rule*). Šią taisyklę įtvirtino privati JAV teisėkūros institucija (angl. *Uniform Law Commission*) UPIA akte (angl. *Prudent Investor Act*). Rengiant šį aktą buvo remiamasi modernia portfelio teorija, kuri yra dominuojanti investicijų srityje. Šios teorijos esmė yra ta, kad Portfelis turi būti diversifikuojamas tikslu išskaidyti riziką. Šis aktas yra gairės patikėtiniams, kurie siekia valdyti turtą pagal „protingo asmens taisyklę“. Nors jokių specialių reikalavimų patikėtiniui nenumatoma, tačiau asmuo, siekiantis išsaugoti turtą ir jį didinti investuojant, greičiausiai pasirinks tos srities profesionalą.

Kaip matyti bendrosios teisės tradicijos valstybėse privataus turto valdymui taikomas patikėjimo teisės institutas. Lietuvos teisei bazei, reglamentuojančiai Portfelio valdymą, esant labai jaunai bei nesant susiformavusių papročių ir šalių praktikos, labai svarbus yra Komisijos vaidmuo aiškinant santykius tarp subjektų bei rinkos dalyvių, sugebėjimas objektyviai įvertinti situaciją ir pritaikyti reikiamus teisinius instrumentus.

⁴¹ Hisham Marwah (Dr.)Anja Bolz „An Introduction to Trusts & Waqfs“, A.T. Law Update 2006, 187, 16-20, p. 1-3.

⁴² Ugo Mattei „Basic Issues of Private Law Codification in Europe: Trust“, Global Jurist Frontiers, Volume 1, Issue 1, Article 5, 2001, p. 4-10.

Komisijai ir rinkos dalyviams interpretuojant turto patikėjimo institutą, mano nuomone, galima remtis bendrosios teisės tradicijos doktrina.

3.4. Pusiausvyra

Portfelio valdymo reguliavimui turi būti parinkti tokie instrumentai, kurie padėtų užtikrinti pusiausvyrą tarp kliento interesų ir Valdytojo interesų.

3.4.1. Kliento interesai

Klientas, patikėdamas savo Portfelį Valdytojui, siekia tam tikrų tikslų:

- ✓ Išlaikyti turtą ir jį gausinti. Portfelio valdymo paslauga naudojasi pasiturintys klientai, kurie savo turtą, paprastai nelengvai įgytą, nori išlaikyti ir gausinti. Suprasdami, kad norint išlaikyti turto tikrąją, ne nominalią, vertę nepakanka lėšų laikyti banke, klientai kreipiasi į profesionalus, kurie jiems gali padėti paskirstyti jų turtą taip, kad besikeičiančioje rinkoje esant bendram smukimui būtų minimizuojami nuostoliai, o esant kilimui – gaunama maksimali nauda. Ilguoju periodu tinkamas Portfelio suformavimas turi padėti išsaugoti tikrąją turto vertę ir net ją padidinti.
- ✓ Aprūpinti savo artimus asmenis. Vienas iš asmens tikslų gali būti aprūpinti savo vaikus ar tėvus neperleidžiant jiems turto.
- ✓ Sutaupyti kaštų - laiko ir lėšų. Norint suformuoti Portfelį, kuris atitiktų kliento poreikius ir tikslus, reikia gerai išmanyti rinką ir joje vykstančius procesus. Šių dienų finansų rinkai esant kaip niekad globaliai ir kas sekundę pateikiančiai begalę informacijos individui reiktų daug laiko ir pastangų norint susidoroti su tokiu kiekiu informacijos. Tam kad išvengtų tokio krūvio, individas mieliau renkasi profesionalą, kurio darbas yra informacijos atrinkimas ir analizavimas. Taip yra sutaupomas ne tik laikas, bet ir lėšos. Lėšos taip pat optimizuojamos,

kai Valdytojas perka finansines priemones kartu keliems savo klientams (angl. *pooling*), nes kaip ir bet kur kitur didesnis kiekis reiškia mažesnę kainą. Pavyzdžiui, pirkdamas investicinio fondo vienetų Valdytojas gali sutaupyti klientams dalį mokėtinų valdymo ar platinimo mokesčių.

- ✓ Gauti visapusišką informaciją apie Portfelį. Kadangi klientas aktyviai nedalyvauja Portfelio valdyme, jis turi būti reguliariai informuojamas. Klientas turi matyti, kokie sprendimai buvo priimti, kaip keitėsi jo Portfelis, kiek ir kokių išlaidų buvo patirta, etc.
- ✓ Apsaugoti patikėtą turtą nuo neteisėtų Valdytojo ir trečiųjų asmenų veiksmų. Klientas patikėdamas savo turtą Valdytojui nori jaustis saugus, kad turtas nebus iššvaistytas, „išplautas“ ar kitaip prarastas. Atmetant objektyvias aplinkybes, tokias kaip finansų krizė, kurios gali sumažinti Portfelį, į subjektyvias aplinkybes, tokias kaip Valdytojo kompetencija, apdairumas, sąžiningumas, turi būti atsižvelgiama vertinat teisėtumą. Teisė turi ginti investuotoją, kuris neteko savo turto dėl Valdytojo nesąžiningumo ar kitų veiksmų, kurie laikomi nesuderinami su teisėtumu, protingumu ir sąžiningumu.

Norint pasiekti paminėtus Kliento tikslus, visų pirma, Valdytojui reikia suteikti reikiamus instrumentus, visų antra, tinkamai turi funkcionuoti teisinė bazė ir priežiūros institucijos.

3.4.2. Valdytojo teisės ir jų ribos

Norint, kad Portfelis būtų valdomas efektyviai, Valdytojas turi turėti galimybę:

- ✓ duoti pavedimus kliento vardu įsigyti finansines priemones, kotiruojamas biržoje;
- ✓ gauti informaciją apie sandorių ir sąskaitų būklę;
- ✓ atidaryti vertybinių popierių ir su jų susietą piniginių lėšų sąskaitas;
- ✓ pirkti/parduoti biržoje nekotiruojamas priemones, tokias kaip investicinių fondų vienetai, pasirinkimo (angl. – *option*) sandoriai, etc.;
- ✓ dėti indėlius;
- ✓ konvertuoti valiutas;
- ✓ atlikti mokestinius pavedimus.

