

**Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Privatinės teisės katedra**

Gretos Keliuotytės-Staniulėnienės,
V kurso, komercinės teisės
studijų šakos studentės

Magistro darbas

**FINANSINIŲ PRIEMONIŲ RINKOS TEISINIO REGULIAVIMO
PROBLEMOS**

Vadovas: doc. dr. Andrius Smaliukas
Recenzentas: lekt. dr. Tomas Kontautas

Vilnius 2012

TURINYS

IŽANGA	3
1. FINANSINIŲ PRIEMONIŲ RINKOS SAMPRATA IR REIKŠMĖ.....	5
1.1. Finansų rinkų esmė, funkcijos ir reguliavimo būtinumas	5
1.2. Finansų rinkų klasifikacija.....	9
1.3. Išvestinės finansinės priemonės	11
2. FINANSINĖS PRIEMONĖS SAMPRATOS PROBLEMATIKA	22
2.1. Finansinės priemonės samprata teisės doktrinoje	22
2.2. Finansinės priemonės samprata Europos Sąjungos ir Lietuvos Respublikos teisės aktuose	23
3. INVESTICINIŲ PASLAUGŲ SAMPRATA IR REIKŠMĖ	31
4. NE BIRŽOS IŠVESTINIŲ PRIEMONIŲ TEISINIO REGULIAVIMO PROBLEMATIKA.....	33
5. INVESTUOTOJŲ INTERESŲ APSAUGOS TEISINIO REGULIAVIMO PROBLEMATIKA.....	38
5.1. Investicinio produkto tinkamumas ir priimtumas	38
5.2. Informacijos atskleidimas.....	41
5.3. Neprofesionaliųjų investuotojų teisių gynimas.....	46
5.4. Kiti probleminiai investuotojų apsaugos aspektai.....	51
5.5. Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų peržiūrėjimo poreikis ir tikslingumas ...	56
IŠVADOS	60
LITERATŪROS SĄRAŠAS	62
SANTRAUKA	69
SUMMARY	70

IŽANGA

Finansų sistemos stabilumas – tai šios sistemos atsparumas vidiniams ir išoriniams ekonominiams, finansiniams, politiniams ar kitokiems šokams; taip pat makroekonominių sąnaudų, kurias gali nulemti įvairūs finansinių mainų tarp namų ūkių, įmonių ir finansinių institucijų sutrikimai, nebuvimas. Efektyvus finansų sektorius sudaro palankias sąlygas įmonėms skolintis finansinius išteklius, o investuotojams pasiekti adekvatų investicijų pelningumą¹. Stabili finansų sistema sukuria patikimą ir palankią aplinką investuotojams, lemia rinkų vystymąsi ir geresnį išteklių pasiskirstymą bei skatina veiksmingą finansinį tarpininkavimą, sudarant prielaidas investicijų augimui ir ekonomikos plėtrai. Taigi stiprus finansų sektorius gali būti ne tik ekonominio augimo rezultatas, bet ir jo priežastis, t.y. pats sąlygoti ekonominį augimą². Vadinasi, nuo tinkamo finansinių priemonių rinkų reguliavimo priklauso ne tik atskirų investuotojų teisių apsaugos užtikrinimo lygis, bet ir visos ekonomikos, kartu ir visuomenės gerovė. Mokslinėje literatūroje kaip pagrindiniai finansų sistemos stabilumą lemiantys veiksniai įvardinama³: veiksmingas reguliavimas (teisinė sistema); efektyvios ir gerai išvystytos finansų rinkos; veiksmingos ir patikimos finansų institucijos.

Darbo aktualumas. Nors dar 2011 m. pradžioje buvo pastebimi teigiami pokyčiai tiek besivystančių, tiek išsivysčiusių šalių finansų rinkose, vis dėlto, praėjus ketveriems metams nuo didžiausios šių laikų finansų krizės pradžios, finansinis stabilumas pasaulio mastu vis dar nėra užtikrintas; taip pat vis dar diskutuojama dėl sisteminės tapusios krizės priežasčių (dažnai viena priežasčių įvardijant nebiržines išvestines finansines priemones). Vis dėlto, išsivysčiusių šalių viešųjų finansų ir bankų sektoriaus padėtis negerėja, jų skolų lygis nemažėja⁴, o prasta padėtis finansų rinkose lemia neigiamus investuotojų lūkesčius. Ši situacija išryškino esamo teisinio reguliavimo finansinių priemonių srityje trūkumus ir

¹ MARTINAITYTĖ E., et. al. (2002). *Finansų sektoriaus plėtotos strategija*. [interaktyvus]. 2002, [žiūrėta 2011-12-15] Prieiga per internetą: <<http://www.ukmin.lt/lt/strategija/doc/4.%20finansu%20sektoriaus%20pletotes%20strategija.doc>> [žiūrėta 2011-12-15]. p. 2.

² GARBARAVIČIUS T., KUODIS R. Lietuvos finansų sektoriaus struktūra ir funkcionavimas. *Pinigų studijos*, 2002, nr. 1, 18-47 p.

³ Financial system stability. *Pamphlet series No. 2*, Central Bank of Sri Lanka, 2005.

⁴ International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report* [interaktyvus]. 2011, [žiūrėta 2011-12-11] Prieiga per internetą: <<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/fmu/eng/2011/01/pdf/0111.pdf>> [žiūrėta 2011-12-11].

suponavo teisinių reformų poreikį. Taigi galima teigti, kad nepaisant pastangų tiek nacionaliniu, tiek Europos Sąjungos mastu tinkamai sureguliuoti su finansų rinkų funkcionavimu, finansinių, investicinių paslaugų teikimu bei investuotojų apsauga susijusius klausimus, visuomet egzistavo ir vis dar egzistuoja nemažai minėtų sričių reglamentavimo (taip pat ir funkcionavimo) problemų, dėl kurių sprendimo nėra vieningai sutariama nei doktrinoje, nei praktikoje. Būtent tuo pasireiškia šio darbo naujumas ir aktualumas.

Darbo tikslas. Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, šio darbo tikslas yra identifikuoti ir išanalizuoti pagrindines teorines ir praktines finansinių priemonių rinkos teisinio reguliavimo problemas tiek Lietuvos, tiek Europos Sąjungos mastu.

Tyrimo objektas. Šio darbo objektas – finansinės priemonės ir finansinių priemonių rinka jos teisinio reguliavimo su tuo susijusio tinkamo funkcionavimo aspektu. Net ir teisinės nagrinėjamo klausimo analizės kontekste svarbu pabrėžti tyrimo objekto – finansinių priemonių rinkos instituto – ekonominę prigimtį, kas lemia specifinį (su ekonomikos mokslu susietą) šio darbo pobūdį ir tyrimo metodų pasirinkimą. Dėl šios priežasties darbe nagrinėjama finansinių priemonių ir jų rinkų funkcionavimo specifika, ypatybės. Atsižvelgiant į pastarųjų metų aktualijas (teisinio reguliavimo pokyčius, finansinės krizės atskleistus trūkumus), didžiausias dėmesys darbe skiriamas nebiržinių išvestinių priemonių ir neprofesionaliųjų investuotojų apsaugos teisinio reguliavimo problematikai.

Tyrimo metodika. Siekiant ištirti finansinių priemonių rinkos teisinio reglamentavimo problemas ir įvertinti ateities perspektyvas Europos Sąjungoje ir Lietuvos Respublikoje, yra tikslinga naudoti ne kurią nors vieną, o keletą tyrimo metodų – sisteminių, loginių, istorinių, teleologinių; atsižvelgiant į darbo pobūdį reikalinga ir lyginamoji analizė.

Pagrindiniai naudoti šaltiniai. Rašant šį darbą remiamasi Europos Sąjungos ir Lietuvos Respublikos teisės, kitų Europos Sąjungos ir Lietuvos institucijų priimtais dokumentais, sprendimais, rekomendacijomis, taip pat Lietuvos ir užsienio autorių moksliniais darbais (teisės doktrina), tarp kurių svarbiausiais laikyti Ph. Wood ir J. Dalhuisen darbai. Pažymėtina, darbe nagrinėjamu klausimu Lietuvos teismų praktika iš esmės dar nėra susiformavusi.

1. FINANSINIŲ PRIEMONIŲ RINKOS SAMPRATA IR REIKŠMĖ

Prieš pradėdant nagrinėti finansinių priemonių rinkos teisinio reguliavimo problemas Lietuvoje ir Europos Sąjungoje, yra tikslinga išsiaiškinti keletą fundamentalių finansų rinkų funkcionavimo ir sandaros aspektų. Reikia pabrėžti tai, jog nors šis darbas yra teisinio pobūdžio, finansų rinkų funkcionavimo klausimus nagrinėja ekonomikos mokslas, todėl suvokti tam tikras sąvokas galima tik pasitelkus ekonomikos mokslo žinias. Vadinasi, finansų rinkos samprata ir reikšmė atskleistina ekonomikos mokslo kontekste. Tam tikslui ir yra skirtas pirmasis šio darbo skyrius.

1.1. Finansų rinkų esmė, funkcijos ir reguliavimo būtinumas

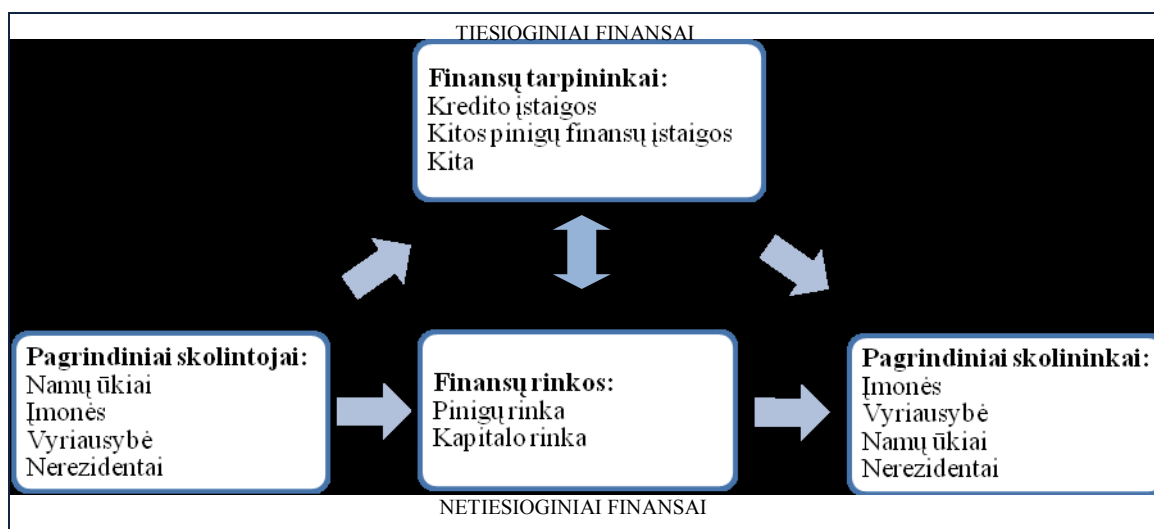
Finansinių priemonių rinka yra sudedamoji finansų sistemos dalis. Sistema, kurios tikslas yra sukurti ir palaikyti reguliarią, sklandų, veiksmingą ir sąnaudų prasme efektyvų sąryšį tarp investuotojų ir skolininkų, vadinama finansų sistema. Finansų sistema mokslinėje literatūroje apibūdinama kaip sudėtingas glaudžiai tarpusavyje susijusių finansų institucijų, finansų rinkų, jų dalyvių, praktikų, finansinių pretenzijų ir įsipareigojimų rinkinys⁵. Europos Centrinio Banko mokslininkai finansų sistemą apibūdina kaip susidedančią iš finansų institucijų, finansų rinkų ir rinkos infrastruktūros, kurių pagalba namų ūkiai, verslo subjektai ir vyriausybė finansuoja savo veiklą ir investuoja turimas lėšas įmanomai didžiausiu pelningumu⁶. Taigi apibendrintai finansų sistema gali būti apibūdinta kaip finansų rinkų, finansų institucijų, finansinių priemonių, įstatymų normų ir kitų reglamentuojančių taisyklių bei metodų sistema, kurioje teikiamos finansinės paslaugos, vyksta prekyba finansiniais instrumentais bei nustatomos jų palūkanų normos ir kainos.

I paveikslas atspindi finansų sistemos struktūrą ir finansinių išteklių judėjimo kryptis šioje sistemoje. Galimi du pagrindiniai būdai, kuriais taupytojų lėšos yra nukreipiamos investuotojams – tiesioginis ir netiesioginis (per finansų tarpininkus – finansų rinkas ir finansų institucijas). Tiesioginio investavimo (t.y. aplenkiant tarpininkus) atveju susiduriama

⁵ GURUSAMY S. *Financial Services and System*. New Dehli: Tata McGraw-Hill, 2009, p. 3.

⁶ TUMPEL-GUGERELL G. (2006). European Integration and the financial system. *Third Conference of the Monetary Stability Foundation: Challenges to the financial system – ageing and low growth* [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2012-03-09]. Prieiga per internetą: <http://www.bundesbank.de/vfz/vfz_konferenzen_2006.en.php#monetary> [žiūrėta 2012-03-09].

su keletu problemomų. Visų pirma, sėkmingam tiesioginiam investavimui lėšų naudotojas turi turėti pakankamai informacijos, be to, smulkiems investuotojams, turintiems nedideles finansines atsargas, sudėtinga tiesiogiai investuoti, t.y. reikia akumuliuoti daugelio investuotojų lėšas⁷. Dėl šių tiesioginio investavimo sunkumų bei palyginti didelių tokio investavimo išlaidų, investuotojai, ypač smulkūs, neprofesionalūs, dažniausiai pasirenka vieną iš netiesioginių investavimo mechanizmų – investuoti į finansų rinkas ar per finansų institucijas. Skiriami kapitalo rinka pagrįstos (anglosaksiškasis modelis) ir bankais pagrįstos (kontinentinis modelis) finansų sistemos tipai. Mokslinėje literatūroje pažymima, kad abu finansų sistemų modeliai turi tiek privalumų, tiek trūkumų; taip pat nustatyta, kad pradiniuose finansų sistemos raidos etapuose paprastai dominuoja bankai, o kitų finansinio tarpininkavimo formų svarba yra žymiai mažesnė, nors kituose finansų sistemos vystymosi etapuose jų reikšmė auga⁸. Darbo autorės nuomone, tikslingiau būtų ne ginčytis, kuri finansinė struktūra yra efektyvesnė, o pritarti akademinėje visuomenėje išreiškiamai nuomonei, jog finansų rinkos ir finansų institucijos kaip finansinio tarpininkavimo formos turėtų būti laikomi ne pakeičiančios, o efektyviai papildančios viena kitą⁹.



1 pav. Finansų sistema¹⁰

⁷ VALATKEVIČIUS E. *Investavimas finansų rinkose*. Kaunas: Technologija, 2008, p. 33-34; JASIENĖ M. *Finansų rinkos*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2001, p. 6.

⁸ *Cit. op. 2.*

⁹ NOYER C. Financial Systems for Economic Growth. *Third Conference of the Monetary Stability Foundation: Challenges to the financial system – ageing and low growth* [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2012-03-09] Prieiga per internetą: <http://www.bundesbank.de/vfz/vfz_konferenzen_2006.en.php#monetary> [žiūrėta 2012-03-09]; *Cit. op. 1., p. 2.*

¹⁰ Sudaryta autorės, remiantis European Central Bank. *Financial structure* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-03-09]. Prieiga per internetą: <<http://www.ecb.int/mopo/eaec/structure/html/index.en.html>> [žiūrėta 2012-03-09].

Finansų sistemos, kartu ir finansų rinkų svarba šiuolaikinėje ekonomikoje pasireiškia finansinių išteklių paskirstymu tarp jų taupytojų (lėšų šaltinių, kreditorių) ir lėšų naudotojų (skolininkų)¹¹. Kitaip tariant, finansų sistema pasitarnauja kaip lėšų perdavimo kanalas iš tų subjektų, kurie išleidžia mažiau lėšų nei gauna pajamų, tiems subjektams, kurių išlaidos viršija jų pajamas; finansinio sektoriaus egzistavimas padidina perteklinių ūkio vienetų lėšų pertekliaus panaudojimo galimybes bei efektyvumą. Svarbi finansų sistemos struktūrinė dalis – finansų rinkos (taip pat vadinamos finansinių priemonių rinkomis) paprastai apibūdinamos kaip tam tikras mechanizmas, kurio pagalba yra keičiamasi finansiniais instrumentais bei paklausos ir pasiūlos įtakoje yra nustatomos šių instrumentų kainos¹², t.y. suvedamas pirkėjas ir pardavėjas, skolininkas ir kreditorius. Bendrąja prasme finansų rinka yra teisinių, institucinių ir organizacinių priemonių visuma¹³. Reikia pabrėžti, kad finansų rinkos yra sudėtingas mechanizmas, sudarytas iš daugybės skirtingų lėšų perskirstymo kanalų, kuriuose dalyvauja ne tik kreditoriai ir skolininkai, bet ir įvairūs finansų tarpininkai – bankai, investiciniai fondai, draudimo bendrovės ir kitos finansinės institucijos¹⁴, kurios ne tik perskirsto lėšas ir finansines priemones tarp pirkėjų ir pardavėjų, bet ir sukuria naujus finansinius instrumentus. Būtent iš šio finansų rinkų kompleksiško ir kyla nemažai praktinių problemų, ypač neprofesionaliems aprašyto lėšų perskirstymo proceso dalyviams. Finansų tarpininkai turi didesnę patirtį ir žymiai geresnes technines sąlygas, tačiau jų veikimas ir investicinių paslaugų teikimas, siekiant apsaugoti investuotojų interesus, turi būti tinkamai reglamentuotas.

Finansų rinkų įtaka tiek šalies, tiek pasaulinei ekonomikai yra nekvestionuojama – jei pirmuosiuose darbuose finansų rinkų tematika buvo akcentuojama finansų rinkų nauda mobilizuojant lėšas, reikalingas industrializacijai, tai šiuo metu sutariama, kad finansų rinkų funkcijos yra kur kas platesnės, o tinkamas šių funkcijų įgyvendinimas veikia ne tik santaupų mobilizavimo mastą, bet ir ekonomikos efektyvumą bei augimą¹⁵. Teorijoje išskiriamos pagrindinės finansų rinkos funkcijos¹⁶:

¹¹ ALLEN F., GALE D. *Comparing Financial Systems*. MIT Press, 2001; JASIENĖ M. *Finansų rinkos*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2001, p. 5.

¹² JUOZAPAVIČIENĖ A. *Išvestiniai instrumentai tarptautinėse finansų rinkose*. Technologija: Kaunas, 2007, p. 18.

¹³ JASIENĖ M. *Finansų rinkos*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2001, p. 6.

¹⁴ Lietuvos Respublikoje finansų tarpininkas – bankas arba finansų maklerio įmonė, turinti Vertybinių popierių komisijos išduotą leidimą.

¹⁵ STIGLITZ J. E., JARAMILLO-VALLEJO J., PARK Y. C. The Role of State in Financial Markets. *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement, 1993, 19-61 p.; *cit op.*

1. *Skolinimo* funkcija – įgalina vieno agento pinigines lėšas perleisti kitam agentui, t.y. palengvina lėšų perskirstymą.
2. *Kainų nustatymo* funkcija – veikia kaip mechanizmas nustatant naujai išleidžiamų bei rinkoje cirkuliuojančių anksčiau išleistų finansinių instrumentų kainas.
3. *Informacijos kaupimo ir koordinavimo* funkcija – kaupia informaciją apie finansinių instrumentų kainas ir lėšų srautus tarp kreditorių ir skolininkų, teikia informaciją finansų vadybai.
4. *Rizikos pasidalinimo* funkcija – suteikia galimybę perkelti riziką iš agentų, kurie imasi investicijų, agentams, kurie šias investicijas finansuoja.
5. *Likvidumo* funkcija – užtikrina investicijų likvidumą, t.y. finansinių instrumentų turėtojams suteikia galimybę greitai parduoti šiuos instrumentus patiriant tik nežymius nuostolius.
6. *Efektivumo* funkcija – sumažina sandorių išlaidas, taip pat ir susijusias su informacijos paieška.

Ilguoju laikotarpiu yra pastebimos finansų rinkų plėtros tendencijos, t.y. vis daugiau kapitalo mobilizuojama leidžiant vertybinius popierius, be to, didėja išvestinių finansinių priemonių vaidmuo, o kartu ir dalyvavimo nagrinėjamosiose rinkose galimybės bei lankstumas¹⁷. Būtina pastebėti, kad daugeliu atveju (ypač investuojant į sudėtingus išvestinius finansinius instrumentus) finansų rinkų teikiama nauda yra neatsiejama nuo informacijos problemos bei rizikos, o plečiantis ir gilėjant finansų rinkoms, atsirandant naujiems vis sudėtingesniems finansiniams instrumentams, vykstantys procesai tampa komplikotesni, galima prisiimti rizika didesnė, o tai gali lemti didesnę poveikį (taip pat ir neigiamą) investuotojams.

Atsižvelgiant į tai, jog finansų rinkos gerokai skiriasi nuo kitų rinkų ir nesėkmės šiose rinkose lemia greitesnę ir platesnę poveikį visuomenėje¹⁸, visuotinai pripažįstama, kad valstybė turi imtis teisinių priemonių šioje srityje. Norint užtikrinti sklandų finansų rinkų

2; TUMPEL-GUGERELL G. (2006). European Integration and the financial system. *Third Conference of the Monetary Stability Foundation: Challenges to the financial system – ageing and low growth* [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2012-03-09]. Prieiga per internetą: <http://www.bundesbank.de/vfz/vfz_konferenzen_2006.en.php#monetary> [žiūrėta 2012-03-09].

¹⁶ MISHKIN F. S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Seventh Edition, Addison-Wesley, Boston, 2006.

¹⁷ *Cit. op.* 12, p. 17.

¹⁸ Finansų rinkos iš esmės yra susijusios su išteklių paskirstymu, ką galima įvardinti visos ekonominės sistemos „smegenimis“, pagrindiniu sprendimų priėmimo fokusu. Nesėkmė tokioje rinkoje gali lemti ne tik konkretaus investuotojo pelno sumažėjimą, bet visos ekonominės sistemos sutrikimus.

funkcionavimą, pakankamą investuotojų (skolintojų, kreditorių) apsaugos lygį, reikalingas valstybės įsikišimas į šį procesą, t.y. atitinkamas teisinis reguliavimas. Nagrinėjama sritį reguliuoja finansų teisė. Teisės doktrinoje įvardijami finansų teisės tikslai nagrinėjamoje srityje: rizikos ir sąnaudų sumažinimas, santykių stabilumas ir nuspėjamumas, iš sutarčių ir nuosavybės kildinamų teisių apsauga, sąžiningumo ir kompetencijos reglamentavimas, kiek įmanoma paprastesnis teisinis režimas, sandorių masto padidinimas ir kt.¹⁹

Apibendrinant tai, kas išdėstyta šiame poskyryje ir vertinant teisinio reguliavimo tikslus nagrinėjamu aspektu, galima teigti, kad finansinių priemonių rinkos reguliavimo svarbiausias tikslas ir kryptis yra skatinti sąžiningą ir visapusišką informacijos, susijusios su rinkos situacija, konkrečių finansinių priemonių specifika, investuotojų prisiimama rizika ir kitais aspektais, atskleidimą, kas įgalintų geriau apsaugoti investuotojus, užtikrinti rinkų skaidrumą ir efektyvumą bei sumažinti sistemine riziką.

1.2. Finansų rinkų klasifikacija

Finansų rinkas sudaro daugelis rinkų, kurios priklausomai nuo poreikio gali būti klasifikuojamos pagal įvairius kriterijus (finansavimo tikslą, investavimo riziką, finansinių priemonių rūšis, pateikimo laiką, išplatavimo būdą, organizavimo lygį ir kt.)²⁰

Reikia paminėti, kad nors finansų rinkos egzistavimas nėra būtina sąlyga finansinio instrumento sukūrimui ir perleidimui, daugumoje atveju tai atliekama per tam tikrą organizacinę rinkos struktūrą. Pagal organizacinę struktūrą finansų rinkos skirstomos į aukciono arba organizuotas rinkas (angl. – *auction market, organized exchange*) (pavyzdžiui, vertybinių popierių birža) ir į tiesioginių sandorių rinkas (angl. – *over-the-counter (OTC) market*). Organizuota birža – tai koordinuota, centralizuota prekybos struktūra, turinti specifines biržos narių (finansų maklerio įmonių) taisykles; prekiaujama į biržos prekybos sąrašus įtrauktomis finansinėmis priemonėmis. Pirminėje rinkoje paprastai dominuoja tiesioginiai sandoriai; tiesioginių sandorių rinkos neapibrėžtos vietos atžvilgiu, decentralizuotos²¹. Tai neformali rinka, kurioje nėra narystės reikalavimų, vertybinių popierių oficialiųjų sąrašų.