3.4.2.1. Pavedimų davimas

Teisės aktai nustato, kad portfelio valdymo paslauga negali būti teikiama, kol įmonė nesurenka iš kliento reikiamos informacijos apie jo žinias ir patirtį investavimo srityje; finansinę padėtį; tikslus, kurių jis siekia naudodamasis finansinių priemonių portfelio valdymo paslauga. Ši informacija yra reikalinga įmonei formuojant Portfelį ir jį valdant savo nuožiūra. Įmonei, kuri valdo Portfelį, svarbu žinoti, kokią riziką gali toleruoti klientas, kaip ilgai jis planuoja turėti finansinių priemonių portfelį, ko siekia jį turėdamas ir t.t. Ši informacija taip pat reikalinga tam, kad įmonė galėtų nustatyti tinkamą rezultatų lyginamąjį indeksą (angl. *benchmark*), grindžiamą kliento investavimo tikslais ir kliento portfelį sudarančių finansinių priemonių tipais. Rezultatų lyginamojo indekso tikslas – sudaryti galimybę klientui įvertinti jam teikiamos investicinės paslaugos rezultatus.

Valdydamas Portfelį ir priimdamas sprendimus Valdytojas atlieka tinkamumo testą (angl. *suitability test*), tam naudodamas anksčiau iš kliento surinktą informaciją. Įmonė vertina, ar sandoris atitinka kliento investavimo tikslus; ar klientas yra finansiškai pajėgus prisiimti su jo investavimo tikslus atitinkančio sandorio sudarymu susijusią riziką; ar klientas turi pakankamai reikiamų žinių ir patirties, kad suprastų riziką, būdingą sandorio sudarymui ir jo portfelio valdymui.

Komisijos taisyklės nustato, kad tais atvejais, kai kliento Portfelį valdo įmonė, kuri pati nevykdo operacijų su Portfeliu, pavedimą pateikia ta įmonė, su kuria klientas yra sudaręs finansinių priemonių portfelio valdymo sutartį. Pavedime turi būti nurodyta, kad jis pateikiamas kliento vardu. Tokiu atveju finansų maklerio įmonė, gavusi kliento vardu pateiktą pavedimą atlikti tam tikrą operaciją su jo Portfeliu, neprivalo tikrinti, ar jis atitinka valdymo sutartį.

Nors praktikoje buvo atvejų, kai kurie finansų rinkos dalyviai atsisakė priimti Valdytojo pateiktus pavedimus kliento vardu, teigdami, kad tam būtinas notarinis įgaliojimas, Komisija savo išaiškinime nurodė, kad „pavedimų pateikimas yra aiškinamas kaip viena iš portfelio valdymo funkcijų ir reikalavimo kartu su pavedimu pateikti notarine tvarka patvirtintą įgaliojimą nėra“⁴³. Po šio išaiškinimo pavedimų pateikimo galimybė remianti Portfelio valdymo sutartimi nebuvo kvestionuojama.

⁴³ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-06-02 Nr. 06-794-(11.5-03)

3.4.2.2. Informacijos gavimas

Komisijos taisyklių XXVII skyrius reglamentuoja įmonės pareigą teikti pranešimus klientui apie jo Portfelio valdymą. Šis taisyklių skyrius detalai nurodo, kokią informaciją turi gauti klientas įskaitant, bet neapsiribojant - kliento Portfelio sudėties ataskaitą ir Portfelio įvertinimą, įskaitant išsamią informaciją apie kiekvieną Portfelį sudarančią finansinę priemonę, jos rinkos vertę arba kitą tikrąją vertę, jei šios finansinės priemonės rinkos vertė negali būti nustatyta, grynųjų pinigų balansą nuo ataskaitinio laikotarpio pradžios iki jo pabaigos ir portfelio valdymo rezultatus per ataskaitinį laikotarpį.

Komisija yra pateikusi išaiškinimą⁴⁴, kad tuo atveju, jeigu Portfelio valdymo sutartyje yra numatyta Valdytojo teisė gauti išrašus iš kliento sąskaitų, tai yra pakankamas pagrindas gauti išrašus iš sąskaitų tvarkytojo be atskiro kliento sutikimo. Šis išaiškinimas buvo pateiktas po to, kai vienas bankas atsisakė pateikti išrašus iš Valdytojo klientų sąskaitų.

Taip pat pažymėtina, kad įmonė, teikianti finansinių priemonių portfelio valdymo paslaugas, privalo saugoti įstatymuose ir įstatymų reikalavimus detalizuojančiuose teisės aktuose nurodytus duomenis, dokumentus ir informaciją. Ši informacija reikalinga ne tik įmonei, bet taip pat jos priežiūrą vykdančiai Komisijai.

3.4.2.3. Sąskaitų atidarymas

Kadangi valdymo įmonė nėra sąskaitų tvarkytojas, tam kad galėtų valdyti individualius investicijų portfelius, ji turi atidaryti vertybinių popierių sąskaitą ir su ja susietą piniginių lėšų sąskaitą banke kliento vardu, arba savo vardu kiekvienam klientui atskirai. Dėl prieš tai išvardintų priežasčių Valdytojas negali atidaryti sąskaitų savo vardu⁴⁵, tad sąskaitos turi būti atidaromos klientų vardu. Pagrindinis klausimas, su kuriuo yra susiduriama praktikoje, yra, ar Valdytojas turi teisę atidaryti sąskaitas kliento vardu remdamasis Portfelio valdymo sutartimi, ar tam jis turi turėti notarinį įgaliojimą?

Viena iš pozicijų yra, kad Valdytojui atidaryti vertybinių popierių ir piniginių lėšų sąskaitas pakanka Portfelio valdymo sutarties, nustatančios patikėjimo teisę, mat klientas patiki ne konkrečias finansines priemones ar pinigus, o savo investicijų portfelį. Ateidamas į valdymo įmonę asmuo dažniausiai tuo momentu dar neturi objekto, kurį patikės, t.y. Portfelio. Jis patiki valdymo įmonei teisę formuoti ir valdyti Portfelį ir

⁴⁴ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2009-03-02 Nr. 06-287-(7.6-04)

⁴⁵ Ž.r. 3.3.2.

suteikia tam pradinį šaltinį – pinigines lėšas. Toliau procesas turėtų atrodyti taip – valdymo įmonė kreipiasi į banką, kad šis atidarytų sąskaitas, vieną iš jų - finansinių priemonių sąskaitą. Kadangi įstatyme yra įtvirtinta, kad sąskaita yra finansinių priemonių savininko vardu, o savininkas finansinių priemonių bus klientas, tai bankas ir atidaro minėtą sąskaitą kliento/savininko vardu.