¹⁹ WOOD P. *Law and Practice of International Finance*. London: Sweet&Maxwell, 2008, p. 1

²⁰ *Cit. op.* 12, p. 22-26; KANCEREVIČIUS G. *Finansai ir investicijos*. Kaunas: „Aušra“, 2006, p. 10-13; *cit. op.* 13, p. 13-15.

²¹ Tiesioginių sandorių rinka – tai tam tikras finansų maklerių ir dilerių tinklas, sujungtas kompiuteriniu bei telefoniniu ryšiu (*cit. op.* 13, p. 15).

Pagal finansinių instrumentų išplatavimo būdą skiriama pirminė rinka (angl. – *primary market*), kurioje finansinės priemonės parduodamos pirmą kartą, ir antrinė rinka (angl. – *secondary market*), kurioje atliekamos jau išplatintų pirminėje rinkoje finansinių priemonių pirkimo-pardavimo operacijos²².

Priklausimai nuo investavimo laikotarpio ir rizikos skiriama pinigų rinka (angl. – *money market*) ir kapitalo rinka (angl. – *capital market*). Pagrindiniai pinigų rinkos priemonių bruožai – trumpas investavimo laikotarpis (iki 1 metų), aukštas likvidumas, nedidelė rizika, santykinai mažas pelningumas. Pagrindiniai kapitalo rinkos bruožai – ilgesnis bei vienerių metų investavimo laikotarpis, galima prisiimti rizika – nuo žemos iki aukštos, galimas didelis pelningumas. Pinigų rinkos instrumentais laikomi indėliai bankuose, perleidžiamieji indėlių sertifikatai²³, bankų akceptai²⁴, pinigų rinkos fondų pajiniai įnašai, komerciniai popieriai²⁵, atpirkimo sandoriai (repo)²⁶, išdo vekseliai²⁷, užsienio valiutos mainų sandoriai. Kapitalo rinkos instrumentais laikomos obligacijos²⁸, akcijos²⁹, mišrūs vertybiniai popieriai, turintys ir akcijų, ir obligacijų savybių (pavyzdžiui, konvertuojamos obligacijos), taip pat išvestinės finansinės priemonės³⁰.

Pagal finansavimo tikslą skiriama nuosavybės (nuosavo kapitalo) rinka (angl. – *equity market*), kurioje prekiaujama nuosavybės vertybiniais popieriais (akcijomis), ir skolos (paskolų) rinka (angl. – *debt (stock) market*), kurioje prekiaujama skolos vertybiniais popieriais (obligacijomis, vekseliais ir kt.).

²² Be to, priklausomai nuo konkrečios situacijos, gali būti ir tretinė rinka (angl. – *third market*) (užbiržinės operacijos, prekyba per brokerius) bei ketvirtinė rinka (angl. – *fourth market*) (tiesioginiai sandoriai tarp stambių institucinių investuotojų).

²³ Perleidžiamasis indėlio sertifikatas – pretenzija į lėšas, padėtas kaip indėlis komerciniame banke apibrėžtam terminui su nustatyta palūkanų norma. LR Civilinio kodekso 1.107 str. Indėlių sertifikatą apibrėžia kaip rašytinį banko liudijimą apie piniginių lėšų indėlį, suteikiantį teisę indėlininkui, suėjęs nustatytam terminui, gauti indėlį ir palūkanas. Indėlio sertifikatas kartu yra ir vertybinis popierius, patvirtinantis indėlio sumą ir indėlininko teises į indėlį ir palūkanas pasibaigus nustatytam indėlio terminui.

²⁴ Bankų akceptai arba akceptuoti vekseliai – kredito forma, atsirandanti įmonei pasižadėjus sumokėti tiekėjams už prekes, kuomet įmonės bankas sutinka apmokėti pristačius prekes.

²⁵ Komerciniai popieriai – įmonių išleisti trumpalaikio įsipareigojimo vertybiniai popieriai.

²⁶ Atpirkimo sandoris – tai vertybinių popierių pardavimas, įsipareigojant atpirkti tuos pačius vertybinius popierius nustatyta kaina po nustatyto laiko.

²⁷ Išdo vekseliai – vyriausybės trumpalaikės skolos įsipareigojimai.

²⁸ Obligacija – tai vertybinis popierius, patvirtinantis jos turėtojo teisę gauti iš obligaciją išleidusio asmens joje nustatytais terminais nominalią obligacijos vertę, metines palūkanas ar kitokią ekvivalentą arba kitas turtines teises (LR Civilinio kodekso 1.103 str.).

²⁹ Akcija – vertybinis popierius, patvirtinantis jos turėtojo (akcininko) teisę dalyvauti valdant įmonę, jeigu įstatymai nenumato ko kita, teisę gauti akcinės įmonės pelno dalį dividendais ir teisę į dalį įmonės turto, likusio po jos likvidavimo, ir kitas įstatymų numatytas teises (LR Civilinio kodekso 1.102 str. 1 dalis).

³⁰ KANCEREVYČIUS G. *Finansai ir investicijos*. Kaunas: „Aušra“, 2006, p. 10. Kai kurie autoriai nelaiko išvestinių finansinių priemonių kapitalo rinkos dalimi, o skiria atskirą išvestinių finansinių priemonių rinką (angl. – *derivatives market*).

Pagal finansinių instrumentų pateikimo laiką galima skirti dabartines (neatidėliotinas) rinkas (angl. – *spot markets*), kuriose finansinis turtas perleidžiamas nedelsiant po pirkimo-pardavimo operacijos atlikimo, ir išankstines bei ateities rinkas (angl. – *forward and future markets*), kuriose prekiaujama finansiniu turtu, kuris perleidžiamas po tam tikro laiko ateityje.

Faktiškai finansinių priemonių rinka susideda iš daugelio rinkų, kuriose prekiaujama skirtingomis finansinėmis priemonėmis. Vis dėlto, reikia pažymėti, kad visoms finansų rinkoms yra bendra tai, kad visose rinkose prekė yra kreditas (skola, pretenzija), o visose rinkose veikia pasipelnyti siekiantys lėšų tiekėjai (kreditoriai) ir vartotojai (skolininkai)³¹.

1.3. Išvestinės finansinės priemonės

Išvestinės finansinės priemonės, atsiradę dėl palūkanų normų, valiutų kursų, vertybinių popierių ir biržos prekių kainų nepastovumo ir apsidraudimo poreikio, atnešė vieną iš svarbiausių pastarųjų dešimtmečių pokyčių finansinių priemonių rinkose, pasireiškusi žymiu išvestinių finansinių priemonių rinkų augimu. Atsižvelgiant į išvestinių finansinių priemonių svarbą bei jų apimamas didžiules pinigines sumas, ir į tai, kad Europos Sąjungos teisės aktuose išvestinių finansinių priemonių esmė ir turinys apibūdintas nežymiai, o Lietuvos Respublikos įstatymuose apsiribojama tik nuoroda į šiuos sudėtingus finansinius instrumentus, o jų sąvoka glaustai atskleista žemesnės hierarchijos teisės aktuose³², šio darbo kontekste, siekiant geriau atskleisti finansinių priemonių rinkų esmę, jų veikimo principus, prisiimamas rizikas, jų valdymo galimybes bei reglamentavimo tikslus, yra tikslinga bent trumpai įvertinti išvestinių finansinių priemonių ekonominę prigimtį.

Išvestinė finansinė priemonė gali būti apibūdinta kaip finansinis instrumentas, kurio vertė priklauso nuo kito, bazinio aktyvo (valiutų, akcijų, obligacijų, palūkanų normų,

³¹ Tai gali būti spekuliantai (angl. – *speculators*), siekiantys pasipelnyti iš ateities rinkos prognozių (dėl skirtingų kainų laike), ir arbitražo operacijų dalyviai (angl. – *arbitrageurs*), siekiantys pasipelnyti dėl skirtingų kainų skirtingose rinkose.

³² Kolektyvinio investavimo subjektų išvestinių finansinių priemonių naudojimo ir susijusių rizikų vertinimo tvarka, patvirtinta Vertybinių popierių komisijos 2004 m. lapkričio 5 d. nutarimu Nr. 20 (su pakeitimais). Valstybės žinios, 2004, Nr. 165-6059. 4 p.; 26-asis verslo apskaitos standartas „Išvestinės finansinės priemonės“, patvirtintas Viešosios įstaigos Lietuvos Respublikos apskaitos instituto direktoriaus 2007 m. rugsėjo 17 d. įsakymas Nr. VAS-6 (su pakeitimais). Valstybės žinios, 2007, Nr. 99-4045.

indeksu, prekių ir kt.) vertės³³ arba finansinis sandoris, sudaromas vienos ar kelių pirminių priemonių pagrindu, kai išvestinės priemonės objekto ateities kaina išvedama iš pirminių priemonių objektų kainos, esančios rinkoje sandorio sudarymo metu priklausomai nuo pinigų laiko vertės³⁴, t.y. išvestinių finansinių priemonių kaina priklauso nuo bazinio aktyvo kainos pokyčių. Baziniais aktyvais gali būti išdo vekseliai, obligacijos, akcijos, užsienio valiutos, palūkanų normos, biržos indeksai, brangieji metalai, biržos prekės. Išvestinių finansinių priemonių sąvoka apima šių rūšių sandorius:

- 1) išankstiniai sandoriai (angl. *forwards*);
- 2) ateities (būsimieji) sandoriai (angl. *futures*);
- 3) pasirinkimo sandoriai (opcionai) (angl. *options*);
- 4) apsikeitimo sandoriai (angl. *swaps*);
- 5) įvairūs kiti panašūs sandoriai.

Iš esmės visų šių sandorių tikslas yra atsidraudimas nuo rizikos (rizikos mažinimas) arba pelno gavimas (panaudojimas spekuliacijoms). Philip Wood pažymi, kad pagrindiniu išvestinių finansinių priemonių tikslu yra apsidraudimas, tačiau šie instrumentai skiriasi ir turi būti atriboti nuo draudimo sutarčių ir garantijų³⁵. Akivaizdu, kad kai kurie sandoriai dėl išvestinių finansinių priemonių bendrąja prasme yra panašios į draudimo sutartis, kadangi viena šalis moka kitai šaliai premiją mainais už sutikimą mokėti tam tikro įvykio ateityje atveju, kuris gali įvykti arba neįvykti. Iš teisės aktų pateikiamų draudimo sutarties ir sutarties dėl išvestinės finansinės priemonės sampratų sunku atriboti šias sritis. Vis dėlto, teisės doktrinoje vyrauja nuomonė, kad įprastos sutartys dėl finansinių išvestinių priemonių nėra draudimo sutartys *stricto sensu*³⁶ dėl egzistuojančių techninių ir teisinių skirtumų. Skiriamos tokios išvestinių finansinių priemonių išskyrimo iš draudimo veiklos reglamentavimo srities priežastys: pirma, išvestinių finansinių priemonių rinkos dalyviai, tarpininkai savo veikla skiriasi nuo kompanijų, vykdančių tradicinę draudimo veiklą (pavyzdžiui, gyvybės draudimas); antra, išvestinių finansinių priemonių rinkos dalyvių veikla patenka į bankininkystės ir finansinių paslaugų reglamentavimo sritį; trečia, licencijuojant tokius rinkos dalyvius ir kaip draudikus būtų susiduriama su dvigubo licencijavimo problema³⁷.

³³ DALHUISEN J. *Dalhuisen on International Commercial, Financial and Trade Law: Second Edition*. Hart Publishing, 2004, p.1001; HULL J. C. *Options, Futures and Other Derivatives*, fifth edition, New Jersey: Prentice Hall, 2003, p. 1.

³⁴ *Cit. op.* 13, p. 42; *cit. op.* 31, p. 215.

³⁵ *Cit. op.* 20, p. 425.

³⁶ *Ibid.*, p. 446.

³⁷ *Ibid.*, p. 446.

Dėl paminėtų priežasčių, atibojant nuo garantijų ir draudimo, aptartas išvestinių finansų priemonių aspektas įvardinamas anglišku terminu „*hedging*“, reiškiančiu apsaugojimą nuo rizikos, apsidraudimą – galimybę valdyti rinkos, t.y. aktyvų kainų kitimo, riziką. Tai reiškia, kad išvestinės finansinės priemonės leidžia šalims santykinai greitai ir pigiai valdyti rinkos ar pozicijos rizikos apimtį priklausomai nuo prognozuojamų ateities pokyčių rinkose³⁸. Kita vertus, be apsidraudimo, išvestinės finansinės priemonės yra naudojamos ir spekuliacijų bei arbitražo tikslais siekiant pelno. Daugeliu atveju tiek spekuliantams, tiek arbitražo operacijų dalyviams, tiek rinkos dalyviams, siekiantiems sumažinti riziką, t.y. apsidrausti (angl. – *hedgers*) yra daug patraukliau ne įsigyti tam tikrą aktyvą, o juo paremtą išvestinę finansinę priemonę, be kita ko, ir dėl mažesnių sandorio kaštų. Vis dėlto, įgalindamos sumažinti kai kurias (pavyzdžiui, rinkos) rizikas, išvestinės finansinės priemonės (esančios nebalansinėmis pozicijomis) pačios savaime yra susijusios ir sąlygoja tam tikrų rizikų atsiradimą ar padidėjimą (pavyzdžiui, kredito, sandorio įvykdymo rizika). Dėl verčių neapibrėžtumo, išvestinių finansinių priemonių sandorių sudarymas šalims gali atnešti tiek pelną, tiek nuostolį.

Prekyba išvestinėmis finansinėmis priemonėmis susijusi su tam tikromis rizikomis, kurios apima šias rizikos grupes³⁹:

- Finansinės rizikos, pavyzdžiui, užtikrinimo priemonės nepakankamumas; likvidumo rizika; nevisiškas sutapimas ir to nulemtas nevisiškas apsidraudimas (pavyzdžiui, mokėjimo datų nesutapimas palūkanų apsikeitimo sandoryje, faktinės paskolos kredito rizikos nesutapimas).
- Nemokumo rizikos, pavyzdžiui, sandorio šalis tampa nemokia; sunku įvertinti įmonių, plačiai veikiančių išvestinių finansinių priemonių rinkoje, kreditingumą (sandoriai apskaitomi užbalansyje arba jų vertė kinta taip greitai, kad balanse pateikiama informacija yra pasenusi ir nereprezentatyvi).
- Reguliavimo ir reputacijos rizikos, pavyzdžiui, pagal egzistuojantį teisinį reguliavimą sandoris yra draudžiamas; pažeistos šiam verslui nustatytos taisyklės; sandoris yra negaliojantis kaip lošimas.
- Operacinės rizikos, pavyzdžiui, neišsaugoti dokumentai (netinkamas aprašų ar patvirtinimų įforminimas); atsiskaitymų sunkumai ir rinkos veiklos sutrikimai

³⁸ DALHUISEN J. *Dalhuisen on International Commercial, Financial and Trade Law: Second Edition*. Hart Publishing, 2004, p.1003.

³⁹ *Cit. op.* 20, p. 447-448.

(prekybos sustabdymas, ekstremalios situacijos); netinkama rizikų stebėseną (auditas ir kompiuterinės sistemos); netinkamas sandorio suvokimas (intelektinė rizika); darbuotojų sukčiavimas.

Pažymėtina, kad šiuolaikinėse finansų rinkose siūloma gausybė skirtingų išvestinių finansinių priemonių rūšių ir porūšių, tačiau šiame darbe tikslinga atskleisti bent pagrindinių, populiariausių sandorių esmę.

Ateities sandoris – tai susitarimas, apimantis išankstinį vienos sandorio šalies įsipareigojimą po apibrėžto laiko pirkti iš kitos sandorio šalies (ilgoji pozicija) arba jai parduoti (trumpoji pozicija) sutartą bazinio aktyvo kiekį sandorio sudarymo metu nustatyta kaina, atsiskaitant ateityje⁴⁰. Taigi ateities sandoris jo turėtojui suteikia teisę ir nustato pareigą parduoti kitai sandorio šaliai bazinį aktyvą ar pirkti jį iš kitos sandorio šalies; abi sandorio šalys įgyja teises ir pareigas, analogiškas atsirandančioms įprastinės pirkimo-pardavimo sutarties atveju⁴¹. Taigi šie sandoriai kilę iš tradicinių komercinių sutarčių⁴². Jais prekiaujama organizuotose ateities sandorių rinkose (biržose), jie yra standartizuoti, todėl šalys tariasi tik dėl sandorių skaičiaus ir kainos. Sandorio pasirašymo metu pinigai nėra mokami, t.y. jis neturi kainos, tai dviejų sandorio šalių sutartis⁴³. Ateities sandorio sudarymas įgalina apsidrausti nuo bazinio aktyvo kainos svyravimų ateityje. Tokie sandoriai paprastai įvykdomi ne sumokant visą kainą ir perduodant kitai šaliai bazinį aktyvą, bet sumokant skirtumą tarp sutartos kainos ir rinkos kainos sandorio įvykdymo dieną. Vieni dažniausių – valiutų pirkimo ir pardavimo ateities sandoriai.

Išankstinis sandoris – tai dviejų šalių kontraktas, kuomet yra susitariama dėl aktyvo charakteristikų, dydžio ir kainos, o faktiniai jo mainai atidedami iki tiksliai apibrėžtos datos ateityje⁴⁴. Skirtingai nuo ateities sandorių, galimi tiek standartizuoti, tiek individualūs išankstiniai sandoriai, tačiau paprastai kalbant apie išankstinius sandorius turima omenyje tiesiogiai tarp šalių sudaromi (nebiržiniai) individualizuoti sandoriai.

Pasirinkimo sandoris jo pirkėjui ar turėtojui suteikia teisę, bet ne prievolę pirkti (angl. – *call option*) arba parduoti (angl. – *put option*) bazinį aktyvą sandorio pardavėjui tam tikrą

⁴⁰ *Cit. op.* 13, p. 43.

⁴¹ *Cit. op.* 39, p. 1002.

⁴² *Cit. op.* 20, p. 429.

⁴³ Siekiant pelno ir tikintis kainų kilimo ateityje, užimama ilgoji pozicija, tikintis kainų kritimo – trumpoji. Apsidraudimo tikslais taip pat galimos dvi strategijos – siekiant apdrausti turimą aktyvų portfelį užimama trumpoji pozicija, numatant pirkti aktyvus ateityje – ilgoji pozicija.

⁴⁴ *Cit. op.* 13., p. 46.

numatyta dieną arba prieš ją iš anksto nustatyta kaina (angl. – *striking price*)⁴⁵. Esminis tokio sandorio bruožas – turėtojas nėra susaistytas pareigos pirkti ar parduoti sutartą aktyvą, t.y. atsižvelgiant į situaciją rinkoje turi teisę pasirinkti, įvykdyti sandorį ar atsisakyti jo vykdymo – pasirinkimo pirkti sandoris bus įvykdytas, jei įvykdymo dieną bazinio aktyvo kaina rinkoje didesnė, nei sutarta sandorio kaina, kitu atveju sandorio turėtojas atsisakys vykdyti sandorį. Pasirinkimo parduoti sandoris, atvirkščiai, bus įvykdytas tuomet, kai įvykdymo dieną bazinio aktyvo kaina rinkoje mažesnė už sutartąją. Tuo tarpu pasirinkimo sandorio pardavėjas privalo pirkti ar parduoti bazinį aktyvą, jei sandorio pirkėjas pageidauja jį įvykdyti – už šią galimybę pardavėjui sandorio sudarymo metu sumokama tam tikra suma, vadinama premija. Taigi pasirinkimo sandorio pardavėjo nuostoliai teoriškai yra neriboti, o pelnas apribotas sandorio kaina (premija), tuo tarpu pirkėjo nuostoliai nepriklausomai nuo pokyčių rinkoje negali viršyti už sandorį sumokėtos kainos, o galimas gauti pelnas – neribotas⁴⁶. Pasirinkimo sandoriai gali būti sudaromi nebiržinėje rinkoje, tačiau dėl didelių sudarymo kaštų jais paprastai prekiaujama biržoje (standartizuoti sandoriai). Šie sandoriai itin dažnai naudojami kaip nebrangus investavimo būdas, labai populiarūs spekuliacijose.

Dauguma aptartų sandorių nustatyta dieną gali būti įvykdomi ne pristatant numatyta bazinio aktyvo kiekį, o tiesiog sumokant pinigų sumą, lygią bazinio aktyvo rinkos kainos ir sutartos kainos skirtumui⁴⁷. Dėl šios priežasties pasirinkimo ir ateities sandoriai laikytini sandoriais dėl skirtumų, t.y. skirtumo tarp aktyvo sutartos ateities kainos tam tikrą dieną ateityje ir tos dienos aktyvo rinkos kainos⁴⁸. Egzistuojant reguliuojamai rinkai tokiems sandoriams, prisiimtos pozicijos gali būti perduodamos, taigi bet kuriuo metu pozicija gali būti uždaroma įsigyjant priešingą sandorį tam pačiam baziniam aktyvui tai pačiai nustatytai datai, tokiu būdu fiksuojant esamą pelną ar nuostolį.

Nors apsikeitimo sandorio terminas pats savaime nežymi jokios konkrečios teisinės struktūros⁴⁹, tačiau apibendrintai galima teigti, kad apsikeitimo sandoriu yra susitariama tam tikram laikui apsikeisti baziniu aktyvu (dažniausiai pinigų srautais) nustatytomis sąlygomis. Tokio sandorio vertė priklauso nuo pinigų srautų, kuriais yra apsikeičiama, santykinės vertės⁵⁰. Dažniausiai pasitaikanti apsikeitimo sandorių atmaina – palūkanų normų apsikeitimo sandoris, t.y. dviejų šalių susitarimas pasikeisti periodiniais palūkanų

⁴⁵ KOLB R. W. (1996). *Financial Derivatives: Second Edition*. Wiley-Blackwell, 1996, p. 36.

⁴⁶ VALATKEVIČIUS E. *Investavimas finansų rinkose*. Kaunas: Technologija, 2008, p. 216-217.

⁴⁷ *Cit. op.* 39, p. 1002.

⁴⁸ *Cit. op.* 20, p. 425.

⁴⁹ *Cit. op.* 39, p. 1002.

⁵⁰ *Ibid.*, p. 1002.

mokėjimais, apskaičiuojamais skirtingais pagrindais, apibrėžtą terminą apibrėžtai sumai. Pavyzdžiui, šalis A (paprastai turinti aukštą kredito reitingą) yra sudariusi paskolos sutartį tam tikrai sumai su fiksuota palūkanų norma, šalis B (turinti žemą kredito reitingą ir apribotas skolinimosi galimybes) turi tokio paties dydžio paskolą ir moka palūkanas, apskaičiuotas pagal kintamą palūkanų normą. Sudarius palūkanų normų apsisikeitimo sandorį, A mokės B periodinius mokėjimus, apskaičiuotus pagal kintamą palūkanų normą, o B mokės A periodinius mokėjimus pagal fiksuotą palūkanų normą, taip pat papildomą sumą (premiją), sudarančią A pelną (mokėjimų datos sutampa, todėl šalių mokėjimai gali būti įskaitomi tarpusavyje). Tokiu būdu abi sandorio šalys, pasižyminčios skirtingu kreditingumu, gauna naudą – A gauna pelną premijos forma, o B pasiskolina reikiamą sumą pigiau. Toks sandoris taip pat gali būti naudojamas siekiant sumažinti palūkanų normos riziką, t.y. apsidrausti nuo rinkos palūkanų normų svyravimų fiksuojant turimų įsipareigojimų palūkanų normą. Pažymėtina, kad nei A, nei B kreditorių teisių sudarytas apsisikeitimo sandoris nepaveikia – kiekvienos šalies pareiga mokėti palūkanas savo kreditoriui išlieka net ir tuo atveju, jei kita sandorio šalis tampa nemoki ir nevykdo apsisikeitimo sandoriu nustatytų mokėjimų. Vadinasi, sudarant apsisikeitimo sandorį turi būti įvertinama ne tik jo nauda (priklausomai nuo tikėtinių palūkanų normos pokyčių ateityje), bet ir kitos sandorio šalies nemokumo tikimybė, t.y. kredito rizika. Taip pat vykdomi valiutos apsisikeitimo sandoriai, kuriais dvi šalys pasikeičia apibrėžtomis dviejų skirtingų valiutų sumomis⁵¹. Paminėtini modernių apsisikeitimo sandorių atmaina, kuomet pagrindiniai pinigų srautai yra fiktyvūs arba apsisikeitimas jais iš viso nėra vykdomas; tokiu būdu sukuriamas naujas finansinis instrumentas, kaip skirtumas tarp dviejų fiktyvių pinigų srautų įskaitymo sutarties forma⁵².

Išvestinių finansinių priemonių kontekste paminėtinos ir kredito išvestinės finansinės priemonės (angl. – *credit derivatives*). Tai finansinės rizikos perleidimo instrumentas, kitaip tariant skolos pardavimo sutartis⁵³. Tokiu susitarimu už tam tikrą, dažniausiai periodinį, mokestį apsaugos pardavėjas (subjektas, prisiimantis kredito riziką, plačiąja prasme garantas) sutinka apsaugos pirkėjui sumokėti tam tikrą apsaugos sumą, jei per numatytą laikotarpį įvyksta susitarime įvardintas kredito įvykis, t.y. skolininkas neįvykdo įsipareigojimo ar sumažėja jo kreditingumas. Įvykus kredito įvykiui apsaugos teikėjas paprastai sumoka sumą, lygią prarastai vertei (sandoris įvykdomas pinigais) arba, dažniausiai, nuperka nuvertėjusį

⁵¹ *Cit. op.* 13, p. 46.

⁵² *Cit. op.* 39, p. 1002.

⁵³ *Cit. op.* 20, p. 426.

instrumentą ar kitą lygiavertį sumokėdamas nominalią jo vertę (sandoris įvykdomas fiziškai)⁵⁴. Dažniausiai pasitaikantis šių išvestinių finansinių priemonių tipas – kredito įsipareigojimų nevykdymo apsikaitimo sandoriai. Kredito išvestinėmis priemonėmis prekiaujama rinkoje kaip finansiniais aktyvais, paprastai nebiržinėse rinkose. Palyginimui svarbu pasakyti, kad jei prieš tai aptartų išvestinių finansinių priemonių (ateities, pasirinkimo ir apsikaitimo sandorių) vertė (kartu ir rizika) priklauso nuo bazinio aktyvo vertės, tai kredito išvestinių priemonių vertė ir rizika priklauso nuo trečiosios šalies, perimančios kredito riziką, kreditingumo⁵⁵, kuriam įvertinti reikia papildomos informacijos.

Kaip teigiama 2009 m. liepos 3 d. Komisijos komunikate dėl veiksmingų, saugių ir patikimų išvestinių finansinių priemonių rinkų užtikrinimo⁵⁶, nors tokių finansinių priemonių nauda pasireiškia galimybe apsidrausti nuo kylančios rizikos, tačiau jei rizika apdraudžiama ne biržos rinkose, rinkos dalyviams ir priežiūros institucijoms sudėtinga nuspręsti, ar nuo tos rizikos veiksmingai apsidrausta, nes nėra patikimos informacijos apie šias rizikas. Be to kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikaitimo sandorių rizika yra sunkiau įvertinama, nes nėra stebima tiesiogiai rinkoje. Šių finansinių priemonių rizika didesnė ir dėl to, kad jos susijusios su itin dideliais įsipareigojimais.

Svarbu pabrėžti tai, kad nors kredito išvestinės priemonės ir padeda valdyti kredito riziką ir dėl to yra plačiai naudojamos, tačiau pačios dėl savo pobūdžio gali sąlygoti įvairių rizikų atsiradimą ar padidėjimą. Dėl šios priežasties yra pabrėžtina šių išvestinių finansinių priemonių rinkų reguliavimo svarba, ypač atsižvelgiant į 2008 m. prasidėjusios pasaulinės finansų krizės priežastis, nors dabartinė tokių rinkų reguliavimo sistema iš esmės yra pagrįsta vien pačių rinkos dalyvių savireguliacija⁵⁷.

Pagrindiniai išvestinių finansinių priemonių rinkos dalyviai yra profesionalūs investuotojai, turintys didžiulius finansinių aktyvų (turto), kurių vertę siekiama apsaugoti, kiekius – bankai, pensijų fondai, investiciniai fondai, korporacijos ir rizikos draudimo fondai (angl. – *hedge funds*). Dėl didelių pradinių investavimo sumų ir pačių instrumentų sudėtingumo išvestinės finansinės priemonės praktiškai nenaudojamos neprofesionalių investuotojų tiesiogiai, tačiau investicines paslaugas teikiančios įmonės siūlo galimybę investuoti į išvestines finansines priemones.

⁵⁴ *Ibid.* p. 434.

⁵⁵ *Cit. op.* 39, p. 1020.

⁵⁶ OL C/2010/295/21.

⁵⁷ AYADI R., BEHR P. On the Necessity to Regulate Credit Derivatives Markets. *Journal of Banking Regulation*, 2009, nr. 10(3), p. 191.

Nors savo esme būdamos sutartimis, išvestinės finansinės priemonės tradiciškai nėra lengvai perleidžiamos, dėl ko jų apyvarta paprastai vyksta tiesioginių sandorių rinkoje (OTC), visgi daugelyje šalių veikia pasirinkimo ir ateities sandorių biržos. Nors teisine prasme perkelti sutartines pozicijas nėra lengva (dėl įvairių priežasčių teisių perleidimas ir novacija nėra tinkami būdai⁵⁸), biržos įgalina įveikti šią problemą siūlydamos ribotą skaičių standartizuotų finansinių produktų, organizuodamos rinkos formuotojus (angl. – *market-makers*), kurie visuomet yra pasiruošę ir gali prisiimti pozicijas, kurių negali ar nenori prisiimti kiti subjektai (kas sudaro galimybę to norinčiai šaliai uždaryti poziciją), veikdamos kaip sandorio šalis (arba centrinė sandorio šalis) visuose sandoriuose ir teikdamos kliringo bei atsiskaitymų sistemą, įgalinančią uždaryti pozicijas taikant užskaitą bei rizikos valdymo tikslais iš dalyvių reikalaujamos tam tikro užstato (angl. – *margin*)⁵⁹.

Tuo tarpu apsikeitimo sandoriai laikytini tipiniais OTC rinkų produktais⁶⁰. Taigi, nors pastaruoju laikotarpiu kai kuriomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis prekiaujama biržose, nebiržinių išvestinių finansinių priemonių apyvarta išlieka yra gerokai didesnė. OTC rinkų apimtis paprastai yra žymiai didesnė nei biržų, jose privatūs sandoriai sudaromi tarp itin stambių rinkos dalyvių, paprastai investicinių bankų; tradiciškai jose neegzistuoja specialių kliringo ir atsiskaitymo taisyklių bei užstato reikalavimų; šalis pati turi rasti kitą sandorio šalį bei įvertinti kredito riziką.

Pasirinkimo ir apsikeitimo sandorių biržos turi savo kliringo ir atsiskaitymų sistemas ar naudojami išorinėmis organizacijomis⁶¹. Oficialios išvestinių finansinių priemonių rinkos paprastai yra reguliuojamos. Pagal organizuotų rinkų (biržų) taisykles, kliringo namai atlieka tarpininko vaidmenį tarp kiekvienos iš pirminio sandorio šalių. Kiekvienas sandoris, sudaromas atitinkamoje biržoje visų pirma yra suderinamas elektroniniu būdu arba per biržą, o tuomet išskaidomas į du sandorius: pirmasis tarp vienos šalies ir kliringo namų, antrasis – tarp kliringo namų ir kitos pirminio sandorio šalies. Tokia sistema leidžia taikyti daugiašalį įskaitymą. Dėl tokios veikimo sistemos išvestinės finansinės priemonės, kuriomis prekiaujama biržose, lyginant su tiesiogiai prekiaujamomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis pasižymi tokiais privalumais⁶²:

⁵⁸Iš esmės kiekviena sutartis dėl išvestinių finansinių priemonių apima sutartines teises ir pareigas, todėl perleidžiant tokias finansines priemones teoriškai turėtų būti reikalingas kitos sandorio šalies sutikimas.

⁵⁹ *Cip. op.* 39, p. 1009.

⁶⁰ *Cit. op.* 46, p. 124.

⁶¹ *Cip. op.* 39, p. 1008.

⁶² *Cit. op.* 20, p. 438-439.

1. *Likvidumas*. Kadangi biržos sandorių sąlygos yra standartizuotos ir šalys tariasi tik dėl kainos ir sandorio kaštų, juos yra lengviau parduoti, t.y. sudaromos palankesnės sąlygos mainams. Kita vertus, nemaža dalis OTC sandorių taip pat yra sudaromi pagal standartinę dokumentaciją dėl laiko sąnaudų ir galimybės uždaryti poziciją rinkoje įsigyjant atvirkštinį sandorį.
2. *Kainų skaidrumas*. Biržos paprastai skelbia įvykusio sandorio kainą nedelsiant, dėl to kainos yra lengvai nustatomos ir artimos rinkos kainoms. Nors OTC rinkų dalyviai taip pat skelbia orientacines kainas, kainų skaidrumui užtikrinti tai nėra pakankama.
3. *Sandorio šalies rizikos minimizavimas*. Rinkos dalyviams nereikia vertinti sandorio šalies kredito rizikos (sudarant sandorius labai greitai rizikos įvertinimas tampa beveik neįmanomas), kadangi kiekvieno dalyvio rizika yra priimama kliringo namų (kiekvienas biržos narys kliringo namams sumoka tam tikrą pradinį įnašą (užstatą), prekybos eigoje (priklausomai nuo dalyvio patiriamų nuostolių dydžio) atliekami reikalaujami įnašo papildymai iki palaikomo įnašo lygio), dėl ko kliringo namai iš esmės nesusiduria su kredito rizika. OTC rinkoje šalys pačios prisiima kredito riziką bei sprendžia dėl užtikrinimo priemonių.
4. *Įskaitymų daugiašališkumas*. Kadangi visi biržos dalyvio ir kliringo namų sandoriai yra abipusiai, kliringo namai gali atlikti įskaitymą dalyvio nemokumo atveju.
5. *Pozicijos uždarymo galimybė*. Biržos dalyvio priimta pozicija gali būti lengvai uždaroma sudarant atvirkštinį sandorį. Kadangi sandorio šalimi kiekvienu atveju yra kliringo namai, pirminis ir atvirkštinis sandoriai yra įskaitomi tarpusavyje. Tuo tarpu norint uždaryti poziciją OTC rinkoje reikalingas kitos sandorio šalies sutikimas, kuris ne visuomet pasiekiamas už priimtina kainą.
6. *Administravimas*. Kliringo namai gali administruoti sandorių vykdymą, tuo tarpu OTC rinkoje ši užduotis tenka pačioms sandorio šalims.

Vis dėlto, biržinė prekyba išvestinėmis finansinėmis priemonėmis pasižymi ir keletu trūkumu lyginant su tiesioginių sandorių rinka. Visų pirma, biržos išvestinės finansinės priemonės yra ne tokios lanksčios kaip OTC, kadangi jos perkamos tik standartiniais kiekiais ir su standartinėmis įvykdymo datomis; be to, siūlomų biržoje produktų asortimentas apsiriboja tik didžiausią paklausą turinčiais finansiniais instrumentais. Antra, centrinė visų sandorių šalis – kliringo namai susiduria su reikšminga rizikos koncentracija, kas iš esmės

lemia biržos reguliavimo poreikį, o tai savo ruožtu reiškia papildomus kaštus biržos dalyviams.

Šiame kontekste verta aptarti keletą teisinių sandorių dėl išvestinių finansinių priemonių aspektų. Kadangi sutartys OTC rinkose tarp dilerių yra paprastai sudaromos žodžiu, pasinaudojant telefoniniu ryšiu, aktualus tokių žodinių sutarčių galiojimo klausimas. Paprastai įpareigojanti sutartis laikoma sudaryta iš karto, o ne pasikeitus patvirtinimais elektroniniu būdu ar faksu ar šalims pasirašius kitus formalius dokumentus, t.y. privalomas žodinis susitarimas atsiranda tuomet, kai dileriai sudaro sandorį telefonu, jei buvo pasiektas pakankamas susitarimas dėl visų esminių sandorio sąlygų ir egzistuoja šalių valia sudaryti sutartį (kas paprastai yra preziumuojama). Esminio suklydimo atveju sutartis laikytina negaliojančia ir taikytinos bendrosios sutarčių teisės taisyklės, pavyzdžiui, restitucija. Vėlesnis sandorio patvirtinimas faksu ar elektroniniu paštu yra tiesiog žodinio susitarimo įrodymai, nors jie gali skirtis nuo pradinių sąlygų, jas papildyti (bet kokie pakeitimai ar papildymai turi būti šaliu sutarti). Tarptautiniu mastu vyrauja tendencija atsisakyti formalių komercinių sutarčių reikalavimų, t.y. aptartiems sandoriams nėra būtina rašytinė forma⁶³.

Paminėtina, kad sutartys dėl skirtumų ir apsikeitimo sandorių gali būti laikomos lošimo arba lažybų sutartimis, kurios pagal lošimų teisę negalioja (yra niekinės). Toks reguliavimas buvo skirtas apsaugoti neprofesionalių investuotojų interesus ir kontroliuoti spekuliantų veiklą. Visgi, toks reguliavimas, kuomet visos be išimties sutartys dėl išvestinių finansinių priemonių sandorių laikytinos negaliojančiomis, neatitinka šiandienos aktualijų, vykstančių ekonominių procesų. Visų pirma, vertinant, ar sandoris laikytinas galiojančiu, svarbu nustatyti, ar sandorio šalys iš tiesų siekė sudaryti komercinės prekybos ar skolinimosi sutartį, ar sutartį dėl skirtumų (išvestinių finansinių priemonių). Antra, jei tai vis dėlto yra sutartis dėl skirtumų (išvestinių finansinių priemonių), reikia išsiaiškinti, ar bent viena sandorio šalių turėjo teisėtą komercinį interesą apsisaugoti nuo aktyvų vertės svyravimų (apsidraudimas) ir sandorį sudarė ne vien tik spekuliacijos tikslais⁶⁴. Rinkų plėtojimo tikslais ir siekiant panaikinti sandorio pripažinimo niekiniu grėsmes, daugelio valstybių lošimų teisėje yra įtvirtintos išimties nagrinėjamoje srityje⁶⁵, atsižvelgiant į patenkinamos alternatyvios apsaugos sistemos egzistavimą ir tai, ar sutartys sudaromos tarp profesionalių investuotojų, kuriems lošimų teisės normų teikiama apsauga nėra reikalinga. Nepaisant to, teigtina, kad

⁶³ *Cip. op.* 20., p. 443-444.

⁶⁴ *Ibid.*, p. 446.

⁶⁵ Išimties profesionaliems investuotojams įtvirtintos Belgijoje, Prancūzijoje, Vokietijoje, Nyderlanduose, Jungtinėje Karalystėje (*cit. op.* 20, p. 446).

kalbant apie tarptautinio reguliavimo teikiamą apsaugą, šioje srityje egzistuoja nemažai spragų.

Apibendrinant tai, kas pasakyta šiame skyriuje, galima teigti, kad tiek biržinė, tiek ne biržos prekyba išvestinėmis finansinėmis priemonėmis turi savo privalumų ir trūkumų, tačiau manytina, kad ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkos, dėl mažesnio skaidrumo bei didesnės rizikos teisiniu požiūriu yra labiau problematiškos. Jei prekyba išvestinėmis finansinėmis priemonėmis yra reglamentuojama tiek ES, tiek Lietuvos Respublikos teisės aktais, tai užbiržiniams sandoriams dėl išvestinių finansinių priemonių kol kas taikomas menkas teisinis reguliavimas. Reguliavimo nebuvimas ir su tuo susiję ne biržos išvestinių finansų priemonių rinkos funkcionavimo trūkumai⁶⁶ buvo vienas iš faktorių, lėmusių 2008 m. JAV finansų sistemos destabilizaciją, kas buvo viena iš didžiausios šių laikų pasaulinės finansų krizės priežasčių. Taigi teisinio reglamentavimo užbiržinėje išvestinių priemonių rinkoje trūkumas įvardintinas kaip svarbi finansinių priemonių rinkos teisinio reguliavimo problema.

⁶⁶ Kredito išvestinės finansinės priemonių porūšis – kredito įsipareigojimų nevykdymo apsikeitimo sandoriai. Problema – skaidrumo trūkumas OTC rinkoje, per didelės rizikos prisiėmimas

2. FINANSINĖS PRIEMONĖS SAMPRATOS PROBLEMATIKA

Galima teigti, kad finansinės priemonės sąvoka yra sąlyginai nauja, kas kelia praktinių problemų nustatant šios sąvokos apimtį. Siekiant tinkamai atskleisti finansinės priemonės sampratą, svarbu apibrėžti ne tik finansinės priemonės, bet ir vertybinio popieriaus sąvokas bei nustatyti jų skirtumus bei sąsajas. Šiam tikslui pasiekti reikia įsigilinti į teisės doktriną nagrinėjamu klausimu, taip pat išnagrinėti teisės aktus, kuriuose vienaip ar kitaip vartojamos minėtos sąvokos. Tam skirtas antrasis šio darbo skyrius.

2.1. Finansinės priemonės samprata teisės doktrinoje

Išanalizavus teisinę mokslinę literatūrą nagrinėjama tema, prieita prie išvados, kad joje ne visuomet aiškiai atribojamos finansinės priemonės ir vertybinio popieriaus sąvokos – kai kuriais atvejais šios sąvokos vartojamos kaip sinonimai, kitais – pabrėžiami jų skirtumai. Iš čia kyla doktrininė problema finansinių priemonių srityje.

Ekonominėje literatūroje vertybinis popierius apibrėžiamas kaip pretenzijos dokumentinis liudijimas, apibrėžiantis vertybinio popieriaus savininko (turėtojo) teises⁶⁷. Teisės doktrinoje aptinkama nuomonė, kad nors paprasčiausia teigti, kad vertybinio popieriaus (angl. – *security*) sąvoka apima paprastąsias įmonių akcijas ir viešai platinamas obligacijas, tačiau toks vertybinio popieriaus apibrėžimas būtų nepagrįstai susiaurinantis šio instituto esmę ir praktiškai apsunkinantis finansinių priemonių rinkų reguliavimą⁶⁸. Atsakymas į doktrininį klausimą – kaip turi būti apibrėžiamas vertybinis popierius – priklauso nuo to, ar vertybinių popierių apyvartą reglamentuojantys teisės aktai yra taikomi konkrečioms sandoriams, o tai yra daugiau politinis sprendimas. Anot kai kurių užsienio teisinės literatūros autorių (pavyzdžiui, Choi, Pritchard⁶⁹), siekiant, kad atitinkamo teisinio reguliavimo nebūtų galima tyčia išvengti naudojant kreatyvesnius finansinius instrumentus nei akcijos ar obligacijos, įstatymų leidėjas turėtų įtvirtinti vertybinio popieriaus sąvoką plačiąja prasme (*largo sensu*). Tokia vertybinio popieriaus definicija turėtų būti orientuota ne į išorinę konkretaus instrumento formą, bet į ekonominę prigimtį. Kita vertus, negalima

⁶⁷ *Cit. op.* 13, p. 5.

⁶⁸ CHOI J. S., PRITCHARD A. C. *Securities regulation: the Essentials*. Aspen Publishers: New York, 2008.

⁶⁹ *Ibid.*

pamiršti, jog sparčiai vystantis finansų rinkoms atsiranda vis naujų finansinių instrumentų, pavyzdžiui, sekiuritizacijos proceso (angl. – *securitisation*)⁷⁰ metu aktyvai, kurie pagal savo ekonominę prigimtį neįeina į vertybinio popieriaus sąvoką, paverčiami vertybiniais popieriais *largo sensu*. Taigi norint atsakyti į klausimą, priskirtinas tam tikras finansinis instrumentas vertybiniais popieriais ar ne, kiekvienu konkrečiu atveju reikia analizuoti to finansinio instrumento turinį ir nustatyti, ar jis turi būtinuosius vertybinio popieriaus bruožus. Pavyzdžiui, J. Dalhuisen teisingai pažymi, kad, nors išvestinės finansinės priemonės (pasirinkimo, ateities, apsikeitimo sandoriai) savo prigimtimi yra sutartys, kitaip nei apyvartiniai instrumentai ar (perleidžiamieji) vertybiniai popieriai, reguliavimo tikslais jie gali būti laikomi vertybiniais popieriais ar bent jau investicijomis⁷¹.

Iš to, kad pasakyta aukščiau, galima daryti prielaidą, kad pradiniam finansinių priemonių rinkos vystymosi etape vertybinio popieriaus sąvoka galėjo būti pakankama, tačiau vystantis finansų rinkoms ir atsirandant vis sudėtingesnių investavimo ir taupymo instrumentų, vertybinio popieriaus sąvoka nebegalėjo aprėpti šių instrumentų įvairovės, todėl prireikė platesnės sąvokos. Manytina, kad to pasėkoje pradėtas naudoti finansinės priemonės (angl. – *financial instrument*) terminas.

2.2. Finansinės priemonės samprata Europos Sąjungos ir Lietuvos Respublikos teisės aktuose

Norint įsigilinti į finansinės priemonės sampratos problematiką ir tiksliau atskleisti jos reikšmę (siejant su vertybinio popieriaus sąvoka) visų pirma yra tikslinga apžvelgti Europos Sąjungos teisės aktus, kuriuose vienaip ar kitaip minima finansinės priemonės ar vertybinio popieriaus sąvoka. Iš esmės tai antriniai Europos Sąjungos teisės šaltiniai, skirti investicinių paslaugų teikimui reglamentuoti.

Perleidžiamų vertybinių popierių (angl. – *transferable securities*) terminas Europos Sąjungos direktyvose pirmą kartą paminėtas 1985 m. gruodžio 20 d. Tarybos direktyvoje 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS) derinimo⁷². Vis dėlto, ši direktyva

⁷⁰ Sekiuritizacija gali būti suprantama kaip tam tikrų aktyvų (pavyzdžiui, banko aktyvų – būsto paskolų) konvertavimas į finansinius instrumentus ir pardavimas specializuotose rinkose.

⁷¹ *Cit. op.* 39., p. 1008.

⁷² OL, 375 L 1985, p 3.

konkrečios ir universalios perleidžiamų vertybinių popierių sąvokos nepateikia, o finansinės priemonės terminas joje iš viso neminimas.

Galima teigti, kad Europos Sąjungos teisės aktuose vertybinio popieriaus sąvoka pirmą kartą pateikta 1993 m. gegužės 10 d. Tarybos direktyvoje 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje⁷³(ISD). Šios direktyvos 1 straipsnio 4 punktu apibrėžiama perleidžiamųjų vertybinių popierių sąvoka, nurodant, kad “perleidžiami vertybiniai popieriai – tai: bendrovių akcijos ir kiti vertybiniai popieriai, lygiaverčiai bendrovių akcijoms; obligacijos ir kitokios formos skolos vertybiniai popieriai, kurie cirkuliuoja kapitalo rinkoje, ir bet kokie kiti vertybiniai popieriai, kuriais paprastai suteikiama teisė įsigyti tokių perleidžiamų vertybinių popierių pasirašant ar biržoje arba kurie sąlygoja piniginių atsiskaitymą, išskyrus mokėjimo priemones.“ Tuo tarpu finansinės priemonės sąvoka šioje direktyvoje nepateikiama.

Toliau žvelgiant chronologiškai matyti, kad vertybinio popieriaus terminas taip pat vartojamas 2001 m. gegužės 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2001/34/EB dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos, kuri turi būti skelbiama apie tuos vertybinius popierius⁷⁴, tačiau konkretaus vertybinio popieriaus apibrėžimo nepateikiama.

Vertybinio popieriaus terminas nepateikiant apibrėžimo vartojamas ir 2002 m. birželio 6 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2002/47/EB dėl susitarimų dėl finansinio įkaito⁷⁵; be to, direktyvos 2 straipsnio 1 dalies e) punkte numatyta, kad „finansinės priemonės“ reiškia įmonių akcijas ir kitus įmonių akcijoms prilyginamus vertybinius popierius, obligacijas ar kitas skolos priemonių formas, jeigu jos yra likvidžios kapitalo rinkose, bei bet kokius kitus vertybinius popierius, esančius normalioje apyvartoje ir suteikiančius teisę įsigyti tokių akcijų, obligacijų ar kitokių vertybinių popierių juos pasirašant, perkant ar apsikeičiant arba suteikiančius teisę reikalauti išmokėti pinigus (išskyrus mokėjimo priemones), įskaitant kolektyvinio investavimo įmonių investicinius vienetus, pinigų rinkos priemones ir reikalavimo teises į ar susijusius su bet kuriuo iš aukščiau išvardintų“. Matyti, kad toks finansinės priemonės sąvokos apibrėžimas beveik nesiskiria nuo direktyvoje dėl investicinių paslaugų pateikto perleidžiamų vertybinių popierių apibrėžimo.

⁷³OL, 141 L 1993, p. 27.

⁷⁴OL, 184 L 2001, p. 1.

⁷⁵OL, 168 L 2002, p. 43.