Kitą poziciją yra pateikusi Vertybinių popierių komisija savo išaiškiniame⁴⁶. Komisija teigia, kad valdymo įmonė norėdama atidaryti sąskaitą kliento vardu turi pateikti notarinį įgaliojimą. Šis išaiškinimas yra kvestionuotinas, nes jame taip pat yra nurodyta, kad notarine tvarka patvirtintą įgaliojimą turi turėti asmenys, siekiantys atidaryti sąskaitas atstovavimo pagrindais. Kadangi Valdytojas veikia turto patikėjimo teisės pagrindais, jam Civilinio kodekso 2.138 straipsnis netaikomas.

Praktikoje finansų rinkos dalyviai yra linkę pripažinti Valdytojo teisę atidaryti sąskaitas remiantis Portfelio valdymo sutartimi, tačiau yra susiduriama su kito pobūdžio problemomis.

Teisės aktuose, kurie tiesiogiai reglamentuoja sąskaitų atidarymą ir nustato pareigas bankams, nėra įtvirtinta pareiga atidaryti sąskaitą, kai yra kreipiamasi į banką. Tokios pareigos nebuvimas sudaro bankams galimybę piktnaudžiauti savo teisėmis ir riboti konkurenciją, nes dauguma bankų patys teikia individualių Portfelijų valdymo paslaugas ir todėl nėra suinteresuoti sudaryti tinkamas sąlygas nepriklausomoms valdymo įmonėms. Pažymėtina, kad Civilinio kodekso 6.914 str. 2 d. nustatyta, kad bankas privalo sudaryti banko sąskaitos sutartį su klientu, kuris kreipėsi su prašymu atidaryti sąskaitą, pagal banko paskelbtas tam tikros sąskaitos rūšies atidarymo sąlygas, turinčias atitikti įstatymų ir bankų veiklą nustatančių teisės aktų reikalavimus. Civilinis kodeksas yra komercinių santykių teisinis pagrindas ir savo galia yra aukštesnis už paprastus įstatymus. Pats Civilinis kodeksas nurodo, kad šalia jo turi būti bankų veiklą nustatantys teisės aktai, kurie detalizuotą reguliavimą, tačiau savaime suprantama nepaneigtų pagrindinių reguliavimo principų, įtvirtintų kodekse.

Norint šiame paslaugų sektoriuje didinti konkurencingumą, kuris savaime būtų naudingas investuotojams, reikia ne tik pripažinti Valdytojų teisę klientų vardu atidaryti sąskaitas, bet taip pat įstatymuose, nustatančiuose bankų veiklą, įtvirtinti pareigą atidaryti sąskaitą, kai yra kliento kreipimasis.

⁴⁶ Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-06-02 Nr. 06-794-(11.5-03)

3.4.2.4. Teisių Valdytojui suteikimas

Nors rinkos dalyviai sutinka, kad Valdytojas turi teisę atidaryti sąskaitas kliento vardu, tačiau nėra bendro sutarimo, ar jis taip pat turi teisę konvertuoti valiutas, dėti indėlius, atlikti mokestinius ir nemokestinius pavedimus, etc.

Šiuo metu finansų rinkos dalyviai, kurie turi teisę atidaryti ir tvarkyti sąskaitas, neturi specialaus „produkto“ Valdytojams, kuris leistų sistemoje teises priskirti juridiniam asmeniui. Dėl šios priežasties norint Valdytojui atlikti tokius veiksmus kaip valiutų konvertavimas, kliento atstovu banko sistemoje turi būti nurodytas fizinis asmuo. Toks fizinis asmuo yra Valdytojo darbuotojas.

Manoma, kad Valdytojas turėtų nurodyti savo darbuotojus ir jų teisių apimtį, tačiau kai kurie rinkos dalyviai teigia, kad tai turi padaryti pats klientas atvykęs tiesiogiai į banką (arba Valdytojas pateikęs notarinį įgaliojimą). Jų argumentai yra tokie: „Pasirašydamas atitinkamus dokumentus (dėl paslaugų teikimo elektroniniu būdu), Valdytojas turi nurodyti valdymo įmonės darbuotojus kaip kliento naudotojus (atstovus). Vadinasi, tai yra sandoris su pačiu savimi: banko atžvilgiu valdymo įmonė, veikdama kliento vardu, t.y. būdama kliento atstovu, patvirtina, kad jos atstovai yra tinkami kliento atstovai ir keičia tuos atstovus. Klientas teoriškai gali net nežinoti, kad taip yra ir kelti pretenzijas, nes toje pačioje sutartyje valdymo įmonė už klientą patvirtintų, kad klientas žino, jog valdymo įmonė yra tinkamas atstovas ir praneš, jei atstovavimo pagrindas išnyks. Realiai toks patvirtinimas, kurį pats dėl savęs (tiksliau dėl savo darbuotojų) pateikia Valdytojas, yra niekinis, nes ne klientas jį pasirašo. Dėl šios priežasties reikalaujame nebent notarinės formos įgaliojimo, kuriame būtų aiškiai nurodyti veiksmai, kuriuos gali atlikti valdymo įmonė, nes tai yra veiksmai kliento vardu.“⁴⁷

Pirma, reikalavimas klientui pačiam pasirašyti reikiamus dokumentus banke laikytinas nepagrįstu, nes valdymo įmonė yra licencijuota ir prižiūrima įmonė, kuriai taikomi teisės aktų reikalavimai, reglamentuojantys investicinių paslaugų teikimą. Valdymo įmonė pati identifikuoja klientą ir surenka informaciją apie jo finansinę padėtį, investavimo tikslus ir kt., tad bankui jau nėra tikslinga tai daryti.

⁴⁷ AB banko „Hansabankas“ raštas UAB „Prudentis“ 2008-02-07.

Taip pat pagrįstu nelaikytinas ir reikalavimas valdymo įmonei turėti kliento notarinį įgaliojimą, nes Valdytojas veikia turto patikėjimo teisės pagrindu, o ne atstovavimo.