Finansinių priemonių sąvoka taip pat apibrėžiama 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka)⁷⁶. Šios direktyvos 1 straipsnio 3 dalyje numatyta, kad „Finansinė priemonė“ – tai perleidžiami vertybiniai popieriai, kaip apibrėžta 1993 m. gegužės 10 d. Tarybos Direktyvoje 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje; kolektyvinio investavimo subjektų vienetai; pinigų rinkos priemonės; finansinių būsimųjų sandorių sutartys, įskaitant lygiavertes priemones, už kurias atsiskaitoma pinigais; išankstinės palūkanų normos sutartys; palūkanų normos, valiutos ir nuosavybės vertybinių popierių apsikeitimo sandoriai; pasirinkimo sandoriai, skirti įsigyti ar parduoti bet kurią priemonę, priskiriamą šioms kategorijoms, įskaitant lygiavertes priemones, už kurias atsiskaitoma pinigais. Ši kategorija apima visų pirma valiutų ir palūkanų normų pasirinkimo sandorius; biržos prekių išvestinės priemonės; bet kokios kitos priemonės, įtrauktos į prekybos sąrašą reguliuojamoje valstybės narės rinkoje, arba dėl kurių yra paduota paraiška įtraukti jas į prekybos sąrašus tokiose rinkose“.

2003 m. lapkričio 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB⁷⁷, nors neapibrėžia finansinės priemonės sąvokos (bet direktyvos tekste šis terminas minimas), tačiau šios direktyvos veikimo tikslu apibrėžia vertybinius popierius, nurodant, kad „vertybiniai popieriai“ reiškia perleidžiamus vertybinius popierius kaip apibrėžta Direktyvos 93/22/EEB 1 straipsnio 4 dalyje, išskyrus pinigų rinkos priemones <...> kurių terminas yra mažesnis nei 12 mėnesių. <...>; „kapitalo vertybiniai popieriai“ reiškia akcijas ir kitus perleidžiamus vertybinius popierius, lygiavertčius bendrovių akcijoms, taip pat bet kokio kito tipo perleidžiamus vertybinius popierius, suteikiančius teisę įsigyti bet kuriuos iš pirmiau minėtų vertybinių popierių, kai jie konvertuojami, arba teises, kurias suteikia jų vykdymas, su sąlyga, kad pastarojo tipo vertybiniai popieriai išleisti pagrindinių akcijų emitento arba subjekto, priklausančio minėtojo emitento grupei“ (2 straipsnio 1 dalies a) ir b) punktai). Iš direktyvos teksto analizės matyti, kad vertybinių popierių ir Investicinių paslaugų direktyvoje pateikta perleidžiamų vertybinių popierių sąvoka iš esmės sutampa, eliminuojant iš jos

⁷⁶ OL, 96 L 2003, p. 16.

⁷⁷ OL, 168 L 2002, p. 43.

trumpalaikes pinigų rinkos priemonės. Teigtina, kad tai vertybinių popierių apibrėžimas *largo sensu*.

1993 m. direktyvą dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje panaikino 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 85/611/EEB, 93/6/EEB ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2000/12/EB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 93/22/EEB⁷⁸ (MIFID). Šios direktyvos 4 straipsnio 18 punkte numatyta, kad „perleidžiami vertybiniai popieriai – tai tokios kapitalo rinkoje apyvarčių vertybinių popierių klasės, išskyrus mokėjimo priemonės: a) įmonių akcijos ir kiti vertybiniai popieriai, lygiaverčiai įmonių, ūkinių bendrijų ar kitų subjektų akcijoms bei indėlių pakvitavimai, susiję su akcijomis; b) obligacijos ir kitos formos skolos vertybiniai popieriai, įskaitant indėlių pakvitavimus, susijusius su tokiais vertybiniais popieriais; c) bet kokie kiti vertybiniai popieriai, kuriais suteikiama teisė įsigyti ar parduoti tokius perleidžiamus vertybinius popierius arba kurie sudaro sąlygas piniginiam atsiskaitymui, darant nuorodą į perleidžiamus vertybinius popierius, valiutas, palūkanų normas ar pelną, biržos prekes arba kitus indeksus ar priemones“.

Palyginus investicinių paslaugų direktyvos ir finansinių priemonių rinkų direktyvos atitinkamus straipsnius matyti, kad abiejuose direktyvose pateikiama panaši, bet ne identiška perleidžiamųjų vertybinių popierių sąvoka. MIFID apibrėžimas yra detalesnis – į perleidžiamųjų vertybinių popierių sąvoką įtraukiami indėlių pakvitavimai, be to, praplėsta kitų vertybinių popierių, sudarančių sąlygas piniginiam atsiskaitymui sąvoka, be perleidžiamųjų vertybinių popierių nurodant ir valiutas, palūkanų normas, pelną, biržos prekes, kitus indeksus ar priemones. Kadangi MIFID panaikino direktyvą 93/22/EEB, tai direktyvų 2003/6/EB ir 2003/71/EB nuorodos į joje pateiktas sąvokas, nuo MIFID įsigaliojimo laikytinos nuorodomis į MIFID.

Be to, direktyva dėl finansinių priemonių rinkų nagrinėjamu aspektu itin svarbi tuo, kad jos 1 priedo C skirsnyje yra sąrašo principu yra pateikiamas finansinės priemonės apibrėžimas. MIFID numato, kad finansinės priemonės yra:

1. Perleidžiami vertybiniai popieriai.
2. Pinigų rinkos priemonės.
3. Kolektyvinio investavimo subjektų vienetai.

⁷⁸ OL 145 L 2004, p. 1.

4. Pasirinktiniai, būsimieji, keitimosi, būsimieji palūkanų normos susitarimai ir kiti išvestiniai susitarimai, susiję su vertybiniais popieriais, valiutomis, palūkanų normomis ar pajamomis arba kitomis išvestinėmis priemonėmis, finansiniais indeksais ar finansinėmis priemonėmis, kai atsiskaitant vykdomi barteriniai mainai arba atsiskaitoma pinigais.
5. Pasirinktiniai, būsimieji, keitimosi, būsimieji palūkanų normos susitarimai ir kiti išvestiniai susitarimai, susiję su prekėmis, už kuriuos vienos iš šalių pasirinkimu galima atsiskaityti pinigais (kitaip yra įsipareigojimų nevykdymo arba veiklos nutraukimo atveju).
6. Pasirinktiniai, būsimieji, keitimosi ir bet kokie kiti išvestiniai susitarimai, susiję su prekėmis, kai atsiskaitant taikomi barteriniai mainai su sąlyga, kad susitarimai sudaromi reguliuojamoje rinkoje ir (ar) DPS.
7. Pasirinktiniai, būsimieji, keitimosi ir bet kokie kiti išvestiniai susitarimai, susiję su prekėmis, kai atsiskaitant vykdomi barteriniai mainai, nepaminėti C skirsnio 6 punkte, platinami nekomerciniais tikslais ir turintys kitų išvestinių finansinių priemonių požymius, atsižvelgiant į tai, ar, *inter alia*, jais prekiaujama per pripažintus kliringo namus arba jiems taikomi reikalavimai dėl pastovios garantinės įmokos.
8. Išvestinės priemonės, skirtos perduoti kredito riziką.
9. Finansiniai susitarimai dėl skirtumų.
10. Pasirinktiniai, būsimieji, keitimosi, būsimieji palūkanų normos susitarimai ir kiti išvestiniai susitarimai, susiję su klimato skirtumais, frachtu, emisijos nuolaidomis ir infliacijos norma arba kitokiais oficialiais ekonominiais veiksniais, už kuriuos privaloma atsiskaityti pinigais arba vienos iš šalių pasirinkimu galima atsiskaityti grynaisiais pinigais (kitaip yra įsipareigojimų nevykdymo arba veiklos nutraukimo atveju), taip pat bet kokie kiti išvestiniai susitarimai, susiję su turtais, teisėmis, įsipareigojimais, indeksais ir vienetais, nepaminėti šiame skirsnyje ir turintys kitų išvestinių finansinių priemonių požymius, atsižvelgiant į tai, ar, *inter alia*, jais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje ar DPS, per pripažintus kliringo namus arba jiems taikomi reikalavimai dėl pastovios garantinės įmokos.

Iš direktyvos teksto matyti, kad pateikiama finansinės priemonės definicija yra ganėtinai plati. Be to, palyginus dvejų direktyvų (investicinių paslaugų ir finansinių priemonių rinkų) atitinkamus straipsnius (ISD 1 str. 4 p. ir MIFID 4 str. 18 p.) bei MIFID 1

priedo C skirsnio nuostatas, tampa akivaizdu, kad finansinės priemonės sąvoka yra kur kas platesnė nei vertybinio popieriaus sąvoka, t.y. pagal pateiktą sąrašą perleidžiamieji vertybiniai popieriai yra tik viena iš finansinių priemonių rūšių, t.y. tik vienas iš finansinės priemonės sąvokos elementų. Vadinasi, terminas „finansinė priemonė“ *inter alia* apima ir perleidžiamuosius vertybinius popierius kaip vieną iš subkategorijų. Išanalizavus MIFID pateiktą finansinių priemonių sąrašą taip pat galima teigti, kad juo įtvirtinamas labai platus finansinės priemonės apibrėžimas, apimantis beveik visus finansinės prigimties instrumentus ir sandorius.

2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB⁷⁹ taip pat minimas finansinės priemonės terminas (sąvoka nepateikiama), be to, šios direktyvos taikymo prasme abibrėžta, jog „vertybiniai popieriai – perleidžiami vertybiniai popieriai, kaip jie apibrėžti 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų 4 straipsnyje, išskyrus pinigų rinkos priemonės, kaip jos apibrėžtos tos direktyvos 4 straipsnio 1 dalies 19 punkte, kurių terminas trumpesnis negu 12 mėnesių ir kurioms gali būti taikomi nacionaliniai teisės aktai“, taigi daroma tiesioginė nuoroda į Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų (MIFID) nuostatas (šių direktyvų pateikiamos vertybinių popierių koncepcijos iš esmės sutampa).

2006 m. rugpjūčio 10 d. Komisijos reglamente (EB) Nr. 1287/2006, įgyvendinančiame Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/39/EB dėl investicinėms įmonėms taikomų apskaitos dokumentų tvarkymo reikalavimų, informacijos apie sandorius pateikimo, rinkos skaidrumo, leidimų prekiauti finansinėmis priemonėmis ir toje direktyvoje apibrėžtų sąlygų⁸⁰ taip pat minimos finansinių priemonių ir vertybinių popierių sąvokos, jų neapibrėžiant, be to, kas svarbu šio darbo kontekste, įvardinami išvestinių finansinių priemonių požymiai.

2007 m. kovo 8 d. Komisijos direktyvos 2007/14/EB, nustatanti išsamias tam tikrų Direktyvos 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo nuostatų įgyvendinimo taisykles⁸¹ 11 straipsnio 1 dalyje numatyta, kad „Pagal Direktyvos 2004/109/EB 13 straipsnio 1 dalį Direktyvos 2004/39/EB I priedo C skirsnyje nurodyti perleidžiami vertybiniai popieriai

⁷⁹ OL, 309 L 2004, p. 38.

⁸⁰ OL, 241 L 2006, p. 1.

⁸¹ OL, 69 L 2007, p. 27.

ir pasirinkimo, ateities, apsigkeitimo sandoriai, išankstiniai palūkanų normų susitarimai bei visos kitos išvestinės sutartys yra finansinės priemonės, jeigu jomis remiantis tik jų savininko iniciatyva, sudarius oficialų susitarimą, galima įsigyti emitento, kurio akcijomis leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, jau išleistų akcijų, suteikiančių balsavimo teises.“

Matyti, kad beveik visose nagrinėtose direktyvose pateiktos skirtingos finansinės priemonės ir vertybinio popieriaus sąvokos, o kai kuriose iš jų finansinių priemonių sąvoka iš viso nepateikta. Atlikus ES teisės aktų lyginamąją analizę galima daryti išvadą, kad tiek perleidžiamųjų vertybinių popierių, tiek finansinių priemonių samprata bėgant laikui keitėsi, evoliucionavo prisitaikant prie rinkoje vykstančių pokyčių; galų gale prieita prie pakankamai išsamaus ir sofistikuoto finansinės priemonės apibrėžimo, pateikiamo direktyvoje dėl finansinių priemonių rinkų. Svarbu tai, jog šioje direktyvoje pateikta finansinės priemonės sąvoka skiriasi nuo ankstesnių apibrėžimų, t.y. yra platesnė.

1996 m. sausio 16 d. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas⁸² pateikė ganėtinai lakonišką vertybinių popierių apibrėžimą. 2001 m. šio įstatymo redakcija⁸³ (pakeistas įstatymo pavadinimas – Vertybinių popierių rinkos įstatymas) išplėtė iki tol įtvirtintą vertybinių popierių apibrėžimą, įtraukdamas į jį ir tradicines, ir modernias išvestines finansines priemones (3 str. 1 d.). 2007 m. sausio 18 d. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkos įstatymo⁸⁴ 3 straipsnio 4 dalyje pateikta finansinės priemonės samprata išvardijant finansinių priemonių rūšis⁸⁵ ir 3 straipsnio 27 dalyje numatyta

⁸² Valstybės žinios, 1996, Nr. 16-412.

⁸³ Valstybės žinios, 2001, Nr. 112-4074.

⁸⁴ Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-627.

⁸⁵ Finansinė priemonė – bet kuri iš toliau nurodytų priemonių:

- 1) perleidžiamieji vertybiniai popieriai;
- 2) pinigų rinkos priemonės;
- 3) kolektyvinio investavimo subjektų vertybiniai popieriai;
- 4) su vertybiniais popieriais, valiutomis, palūkanų normomis ar pajamingumu susieti pasirinkimo, ateities, apsigkeitimo, išankstiniai palūkanų normos sandoriai ir kiti išvestiniai susitarimai, taip pat kitos išvestinės priemonės, finansiniai indeksai ir priemonės, už kurias gali būti atsiskaitoma grynaisiais pinigais arba prekėmis;
- 5) su biržos prekėmis susieti pasirinkimo, ateities, apsigkeitimo, išankstiniai palūkanų normos sandoriai ir kiti išvestiniai susitarimai, už kuriuos turi būti atsiskaitoma grynaisiais pinigais arba gali būti atsiskaitoma grynaisiais pinigais vienos iš šalių pasirinkimu (išskyrus nemokumo ir veiklos nutraukimo atvejus);
- 6) su biržos prekėmis susieti ir į prekybą reguliuojamoje rinkoje ir (arba) daugiašalėje prekybos sistemoje įtraukti pasirinkimo, ateities, apsigkeitimo sandoriai ir kiti išvestiniai susitarimai, už kuriuos gali būti atsiskaitoma prekėmis;
- 7) su biržos prekėmis susieti pasirinkimo, ateities, apsigkeitimo, išankstiniai sandoriai ir kiti išvestiniai susitarimai, už kuriuos gali būti atsiskaitoma prekėmis ir kurie nėra nurodyti šios dalies 6 punkte, su sąlyga, kad jie nėra skirti komerciniams tikslams, tačiau turi kitų išvestinių finansinių priemonių požymių atsižvelgiant į tai, ar, *inter alia*, tarpuskaita ir atsiskaitymai už jas yra vykdomi per pripažintus tarpuskaitos namus arba už jas privalu nuolat mokėti garantines įmokas. <...>;
- 8) kredito rizikos perkėlimo išvestinės priemonės;
- 9) finansiniai susitarimai dėl skirtumų;

perleidžiamų vertybinių popierių samprata⁸⁶ iš esmės atitinka Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkos atitinkamas nuostatas ir jas atkartoja, todėl papildoma analizė šioje vietoje nereikalinga.

10) su klimato sąlygų pokyčiais, krovinių gabenimo įkainiais, taršos emisijomis, infliacijos rodikliais ar kitais oficialiais ekonominės statistikos rodikliais susieti pasirinkimo, ateities, apsikeitimo, išankstiniai palūkanų normos sandoriai ir kiti išvestiniai susitarimai. <...>“

⁸⁶ Perleidžiamieji vertybiniai popieriai – kapitalo rinkoje galintys cirkuluoti vertybiniai popieriai (išskyrus mokėjimo priemones), įskaitant, bet neapsiribojant šiais vertybiniais popieriais:

- 1) bendrovių akcijos ir kiti vertybiniai popieriai, lygiaverčiai bendrovių, partnerystės pagrindu veikiančių bendrių ir kitų subjektų akcijoms, taip pat depozitoriumo pakvitavimai dėl akcijų;
- 2) obligacijos ir kitų formų ne nuosavybės vertybiniai popieriai, įskaitant depozitoriumo pakvitavimus dėl ne nuosavybės vertybinių popierių;
- 3) kiti vertybiniai popieriai, suteikiantys teisę įsigyti ar perleisti perleidžiamuosius vertybinius popierius arba lemiantys piniginius atsiskaitymus, nustatomus atsižvelgiant į perleidžiamuosius vertybinius popierius, valiutas, palūkanų normas, pajamingumą, biržos prekes arba kitus indeksus ar priemones.

3. INVESTICINIŲ PASLAUGŲ SAMPRATA IR REIKŠMĖ

Finansinių paslaugų sektorius apima bankininkystę, vertybinius popierius arba investavimo paslaugas bei draudimo veiklą⁸⁷. Finansų sektorius paskirtis – teikti finansavimą įmonėms visais jų plėtojimosi etapais: naujoms įmonėms padėti akumuliuoti lėšas veiklos pradžiai, sėkmingai veikiančioms, didelėms – plėtrai vykdyti. Kita vertus, perteklinius pinigus fiziniai ir juridiniai asmenys per bankus ir kitus finansų tarpininkus netiesiogiai investuoja į paskolas ir pinigų bei kapitalo rinkas, todėl efektyvi finansų tarpininkų veikla turi sumažinti finansų išteklių kainą ir išlyginti įvairių finansų tarpininkų skolinamų lėšų kainų skirtumus⁸⁸.

Investicinės paslaugos apibendrintai gali būti suprantamos kaip su ankstesniuose šio darbo skyriuose apibūdintomis finansinėmis priemonėmis susijusi veikla. Taigi investicinės paslaugos apima tokias pagrindines finansines veiklas: finansinių priemonių apyvartą (finansinių priemonių siūlymą ir jų perdavimą), investicines paslaugas ir jų veiklą – su viena ar keliomis finansinėmis priemonėmis susijusią veiklą (finansinio tarpininkavimo srityje teikiamas paslaugas, siekiant investuoti turimas vertybes) bei kolektyvinio investavimo subjektų veiklą (investicinių fondų arba investicinių bendrovių vykdomą lėšų surinkimo, jų investavimo finansų rinkose ir reinvestavimo veiklą)⁸⁹.

Investicinių paslaugų sąvoką Lietuvos teisinėje sistemoje įtvirtinta Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkos įstatymas, kurio 3 straipsnio 13 dalyje numatyta, kad investicinės paslaugos ir investicinė veikla apima su viena ar keliomis finansinėmis priemonėmis susijusias paslaugas ir veiklą, t.y. 1) pervedimų priėmimą ir perdavimą; 2) pervedimų vykdymą klientų sąskaita; 3) sandorių sudarymą savo sąskaita; 4) finansinių priemonių portfelio valdymą; 5) investavimo rekomendacijų teikimą, 6) finansinių priemonių pasirašymą ir (arba) platinimą išipareigojant jas išplatinti; 7) finansinių priemonių platinimą be išipareigojimo jas išplatinti; 8) daugiašalės prekybos sistemos administravimą⁹⁰.

Kaip ir kitų finansinių paslaugų, investicinių paslaugų teikimas ir investicinė veikla gali sąlygoti nuostolius tiek atskiram investuotojui, tiek visai finansų sistemai. Viena vertus, investicinė veikla (netinkamai suteiktos, nekokybiškos investicinės paslaugos) yra susijusi su

⁸⁷ *Cit. op.* 39, p. 907.

⁸⁸ *Cit. op.* 1., p. 4.

⁸⁹ Finansų ministerija. *Investicinės paslaugos* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-03-22]. Prieiga per internetą: <<http://www.finmin.lt/web/finmin/finrink/finpasl/investpasl>> [žiūrėta 2012-03-22].

tam tikromis rizikomis investuotojo turtui ir turtiniams interesams, kurių pasireiškimas gali lemti turtinių nuostolių investuotojui bei kitų neigiamų pasekmių atsiradimą. Kita vertus, investicinė veikla perskirstant lėšas iš vieno ūkio subjektų kitiems bei įgalinant pelningai investuoti laikinai laisvas lėšas bei akumuliuoti reikiamą lėšų kiekį tam tikrai veiklai vykdyti, daro įtaką finansiniam ir ekonominiam stabilumui, o netinkamai vykdoma ši veikla gali lemti įvairius finansų sistemos funkcionavimo sutrikimus ir ekonominį nestabilumą apskritai. Dėl šių priežasčių, siekiant apsaugoti investuotojus ir užtikrinti finansų sistemos stabilumą, veikla, finansinio sektoriaus veikla, taip pat ir susijusi su finansinėmis priemonėmis, turi būti reguliuojama.

Į investavimo procesą tradiciškai įtraukiami investicijų savininkai, t.y. investuotojai bei investicijų valdytojai. Instituciniai finansų rinkos dalyviai (bankai, draudimo bendrovės, pensijų fondai) kaupia finansinius rezervus ir sukuria didelius investicinius srautus, o investavimo procesus kontroliuoja ir valdo profesionalūs investicijų valdytojai – bankų ir draudimo bendrovių darbuotojai, savarankiškų finansų maklerio įmonių darbuotojai bei nepriklausomų konsultacinių įmonių specialistai⁹¹. Spartėjanti finansų rinkų integracija, išaugusi finansinių priemonių įvairovė bei neprofesionalių investuotojų įsitraukimas į investicinę veiklą lemia detalesnio investicinės veiklos reguliavimo poreikį.

Pokyčiai finansų priemonių rinkoje lėmė ir teisės aktų, reglamentuojančių investicinių paslaugų teikimą kaitą. Iki 2007 m. vasario 7 d. Lietuvos Respublikoje investicinė veikla buvo reglamentuojama 1996 m. sausio 16 d. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių rinkos įstatymo. Šis įstatymas neteko galios 2007 m. vasario 8 d., kuomet įsigaliojo Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas, į nacionalinę teisę perkeliantis 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų (MiFID). Pagrindinis šios direktyvos tikslas buvo Europos Sąjungos valstybių narių finansinių priemonių rinkų harmonizavimas ir integravimas bei investuotojų interesų apsaugos sustiprinimas. Tokiu būdu įtvirtintos teisinės priemonės, kuriomis siekta padidinti finansinių priemonių rinkos skaidrumą bei apsaugoti investuotojus (nepriklausomai nuo to, kokiai investuotojų grupei jie priskiriami) nuo įvairių rizikų, su kuriomis susiduriama investicinėje veikloje. Vis dėlto, reikia pripažinti, kad įgyvendinant direktyvą ir ją į nacionalinę teisę perkeliančius teisės aktus, tiek Lietuvos, tiek Europos Sąjungos mastu

⁹¹ KALINAUSKAS V. Investicijų į vertybinius popierius Lietuvoje valdymas ir tobulinimas. *Pinigų studijos*, 2003, Nr. 3, p. 51.

susidurta su įvairiomis investuotojų apsaugos teisinio reguliavimo problemomis, kurioms aptarti skirtas kitas šio darbo skyrius.

4. NE BIRŽOS IŠVESTINIŲ PRIEMONIŲ TEISINIO REGULIAVIMO PROBLEMATIKA

Nors išvestinių finansinių priemonių rinkos tam tikru mastu yra reglamentuotos tiek Europos Sąjungos teisės aktuose, tiek juos įgyvendinančiuose Lietuvos teisės aktuose, šis reglamentavimas iki šiol iš esmės apėmė tik biržos išvestinių finansinių priemonių rinkas. Tuo tarpu, kaip jau buvo aptarta ankstesniuose šio darbo skyriuose, ne biržos išvestinių priemonių rinkos, sudarančios didžiąją dali išvestinių priemonių rinkų, yra menkai reguliuojamos ir todėl pasižymi skaidrumo, atsakomybės ir finansinio saugumo trūkumu.

Ne biržos išvestinės priemonės dėl savo didelių apimčių turi reikšmingą poveikį ne tik finansų sistemai, bet ir realiojo ekonomikos sektoriaus rodikliams. Dėl šios priežasties, ir dėl to, kad ne biržos išvestinėms priemonėms praktiškai netaikoma reguliavimo sistema Europos Sąjungos mastu (taip pat ir Lietuvoje), išvestinės finansinės priemonės laikomos prisidėjusiomis prie pasaulinės finansinės krizės ir sunkių jos padarinių⁹². Šiame kontekste trumpai atskleistas 2008 m. pasaulinės finansinės krizės mechanizmas.

Finansų krizės pradžia susijusi su JAV investicinių bankų, aktyviai veikusių ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkose, veiklos sutrikimais – „Bear Sterns“ nuosmukiu 2008 m. kovo mėn., „Lehman Brothers“ bankrotu 2008 m. rugsėjo 15 d. ir 2008 m. rugsėjo 16 d. suteikta finansine parama „AIG“ gelbstint nuo bankroto. Nagrinėjant krizės priežastis, Tarptautinio Valiutos Fondo specialistai atkreipia dėmesį į keletą pagrindinių aspektų, susijusių su finansų institucijų ir finansų rinkų veikimu⁹³. Visų pirma, finansų įstaigų ir kitų investuotojų aktyvų kainų ir rizikų vertinimas buvo pernelyg optimistiškas. Antra, nei rinkos mechanizmas, nei priežiūros institucijos neįstengė sustabdyti nepamatuotai didelės rizikos prisiėmimo, taip pat įvertinti veiklos, vykdomos reguliuojamose rinkose ir nereguliuojamose rinkose tarpusavio priklausomybės.

⁹² Saugesnės ir skaidresnės išvestinių finansinių priemonių rinkos Europoje. Europos Komisijos spaudos konferencija [interaktyvus]. 2010-09-15, nr. IP/10/1125, [žiūrėta 2012-03-22]. Prieiga per internetą: <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/1125&format=HTML&aged=1&language=LT&guiLanguage=en>> [žiūrėta 2012-03-22].

⁹³ International Monetary Fund. *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management* [interaktyvus]. 2009, [žiūrėta 2011-12-10] Prieiga per internetą: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>> [žiūrėta 2011-12-11], p. 3.

Ypatingas dėmesys apkreiptinas į pastaraisiais metais labai išplitusių kredito išvestinių priemonių (ypač ankstesniame šio darbo skyriuje aptartų kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikaitimo sandorių) naudojimą, neatsiejamą nuo tam tikros rizikos ir skaidrumo trūkumo. Būtent ši rizika realizavosi finansinės krizės metu – nors minėtų investicinių bankų sunkumai 2008 m. iš pradžių nebuvo susiję su ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkomis, tačiau paveikė šias įstaigas per jų sudarytus kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikaitimo sandorius, o dėl šių įstaigų pagrindinio vaidmens visose ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkose, šis poveikis išplito ir paveikė viso pasaulio ekonomiką⁹⁴. Taigi dėl nepakankamos informacijos buvo apsunkinti ir todėl netinkami krizei sustabdyti tiek investuotojų, tiek priežiūros institucijų spėdimai – investuotojams trūko informacijos, kokias pozicijas jų sandorio šalys turi sudarę su mokumo problemomis susidūrusios investicinės įmonės, o priežiūros institucijos atitinkamai negalėjo įvertinti atsiradusios rizikos masto ir koncentracijos, dėl ko nesugebėjo užkirsti kelio rizikos išplitimui pasauliniu mastu.

Apibendrinant ne biržos išvestinių finansinių priemonių, tarp kurių svarbiausi kredito įsipareigojimų neįvykdymo sandoriai, reguliavimo problematiką, galima teigti, kad informacijos trūkumas ir su tuo susijęs nepakankamas priimamos rizikos vertinimas, reguliuojamų ir nereguliuojamų finansinių priemonių rinkų tarpusavio sąveika, finansinių priemonių rinkos reguliavimo struktūros fragmentiškumas prisidėjo prie finansinės krizės kilimo JAV ir išplitimo kituose pasaulio regionuose, taip pat ir Europoje. Taigi krizė atskleidė nepriimtina dabartinio tarptautinių ir Europos finansų rinkų valdymo riziką, kuri yra iš tiesų reali ir sisteminė kilus rimtiems neramumams⁹⁵. Be to, nepaisant akademiniam sluoksnyje tebesitęsiančios diskusijos (viena vertus, išvestinės finansinės priemonės vertinamos kaip didžiulė blogybė ir pagrindinė pasaulinės finansų krizės priežastis⁹⁶, kita vertus, oponuojama, kad vien šie finansiniai instrumentai vis dėlto negalėjo sukelti tokio masto finansinio nestabilumo ir pabrėžiama jų svarba šiuolaikinėje ekonomikoje⁹⁷), akivaizdu, kad finansinių išvestinių priemonių rinkose egzistuoja reikšmingos rizikos, dėl ko

⁹⁴ 2009 m. liepos 3 d. Komisijos komunikatas COM(2009)/332 “Veiksmingų, saugių ir patikimų išvestinių finansinių priemonių rinkų užtikrinimas. Būsiami politiniai veiksmai”. OL C/2010/295/21.

⁹⁵ 2009 m. kovo 4 d. Komisijos komunikatas COM(2009)/0114 dėl Europos ekonomikos atkūrimo skatinimo. OL C/2010/76/75.

⁹⁶ SUMMERS G. *Why Derivatives Caused Financial Crises* [interaktyvus]. 2010, [žiūrėta 2012-03-12] Prieiga per internetą: <<http://seekingalpha.com/article/198197-why-derivatives-caused-financial-crisis>> [žiūrėta 2012-03-12].

⁹⁷ STULZ R. F. Credit Default Swaps and the Credit Crisis. *NBER Working Paper*, No. 15384, 2009, p. 36-37.

tokie sudėtingi finansiniai produktai laikytini prisidėję prie krizės, todėl šių finansinių priemonių rinkų reglamentavimas turi būti išplėstas ir detalizuotas.

Išryškėjus minėtiems trūkumams Europos Sąjungos mastu pripažinta būtinybė įdiegti priemones, įgalinančias pasiekti didesnio saugumo ir skaidrumo išvestinių finansinių priemonių rinkose, taip pat ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkų reglamentavimo, įgalinančio sumažinti jose atsirandančias rizikas, būtinybė. 2010 m. rugsėjo 15 d. Europos Komisija pateikė reglamento⁹⁸, kuriuo siekiama didesnio saugumo ir skaidrumo ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkoje, pasiūlymą. Išskirtini šie svarbiausi minėto pasiūlymo, taikytino visoms ne biržos finansinėms išvestinėms priemonėms, aspektai:

- Skaidrumo didinimas. Siūloma įtvirtinti pareigą pranešti apie prekybą ne biržos išvestinėmis finansinėmis priemonėmis duomenų centrams – duomenų sandorių saugykloms, prie kurių prieigą turėtų reguliavimo institucijos ir kurios turėtų skelbti bendras išvestinių finansinių priemonių pozicijas pagal klases.
- Sandorio šalies kredito rizikos mažinimas. Siūloma įtvirtinti standartizuotą ne biržos išvestinių finansinių priemonių tarpuskaitos prievolę, ją vykdant per pagrindines sandorio šalis, t.y. subjektą, kuris teisinėmis priemonėmis užima sandorio šalių tarpininko padėtį vienoje ar daugiau finansų rinkų ir taip tampa pirkėju iš visų pardavėjų ir pardavėju visiems pirkėjams, ir kuris yra ataskaitingas už tarpuskaitos sistemos veikimą⁹⁹; o šioms šalims taikyti griežtus veiklos vykdymo bei rizikos ribojimo reikalavimus.
- Operacinės rizikos mažinimas. Siūloma įtvirtinti pareigą rinkos dalyviams, sudarantiems ne biržos išvestinių finansinių priemonių sutartis įvertinti, kontroliuoti ir mažinti operacinę ir kredito riziką taikant tinkamas procedūras ir priemones.

Šių pakeitimų prielaida laikytinas ne biržos išvestinių finansinių priemonių standartizavimas šių priemonių tinkamumo pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitai atlikti. Akivaizdu, kad ne visos ne biržos rinkų apimamos išvestinės finansinės priemonės yra tinkamos pagrindinės sandorio šalies tarpuskaitai atlikti, tačiau tokių priemonių operacinė rizika gali būti valdoma kitais būdais, pavyzdžiui, skatinant standartinių sutarčių naudojimą, naudojant centrinio duomenų saugojimo sistemą bei taikant kitas priemones, pavyzdžiui,

⁹⁸ 2010 m. rugsėjo 15 d. Komisijos pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos reglamento dėl ne biržos išvestinių priemonių, pagrindinių sandorio šalių ir sandorių duomenų saugyklų. COM(2010)/484.

⁹⁹ *Ibid.*, 2 str. 1 punktas.

nustatant didesnius kapitalo reikalavimus, reikalaujant naudoti elektronines priemones (užtikrinančias sudaromų sutarčių sąlygų patvirtinimą laiku) bei adekvačias rizikos valdymo procedūras.

Manytina, kad šio pasiūlymo įgyvendinimas teigiamai paveiktų situaciją ne biržos finansinių priemonių rinkose Europos Sąjungoje, kadangi:

- 1) reikalavimas pranešti apie prekybą biržos išvestinėms priemonėms padės tiek reguliavimo ir priežiūros institucijoms, tiek investuotojams geriau įvertinti situaciją išvestinių finansinių priemonių rinkoje bei atitinkamai imtis reikiamų veiksmų rinkai reguliuoti bei priimti tinkamus investicinius sprendimus;
- 2) pagrindinė sandorio šalies dalyvavimas ne biržos išvestinių finansinių priemonių sandoriuose įgalins sumažinti sandorio šalies riziką ją perimant centrinei sandorio šaliai bei sisteminės rizikos pavojų, taip pat sumažins šalims kredito rizikos įvertinimo kaštus;
- 3) konkrečių taisyklių įtvirtinimas rizikos procedūrų taikymo srityje įgalintų sumažinti nuostolių tikimybę vykdant ir specifinius ir sudėtingus sandorius dvišaliu pagrindu ir užtikrinti didesnę jų saugumą;
- 4) centrinėje duomenų saugykloje kaupiamų duomenų apie ne biržos išvestinių finansinių priemonių pozicijų apimtį bei sandorių kiekius panaudojimas įgalintų padidinti išvestinių finansinių priemonių rinkos efektyvumą.

Darbo autorės nuomone, turint omenyje tai, kad ne biržos išvestinės finansinės priemonės didžiąją dalį visų išvestinių finansinių priemonių rinkų apimtį, o visų be išimties išvestinių finansinių priemonių rūšių perkėlimas į tradicines reguliuojamas biržas iš esmės yra neįmanomas ir neefektyvus, kadangi ribotas standartizuotų priemonių, prekiaujamų organizuotose biržose, sąrašas neleis patenkinti visų išvestinių finansinių priemonių rinkų dalyvių rizikos ribojimo (apsidraudimo) poreikių, teigiamai vertintinas Europos Sąjungos institucijų siūlomas ne biržos išvestinių finansinių priemonių reguliavimo būdas – rizikas ribojančių ir skaidrumą didinančių taisyklių nustatymas.

2011 m. birželio 7 d. Lietuvos Respublikos finansinio užtikrinimo susitarimų įstatymo pakeitimo įstatymas¹⁰⁰, įgyvendinantis Direktyvą 2009/44/EB¹⁰¹, iš dalies pakeičiančią Direktyvą 2002/47/EB dėl susitarimų dėl finansinio įkaito¹⁰², *inter alia* numatė

¹⁰⁰ Valstybės žinios, 2011-06-18, Nr. 74-3540.

¹⁰¹ OL, 2009 L 146, p. 37.

¹⁰² OL, 168 L 2002, p. 43.

baigtinio įskaitymo nuostatas vykdant sandorius ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkoje, o tai gali reikšmingai prisidėti prie finansinių nuostolių rizikos sumažinimo ir didesnio užtikrintumo šiose rinkose.

Atsižvelgiant į tai, jog nebiržinių išvestinių finansinių priemonių rinka Lietuvoje yra menkai išvystyta, šių rinkų teisinio reguliavimo pakeitimai Europos Sąjungos mastu tikėtina nepadarys didelės įtakos situacijai Lietuvos ne biržos išvestinių finansinių priemonių rinkose.

5. INVESTUOTOJŲ INTERESŲ APSAUGOS TEISINIO REGULIAVIMO PROBLEMATIKA

Nepaisant to, kad finansinių priemonių rinkų veiklos ir investuotojų interesų apsaugos teisinis reglamentavimas yra nuolat tobulinamas, šioje srityje egzistuoja tam tikrų teisinio reglamentavimo bei teisės aktų tinkamo įgyvendinimo trūkumų. Net ir priėmus Direktyvą dėl finansinių priemonių rinkų įgyvendinančius teisės aktus, nagrinėjamoje srityje išliko reikšmingų problemų, kurių analizė atliekama šiame magistro darbo skyriuje

5.1. Investicinio produkto tinkamumas ir priimtumas

Prieš pradėdant teikti investicines paslaugas klientas turi būti priskirtas vienai iš trijų investuotojų kategorijų – neprofesionaliesiems investuotojams¹⁰³, profesionaliesiems investuotojams¹⁰⁴ ar tinkamoms sandorio šalims. Jei tinkamoms sandorio šalims, kuriomis dažniausiai yra finansų maklerio įmonės, kredito įstaigos, draudimo bendrovės, kolektyvinio investavimo subjektai ir jų valdymo įmonės bei pensijų fondai ir jų valdymo įmonės, investuotojų interesų apsaugos nuostatos paprastai yra netaikomos, šios taisyklės, nors ir skirtinga apimtimi, turi būti taikomos neprofesionaliųjų bei profesionaliųjų investuotojų kategorijoms. Profesionaliųjų investuotojų grupei, kitaip vadinamiems instituciniams investuotojams priskiriami licencijuoti ar kitaip prižiūrimi subjektai, veikiantys finansų rinkose, didelės įmonės (balansinio turto vertės, grynujų pajamų, nuosavų lėšų dydžio kriterijai), šalių vyriausybės, savivaldybės ir kitos institucijos, taip pat kiti instituciniai investuotojai¹⁰⁵. Išimties tvarka ir kiti klientai (tarp jų – ir fiziniai asmenys), pavyzdžiui, norintys investuoti į neprofesionaliesiems investuotojams neprieinamas finansines priemones, gali būti priskirti profesionaliųjų investuotojų kategorijai, tačiau tam investicines paslaugas teikianti įmonė turi įsitikinti tokių klientų gebėjimu savarankiškai priimti investavimo sprendimus bei suvokti galimų rizikų esmę. Neprofesionaliesiems arba mažmeniniams

¹⁰³ Neprofesionalusis klientas – klientas, kuris nepriskiriamas nei prie profesionaliųjų klientų, nei prie tinkamų sandorio šalių (Finansinių priemonių rinkų įstatymo 3 str. 22 p.).

¹⁰⁴ 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 (Finansinių priemonių rinkų įstatymo 3 str. 31 p.).

¹⁰⁵ Finansinių priemonių rinkos įstatymo 27 str. 1d.

investuotojams priskiriami į paminėtas kategorijas nepatenkantys fiziniai ir juridiniai asmenys. Kadangi neprofesionalūs klientai laikytini labiausiai pažeidžiama investuotojų grupe, jiems taikytini aukščiausi investuotojų apsaugos reikalavimai, t.y. suteikiama didžiausio laipsnio jų interesų apsauga.

Nors ir įvertinus skirtumus tarp neprofesionalių ir profesionalių investuotojų, yra akivaizdu, kad neprofesionalių investuotojų kategorijai priskirtini asmenys taip pat skiriasi savo gabumais, žiniomis, išsilavinimu, finansiniu išprusimu bei patirtimi. Atsižvelgiant į pastaraisiais metais Lietuvos finansinių priemonių rinkose susiklosčiusią situaciją, kyla klausimas, ar pakankamas yra investuotojų skirstymas į profesionalius ir neprofesionalius klientus. Neprofesionaliems klientams priskirtų investuotojų grupėje yra ne tik vidutinių gabumų asmenų, bet ir asmenų, turinčių vidutiniškai daugiau gabumų, žinių ir patirties investavimo srityje nei vidutinis neprofesionalus investuotojas. Kyla klausimas, ar tokiems asmenims, nors ir priskirtiems neprofesionalių investuotojų kategorijai, investuotojų apsaugos nuostatos turi būti taikomos lygiai tokia pačia apimtimi kaip neprofesionaliems investuotojams, neturintiems iš esmės jokių žinių bei patirties tiek investavimo apskritai, tiek siūlomo investicinio produkto srityje (pavyzdžiui, neprofesionaliems investuotojams priskirtinas tiek bankininkystės specialistas, tiek smulkus verslininkas, nors akivaizdu, kad tokie investuotojai reikšmingai skiriasi savo finansiniu išprusimu ir gebėjimo suvokti tiek finansinių priemonių rinkų apskritai, tiek konkrečių finansinių priemonių veikimo principus bei numatyti ir įvertinti prisiimamą riziką).

Be to, turint omenyje Lietuvos finansinių priemonių rinkų išsivystymo lygį bei tai, jog ilgą laiką jose investavo tik stambieji profesionalūs (instituciniai investuotojai), o mažmeniniai, t.y. neprofesionalūs investuotojai apsiribojo investicijomis paprasčiausių finansinių priemonių rinkose (pavyzdžiui, obligacijų, akcijų) ir sudėtingesniais investiciniais produktais pradėjo domėtis tik palyginti neseniai (lyginant su Vakarų Europos šalimis), darbo autorės nuomone, Lietuvos neprofesionalių investuotojų finansinio išprusimo lygis yra santykinai žemas lyginant su kitų Europos Sąjungos valstybių investuotojų finansiniu sąmoningumu, kiekvieno bent kiek labiau sofistikuoto investicinio produkto esmė ir rizika Lietuvos mažmeniniams investuotojams yra vis dar sunkiai suvokiama, o investavimas į juos dažniausiai pagrįstas vien pasitikėjimu investicines paslaugas teikiančių įmonių profesionalumu ir sąžiningumu. Jei investicines paslaugas teikianti įmonė, netinkamai vykdydama Finansinių priemonių rinkų įstatyme ir kituose teisės aktuose numatytas neprofesionalių investuotojų apsaugos priemones, imtų piktnaudžiauti nepatyrusių

investuotojų pasitikėjimu, suteikdama netinkamas investavimo rekomendacijas ar (ir) siūlydama neprofesionalių klientų investavimo tikslų ir rizikos prisiėmimo galimybių neatitinkančius, su didele rizika susijusius investicinius produktus, tai gali lemti didelės turtinės žalos jautriausiai investuotojų grupei atsiradimą. Dėl šios priežasties tinkamam neprofesionalių klientų grupei priskiriamų investuotojų informavimui bei visapusiškam rizikų atskleidimui turi būti teikiamas itin didelis dėmesys, o investicinių paslaugų teikėjai – finansų maklerių įmonės ir bankai, turėtų ne apsiriboti kliento informavimu, bet ir savo ruožtu veikti aktyviai, siekdami įsitikinti, ar neprofesionalus klientas iš tiesų teisingai ir pakankamai suvokia teikiamos investicinės paslaugos ar įsigyjamo investicinio produkto esmę.

Darbo autorės nuomone, į paminėtus asmenų, priskirtinų tai pačiai neprofesionalių investuotojų grupei, skirtumus turi būti deramai atsižvelgiama vertinant privalomos surinkti ir įvertinti informacijos apie klientą apimtį, atskleidžiant su investavimo paslauga ar investiciniu produktu susijusią riziką, taip pat sprendžiant neprofesionalių investuotojų ir investicines paslaugas teikiančių įmonių teisinius ginčus. Kitaip tariant, Finansinių priemonių rinkos įstatyme ir kituose teisės aktuose numatytų pareigų neprofesionalių investuotojų atžvilgiu įgyvendinimo tinkamumas turi būti vertinamas iš vidutinio neprofesionalaus investuotojo pozicijų, tačiau kartu atsižvelgiant ir į konkrečias faktines aplinkybes.

Finansinių priemonių rinkų įstatymo 22 straipsnio nuostatos įtvirtina finansų maklerio įmonės pareigą įvertinti siūlomos investicinės paslaugos ir finansinės priemonės tinkamumą klientui. Minėtame straipsnyje nurodyta, kad finansinio maklerio įmonė, teikdama klientui investicines paslaugas ir (arba) papildomas paslaugas, turi sąžiningai, teisingai ir profesionaliai veikti geriausiomis klientui sąlygomis ir jo interesais, laikydamosi šiame straipsnyje nustatytų reikalavimų. Prieš pradėdama teikti klientui investicines paslaugas, kurios apima investavimo rekomendacijų teikimą ir (arba) finansinių priemonių portfelio valdymą, privalo surinkti informaciją apie kliento ar potencialaus kliento: žinias ir patirtį investavimo srityje, susijusias su konkrečiomis investicinėmis paslaugomis ar finansinėmis priemonėmis; finansinę padėtį; tikslus, kurių jis siekia, naudodamasis investicinėmis paslaugomis (5 dalis).

Surinkusi ir įvertinusi šią informaciją, finansų maklerio įmonė turi rekomenduoti klientui ar potencialiam klientui konkrečias investicines paslaugas ar finansines priemones, kurios geriausiai atitiktų kliento interesus. Finansų maklerio įmonei neįvykdžius pareigos surinkti nustatytos informacijos, ji neturi teisės klientui teikti minėtų investicinių paslaugų

(teikti investavimo rekomendacijų, valdyti kliento finansinių priemonių portfelį) (6 dalis). Taigi platinant finansines priemones privaloma atlikti finansinių priemonių tinkamumo (angl. – *suitability test*) ir priimtimumo (angl. – *appropriateness test*) investuotojui testus.

Pagal surinktą informaciją nustačiusi, jog tam tikra finansinė priemonė investuotojui nėra tinkama, finansines paslaugas teikianti įmonė privalo jį išpėti. Problema kyla tuomet, kai neprofesionalus investuotojas, nors ir pasirašytinai supažindintas su tam tikro investicinio produkto netinkamumu, vis tiek laisva valia pasirenka investuoti būtent į šį produktą. Viena vertus, bendrasis rūpestingumo, atidumo ir atsakingumo principas reikalauja, kad investuotojas domėtusi sudaromais sandoriais ir galimomis jų pasekmėmis. Kita vertus, netinkami neprofesionalaus investuotojo sprendimai dažnai gali būti siejami ne su minėtų pareigų nevykdymu, bet su itin rizikingomis investavimo strategijomis, kurių nepatyręs investuotojas nėra pajėgus suprasti.

Be to, investicines paslaugas teikiančios įmonės, pateikdamos klientams užpildyti standartizuotas anketas, neretai tik formaliai įvertina investuotojo žinias bei poreikius, kas gali lemti netinkamo investavimo strategijos ar investicinio produkto pasiūlymo pateikimą, be to, ir apimtį, kuria bus taikomoms investuotojų apsaugos mechanizmo priemonės. Nesilaikant teisės aktų reikalavimų ir netinkamai įvertinant siūlomo investicinio produkto tinkamumą, kyla grėsmė, kad klientui bus suteikta netinkama investavimo rekomendacija, kas gali lemti žalos investuotojui atsiradimą.

5.2. Informacijos atskleidimas

Finansinių priemonių rinkų įstatymo 22 straipsnio 2 dalyje numatyta, kad visa informacija, kurią finansų maklerio įmonė teikia klientams ir (arba) potencialiems klientams, įskaitant reklaminio pobūdžio informaciją apie įmonės veiklą ir siūlomas paslaugas, turi būti teisinga, aiški ir neklaidinanti. Reklaminio pobūdžio informacija turi būti aiškiai atpažįstama.

To paties straipsnio 3 dalis numato, kad finansų maklerio įmonė turi aiškiai ir suprantamai suteikti klientams ir potencialiems klientams visą reikalingą informaciją, kurios pagrindu jie galėtų suprasti siūlomų investicinių paslaugų ir finansinių priemonių esmę bei joms būdingą riziką ir galėtų priimti pagrįstus investicinius sprendimus. Informacija gali būti pateikiama standartizuota forma. Įgyvendindama šio straipsnio 3 dalyje nustatytus reikalavimus, finansų maklerio įmonė privalo pateikti informaciją apie: 1) įmonę ir jos

teikiamas paslaugas; 2) finansines priemones ir siūlomą investavimo strategiją, įskaitant konsultacijas ir išpėjimą apie riziką, kuri būdinga tam tikroms investavimo strategijoms arba investicijoms į tam tikras finansines priemones; 3) klientų pavedimų vykdymo vietas; 4) pavedimo vykdymo išlaidas ir kitus mokėjimus.

Manytina, kad nepakanka nurodytos informacijos deklaratyvaus, formalaus pateikimo neprofesionaliam investuotojui. Investicines paslaugas teikianti įmonė, kaip profesionalus ir kvalifikuotas rinkos dalyvis bei stipresnioji sandorio šalis santykiuose su neprofesionalių vartotojų turėtų veikti kaip įmanoma aktyviau.