Aiškinimas, kad dokumentų, kuriais suteikiamos paslaugos elektroniniu būdu, pasirašymas neturint notarinio įgaliojimo būtų laikomas niekiniu yra nepagrįstas, nes:

- ✓ Valdymo sutartis ir notarinis įgaliojimas yra tik pagrindai pasirašyti minėtus dokumentus - jei valdymo įmonė galėtų savo darbuotojus nurodyti kaip naudotojus turėdama notarinį įgaliojimą, kodėl ji negali to padaryti turėdama Portfelio valdymo sutartį?
- ✓ Tai nėra sandoris su pačiu savimi, nes viena pusė yra klientas (atstovaujamas Valdytojo), o kita - bankas, t.y., klientas jau portfelio valdymo sutartimi yra suteikęs teises valdymo įmonei ir tuo yra patvirtinęs, kad valdymo įmonė yra tinkamas atstovas. Tai, kad dokumentą pasirašo valdymo įmonė, nereiškia, kad ji sudaro sandorį su savimi. Ji tiesiog jį pasirašo kliento vardu. Jei bankui kyla problema dėl to, kad, pasibaigus santykiams tarp kliento ir Valdytojo, jis nebus informuotas apie tai, šią problemą galima išspręsti paprasčiausiai sudarant papildomą susitarimą tarp banko ir valdymo įmonės, kuriuo pastaroji įsipareigotų informuoti banką santykiams su klientu pasibaigus.

3.4.3. Kliento teisių apsauga

Esminis klausimas yra koks reguliavimas garantuotų investuotojui maksimalią jo teisių apsaugą ir tuo pačiu tinkamą jo interesų įgyvendinimą. Prieš tai buvo nagrinėjama, ar Portfelio valdymo pagrindas yra turto patikėjimo teisės institutas, ar pavedimo institutas. Šioje dalyje bus analizuojami institutų plusai ir minusai užtikrinant investuotojų teisių apsaugą. Taip pat bus pateikta pozicija, kaip turėtų būti pildomos esamos reguliavimo spragos.

3.4.3.1. Atstovavimas

Portfelio valdymo pagrindui esant atstovavimo institutui, Valdytojo teisių ribos būtų apibrėžtos įgaliojime arba pavedime. Įgaliojimas yra vienašalis sandoris, kuriuo atstovaujamas suteikia teises atstovui. Pavedimas yra dvišalis sandoris (sutartis). Pažymėtina, kad dokumentas, kuriuo suteikiamos teisės vadinamas ne pavedimo sutartimi, o įgaliojimu. Pavedimas savo esme yra labai artimas atstovavimo institutui, todėl rinkos dalyviai ir Komisija paprastai yra linkę tapatinti šiuos institutus. Kadangi pavedimo institutas buvo aptartas prieš tai⁴⁸, šioje dalyje daugiau dėmesio bus skiriama atstovavimo institutui.

Pažymėtina, kad atstovu gali būti tiek fizinis, tiek juridinis asmuo. Jei atstovu yra fizinis asmuo, teoriškai jam valdyti Portfeliui pakaktų paprastos rašytinės formos įgaliojimo, nes tokia situacija nepatektų po Civilinio kodekso 2.138 str. numatytais pagrindais. Atstovui esant juridiniam asmeniui įgaliojimas turėtų būti notarinės formos.

Įgaliojime turėtų būti nurodyta, kokias teises turi atstovas. Įgaliojimo dalykas gali būti apibrėžtas plačiau arba siauriau, priklausomai nuo santykių specifikos. Atsižvelgiant į tai, kad Portfelio valdymas yra kompleksinė paslauga, kuri teikiama ilgą periodą, įgaliojimas tikriausiai būtų abstraktesnio pobūdžio, pavyzdžiui, „suteikiu teisę mano vardu atidaryti sąskaitą, pateikti pavedimus, atlikti valiutų konvertavimus, etc.“.

Toks įgaliojimas tikriausiai neužtikrintų tinkamos investuotojo teisių apsaugos, nes pagal jį Valdytojui būtų suteikiamos labai plačios teisės, o pagal Civilinio kodekso 2.133 str. 1 d. atstovo sudarytas sandoris atstovaujamojo vardu, atskleidžiant atstovavimo faktą ir neviršijant suteiktų teisių, tiesiogiai sukuria, pakeičia ir panaikina atstovaujamojo civilines teises ir pareigas.

Būdas riboti Valdytojo teises galėtų būti detalizavimas, kad, pavyzdžiui, „suteikiu teisę duoti pavedimus tik dėl finansinių priemonių, kurios yra kotiruojamos biržoje“, arba „suteikiu teisę pateikti pavedimus, išskyrus nemokestinius (t.y. finansinių priemonių pervedimas į kitą sąskaitą) ir mokestinius (t.y. piniginių lėšų pervedimas į kitą sąskaitą). Tokie ribojimai didintų investuotojo teisių apsaugą, bet taip pat ir mažintų valdymo efektyvumą, nes Valdytojas galėtų Portfelį formuoti tik iš biržoje kotiruojamų priemonių. Priėmus sprendimą į Portfelį įtraukti nekotiruojamą priemonę, būtų reikalingas tiesioginis kliento dalyvavimas. Tokiuose sandoriuose labai svarbiam esant laiko momentui, kliento

⁴⁸ Žr. 3.3.1.

potenciali sandorio vertė galėtų labai nukentėti vien todėl, kad Valdytojas negalėjo operatyviai veikti.

3.4.3.2. Turto patikėjimas

Turto patikėjimo teisė būtų nustatoma sutartimi, kurioje taip pat būtų apibrėžiamos ir šalių teisės bei pareigos.

Be aplinkybių, kurios buvo minėtos anksčiau, pagrindžiant, jog turto patikėjimo teisės institutas yra tinkamas Portfelio valdymo pagrindas, didesnis dėmesys bus skiriamas normoms, kurios saugo investuotojo interesus. Kaip antai Civilinio kodekso 6.954 str. 2 d., kurioje numatyta, jog sutartis gali nustatyti patikėtinio teisių apribojimus. Tai reiškia, kad sutartyje gali būti numatyta, jos Valdytojas privalo formuoti Portfelį atsižvelgdamas į informaciją surinktą apie klientą, jo tikslus, poreikius, toleruotiną riziką, etc.

Taip pat labai svarbi yra Civilinio kodekso 6.961 str. 1 d. įtvirtinta taisyklė, kad turtas, perduotas patikėtiniui patikėjimo teise, turi būti atskirtas nuo patikėtojo ir patikėtinio turto. Ši taisyklė saugo kliento turtą nuo Valdytojo kreditorių. Ji taip pat neleidžia Valdytojui maišyti savo turto su kliento turtu, kad ir laikinai, pavyzdžiui, padengti laikiną minusą (angl. *overdraft*) Valdytojo sąskaitoje kliento lėšomis.