Turint omenyje tai, jog pastaruoju metu auga įvairių sudėtingų finansinių priemonių ir investavimo strategijų pasiūla bei neprofesionalių investuotojų susidomėjimas naujomis investavimo galimybėmis, darbo autorės nuomone iš visų informacijos, privalomos atskleisti klientams prieš teikiant investicines paslaugas, grupių neprofesionaliems investuotojams didžiausią reikšmę turi tinkamas su siūloma finansine priemone ar investavimo strategija susijusių rizikų atskleidimas. Neprofesionalus investuotojas dažniausiai neturi jokių galimybių numatyti galimus sudėtingo finansinio instrumento ar investavimo strategijos rezultatus – galimo nuostolio tikimybę bei dydį. Jei investuojant į daugelį tradicinių finansinių priemonių (akcijas, obligacijas) investuotojo nuostolis yra apribotas už finansines priemones sumokėta suma, tai tam tikrų pozicijų išvestinių finansinių priemonių rinkoje teoriškai gali lemti neriboto, o praktiškai, didesnio nei investuota suma, dydžio nuostolius.

Kaip rodo praktika, Lietuvoje pasitaiko situacijų, kuomet investicinės įmonės klientams suteikia ne visą, neišsamią informaciją, arba pažeidžia šios pareigos tęstinumą ir investicinių paslaugų teikimo metu informaciją klientui suteikia pavėluotai¹⁰⁶. Kita vertus, net ir tuo atveju, investicinę paslaugą teikianti įmonė klientui suteikia neteisingą, neišsamią ar klaidinančią informaciją, atsiranda tokio fakto įrodymo problema.

Tinkamo su teikiama investicine paslauga ar siūlomu investiciniu produktu susijusios rizikos atskleidimo problema bene akivaizdžiausiai Lietuvoje pasireiškė neprofesionaliems investuotojams įsigijus vieno iš šalyje veikiančio komercinio banko platinamas obligacijas už iš to paties banko paskolintas lėšas. Su akcijomis ar kitų finansinių priemonių indeksais susietos obligacijos Lietuvoje populiariausios buvo 2007 metais, aiškiu šios rinkos lyderiu buvo „DnB Nord“ bankas (dabar – DNB bankas); 2007 metais su akcijomis susietų obligacijų išplatinta už 1,09 mlrd. litų, 2008 metais – už 196,8 mln. litų, o 2009-aisiais – už

¹⁰⁶ *Ibid.*

71,2 mln¹⁰⁷. Nemaža dalis šių su akcijomis susietų obligacijų Lietuvos neprofesionalių investuotojų buvo įsigyta už iš banko skolintas lėšas (panaudojant finansinį svertą), o tokia sudėtingos technikos ir savo esme rizikinga investicinė strategija lėmė tai, jog įvykus finansinei krizei, neprofesionalūs investuotojai patyrė didžiulius nuostolius.

Investavimo strategija, už įsigytas su akcijomis ar kitais rinkos indeksais susietas obligacijas apmokant skolintomis lėšomis, verta atskiro aptarimo ir kvalifikavimo šiame darbe. Su akcijomis ar kitais rinkos indeksais susietos obligacijos laikytinos sudėtinga finansine priemone, kadangi jų palūkanos priklauso nuo tam tikrų indeksų (akcijų, kito turto) vertės svyravimo. Finansų moksle pripažįstama, jog su akcijomis susietos obligacijos – tai pakankamai saugios investicijos rinkai judant nepalankia kryptimi, t.y. su obligacija susietų indeksų vertei krentant, tokios obligacijos investavimo termino pabaigoje emitento paprastai išperkamos už nominalią jų vertę ir investuotojas vis tiek atgauna visą sumokėtą pinigų sumą, tuo tarpu su obligacija susietų indeksų vertės kilimo atveju generuojamas pelnas. Dėl šios priežasties su akcijomis susietos obligacijos iš esmės laikytinos tinkamomis neprofesionalių investuotojų grupei. Vertybinių popierių komisijos praktikoje pagrįstai pažymima, kad, nors tokia finansinė priemonė savo esme laikytina sudėtinga, o pagal būdingą riziką priskirtina prie sudėtingų vidutinio rizikingumo finansinių priemonių, kaip tai nurodyta 2010 m. gruodžio 9 d. Vertybinių popierių komisijos sprendimu patvirtintose Sudėtingų ir nesudėtingų finansinių priemonių gairėse¹⁰⁸, tačiau preziumuojant, kad su akcijomis susietos obligacijos bus įsigyjamoms nuosavomis lėšomis ir išlaikomos iki išpirkimo, t.y. investavimo termino pabaigos, jos pripažintinos pakankamai saugiomis ir tinkamomis neprofesionaliam investuotojui¹⁰⁹.

Atsižvelgiant į su akcijomis susietų obligacijų galimą uždirbti pelną ir jų populiarumą tarp mažmeninių investuotojų, Lietuvoje susiklostė praktika, kuomet neprofesionalūs investuotojai ėmė pirkti šias finansines priemones už banko sutekto kredito lėšas įkeisdami pačias obligacijas ir sau ar tretiesiems asmenims priklausantį nekilnojamąjį turtą. Šią sudėtingą investicinę schemą Vertybinių popierių komisija įvertino kaip specifinį finansinį produktą, atskirą investicinę strategiją, panašią į pasirinkimo sandorį (opcioną)¹¹⁰, kuris, kaip

¹⁰⁷ Netinkamai obligacijas platinęs “DnB Nord” bankas išlieka nenubaustas [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-04-03]. Prieiga per internetą: <<http://www.investuotoju.lt/?Article=3339>> [žiūrėta 2012-04-03].

¹⁰⁸ Patvirtintos Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2010 m. gruodžio 9 d. sprendimu Nr. 13K-9.

¹⁰⁹ Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2011 m. liepos 28 d. sprendimas Nr. 2K-161 dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 12K-10.

¹¹⁰ Ibid.

jau atskleista šiame darbe, priskiriamas prie aukšto rizikingumo profesionaliems investuotojams pritaikytų išvestinių finansinių priemonių. Kita vertus, tokią investavimo strategiją neprofesionaliems bankams siūlęs komercinis bankas nesutinko, jog neprofesionalūs investuotojai, su banku pasirašydami obligacijų įsigijimo ir skolinimo obligacijų apmokėjimui sutartis, negalėjo suvokti prisiimamos rizikos ir ateityje galimų tokios pozicijos prisiėmimo neigiamų pasekmių, motyvuodamas tuo, kad kreditavimo santykiams ir iš jų kylančiai rizikai suprasti nereikia jokių specialių žinių ar patirties – kiekvienam vidutiniam vartotojui yra akivaizdu, kad už suteiktą kreditą yra mokamos palūkanos, o banko klientams pateiktame apraše buvo atskleistas su akcijomis susietų obligacijų esmė ir rizikų pobūdis¹¹¹. Vis dėlto, atsižvelgiant į ekonominę tokio investicinio produkto prasmę bei egzistuojantį teisinį reguliavimą, darbo autorė laiko pagrįsta Vertybinių popierių komisijos poziciją, pagal kurią investavimo strategija, siūlant su akcijomis susietas obligacijas įsigyti už skolintas lėšas, įkeičiant pačias obligacijas ir investuotojo nekilnojamąjį turtą bei panaudojant finansinį svertą, laikytina didelės rizikos itin sudėtinga išvestine finansine priemone. Tokios finansinės priemonės kvalifikavimas nesudėtinga ir nerizikinga priemone ir prilyginimas įprastoms ar su akcijomis susietoms obligacijoms, būtų akivaizdžiai neteisingas bei žalingas neprofesionaliems investuotojams, kadangi nesėkmingo investavimo atveju kyla su įkeisto nekilnojamojo turto netekimo susijusi rizika, kurią dar labiau padidina finansinio sverto naudojimas tokioje investavimo strategijoje.

Turint omenyje menką Lietuvos finansinių priemonių rinkų išsivystymo lygį ir žemą neprofesionalių investuotojų finansinio išprusimo lygį, minėta investavimo strategija, kuomet bankas platina obligacijas, siūlydamas už jas apmokėti skolintomis lėšomis, konkrečioje situacijoje laikytina sofistikuotu, sudėtingu investiciniu produktu arba išvestine finansine priemone, jos turėtojai galinčia atnešti tiek pelną, tiek, neigiamų pokyčių rinkoje atveju, ir pakankamai didelį nuostolį, t.y. tokio investicinio produkto graža nėra garantuota, gražos gavimo galimybė kinta priklausomai nuo pokyčių finansų rinkose. Vertinant ekonomiškai, tokios finansinės priemonės rizika ekonomiškai neatitinkančia neprofesionalių (mažmeninių) investuotojų galimo prisiimti rizikos dydžio, t.y. tokių investuotojų rizikos profilio. Tuo ir pagrįstina išvada, kad aptartos investicijos skolintomis lėšomis labiau tinkamos profesionaliems investuotojams, ir, atsižvelgiant į aukštą tokių investicijų rizikingumą ir

¹¹¹ Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. gegužės 6 d. sprendimas administracinėje byloje DnB NORD bankas v. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija, Nr. I-842-121/2010.

pakankamai sudėtingą mechanizmą bendrąja prasme neturėtų būti laikomos atitinkančiomis neprofesionalių klientų rizikos profilį¹¹².

Įgyvendinant informacijos neprofesionaliam klientui atskleidimo pareigą, privalu atsižvelgti į nepatyrusio investuotojo gebėjimą suvokti tam tikra forma pateikiamą informaciją, jos paprastumą bei aiškumą. Dėl šios priežasties manytina, kad vien tam tikros finansinės priemonės, ypač sudėtinės, išvestinės, pelningumo apskaičiavimo formulės ar aprašomojo bukletų pateikimo nepakanka, kad informacijos atskleidimo pareiga būtų laikoma įvykdyta.

Atlikus teisės aktų bei aktualios teismų praktikos analizę, manytina, kad pagrįsta reikėtų laikyti Vertybinių popierių komisijos poziciją, kad savo iniciatyva siūlydamas sudėtingą investavimo techniką jos ypatumų neišmanančiam neprofesionaliajam investuotojui, privalo, veikdamas rūpestingai, apdairiai, sąžiningai ir profesionaliai, atskleisti su tokios investavimo technikos pasirinkimu ir naudojimu susijusias ir dėl to galinčias kilti grėsmes ir rizikas, o pats klientas, savo ruožtu veikdamas apdairiai ir rūpestingai, disponuodamas visa jam prieinama ir aiškiai bei suprantamai pateikta informacija, galėtų ir turėtų įvertinti jam priimtina rizikos lygį ir priimti jo interesus geriausiai atitinkantį investicinį sprendimą¹¹³.

Taigi iš to, kas išdėstyta šiame poskyryje, galima teigti, kad su informacijos apie su konkrečiu investiciniu produktu atskleidimo neprofesionaliam investuotojui apimties problema glaudžiai susijęs ir konkrečios finansinės priemonės ar investavimo strategijos priskyrimo tam tikrai finansinių priemonių rūšiai ir rizikingumo grupei klausimas. Be to, apibendrinat galima daryti išvadą, kad informacija apie siūlomą investicinį produktą bei su juos susijusią riziką turi būti atskleidžiama atsižvelgiant į investuotojo finansinio išprusimo lygį bei konkrečios siūlomos investicinės strategijos kaip visumos (o ne atskirų investicinės strategijos komponentų, atskirų su investicines paslaugas teikiančia įmone sudarytų sutarčių) prigimtį, rizikingumą ir sudėtingumą.

¹¹² Perkamos finansinės priemonės grąža yra nepastovi, svyruojanti priklausomai nuo rinkos sąlygų, tuo tarpu kreditavimo santykiai įforminami kreditavimo sutartimi, kurioje dažniausiai yra aiškiai apibrėžta skolinamųjų lėšų kaina, t.y. skolininko mokėtina palūkanų norma. Tokiu būdu, skolintomis lėšomis pirksdamas net ir santykinai nerizikingas finansines priemones, investuotojas gali patirti nuostolį, jei faktinis gaunamas finansinių priemonių pelningumas bus mažesnis už kreditoriui mokėtiną palūkanų normą.

¹¹³ Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2011 m. gegužės 3 d. nutartis administracinėje byloje DnB NORD bankas v. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija, Nr. A¹⁴³-873/2011.

5.3. Nefprofesionaliųjų investuotojų teisių gynimas

2 paveikslas apibendrintai atspindi nefprofesionalaus investuotojo pažeistų teisių gynybos mechanizmo veikimą. Manydamas, kad yra pažeistos Finansinių priemonių rinkų įstatyme ir kituose teisės aktuose įtvirtintos jo teisės ir teisėti interesai, investuotojas visų pirma turėtų pateikti pretenziją investicines paslaugas suteikusiai įmonei, kuri, jo manymu, pažeidė investuotojo teises ar teisėtus interesus. Nepavykus išspręsti kilusio ginčo taikiai (derybų tarp sandorio šalių būdu), investuotojas gali pateikti skundą investicinių įmonių priežiūrą atliekančiai institucijai. Išskirtini du investuotojų teisių gynimo būdai – neteisminis (teisės aktų numatytais atvejais kreipiamasi į specialias neteismines institucijas, santykinai pigus būdas) ir teisminis (imlesnis laikui ir pinigams, bet įgalinantis ginti iš esmės visas pažeistas teises ir teisėtus interesus). Investavimo srityje neteisminis teisių gynimo būdas sietinas su finansinių priemonių rinkos priežiūrą atliekančios institucijos funkcijomis¹¹⁴, t.y. skundas gali būti pateikiamas dėl priežiūros institucijos licencijuojamų investicines paslaugas teikiančių įmonių padarytų pažeidimų.

Finansinių priemonių rinkų įstatymo 83 straipsnio 1 d. numatyta, kad priežiūros institucija turi teisę taikyti šias poveikio priemones: 1) įspėti dėl veiklos trūkumų bei pažeidimų ir nustatyti jų pašalinimo terminus; 2) skirti šio įstatymo nustatytas pinigines baudas; 3) paskirti laikinąją priežiūros institucijos atstovą veiklai prižiūrėti; 4) įpareigoti finansų maklerio įmonę pakeisti vadovą; 5) sustabdyti licencijos teikti vieną, kelias ar visas investicines paslaugas galiojimą tol, kol yra pagrindas sustabdyti licenciją <...>; 6) panaikinti licencijos teikti vieną, kelias ar visas investicines paslaugas galiojimą. Tačiau to paties įstatymo 84 straipsnio 2 dalyje įtvirtinta nuostata, kad sprendimas dėl poveikio priemonių taikymo gali būti priimtas, jeigu praėjo ne daugiau kaip 2 metai nuo pažeidimo įvykdymo dienos, o kai pažeidimas yra tęstinis ar trunkamasis, – nuo paskutinių tęstinio pažeidimo veiksmų atlikimo dienos ar trunkamojo pažeidimo paaiškėjimo dienos.

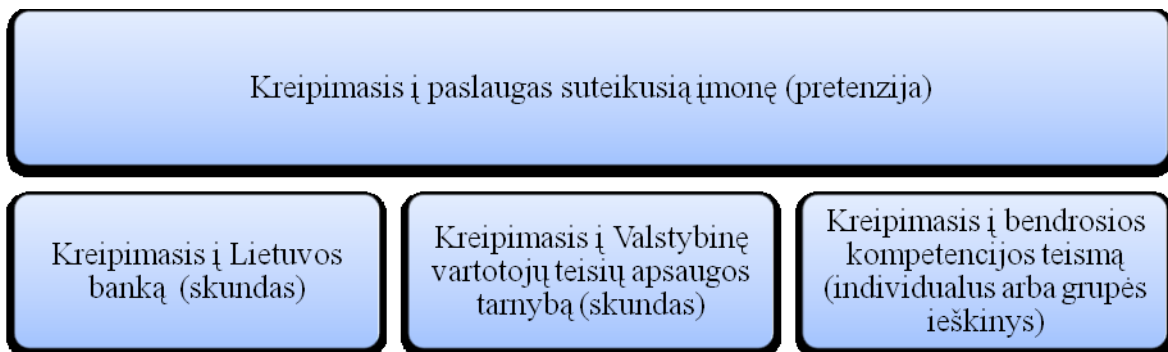
Esant tokiam teisiniam reguliavimui, esant netęstiniam ar netrunkamajam pažeidimui suėjus 2 metų senaties terminui, priežiūros institucija nebeturi teisinio pagrindo taikyti poveikio priemonių Finansinių priemonių rinkų įstatymo nuostatas pažeidusioms investicines paslaugas teikiančioms įmonėms. Tokiu atveju vienintelė priežiūros institucijai prieinama

¹¹⁴ Vertybinių popierių komisija. *Neteisminis pažeistų teisių gynimo būdas* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-04-12]. Prieiga per internetą: <<http://www.vpk.lt/lt/investuotoju-svietimas/teisiu-gynimas/13158/>> [žiūrėta 2012-04-12].

priemonė – viešas informacijos apie padarytą pažeidimą paskelbimas, t.y. reputacinė poveikio priemonė¹¹⁵.

Turint omenyje tai, kad kai kurie finansinių priemonių rinkoje prieinami investiciniai produktai yra vidutinio ar net ilgo laikotarpio, apie pasiūlyto investicinio produkto ar strategijos netinkamumą, susijusias rizikas ir galimus nuostolius klientas gali suvokti praėjus didžiąjai daliai ar net visam investavimo laikotarpiui. Dėl šios priežasties tikimybė, kad poveikio priemonės bus efektyviai taikomos investuotojų interesų apsaugos reikalavimus pažeidusioms investavimo paslaugas teikiančioms įmonėms, dar labiau sumažėja; net ir investuotojams patyrus nuostolių, netinkamai investicines paslaugas teikę įmonės išvengia įstatymo numatytų poveikio priemonių.

Kita vertus, skiriamų sankcijų – baudų dydžiai yra pakankamai nereikšmingi investicines paslaugas teikiančioms įmonėms, ypač komerciniams bankams, kurie akumuliuoja didžiules lėšų sumas, yra sukaupę didelį kapitalą ir (dažniausiai) generuoja žymiai didesnius pelnus nei kituose ekonomikos sektoriuose veikiantys verslo subjektai – pažeidžiant investuotojų interesų apsaugą reglamentuojančių teisės aktų reikalavimus teikiamos investicinės paslaugos ar platinami investiciniai produktai paprastai investicines paslaugas teikiančioms įmonėms atneša kelis kartus už priežiūros institucijos nustatytą baudos dydį didesnę grynąją pelną.



2 pav. Neprofesionalių investuotojų pažeistų teisių gynyba¹¹⁶

¹¹⁵ Pavyzdžiui, Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2011 m. liepos 28 d. sprendimas Nr. 2K-161 dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 12K-10.

¹¹⁶ Sudaryta autorės, remiantis CIBAS V., TALUTIS T., PETRENKO O. (2008). Ką svarbu žinoti prieš pradėdant investuoti? [interaktyvus]. 2008, [žiūrėta 2012-04-10]. Prieiga per internetą: <http://www.vusif.lt/failai/vilniusinvest/08/Ka_svarbu_zinoti_pries_pradedant_investuoti_LRVPK.pdf> [žiūrėta 2012-04-10].

Kaip matyti iš 2 *paveikslo*, neprofesionalūs investuotojai teoriškai pažeistas teises gali ginti ne tik kreipdamiesi į investicines paslaugas teikiančių įmonių priežiūrą atliekančią instituciją (nuo 2012 m. sausio 1 d. – Lietuvos bankas), bet ir į Valstybinę vartotojų teisių apsaugos tarnybą, kadangi neprofesionalūs mažmeniniai investuotojai jų pažeistų teisių gynimo prasme laikytini vartotojais. Turint omenyje, kad tokių institucijų poveikio priemonių taikymo galimybės yra ribotos, o sprendimai klientų ir investicines paslaugas teikiančių įmonių ginčiuose paprastai tėra rekomendacinio pobūdžio, šiuo būdu investuotojams sunku siekti pažeistų teisių gynbos ir nuostolių atlyginimo. Dėl šios priežasties efektyviausias investuotojo pažeistų teisių gynbos būdas yra kreipimasis į bendrosios kompetencijos teismą.

Svarbu pabrėžti, kad Lietuvos teismų praktika nagrinėjamoje srityje dar nėra galutinai susiformavusi, kadangi neprofesionalių investuotojų ir investicines paslaugas teikiančių įmonių teisiniai ginčiai Lietuvos bendrosios kompetencijos teismuose pradėti nagrinėti tik pastaraisiais metais (nuo 2010 m.)¹¹⁷. Sprendžiant investicinio produkto įsigijimo¹¹⁸ sutarties (sandorio dėl finansinės priemonės), sudarytos investicines paslaugas teikiančiai įmonei neatskleidus pakankamos informacijos ar netinkamai atskleidus teisės aktų reikalaujamą informaciją apie investicinio produkto esmę, prigimtį ir riziką, galiojimo klausimą, teismų praktika, manytina teisingai, krypsta tokio sandorio pripažinimo negaliojančiu Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso pirmos knygos 1.90 straipsnio pagrindu (dėl suklydimo sudaryto sandorio pripažinimas negaliojančiu) ir restitucijos taikymo linkme. Taigi galima teigti, kad sandoriai dėl finansinių priemonių įsigijimo, neprofesionalių investuotojų sudaryti neteisingai suvokiant tokio sandorio turinį esmę ir galimas pasekmes, laikytini turinčiais valios trūkumą¹¹⁹. Vadinasi, investicines paslaugas teikiančiai įmonei netinkamai įvykdžius Finansinių priemonių rinkų įstatymo nustatytą pareigą neprofesionaliam klientui atskleisti visą investiciniams sprendimams priimti ir su jais susijusiai rizikai įvertinti reikšmingą

¹¹⁷ Magistro darbo rašymo metu nebuvo nė vieno įsiteisėjusio Lietuvos bendrosios kompetencijos teismų sprendimo dėl investuotojų teisių gynimo investicines paslaugas teikiančiai įmonei galimai netinkamai atskleidus su investiciniu produktu susijusią informaciją bei investuotojams patyrus nuostolių taip vadinamoje DNB banko obligacijų byloje (įvairūs Lietuvos bendrosios kompetencijos teismai šiuo metu nagrinėja kelias dešimtis analogiškų civilinių bylų).

¹¹⁸ Nagrinėjamoje DNB banko obligacijų byloje – skolinimosi obligacijų apmokėjimui sutartis ir obligacijų pasirašymo sutartis (pavyzdžiui, Vilniaus apygardos teismo 2010 m. lapkričio 24 d. nutartis civilinėje byloje S. L. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-8498-104/2010; Vilniaus apygardos teismo 2010 m. rugpjūčio 12 d. nutartis civilinėje byloje G. P. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-7052-798/2010).

¹¹⁹ MIKELĖNAS, A., VILEITA, A., TAMINSKAS, A. *Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras. Pirmoji knyga: bendrosios nuostatos*. Vilnius: Justitia, 2001, p. 198.

informaciją, neprofesionalus investuotojas gali kreiptis į bendrosios kompetencijos teismą su ieškiniu dėl sandorio dėl atitinkamos finansinės priemonės pripažinimo negaliojančiu.

Visgi, pasirinkus sandorio pripažinimą negaliojančiu kaip civilinį neprofesionalių investuotojų teisių gynbos būdą, ieškovui (investuotojui) tektų pareiga įrodyti, kad suklydimas sudarant sandorį dėl tam tikros finansinės priemonės įsigijimo buvo esminis. Šioje situacijoje keltinas klausimas, ar suklydimas investicinei įmonei neatskleidus visos reikiamos informacijos apie teikiamą investicinę paslaugą laikytinas esminiu suklydimu CK 1.90 straipsnio prasme.

Manytina, kad tokiu atveju, jei investicines paslaugas teikianti įmonė tyčia, tendencingai neatskleidžia informacijos apie siūlomo investicinio produkto esmę ir riziką (t.y. asmuo iš esmės suklysta dėl sandorio dėl investicinės įmonės aktyvių ar pasyvių veiksmų), kaip galimas civilinių teisių gynbos būdas taip pat galėtų būti įvardintas sandorio pripažinimas negaliojančiu dėl apgaulės CK pirmosios knygos 1.91 straipsnio pagrindu. Lietuvoje jau pasitaikė atveju, kuomet neprofesionalus investuotojas kreipėsi į teismą dėl su investiciniu produktu susijusių sutarčių pripažinimo negaliojančiomis CK 1.91 straipsnio pagrindu, motyvuodamas tuo, kad investicines paslaugas teikianti įmonė, sąmoningai nutylėdama reikšmingą investiciniam sprendimui priimti informaciją bei pateikdama neteisingą informaciją, suklaidino neprofesionalų klientą dėl esminių sutarties sąlygų, kurias žinodamas investuotojas niekada nebūtų sudaręs tokių sandorių, t.y. nebūtų pasirinkęs konkrečios investavimo strategijos (investicinio produkto)¹²⁰. Tokioje situacijoje neprofesionalus investuotojas gali reikalauti ne tik turtinės, bet ir neturtinės žalos atlyginimo¹²¹. Šiuo atveju, kaip ir anksčiau aptartoje situacijoje, investuotojui tektų įrodyti klaidingos informacijos suteikimo ir kartu apgaulės faktą.