Kitos dvi taisyklės, kurios saugo investuotoją yra įtvirtintos Civilinio kodekso 6.965 straipsnyje. Straipsnio 1 dalis nustato, kad patikėtinis, kuris tinkamai nesirūpino jam perduotu turtu ir patikėtojo bei naudos gavėjo interesais, turi atlyginti nuostolius ir negautas pajamas, o 2 dalis įtvirtina, kad jei patikėto turto nepakanka apmokėti skoloms pagal prievoles, atsiradusios turtą patikėjimo teise valdant, naudojant ar juo disponuojant, tai išieškoma iš patikėtinio turto, o kai neužtenka ir šio turto, – iš patikėtojo kito turto. Šios normos puikiai atsveria Valdytojui suteikiamas teises ir užtikrina investuotojo teisių apsaugą.

Valdytojas yra įpareigojamas veikti rūpestingai formuodamas Portfelį ir privalo atlyginti nuostolius, jei tokie atsiranda. Pažymėtina, kad pagal šią normą Valdytojas neatsakytų tada, jei Portfelis buvo suformuotas atsižvelgiant į kliento interesus, o nuostoliai buvo patirti dėl objektyvių priežasčių. Valdytojas atsakytų tuo atveju, jei, pavyzdžiui, suformuotų portfelį, kurio 90 proc. sudarytų akcijos, tuo tarpu pagal surinktą

informaciją klientas toleruotų tik vidutinę, ar žemesnę nei vidutinę, riziką. Net jei nuostoliai atsirastų dėl objektyvių priežasčių, pavyzdžiui bendro rinkos smukimo, Valdytojas privalėtų atlyginti tą dalį nuostolių, kurių galėjo išvengti suformuodamas mažiau rizikingą Portfelį.

Taisyklė, kad skolos, kurių nepadengia patikėtas turtas, dengiamos iš patikėtinio turto, verčia Valdytoją elgtis rūpestingiau ir tuo pačiu labiau saugo investuotoją palyginus su atstovavimo institutu, kur pareigos yra sukuriamos atstovaujajam ir visa prievolė tenka jam.

Bendrosios teisės tradicijos doktrina⁴⁹ teigia, kad patikėtojo interesus stipriausiai gina daiktinė teisė, kuri leidžia atgauti neteisėtai perleistą turtą net ir iš sąžiningų įgijėjų. Pažvelgus į mūsų Civilinio kodekso 4 knygos 4.96 str. 1 d. randame nuostatą, kad jei kilnojamas daiktas atlygintinai įgytas iš asmens, kuris neturėjo teisės jo perleisti nuosavybėn, ir įgijėjas to nežinojo ir neturėjo žinoti (sąžiningas įgijėjas), tai savininkas turi teisę išreikalauti šį daiktą iš įgijėjo tik tuo atveju, kai daiktas yra savininko ar asmens, kuriam savininkas buvo perdavęs jį valdyti, pamestas, arba iš kurio nors iš jų pagrobtas, arba kitaip be jų valios nustojo būti jų valdomas.

Kvestionuotina, ar šia nuostata galėtų remtis investuotojas, kurio turtą Valdytojas perleido pažeisdamas nustatytus apribojimus, mat Valdytojui savininkas buvo perdavęs valdymą ir pastarasis be savo valios jo neprarado.

Tačiau manytina, kad investuotojas galėtų savo interesus ginti kitomis daiktinės teisės nuostatomis, kaip antai 4.95 straipsniu, pagal kurį savininkas turi teisę išreikalauti savo daiktą iš svetimo neteisėto valdymo. Jei Valdytojas pažeidžia jam nustatytus apribojimus, jo valdymas toje dalyje tampa neteisėtu ir tada pradeda veikti ši norma. Pažymėtina, kad savininkas galėtų išsireikalauti ne tik savo turtą, bet ir visas pajamas, kurias Valdytojas gavo arba turėjo gauti per visą neteisėtą valdymo laiką⁵⁰.

Bendrosios teisės tradicijos doktrina⁵¹ nagrinėdama banko atsakomybę, kai sąskaitoje laikomos patikėtos lėšos, pažymi, kad bankas yra atsakingas tik tada, kai vienokiu ar kitokiu būdu sužino patikėjimo faktą. Pabrėžiama yra tai, kad banko atsakomybė nepriklauso nuo to, ar sąskaita yra pažymėta kaip patikėtinio, ar faktas

⁴⁹ E.P. Ellinger, E. Lomnicka, R.J.A. Hooley „Ellinger’s modern banking law“, 4th edition, 2006. p. 304.

⁵⁰ Civilinio kodekso 4.97 str. 1 d.

⁵¹ E.P. Ellinger, E. Lomnicka, R.J.A. Hooley „Ellinger’s modern banking law“, 4th edition, 2006. p. 305-306.

sužinomas kitu būdu, pavyzdžiui, patikėtinis bankui pateikia sutartį, pagal kurią nustatyta turto patikėjimo teisė. Nors bankui nėra pareigų prižiūrėti patikėtojo veiksmų atitikimą sutarčiai, tačiau bendro pobūdžio rūpestingumo pareigą jis visgi turi, pavyzdžiui, bankas turėtų reaguoti, jei patikėtojas norėtų ženkliai dalį lėšų pervesti į kitą sąskaitą. Doktrinoje aiškinama, kad bankas turi užkirsti kelią veiksams, kurie yra akivaizdžiai sukeltantys įtarimą, jog Valdytojas elgiasi ne patikėtojo interesais.

Dar vienas turto patikėjimo instituto privalumas yra tas, kad patikėtojas gali nustatyti, jog turtas turi būti valdomas ne jo, o naudos gavėjo (trečiojo asmens) interesais. Tokiu būdu klientas gali, pavyzdžiui, numatyti, kad naudos gavėjas yra jo vaikas. Tai leidžia ne tik išsaugoti ir gausinti turtą, patikint jį valdyti profesionalui, bet taip leidžia pasirūpinti artimais žmonėmis. Šis institutas puikiai tinka tais atvejais, kai tėvai nori paremti savo vaikus, bet nenori perleisti jiems nuosavybės teisės.

3.4.4. Vertinimas ir pasiūlymai

Turto patikėjimo teisės institutas duoda Valdytojui teisę įgyvendinti savininko teises. Tai suteikia valdymui lankstumo ir galimybės operatyviai priimti ir įgyvendinti investicinius sprendimus, ko nesuteikia atstovavimo institutas.