Tinkamas įrodinėjimo naštos realizavimas susijęs ir su sandorio, sudaryto suklydus, pripažinimo negaliojančiu padariniais. Bendrosios kompetencijos teismui pagal investuotojo ieškinį pripažinus sandorį, sudarytą dėl suklydimo, negaliojančiu, taikoma dvišalė restitucija, t.y. šalys gražinamos į padėtį, buvusią iki sudarant sandorį (taikoma restitucija)¹²². Investicines paslaugas teikianti įmonė (profesionalus finansų rinkos dalyvis), remiantis

¹²⁰ Pavyzdžiui, Vilniaus apygardos teismo 2010 m. lapkričio 24 d. nutartis civilinėje byloje S. L. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-8498-104/2010.

¹²¹ Analogiškose bylose Lietuvos bendrosios kompetencijos teismai neturtinės žalos investuotojams kol kas nėra priteisę, tačiau ši galimybė esant itin grubiam teisės aktuose įtvirtintų investuotojų apsaugos nuostatų pažeidimo atvejui – investicines paslaugas teikiančiai įmonei elgiantis nesąžiningai, neprofesionaliai ir sudarant su investuotojų sandorį apgaule, darbo autorės nuomone, vertintina teigiama ir užtikrina visapusiškesnę neprofesionalių investuotojų teisių apsaugą.

¹²² *Cit. op.* 122, p. 199.

Finansinių priemonių rinkos įstatymo 13 straipsnio 6 dalimi, turi įrodyti, kad tinkamai laikėsi įstatymo nustatytų pareigų.

Apibendrinant tai, kas pasakyta apie civilinius neprofesionalių investuotojų teisių gynymą būdus, galima teigti, kad nepaisant bendrojoje civilinėje teisėje egzistuojančių mažmeninių investuotojų gynimo mechanizmų, jų pritaikymas konkrečioje situacijoje priklausys nuo investuotojo sugebėjimo įrodyti, kad investicines paslaugas teikiančios įmonės padarytas investuotojų interesų apsaugą reglamentuojančių teisės aktų pažeidimas lėmė tai, jog investuotojas, sudarydamas sandorį dėl tam tikros investicinės paslaugos suteikimo ar finansinės priemonės įsigijimo, iš esmės suklydo (t.y. kyla įrodinėjimo, jog suklydimas buvo esminis, problema), ar, netgi, sudarė tokį sandorį dėl investicines paslaugas teikiančios įmonės apgaulės. Ieškinio patenkinimo atveju būtų panaikintos visos teisės ir pareigos, kylančios iš sutarčių dėl tam tikro investicinio produkto¹²³.

Kita vertus, svarbu įvertinti ir investuotojo sąžiningumą, t.y. ar ieškinio pareiškimas nėra vien būdas išvengti sutartinių prievolių investicines paslaugas teikiančiai įmonei vykdymo¹²⁴. Pažymėtina, kad net ir siekiant užtikrinti aukščiausią investuotojų apsaugos lygį, būtina išlaikyti protingą investuotojų ir investicines paslaugas teikiančių įmonių interesų pusiausvyrą, užkertant kelią investuotojų piktnaudžiavimui teise, ypač finansų krizės (finansinių rinkų nuosmukio) situacijoje. Be to, teisinis reguliavimas, užtikrinantis aukščiausią neprofesionalių investuotojų apsaugą, negali vienareikšmiškai suponuoti to, kad bet kuriuo atveju už neprofesionalių investuotojų patirtus nuostolius visa apimtimi turi atsakyti investicines paslaugas teikianti įmonė, kartu, investicines paslaugas teikianti įmonė, kaip profesionalus rinkos dalyvis, neturėtų visos nuostolių atsiradimo rizikos perkelti klientui – kiekvienu atveju yra būtinas konkrečios situacijos faktinių aplinkybių vertinimas.

Šiame kontekste taip pat reikia paminėti, kad pažeistos investuotojų teisės ir teisėti interesai gali būti ginami ne tik bendrosios kompetencijos teismui pateikiant individualų civilinį ieškinį, bet ir teikiant Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodekso¹²⁵ 49 straipsnio

¹²³2011 m. vasario 10 d. Lietuvos apeliacinio teismo nutartis civilinėje byloje Nr. 2-91/2011. Lietuvos apeliacinio teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. vasario 10 d. nutartis civilinėje byloje V. L. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-91/2011.

¹²⁴ Pareiškus ieškinį dėl sandorio pripažinimo negaliojančiu, siekiant užtikrinti galimo palankaus investuotojui teismo sprendimo įvykdymą, remiantis CPK 144 straipsnio 1 dalimi ir 185 straipsnio 1 dalimi, taikytinos laikinosios apsaugos priemonės – draudimas realizuoti hipotekos kreditoriaus teisę patenkinti reikalavimą iš įkeisto turto. Pavyzdžiui, Lietuvos apeliacinio teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. vasario 24 d. nutartis civilinėje byloje V. L. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-207/2011; Lietuvos apeliacinio teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. vasario 10 d. nutartis civilinėje byloje A. Z. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-112/2011; ir kt.

¹²⁵ Valstybės žinios, Nr.36-1340.

6 dalyje numatyta grupės ieškinį (dėl teisinio reglamentavimo trūkumų (konkretaus įgyvendinimo mechanizmo nebuvimo¹²⁶) šia teise Lietuvoje ilgą laiką praktiškai nebuvo naudojama). Esant pakankamai didelei grupei asmenų, kurių keliami teisiniai reikalavimai tiek teisės, tiek fakto požiūriu yra vienarūšiai, laiko, žmogiškųjų ir finansinių išteklių požiūriu tampa itin racionalus grupės ieškinio instituto panaudojimas tokiose srityse kaip vartotojų, darbuotojų, akcininkų teisių apsauga, konkurencijos, aplinkos apsaugos pažeidimai¹²⁷. Atsižvelgiant į tai, kad, pirma, neprofesionalūs investuotojai prilygintini vartotojams, dėl ko teisiniu reguliavimu turi būti užtikrinta tinkama tokio investuotojo kaip silpnesnės sandorio šalies ir profesionalios šalies – investicines paslaugas teikiančios įmonės, interesų pusiausvyra, ir antra, tinkamas investuotojų interesų apsaugos ir pažeistų teisių ir teisėtų interesų gynimo užtikrinimas lemia ne tik atskirų investuotojų pasitikėjimą, bet ir visos valstybės finansų sistemos stabilumą, investuotojų teisių ir teisėtų interesų apsauga ir jos užtikrinimas pagrįstai laikytinas viešuoju interesu.

Nors Lietuvos teismų praktika dėl grupės ieškinio teikimo neprofesionalių investuotojų ir investicines paslaugas teikiančių įmonių santykių srityje dar nėra galutinai susiformavusi¹²⁸, darbo autorės nuomone, dėl anksčiau išvardintų priežasčių galimybė pateikti grupės ieškinį dėl finansų institucijos – investicines paslaugas teikiančios įmonės padarytų investuotojų apsaugos reikalavimus nustatančių teisės aktų pažeidimų vertintinas kaip pažangi, racionali, ekonomiška ir efektyvi priemonė pažeistų investuotojų teisių gynymui.

5.4. Kiti probleminiai investuotojų apsaugos aspektai

Be paminėtų ankstesniuose šio darbo poskyriuose, taip pat išskirtini ir kiti probleminiai investuotojų apsaugos aspektai.

Teisinio reguliavimo pokyčiai. Įsigaliojus ES direktyvai dėl finansinių priemonių rinkų, atitinkamai kito ir investuotojų apsaugos teisinis reguliavimas Lietuvoje. Finansinių priemonių rinkų įstatymo 99 straipsnio 1 dalis numatė, kad šio įstatymo nuostatos,

¹²⁶ Grupės ieškinio koncepcija, patvirtinta 2011 m. liepos 13 d. Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimu Nr. 885. Valstybės žinios, Nr.: 92 -4386.

¹²⁷ *Cit. op.* 130.

¹²⁸ Lietuvoje pirmasis grupės ieškinys dėl galimų investuotojų teisių pažeidimų (galimai lėmusių nepatyrusių klientų nuostolius dėl banko obligacijų įsigijimo už iš to paties banko pasiskolintas lėšas, t.y. sudėtingo investicinio produkto) pateiktas 2010 m. spalio mėn., o šiuo metu Lietuvos bendrosios kompetencijos teismuose nagrinėjama dar keletas grupės ieškinių santykių su investicines paslaugas teikiančia įmone srityje.

nustatančios naujus reikalavimus investicines paslaugas teikiantiems asmenims <...>, kurie nebuvo nustatyti iki šio įstatymo įsigaliojimo galiojusiame Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatyme, taikomos nuo 2007 m. lapkričio 1 d. Vadinasi, siekiant nustatyti, kada įsigaliojo atitinkamos, informavimo pareigą apibrėžiančios Finansinių priemonių rinkų įstatymo nuostatos, reikia įvertinti, ar jos numato naujus reikalavimus palyginti su atitinkamomis Vertybinių popierių rinkos įstatymo nuostatomis, t.y. atlikti atitinkamų dviejų įstatymų nuostatų lyginamąją analizę.

Vertybinių popierių rinkos įstatymo, kuris neteko galios nuo 2007 m. vasario 8 d. 24 straipsnio 3 dalyje buvo numatyta, kad, vykdydami veiklą, tarpininkai *inter alia* privalo: sąžiningai veikti klientų ir rinkos patikimumo interesais; veikti rūpestingai, su reikiamu profesionalumu ir atsargumu; klientui pakankamai atskleisti su juo susijusią ir jam reikalingą informaciją, įskaitant informaciją apie taikomą įsipareigojimų investuotojams draudimo sistemą arba jos nebuvimą.

Tuo tarpu Finansinių priemonių rinkų įstatymo 22 straipsnio 1 dalyje numatyta, kad finansų maklerio įmonė, teikdama klientui investicines paslaugas ir (arba) papildomas paslaugas, turi sąžiningai, teisingai ir profesionaliai veikti geriausiomis klientui sąlygomis ir jo interesais, laikydamasi šiame straipsnyje nustatytų reikalavimų. To paties straipsnio 3 dalyje nurodyta, kad finansų maklerio įmonė turi aiškiai ir suprantamai suteikti klientams ir potencialiems klientams visą reikalingą informaciją, kurios pagrindu jie galėtų suprasti siūlomų investicinių paslaugų ir finansinių priemonių esmę bei joms būdingą riziką ir galėtų priimti pagrįstus investicinius sprendimus.

Lietuvos teismų praktikoje keletą kartų buvo keltas klausimas dėl pereinamuoju laikotarpiu, t.y. iki visiško Finansinių priemonių rinkų įstatymo įsigaliojimo, suteiktų investicinių paslaugų ir pasiūlytų investicinių produktų reglamentavimo – išsiskiria tuometinės investicines paslaugas teikiančių įmonių priežiūrą atliekančios institucijos – Vertybinių popierių komisijos nuomonė bei Lietuvos specialiosios kompetencijos, t.y. administracinių teismų nuomonė, kuris teisės aktas reglamentuoja investicinių paslaugų teikimą (konkrečiai – informavimo pareigą) pereinamuoju laikotarpiu.

Vertybinių popierių komisija pateikė poziciją, pagal kurią Finansinių priemonių rinkų įstatymo 22 straipsnio 1 ir 3 dalių nuostatos iš esmės yra tokios pačios, kaip Vertybinių popierių rinkų įstatymo 24 straipsnio 3 dalies 1, 2 ir 5 punktų nuostatos, todėl santykiams, susiklosčiusiems tarp klientų ir investicines paslaugas teikiančių įmonių, pereinamuoju

laikotarpiu turėtų būti taikomos būtent Finansinių priemonių rinkų įstatymo 22 straipsnio 1 ir 3 dalių nuostatos¹²⁹ (vėliau ši pozicija šiek tiek kito).

Kita vertus, iš dviejų minėtų įstatymų atitinkamų normų lyginamosios analizės Lietuvos administraciniai teismai¹³⁰ padarė išvadą, jog nagrinėjamos įstatymo normos nėra tapačios, t.y. kad investicines paslaugas teikiančios įmonės pareiga informuoti neprofesionalųjį investuotoją savo apimtimi buvo nevienoda iki ir po Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų įsigaliojimo ir jos perkėlimo į Lietuvos nacionalinę teisę, t.y. iki visiško Finansinių priemonių rinkų įstatymo įsigaliojimo 2007 m. lapkričio 1 d. Atitinkamose Vertybinių popierių rinkos įstatymo nuostatose buvo įtvirtinta investicines paslaugas teikiančios įmonės pareiga klientui **pakankamai** (paryškinta autorės) atskleisti su juo susijusią ir jam reikalingą informaciją, tuo tarpu Finansinių priemonių rinkos įstatyme – aiškiai ir suprantamai suteikti klientams ir potencialiems klientams **visą** (paryškinta autorės) reikalingą informaciją, kurios pagrindu jie galėtų suprasti siūlomų investicinių paslaugų ir finansinių priemonių esmę bei joms būdingą riziką ir galėtų priimti pagrįstus investicinius sprendimus. Vadinas, naujas teisinis reguliavimas sugriežtino investicinių paslaugų teikimo reikalavimus ir suformavo kokybiškai naujus investicinėms įmonėms priskirtos neprofesionalių investuotojų informavimo pareigos reikalavimus, t.y. privalomos pateikti informacijos apimtį¹³¹.

Remiantis tokiais teismų išaiškinimais atrodytų, kad yra sukuriama tokia neigiamai vertintina teisinė situacija, kuomet, pereinamuoju laikotarpiu, nuo Vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo Finansinių priemonių rinkų įstatymu (2007 m. vasario 8 d.) iki visiško Finansinių priemonių rinkos įstatymo įsigaliojimo (2007 lapkričio 1 d.), investicines paslaugas teikiančios įmonės galėtų būti laikomos neturėjusios pareigos neprofesionaliam investuotojui pateikti pilnos, aiškios ir išsamios informacijos apie teikiamas investicines paslaugas bei siūlomus investicinius produktus. Maža to, iki Finansinių priemonių rinkos įstatymo visiško įsigaliojimo galioję teisės aktai nenumatė tokių informacijos atskleidimo neprofesionaliam investuotojui priemonių kaip apibendrintas finansinių priemonių pobūdžio ir joms būdingų rizikų aprašymas. Tokiu būdu, turint omenyje tai, kad, kaip jau buvo minėta šiame darbe, tarp neprofesionaliems klientams siūlomų investicinių produktų nemaža dalis

¹²⁹ Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2009 m. lapkričio 26 d. sprendimas Nr. 2K-375 dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 12K-34.

¹³⁰ *Cit. op.* 114; *cit. op.* 116.; Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2011 m. balandžio 14 d. nutartis administracinėje byloje DnB NOR bankas v. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija, Nr. A⁸⁵⁸-48/2011.

¹³¹ *Cit. op.* 116.

yra vidutinio ar ilgo laikotarpio, Lietuvos finansinių priemonių rinkoje susiklosto tokia situacija, kuomet neprofesionaliems investuotojams, sudariusiems investavimo sandorius iki visiško Finansinių priemonių rinkos įstatymo įsigaliojimo (2007 lapkričio 1 d.), taikytinos Vertybinių popierių rinkos įstatyme nustatytos apsaugos nuostatos, o investavusiems 2007 m. lapkričio 1 d. ir vėliau taikytinos labiau detalizuotos Finansinių priemonių rinkų įstatymo nuostatos. Vadinas, ginant investuotojų pažeistas teises ir teisėtus interesus, priklausomai nuo jų investavimo datos, neprofesionaliems klientams taikomi skirtingos apimtys ir griežtumo investuotojų apsaugos mechanizmai.

Darbo autorės nuomone, šią problemą būtų galima išspręsti pripažįstant, kad tiek Vertybinių popierių rinkos, tiek Finansinių priemonių rinkų įstatyme numatyta bendroji investicines paslaugas teikiančios įmonės pareiga – santykiuose su klientu elgtis sąžiningai pati savaime suponuoja išvestinę pareigą sąžiningai pateikti neprofesionaliam investuotojui visą reikalingą investiciniam sprendimui priimti informaciją bei atskleisti su konkrečiu investiciniu sprendimu susijusią riziką, nenuslepiant nuo kliento reikšmingų su investavimo sandoriu susijusių aplinkybių ir kliento apsisprendimą dėl investicinio produkto pasirinkimo galinčios paveikti informacijos.

Atlyginimų sistema ir interesų konfliktas. Finansines paslaugas teikiančioje įmonėje įtvirtinti atlyginimų sistema taip pat daro pastebimą įtaką klientui teikiamų investicinių paslaugų kokybę – įmonės darbuotojus už tam tikrą išplatinto atitinkamo investicinio produkto kiekį motyvuojant komisiniais, šie darbuotojai tampa suinteresuoti parduoti kuo daugiau minėto produkto vienetų, todėl tam tikrais atvejais gali ne visai tinkamai įvertinti siūlomo investicinio produkto tinkamumą klientui ar nepilnai atskleisti su šiuo produktu susijusią riziką.

Investicines paslaugas teikiančiai įmonei veikiant kaip tam tikrų finansinių priemonių emitentui ir kartu teikiant investicines paslaugas klientams, gali kilti interesų konfliktas, nes įmonė, būdama suinteresuota sėkmingu emituojamu finansinių priemonių išplatiniu, gali netinkamai suteikti tam tikras investicines paslaugas – pateikti netinkamą investavimo rekomendaciją klientui ar pasiūlyti įsigyti investuotojo tikslų ir rizikos profilio neatitinkančią finansinę priemonę. Dėl šios priežasties Vertybinių popierių komisija yra išaiškinusi, kad investicijų tarpininkui veikiant tiek kaip emitentui, tiek kaip investicines paslaugas teikiančiai įmonei, atsiranda interesų konfliktas (interesas išplatinti savus vertybinius popierius), todėl tokiais atvejais turi būti itin griežtai laikomasi Komisijos 2007 m. gegužės 17 d. nutarimu Nr. 1K-17 patvirtintose Finansų maklerio įmonių veiklos organizavimo

taisyklėse¹³² nustatytų interesų konfliktų valdymo reikalavimų. Be visų kitų pareigų, remiantis taisyklių 75 punktu, prieš teikiant investicinę paslaugą klientas turi būti aiškiai, suprantamai ir pasirašytinai informuotas apie atsiradusį interesų konfliktą.

Taigi įmonei veikiant tiek kaip emitentui, tiek kaip investicinių paslaugų tiekėjui, teikiant investicines paslaugas yra privaloma nuosekliai laikytis Finansinių priemonių rinkų įstatyme ir kituose teisės aktuose nustatytų investuotojų teisių ir teisėtų interesų apsaugos reikalavimų. Tinkamo iškilusio interesų konflikto valdymo nebuvimas kartu gali reikšti ir investuotojų teisių ir teisėtų interesų pažeidimą, todėl siekiant visiško investuotojų saugumo interesų konfliktų investicines paslaugas teikiančiose įmonėse valdymui turėtų būti skiriamas didelis dėmesys. Vis dėlto, praktinė situacija Lietuvoje rodo, kad pažeidimų atvejai nėra visiškai reti.

Nelicencijuotų įmonių veikla. Finansinių priemonių rinkų įstatymo 4 str. 1 dalyje nurodyta, kad nuolat ir profesionaliai teikti investicines paslaugas Lietuvos Respublikoje gali tik finansų maklerio įmonės, turinčios priežiūros institucijos ar kitos ES valstybės narės priežiūros institucijos išduotą finansų maklerio įmonės licenciją, taip pat Lietuvos Respublikoje ar kitoje valstybėje narėje licencijuotos kredito įstaigos, jei kredito įstaigos licencija suteikia teisę teikti investicines paslaugas, ir finansų patarėjo įmonės, turinčios priežiūros institucijos išduotą finansų patarėjo įmonės licenciją. Nepaisant to, jog investicines paslaugas teikiančioms bendrovėms tiek Lietuvos, tiek Europos Sąjungos teisės aktai numato licencijavimo reikalavimą, užsienio šalių teritorijose veikia ir nelicencijuotos bendrovės, teikiančios investicines paslaugas¹³³. Nors ir neįsteigę atstovybių, šios bendrovės gali siūlyti investuotojams investicines paslaugas telefonu ar internetu. Šiuo atžvilgiu problema investuotojų apsaugos požiūriu kyla todėl, kad tokios bendrovės nėra prižiūrimos Lietuvos (atitinkamai ir kitų Europos Sąjungos valstybių narių) priežiūros institucijų ir jų atžvilgiu nėra taikomi investuotojų interesų apsaugos ir jų teisių gynimo mechanizmai¹³⁴, numatyti Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatyme bei atitinkamuose Europos Sąjungos teisės aktuose. Tokiu būdu investicines paslaugas teikiančios įmonės, įsisteigdamos valstybėse, kuriose teisės aktai numato ne tokius griežtus reikalavimus investuotojų teisių apsaugos srityje, išvengia pakankamai griežto ES valstybėse taikomo reglamentavimo

¹³² Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2009 m. kovo 5 d. išaiškinimas Nr. 13K-2 dėl finansų maklerio įmonių ir kredito įstaigų pareigų platinant pirmąją savų vertybinių popierių emisiją.

¹³³ Lietuvos bankas perspėja investuotojus dėl nelicencijuotų bendrovių [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-03-22]. Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/lietuvas_bankas_perspeja_investuotojus_del_nelicencijuotu_bendroviu_2> [žiūrėta 2012-03-22].

¹³⁴ *Ibid.*

nagrinėjamoje srityje. Investuotojai, naudodamiesi tokių bendrovių teikiamomis investicinėmis paslaugomis, veikia savo rizika ir negali tikėtis patikimos jų interesų apsaugos.

5.5. Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų peržiūrėjimo poreikis ir tikslingumas

2007 m. lapkričio 1 d. visose Europos Sąjungos valstybėse narėse įsigaliojo nauji reikalavimai finansinių priemonių rinkos srityje, nustatyti 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų. Ši direktyva pakeitė iki tol finansinių priemonių rinkų sritį reglamentavusią 1993 m. gegužės 10 d. Tarybos Direktyvą 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje. Ši direktyva – tai kartinė Finansinių paslaugų veiksmų plano (angl. *Financial Services Action Plan*, FSAP)¹³⁵, numaćiusio Europos Sąjungos finansų rinkų integraciją, ašis, kuria buvo siekiama visoje Europoje užtikrinti bendrus finansinių priemonių prekybos standartus, didesnę konkurenciją ir rinkos skaidrumą bei geresnę investuotojų apsaugą.

Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų numatytas pagrindines naujoves investuotojų apsaugos ir investicinių paslaugų teikimo srityje galima apibendrinti taip:

1. Investuotojų skirstymas į tris kategorijas – neprofesionalius investuotojus (4 str. 12 p.), profesionalius investuotojus (direktyvos II priedas) ir tinkamas sandorio šalis (24 str.). Kiekvienai iš šių kategorijų investuotojų apsaugos priemonės taikomos skirtinga apimtimi, aukščiausią apsaugos lygį (t.y. visas direktyvos numatytas investuotojų interesų apsaugos priemones) suteikiant neprofesionaliems investuotojams, be to numatyta galimybė investuotojams reikalauti pakeisti priskyrimą atitinkamai kategorijai ir atitinkamai suteikti aukštesnį ar žemesnį apsaugos lygį.
2. Privaloma informacijos apie kliento žinias ir patirtį produkto ar paslaugos investicijų srityje, finansinę padėtį ir investavimo tikslus analizė teikiant patarimą dėl investavimo ar valdant finansinių priemonių portfelį (direktyvos 19 str. 4 d.), t.y. privalomas tinkamumo testas. Teikiant kitas investicines paslaugas jas teikianti įmonė privalo įvertinti siūlomos investicinės paslaugos ar produkto

¹³⁵ 1999 m. gegužės 11 d. Komisijos finansinių paslaugų veiksmų planas. COM(1999) 232.

tinkamumą klientui, t.y. atlikti priimtumo testą (19 str. 5 d.), išskyrus tuo atveju, kai teikiamos paslaugos, susijusios su nekompleksinėmis (nesudėtingomis) finansinėmis priemonėmis, kliento iniciatyva (19 str. 6 d.) (tik pavedimo įvykdymas).

3. Privaloma geriausio rezultato klientui taisyklė vykdant kliento pavedimus, (išskyrus gavus konkretų kliento nurodymą) (21 str. 1 d.) bei geriausią rezultatą klientui pasiekti įgalinančių priemonių bei pavedimų vykdymo politikos investicines paslaugas teikiančiose įmonėse įtvirtinimas (21 str. 2 d.); bendra investicinių įmonių pareiga veikti garbingai, sąžiningai ir profesionaliai, nepažeidžiant klientų interesų (19 str. 1 d.).
4. Teisingos, aiškios ir neklaidinančios informacijos apie investicinę įmonę ir jos teikiamas paslaugas, siūlomas finansines priemones ir investavimo strategijas (įspėjant apie galimą riziką), įvykdymo sistemas ir išlaidas bei susijusius mokesčius klientams suprantama forma suteikimo pareiga (19 str. 2 ir 3 d.).