Valdytojo teisių ribojimus pagal turto patikėjimo institutą nustato civilinis kodeksas (pavyzdžiui, rūpestingumo pareiga). Papildomus įpareigojimus galima numatyti sutartyje (pavyzdžiui, kad Valdytojas turėtų licenciją). Kaip matyti, turto patikėjimo institutas nustato platesnes patikėtinio atsakomybės ribas, nei atstovavimo institutas, todėl laikytinas labiau saugančiu investuotojo interesus.

Vertybinių popierių komisija, kurios vienas iš pagrindinių tikslų yra saugoti investuotojų teises, turėtų imtis aktyvesnio vaidmens užpildant Portfelio valdymo reguliavimo spragas. Komisija turėtų pateikti oficialų išaiškinimą, tiek investuotojams (potencialiems ir esamiems), tiek rinkos dalyviams, kad:

- ✓ Portfelio valdymą turi teisę teikti tik licencijuoti subjektai, su kuriais pasirašoma sutartis, nustatanti turto patikėjimo teisę.

- ✓ Ši sutartis yra pagrindas Valdytojui atlikti veiksmus kliento vardu, taip pat ji nustato ribojimus, kurių turi laikytis pastarasis.
- ✓ Santykiai su trečiaisiais asmenimis, pavyzdžiui, Makleriais, yra aptariami atskiroje bendradarbiavimo sutartyje.
- ✓ Bankai ir makleriai turi teisę teikti paslaugas remdamiesi minėtomis sutartimis ir tuo pačiu pareigą užkirsti kelią Valdytojo veiksams, kurie akivaizdžiai yra nesuderinami su jam suteiktomis teisėmis.

Aiškinimas, kad Valdytojas veikia atstovavimo pagrindais, gali privesti prie to, kad bet koks asmuo - fizinis, ar juridinis - neturėdamas licencijos, bet gavęs kliento įgaliojimą, valdytų jo Portfelį. Tokioje situacijoje investuotojo teisių apsauga būtų ženkliai mažesnė, o tai suponuotų išvadą, kad teisės sistema neveikia tinkamai įskaitant tai, kad Komisija netinkamai įgyvendina jai priskirtas funkcijas.

Atsižvelgus į tai, kad Portfelio valdymas yra kompleksinė paslauga, kurioje dalyvauja subjektai, patenkantys į kelių institucijų priežiūrą, svarstyta galimybė apjungti minėtas institucijas. Vertybinių popierių komisija prižiūri investicinių paslaugų teikimą, tačiau į jos priežiūrą nepatenka klausimai dėl piniginių lėšų. Šie klausimai yra kitos priežiūros institucijos kompetencijoje – Lietuvos Banko. Tam kad sistema, kuri turi saugoti investuotojų interesus ir taip pat padėti rinkos dalyviams, veiktų efektyviai, reiktų apjungti priežiūros institucijas (Vertybinių popierių komisiją, Lietuvos Banką ir Draudimo priežiūros komisiją) į vieną instituciją.

Tendencija apjungti priežiūros institucijas yra juntama didelėje dalyje valstybių. Vienose jų šie projektai dar nėra įgyvendinti, kitose, pavyzdžiui, Danijoje, Islandijoje, Norvegijoje, Jungtinėje Karalystėje, Kanadoje, Japonijoje, yra funkcionuojančios bendros priežiūros institucijos. Priežastys, kodėl ši tendencija yra plintanti yra tos, kad kelių institucijų buvimo sistema yra per sudėtinga, brangi ir nesuteikianti teisinio tikrumo ir aiškumo. Šių dienų finansų rinkoms tampant vis sudėtingesnėmis, o subjektams užsiimant vis įvairesne veikla, atskiros priežiūros institucijos tampa nepajėgios aprėpti tokių subjektų ir efektyviai įgyvendinti, joms priskirtų funkcijų.⁵²

⁵² Silvia Fazio „The harmonization of international commercial law“, Kluwer Law International BV, the Netherlands, 2007, p.150-151.

III. Išvados

1. 2007 m. spalio 25 d. KISĮ redakcija yra didelis žingsnis į priekį modernizuojant Lietuvos finansų sektorių, tačiau turi tam tikrų spragų.

Kaip antai, KISĮ nėra apibrėžta dalyvių atsakomybė už investicinio fondo priiimtas prievoles, tuo tarpu yra nustatyta atsakomybė valdymo įmonei padengti investicinio fondo prievoles, jei dalijimo metu paaiškėja, kad investicinį fondą sudarančio turto padengti jo sąskaita priiimtoms prievolėms nepakanka. Toks atsakomybės reguliavimas kelia abejones ir, Asociacijos nuomone, turėtų būti pakeistas.

Tam tikrų KISĮ nuostatų, pavyzdžiui, dėl nekilnojamojo turto registravimo, neadaptavimas esančiai teisės sistemai, daro tokios rūšies subjektų veiklą objektyviai neįmanomą.

KISĮ pateiktame KIS apibrėžime yra numatyta, kad KIS vienintelis tikslas yra viešai siūlyti investuoti į jį, t.y. įsigyti vienetų ar akcijų. Tuo tarpu UCITS direktyva nenumato KIS tikslo kaip vieno iš jo požymių. Atlikus analizę kyla abejonių, ar tikslo numatymas KISĮ pateiktame apibrėžime yra reikalingas ir neprieštaraujantis kitom KISĮ nuostatoms.

Atskirų rinkos dalyvių ir Asociacijos iniciatyvos užpildyti esančias reguliavimo spragas vertintinos pozityviai ir leidžia tikėtis, kad ateityje KIS reguliavimas tik modernės ir atitiks rinkos dalyvių ir investuotojų lūkesčius.

2. Šiuo metu egzistuojantis reguliavimas nelaikytinas pakankamu Lietuvos subjektams norint efektyviai konkuruoti Bendrijoje.

Lietuvos valdymo įmonėms negalint pasiūlyti investicinių fondų su skirtingų klasių investiciniais vienetais (išskyrus vieną išimtį) net tik yra pažeidžiami tiesioginiai valdymo įmonių ir investuotojų interesai, bet taip pat tai daro Lietuvos valdymo įmones mažiau konkurencingas lyginant su kitomis Bendrijoje veikiančiomis valdymo įmonėmis.

Nors KISĮ nuostatos reglamentuojančios alternatyvius KIS yra artimos Liuksemburgo SICAR įstatymui, tačiau Vertybinių popierių komisijos konservatyvus normų aiškinimas gali atbaidyti valdymo įmones nuo tokių subjektų steigimo Lietuvoje ir lemti kitos jurisdikcijos pasirinkimą.

3. Apžvelgus naujuosius UCITS direktyvos pakeitimus, galima padaryti kelis reikšmingus pastebėjimus: pirma, Europos Sąjungos požiūris smarkiai liberalėja, antra, finansų rinkų faktinis globalumas vis labiau įtakoja reguliavimą.

UCITS IV direktyvos perkėlimas ir Asociacijos siūlymų įgyvendinimas naujoje KISĮ redakcijoje turėtų būti stiprus postūmis modernizuojant reguliavimą ir atgaivinant finansų sektorių.

4. Portfelio valdymas - tai paslauga, kurią teikia licencijuotos, prižiūrimos įmonės savo klientams.

Įmonė valdo portfelį savo nuožiūra atsižvelgdama į anksčiau iš kliento surinktą informaciją. Portfelio valdymo paslaugos pagrindas – rašytinis susitarimas tarp kliento ir Valdytojo. Valdytojui atliekant veiksmus, susijusius su Portfelio valdymu, per trečiuosius asmenis, pavyzdžiui, Maklerius, su pastaraisiais turi būti sudaromi atskiri bendradarbiavimo susitarimai.

Išanalizavus turto patikėjimo ir atstovavimo institutus, darytina išvada, kad tarp Valdytojo ir kliento susiklosto *sui generis* turto patikėjimo teisiniai santykiai. *Sui generis*, nes valdymo įmonė negali atidaryti sąskaitų kaip patikėtinis, todėl veikia ne savo vardu, o klientų vardu. Aplinkybė, kad turtas nėra fiziškai perduodamas Valdytojui nepanaikina turto patikėjimo teisės, o tik padaro ją *sui generis*. Portfelio valdymo santykiams esant specifiniams, teisės institutai turi būti taikomi lanksčiau tam, kad būtų pasiektas pagrindinis reguliavimo tikslas – investuotojo ir jo turto valdytojo teisių ir pareigų pusiausvyra.

5. Galima teigti, kad šiuo metu Vertybinių popierių komisija neįgyvendina jai priskirtų funkcijų tinkamai. Susirūpinimą kelia Komisijos pateikiami išaiškinimai, kurių argumentai kartais prieštarauja vieni kitiems, o rinkos dalyviams vietoj aiškumo sukelia tik dar daugiau klausimų. Komisija turėtų imtis aktyvesnio vaidmens užpildant reguliavimo spragas. Komisijos priežiūra turėtų būti ne tik *ex post*, bet ir *ex ante*, t.y. Komisija neturėtų laukti, kol nukentės investuotojai, o imtis reikiamų priemonių užkirsti kelią tokioms situacijoms dabar.

IV. Santrauka

Šiame darbe analizuojama kolektyvinio investavimo subjektų (toliau tekste – KIS) ir finansinių priemonių portfelio valdymo reglamentavimo problematika.

KIS reglamentavimo problematika yra analizuojama nagrinėjant Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo (toliau tekste – KISĮ) naują redakciją. 2008 m. kovo 1 d. įsigalioję KISĮ pakeitimai buvo plačiai aptariami ir labai laukiami rinkos dalyvių. Buvo tikimasi, kad naujasis reguliavimas Lietuvą padarys Rytų Liuksemburgu: steigis naujos valdymo įmonės ir bus kuriami nauji KIS. Tačiau vos įsigaliojus naujai redakcijai pradėjo aiškėti jos spragos, pavyzdžiui, negalėjimas registruoti nekilnojamojo turto KIS vardu, ir netrukus buvo pradėtas rengti KISĮ pakeitimo projektas. Naujų fondų kūrimuisi taip pat sutrukdė konservatyvus Vertybinių popierių komisijos požiūris, pavyzdžiui, vertinant alternatyvių fondų diversifikavimą. Žvelgiant į ateitį galima tikėtis teigiamų pokyčių, kuriuos turėtų atnešti KISĮ pakeitimai: įgyvendinantys tiek UCITS IV direktyvą, tiek Valdymo įmonių asociacijos siūlymus.

Finansinių priemonių portfelio valdymas yra analizuojamas nagrinėjant santykius, susiklostančius tarp kliento ir valdymo įmonės bei trečiųjų asmenų (paprastai bankų). Portfelio valdymo paslaugai esant pakankamai naujai ir retai jos reglamentavimas yra labai minimalus. Nors didelė dalis klausimų yra palikta šalių laisvei, tačiau pačių santykių ir juose dalyvaujančių subjektų specifiškumas reikalauja didesnio priežiūros institucijų įsikišimo. Šalims (valdymo įmonėms ir bankams) nesugebant susitarti koks teisės institutas yra pagrindas santykių, susiklostančių teikiant portfelio valdymo paslaugas, priežiūros institucija (Vertybinių popierių komisija) turėtų imtis aktyvesnio vaidmens išaiškinant šiuos klausimus, ypač kai tai yra būtina apsaugant investuotojų teises. Analizė atlikta šiame darbe parodo, kad turto patikėjimo institutas yra tinkamesnis pagrindas nei atstovavimo institutas reguliuoti santykiams, susiklostantiems teikiant portfelio valdymo paslaugas.

Summary
(The problems of portfolio management and collective investment undertakings regulation)

This paper examines the law of the Republic of Lithuania on the collective investment undertakings (further in the text – law of UCI) and regulation of portfolio management services provided by investment management companies (further in the text – Managers).

The newest version of the law of UCI came into force on the 1 st of March, 2008. In this newest version Managers are given the rights to establish special UCIs like hedge funds. The new law of UCI is very advanced compared with the old one. Before entry into force Managers and the Government expected that the new regulation will make Lithuania the new Luxembourg in the field of the investment vehicles, such as UCIs, but right after the law came into force a new version of the legislature was already being prepared and also the fact that only one new UCI was registered and functioning showed that the system was in need of further correcting and was not working as planned. For example it is not possible to register immovable property in the name of the UCI. The conservative attitude of the Securities Commission also stands in the way of establishing hedge funds that would be competitive with UCIs established in Luxembourg. Although the positive expectations did not come true, there is still hope that positive changes will take place when the amendment comes into force.

The other form of investment management, which is examined in this paper, is portfolio management. The services of portfolio management are quite new and rare in Lithuania. For this reason the regulation of relationship between Managers, clients and third parties (usually banks) is limited to the very minimum. Although most of the questions are left for the parties to decide, some specific situations (e.g. concerning the investor's rights) are in need of the clarification by the supervising authorities (The Securities Commission). The need for the clarifications is very desirable in the context of managing a private portfolio. Especially clarification of what rights do the Managers have, when the parties (banks and Managers) cannot agree whether the relationship between the client and the Manager is based on trust or agency. According to the research done in this paper the relationship between the Manager and the client should be based on trust law. Trust gives the needed balance of interests for both Managers and clients, because it allows managing the Portfolio effectively and protects the investor's rights as well.

V. Literatūros sąrašas

1. Teisės norminiai aktai

- 1.1. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios 2000, Nr. 74-2262);
- 1.2. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo nauja redakcija 2007 m. spalio 25 d. Nr. X-1303 (Valstybės žinios 2003, Nr. 74-3424);
- 1.3. Lietuvos Respublikos finansų įstaigų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios 2002, Nr. 91-3891);
- 1.4. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios 2007, Nr. 17-627);
- 1.5. Investicinių paslaugų teikimo ir klientų pavedimų priėmimo ir vykdymo taisyklės, patvirtintos Vertybinių popierių komisijos 2007 m. gegužės 31 d. nutarimu Nr. 1K-22 „Dėl Investicinių paslaugų teikimo ir klientų pavedimų priėmimo ir vykdymo taisyklių patvirtinimo“ (Žin., 2007, Nr. 64-2500, Nr. 117-4813);
- 1.6. 1985 m. gruodžio 20 d. Tarybos direktyva Nr. 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS), derinimo (2004 Specialusis leidimas, 2004-12-30, Nr. 1);
- 1.7. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments (OJ L 145, 30.4.2004, p. 1);
- 1.8. Convention on the law applicable to trusts and on their recognition, concluded 1 July 1985, entered into force 1 January 1992, Hague;
- 1.9. 2002 m. gruodžio 20 d. Liuksemburgo kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas (angl. - Luxembourg law of 20 December 2002 on undertakings for collective investment);
- 1.10. Liuksemburgo 2004 m. birželio 15 d. SICAR įstatymas (angl. – Luxembourg law of 15 June 2004 relating to the investment company in risk capital („SICAR“).

2. Specialioji literatūra

2.1. Monografijos, vadovėliai:

- 2.1.1. E.P. Ellinger, E. Lomnicka, R.J.A. Hooley „Ellinger’s modern banking law“, 4th edition, 2006;
- 2.1.2. K. Thomas Liaw „The Business of Investment Banking“, second edition, John Wiley & Sons, Inc., 2006;
- 2.1.3. Robert A. Haugen „Modern investment theory“, 5th edition, Prentice hall international, Inc., 2001;
- 2.1.4. Silvia Fazio „The harmonization of international commercial law“, Kluwer Law International BV, the Netherlands, 2007.

2.2. Straipsniai periodiniuose leidiniuose:

- 2.2.1. Gerry W. Beyer „Wills and trusts“ SMU Law Review, Summer 2008;
- 2.2.2. Hisham Marwah (Dr.)Anja Bolz „An Introduction to Trusts & Waqfs“, A.T. Law Update 2006;
- 2.2.3. Jeffrey A. Cooper „Empty promises: settlor’s intent, the Uniform trust code, and the future of trust investment law“ Boston University Law Review, December, 2008;
- 2.2.4. Jeffrey N. Gordon „The puzzling persistence of constrained prudent man rule“, New York University Law Review, April, 1987;
- 2.2.5. Mathias M. Siems „Legal Origins: Reconciling Law & Finance and Comparative Law“, McGill Law Journal, Spring, 2007;
- 2.2.6. Stewart E. Sterk „Asset Protection Trusts: Trust Law’s Race to the Bottom?“, Cornell Law Review, May 2000;
- 2.2.7. Ugo Mattei „Basic Issues of Private Law Codification in Europe: Trust“, Global Jurist Frontiers, Volume 1, Issue 1, Article 5, 2001.

3. Praktinė medžiaga

- 3.1. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2007-02-09 Nr. 06-189-(11.6-03);
- 3.2. Vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2007-06-02 Nr. 06-794-(11.5-03).
- 3.3. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos priedas prie 2007-07-24 kreipimosi į rinkos dalyvius;
- 3.4. V. Į. Registrų centras atsakymas investicijų valdymo įmonių asociacijos prezidentui Sauliui Racevičiui 2008-06-17 Nr. (1.7./1100)s-4309;
- 3.5. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-06-12 Nr. 06-867-(10.12-04);
- 3.6. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-06-12 Nr. 06-868-(7.6-04);
- 3.7. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-07-25 Nr. 06-1130-(11.15-04);
- 3.8. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2008-07-29 Nr. 06-1163-(7.6-04).
- 3.9. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos raštas UAB „Prudentis“ 2009-03-02 Nr. 06-287-(7.6-04);
- 3.10. Simona Balčiūnaitė, Vertybinių popierių komisija, „Direktyvos 85/611/EEB pakeitimo projektas: UCITS IV“, 2008-08-19;
- 3.11. AB banko „Hansabankas“ raštas UAB „Prudentis“ 2008-02-07;
- 3.12. Position of the European parliament adopted at first reading on 13 January 2009 with a view to the adoption of Directive 2009/.../EC of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) P6_TC1-COD(2008)0153;
- 3.13. European Paliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, Draft report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable

securities (UCITS) (COM(2008)0458 – C6-0287/2008 – 2008/0153(COD)),
19.9.2008.Rapporteur: Wolf Klinz.

4. Interneto tinklalapiai

- 4.1. Atoz tax advisers, Luxembourg, „THE 'SOCIÉTÉ D'INVESTISSEMENT EN CAPITAL À RISQUE“,
http://www.atoz.lu/fileadmin/template/files/ATOZ_SICAR.pdf;
- 4.2. Enciklopedija,
<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/portfolio>;
- 4.3. Fund-Axis „The UCITS IV directive updated as of 13th January 2009“,
<http://www.funds-axis.com/udocs/FAfinalUCITSIV.pdf>.
- 4.4. Teisingumo ministerija,
<http://www.tm.lt/Default.aspx?item=atsak&tid=3&klid=112>.