Taigi atlikus Direktyvoje dėl finansinių priemonių rinkų įtvirtintų normų analizę, galima išskirti pagrindinius principus, kuriais ši direktyva įpareigojo remtis įmones, teikiančias investicines paslaugas neprofesionaliems investuotojams:

- 1) sąžininga, teisinga ir profesionali veikla, siekiant geriausiai atstovauti kliento interesams;
- 2) tinkamos ir išsamios, teisingos, aiškios ir neklaidinančios informacijos suteikimas klientui;
- 3) investicijų tinkamumo ir priimtumo klientui įvertinimas.

Pažymėtina, kad profesionaliems investuotojams ir tinkamoms sandorio šalims direktyvoje numatytos investuotojų apsaugos priemonės yra taikomos ne visa apimtimi.

Kaip jau buvo minėta šiame darbe, nauju reguliavimu įgyvendinus Direktyvą dėl finansinių priemonių rinkų, be kita ko, siekta dar didesnės investuotojų interesų apsaugos, investuotojų apsaugos sąlygų suvienodinimo visose Europos Sąjungos valstybėse narėse, taip pat griežtesnio investicinių tarpininkų veiklos reglamentavimo. Vadinasi, direktyvoje numatytomis taisyklėmis siekta apsaugoti investuotojus nuo galimų investavimo rizikų bei padidinti rinkos skaidrumą.

2011 m. spalio 20 d. Europos Komisijos pasiūlyme dėl Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų pakeitimo¹³⁶ nurodomi tokie direktyvos galiojimo laikotarpiu pasiekti rezultatai kaip didesnė prekybos finansinėmis priemonėmis vietų konkurencija, investuotojų galimybės rinktis iš daugiau tiekėjų ir finansinių priemonių, sandorių išlaidų sumažėjimas, integracijos padidėjimas. Vis dėlto, net ir pripažįstant, kad Direktyva dėl finansinių priemonių rinkų padėjo pasiekti aukštesnį finansų rinkų integracijos ir investuotojų apsaugos lygį, didžiausia pastaraisiais metais pasaulinė finansų krizė, ją lydėję bankų bankrotai bei dideli investuotojų nuostoliai išryškino tam tikrus šios direktyvos trūkumus, įrodydami, kad ne visos direktyvos numatytos priemonės yra pakankamai efektyvios, o direktyvoje deklaruoti tikslai ne visada pasiekiami¹³⁷. Krizės metu direktyva neapsaugojo ne tik neprofesionalių, bet ir profesionalių investuotojų. Dėl šios priežasties planuojami direktyvos pakeitimai investuotojų apsaugos srityje, išskirtinos tokios svarbiausios kryptys¹³⁸:

1. Siūloma sugriežtinti investicinių įmonių valdymo reikalavimus direktorių ir nevykdomųjų direktorių bruožų, vaidmens, atsakomybės ir pusiausvyros sudarant valdymo organus požiūriu, siekiant užtikrinti, kad valdymo organai turėtų pakankamai žinių bei įgūdžių ir suprastų su įmonės veikla susijusią riziką, užtikrinant patikimą ir riziką ribojantį įmonės valdymą (direktyvos projekto 9 str., 48 str.).
2. Siekiant sustiprinti investuotojų apsaugos sistemą, siūloma sugriežtinti tinkamumo vertinimo ir atskaitomybės klientams reikalavimus, pateikiamas nekompleksiškų (nesudėtingų) finansinių priemonių sąrašas (direktyvos projekto 13, 24, 25, 27, 29 str.).
3. Siūloma padidinti apsaugą teikiant investicines paslaugas ne mažmeniniams klientams, t.y. tinkamoms sandorio šalims, t.y. principą veikti garbingai, sąžiningai ir profesionaliai bei įsipareigojimą teikti teisingą, aiškia ir neklaidinančią informaciją taikyti visiems investuotojams (klientams), nepriklausomai nuo jų priskyrimo atitinkamai kategorijai (informacijos ir ataskaitų apie suteiktą paslaugą teikimo taisyklės taikomos ir tinkamoms sandorio šalims) (direktyvos projekto 30 str. 1 d.).

¹³⁶ KOM(2011)656, p. 2.

¹³⁷ SUDUIKO E. Investuotojų interesų gynimo naujovės. *Verslo žinios*, 2011, nr. 207, p. 1.

¹³⁸ *Cit. op.* 142, 9, 18 str.

4. Siūloma griežčiau reglamentuoti investicinių įmonių galimybes priimti paskatas iš trečiųjų šalių, visų pirma iš emitentų arba produktų teikėjų, kai jos konsultacijas dėl investavimo ir portfelio valdymo paslaugas teikia nepriklausomai, leidžiant gauti tik nedidelę nepiniginę naudą (direktyvos projekto antraštinės dalies 52 p.).
5. Siūloma uždrausti investicinėms įmonėms su neprofesionaliais klientais sudaryti finansinio užtikrinimo perduodant užstato nuosavybės teisę susitarimus, užtikrinant tokio kliento turimų ar būsimų prievolių vykdymą¹³⁹.

Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų pakeitimai planuojami įtvirtinti reglamentu (valstybėse narėse bus taikomas tiesiogiai) bei direktyva (nuostatos turės būti perkeltos į valstybių narių nacionalinę teisę). Numatoma, kad galutinės šių teisės aktų redakcijos bus priimtoms 2012 m. pabaigoje – 2013 m. pradžioje¹⁴⁰.

Akivaizdu, kad kartu su pakeitimais Europos Sąjungos teisėje, turės būti keičiami ir Lietuvos Respublikos teisės aktai, reglamentuojantys finansinių priemonių rinkas ir tarpininkų bei investuotojų veiklą jose. Dėl šių teisinio reglamentavimo pokyčių bus reikalingas pereinamasis laikotarpis, per kurį turės būti sudaroma galimybė investicines paslaugas teikiančioms įmonėms – finansų maklerio įmonėms ir bankams, atitinkamai pakeisti tiek savo vidinę teisinę, tiek techninę bazę. Pereinamuoju laikotarpiu, panašiai, kaip ir 2007 m. į Lietuvos teisę perkėlus Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų nuostatas, gali būti neišvengta įvairių nesklandumų teisės taikymo srityje. Nepaisant neišvengiamų pereinamojo laikotarpio sunkumų, manytina, kad siūlomi finansinių priemonių rinkų reglamentavimo pokyčiai atneš teigiamų poslinkių investuotojų apsaugos srityje, taip pat užtikrins didesnę finansinių priemonių rinkų skaidrumą bei įgalins dar labiau sumažinti jose pasireiškiančias rizikas, kas, tikėtina, padidins esamų ir potencialių investuotojų pasitikėjimą bei paskatins kol kas dar pakankamai seklių ir mažai išplėtotų Lietuvos finansinių priemonių rinkų vystymąsi bei spartesnę integraciją.

Apibendrinant galima išskirti pagrindinius probleminius investuotojų apsaugos reguliavimo aspektus – neprofesionalių ir profesionalių investuotojų grupių išskyrimo pakankamumo klausimas, galimų investuotojų teisių gynimo būdo problematika (bendrosios civilinės teisės aspektas), teisinio reguliavimo pokyčių nulemta nevienoda informavimo pareigos apimtis.

¹³⁹ *Ibid.*

¹⁴⁰ *Ibid.*

IŠVADOS

1. Finansinių priemonių rinkos, kaip ir pačios finansinės priemonės pasižymi specifinėmis savybėmis, kurios lemia tai, kad šios rinkos, nulendamos ne tik pavienių investuotojų nesėkmes, bet ir visos finansų sistemos stabilumo sutrikimus, sąlygoja greitesnę ir platesnę poveikį visuomenėje.
2. Finansinių priemonių rinkos reguliavimo svarbiausias tikslas turi būti skatinti sąžiningą ir visapusišką informacijos, susijusios su rinkos situacija, konkrečių finansinių priemonių specifišką, investuotojų prisiimama rizika ir kitais aspektais, atskleidimą, kas įgalintų geriau apsaugoti investuotojus, užtikrinti rinkų skaidrumą ir efektyvumą bei sumažinti sisteminę riziką.
3. Pradiniame finansinių priemonių rinkos vystymosi etape vartota vertybinio popieriaus sąvoka vystantis finansų rinkoms ir atsirandant vis sudėtingesnių investavimo ir taupymo instrumentų nebegalėjo aprėpti šių instrumentų įvairovės. Nors doktrinoje nėra aiškios vertybinio popieriaus ir išvestinės finansinės priemonės sąvokų takoskyros, manytina, kad reguliavimo tikslais naudojama finansinės priemonės sąvoka apima platesnį finansinių instrumentų ratą.
4. Ne biržos išvestinės priemonės dėl savo didelių apimčių turi reikšmingą poveikį ne tik finansų sistemai, bet ir realiojo ekonomikos sektoriaus rodikliams. Dėl šios priežasties, ir dėl to, kad ne biržos išvestinėms priemonėms praktiškai netaikoma reguliavimo sistema, išvestinės finansinės priemonės laikomos prisidėjusiomis prie pasaulinės finansinės krizės ir sunkių jos padarinių. Dėl šios priežasties būtinas teisinis reguliavimas, įgalinantis padidinti nebiržinių išvestinių finansinių priemonių rinkų skaidrumą ir saugumą.
5. Neprofesionalių investuotojų kategorijai priskirtini asmenys skiriasi savo gabumais, žiniomis, išsilavinimu, finansiniu išprusimu bei patirtimi, dėl ko diskutuotina, ar yra pakankamas investuotojų skirstymas tik į dvi – profesionaliųjų ir neprofesionaliųjų investuotojų – kategorijas.
6. Lietuvos neprofesionalių investuotojų finansinio išprusimo lygis yra santykinai žemas lyginant su kitų Europos Sąjungos valstybių investuotojų finansiniu sąmoningumu, kiekvieno bent kiek labiau sofistikuoto investicinio produkto esmė ir rizika Lietuvos mažmeniniams investuotojams yra vis dar sunkiai suvokiama, o investavimas į juos

dažniausiai pagrįstas vien pasitikėjimu investicines paslaugas teikiančių įmonių profesionalumu ir sąžiningumu, todėl teisinis reguliavimas turėtų geriau užtikrinti sąžiningą ir profesionalią investicines paslaugas teikiančių įmonių veiklą.

7. Tinkamo su teikiama investicine paslauga ar siūlomu investiciniu produktu susijusios rizikos atskleidimo problema Lietuvoje pasireiškė neprofesionaliems investuotojams įsigijus vieno iš šalyje veikiančio komercinio banko platinamas obligacijas už iš to paties banko paskolintas lėšas, nors tokia investavimo strategija, įvertinus jos kompleksiskumą ir aukštą rizikingumą, laikytina neatitinkanti neprofesionalaus investuotojo rizikos profilio.
8. Informacija apie siūlomą investicinį produktą bei su juos susijusią riziką turi būti atskleidžiama į konkrečios siūlomos investicinės strategijos kaip visumos (o ne atskirų investicinės strategijos komponentų, atskirų su investicines paslaugas teikiančia įmone sudarytų sutarčių) prigimtį, rizikingumą ir sudėtingumą.
9. Sutrumpintas (2 metų) senaties terminas, per kurį priežiūros institucija gali taikyti poveikio priemones investicines paslaugas teikiančioms įmonėms, sumažina tikimybę, kad poveikio priemonės bus efektyviai taikomos investuotojų interesų apsaugos reikalavimus pažeidusioms investavimo paslaugas teikiančioms įmonėms.
10. Pagrįsta neprofesionalių investuotojų pažeistų teisių gynbos galimybė – sandorių, sudarytų investicines paslaugas teikiančiai įmonei neatskleidus pakankamos informacijos ar netinkamai atskleidus informaciją apie investicinio produkto esmę, prigimtį ir riziką, galiojimo klausimą, pripažinimo negaliojančiais CK 1.90 str. pagrindu (dėl suklydimo sudaryto sandorio pripažinimas negaliojančiu). Vis dėlto, tokiu atveju kyla įrodymo, kad suklydimas buvo esminis, problema.
11. Investicines paslaugas teikiančioms įmonėms privalomos investavimo pareigos apimtis iki ir po Direktyvos dėl finansinių priemonių rinkų nuostatų perkėlimo į nacionalinę teisę, skiriasi. Vadinasi, ginant investuotojų pažeistas teises ir teisėtus interesus, priklausomai nuo jų investavimo datos, neprofesionaliems klientams taikomi skirtingos apimtys ir griežtumo investuotojų apsaugos mechanizmai.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

Teisės norminiai aktai

Lietuvos Respublikos teisės aktai

1. Lietuvos Respublikos finansinio užtikrinimo susitarimų įstatymo pakeitimo įstatymas. Valstybės žinios, 2011, Nr. 74-3540.
2. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkos įstatymas (su pakeitimais). Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-627.
3. Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). Valstybės žinios, 2002, Nr.36-1340.
4. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas (su pakeitimais). Valstybės žinios, 2001, Nr. 112-4074.
5. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). Valstybės žinios, 2000, Nr. 74-2262.
6. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas. Valstybės žinios, 1996, Nr. 16-412.
7. Grupės ieškinio koncepcija, patvirtinta, Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2011 m. liepos 13 d. nutarimu Nr. 885. Valstybės žinios, 2011, Nr. 92-4386.
8. Investicinių paslaugų teikimo ir klientų pavedimų priėmimo ir vykdymo taisyklės, patvirtintos Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2007 m. gegužės 31 d. nutarimu Nr. 1K-22. Valstybės žinios, 2007, Nr. 64-2500.
9. Kolektyvinio investavimo subjektų išvestinių finansinių priemonių naudojimo ir susijusių rizikų vertinimo tvarka, patvirtinta Vertybinių popierių komisijos 2004 m. lapkričio 5 d. nutarimu Nr. 20 (su pakeitimais). Valstybės žinios, 2004, Nr. 165-6059.
10. 26-asis verslo apskaitos standartas „Išvestinės finansinės priemonės“, patvirtintas Viešosios įstaigos Lietuvos Respublikos apskaitos instituto direktoriaus 2007 m. rugsėjo 17 d. įsakymas Nr. VAS-6 (su pakeitimais). Valstybės žinios, 2007, Nr. 99-4045.

Europos Sąjungos teisės aktai

1. 2009 m. gegužės 6 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2009/44/EB iš dalies keičianti Direktyvos 86/26/EB dėl atsiskaitymų baigtinumo mokėjimų ir vertybinių popierių atsiskaitymo sistemose ir Direktyvos 2002/47/EB dėl susitarimų dėl finansinio įkaito nuostatas dėl susietųjų sistemų ir kredito reikalavimų. OL, 2009 L 146, p. 37.
2. 2007 m. kovo 8 d. Komisijos direktyva 2007/14/EB, nustatanti išsamias tam tikrų Direktyvos 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo nuostatų įgyvendinimo taisykles. OL, 69 L 2007, p. 27.
3. 2006 m. rugpjūčio 10 d. Komisijos reglamentas (EB) Nr. 1287/2006, įgyvendinantis Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/39/EB dėl investicinėms įmonėms taikomų apskaitos dokumentų tvarkymo reikalavimų, informacijos apie sandorius pateikimo, rinkos skaidrumo, leidimų prekiauti finansinėmis priemonėmis ir toje direktyvoje apibrėžtų sąlygų. OL, 241 L 2006, p. 1.
4. 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB. OL, 309 L 2004, p. 38.
5. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 85/611/EEB, 93/6/EEB ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2000/12/EB bei panaikinti Tarybos direktyvą 93/22/EEB. OL 145 L 2004, p. 1.
6. 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka). OL, 96 L 2003, p. 16.
7. 2003 m. lapkričio 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB. OL, 345 L 2003, p. 64.
8. 2002 m. birželio 6 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2002/47/EB dėl susitarimų dėl finansinio įkaito. OL, 168 L 2002, p. 43.

9. 2001 m. gegužės 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2001/34/EB dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos, kuri turi būti skelbiama apie tuos vertybinius popierius. OL, 184 L 2001, p. 1.
10. 1993 m. gegužės 10 d. Tarybos Direktyva 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje. OL, 141 L 1993, p. 27.
11. 1985 m. gruodžio 20 d. Tarybos direktyva 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS) derinimo. OL, 375 L 1985, p 3.

Specialioji literatūra

1. AYADI R., BEHR P. On the Necessity to Regulate Credit Derivatives Markets. *Journal of Banking Regulation*, 2009, nr. 10(3), p. 179-201.
2. ALLEN F., GALE D. *Comparing Financial Systems*. MIT Press, 2001.
3. CHOI J. S., PRITCHARD A. C. *Securities regulation: the Essentials*. Aspen Publishers: New York, 2008.
4. CIBAS V., TALUTIS T., PETRENKO O. (2008). Ką svarbu žinoti prieš pradėdant investuoti? [interaktyvus]. 2008, [žiūrėta 2012-04-10]. Prieiga per internetą: <http://www.vusif.lt/failai/vilniusinvest/08/Ka_svarbu_zinoti_pries_pradedant_investuoti_LRVPK.pdf> [žiūrėta 2012-04-10].
5. DALHUISEN J. *Dalhuisen on International Commercial, Financial and Trade Law: Second Edition*. Hart Publishing, 2004.
6. European Central Bank. *Financial structure* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-03-09]. Prieiga per internetą: <<http://www.ecb.int/mopo/eaec/structure/html/index.en.html>> [žiūrėta 2012-03-09].
7. Financial system stability. *Pamphlet series No. 2*, Central Bank of Sri Lanka, 2005.
8. GARBARAVIČIUS T., KUODIS R. Lietuvos finansų sektoriaus struktūra ir funkcionavimas. *Pinigų studijos*, 2002, nr. 1, 18-47 p.
9. GURUSAMY S. *Financial Services and System*. New Dehli: Tata McGraw-Hill, 2009.
10. HULL J. C. *Options, Futures and Other Dervatives*, fifth edition, New Jersey: Prentice Hall, 2003.
11. International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report* [interaktyvus]. 2011, [žiūrėta 2011-12-11] Prieiga per internetą:

- <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/fmu/eng/2011/01/pdf/0111.pdf> [žiūrėta 2011-12-11].
12. International Monetary Fund. *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management* [interaktyvus]. 2009, [žiūrėta 2011-12-10] Prieiga per internetą: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf> > [žiūrėta 2011-12-11].
 13. JASIENĖ M. *Finansų rinkos*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2001.
 14. JUOZAPAVIČIENĖ A. *Išvestiniai instrumentai tarptautinėse finansų rinkose*. Technologija: Kaunas, 2007.
 15. KALINAUSKAS V. Investicijų į vertybinius popierius Lietuvoje valdymas ir tobulinimas. *Pinigų studijos*, 2003, Nr. 3, p. 50-63.
 16. KANCEREVYČIUS G. *Finansai ir investicijos*. Kaunas: „Aušra“, 2006.
 17. KOLB R. W. (1996). *Financial Derivatives: Second Edition*. Wiley-Blacwell, 1996.
 18. MIKELĖNAS, A., VILEITA, A., TAMINSKAS, A. *Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras. Pirmoji knyga: bendrosios nuostatos*. Vilnius: Justitia, 2001.
 19. MARTINAITYTĖ E., et. al. (2002). *Finansų sektoriaus plėtotės strategija*. [interaktyvus]. 2002, [žiūrėta 2011-12-15] Prieiga per internetą: <http://www.ukmin.lt/lt/strategija/doc/4.%20finansu%20sektoriaus%20pletotes%20strategija.doc> > [žiūrėta 2011-12-15].
 20. MISHKIN F. S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Seventh Edition, Addison-Wesley, Boston, 2006.
 21. Netinkamai obligacijas platinęs “DnB Nord” bankas išlieka nenubaustas [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-04-03]. Prieiga per internetą: <http://www.investuotoju.lt/?Article=3339> > [žiūrėta 2012-04-03].
 22. NOYER C. Financial Systems for Economic Growth. *Third Conference of the Monetary Stability Foundation: Challenges to the financial system – ageing and low growth* [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2012-03-09] Prieiga per internetą: http://www.bundesbank.de/vfz/vfz_konferenzen_2006.en.php#monetary > [žiūrėta 2012-03-09].
 23. STIGLITZ J. E., JARAMILLO-VALLEJO J., PARK Y. C. The Role of State in Financial Markets. *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement, 1993, 19-61 p.

24. STULZ R. F. Credit Default Swaps and the Credit Crisis. *NBER Working Paper*, No. 15384, 2009.
25. SUDUIKO E. Investuotojų interesų gynimo naujovės. *Verslo žinios*, 2011, nr. 207, p. 14.
26. SUMMERS G. *Why Derivatives Caused Financial Crises* [interaktyvus]. 2010, [žiūrėta 2012-03-12] Prieiga per internetą: <<http://seekingalpha.com/article/198197-why-derivatives-caused-financial-crisis>> [žiūrėta 2012-03-12].
27. TUMPEL-GUGERELL G. (2006). European Integration and the financial system. *Third Conference of the Monetary Stability Foundation: Challenges to the financial system – ageing and low growth* [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2012-03-09]. Prieiga per internetą: <http://www.bundesbank.de/vfz/vfz_konferenzen_2006.en.php#monetary> [žiūrėta 2012-03-09].
28. VAICIEKAVIČIŪTĖ E. (2009). *Ar investicinės įmonės visada užtikrina investuotojų apsaugą?* [interaktyvus]. 2009, [žiūrėta 2012-03-02]. Prieiga per internetą: <<http://www.aginvest.eu/ar-investicines-imonės-visada-uztikrina-investuotoju-teisiu-apsauga>> [žiūrėta 2012-03-02].
29. VALATKEVIČIUS E. *Investavimas finansų rinkose*. Kaunas: Technologija, 2008.
30. WOOD P. *Law and Practice of International Finance*. London: Sweet&Maxwell, 2008.

Praktinė medžiaga

1. Lietuvos apeliacinio teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. kovo 17 d. nutartis civilinėje byloje J. B. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-291/2011.
2. Lietuvos apeliacinio teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. vasario 24 d. nutartis civilinėje byloje V. L. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-207/2011.
3. Lietuvos apeliacinio teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. vasario 10 d. nutartis civilinėje byloje A. Z. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-112/2011.
4. Lietuvos apeliacinio teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. vasario 10 d. nutartis civilinėje byloje V. L. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-91/2011.
5. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2011 m. gegužės 3 d. nutartis administracinėje byloje DnB NORD bankas v. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija, Nr. A¹⁴³-873/2011.

6. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2011 m. balandžio 14 d. nutartis administracinėje byloje DnB NORD bankas v. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija, Nr. A⁸⁵⁸-48/2011.
7. Vilniaus apygardos teismo 2010 m. lapkričio 24 d. nutartis civilinėje byloje S. L. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-8498-104/2010.
8. Vilniaus apygardos teismo 2010 m. rugpjūčio 12 d. nutartis civilinėje byloje G. P. v. DnB NORD bankas, Nr. 2-7052-798/2010.
9. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. gegužės 6 d. sprendimas administracinėje byloje DnB NORD bankas v. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija, Nr. I-842-121/2010.
10. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2011 m. liepos 28 d. sprendimas Nr. 2K-161 dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 12K-10.
11. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2009 m. lapkričio 26 d. sprendimas Nr. 2K-375 dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 12K-34.

Travaux préparatoires

1. 2011 m. spalio 20 d. Komisijos pasiūlymas „Europos Tarybos ir Parlamento direktyva dėl finansinių priemonių rinkų, kuria panaikinama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/39/EB. KOM(2011)656.
2. Saugesnės ir skaidresnės išvestinių finansinių priemonių rinkos Europoje. Europos Komisijos spaudos konferencija [interaktyvus]. 2010-09-15, nr. IP/10/1125, [žiūrėta 2012-03-22]. Prieiga per internetą: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/1125&format=HTML&aged=1&language=LT&guiLanguage=en> [žiūrėta 2012-03-22].
3. 2010 m. rugsėjo 15 d. Komisijos pasiūlymas COM(2010)/484 dėl Europos Parlamento ir Tarybos reglamento dėl ne biržos išvestinių priemonių, pagrindinių sandorio šalių ir sandorių duomenų saugyklų.
4. 2009 m. liepos 3 d. Komisijos komunikatas COM(2009)/332 “Veiksmingų, saugių ir patikimų išvestinių finansinių priemonių rinkų užtikrinimas. Būsimi politiniai veiksmai”. OL C/2010/295/21.
5. 2009 m. kovo 4 d. Komisijos komunikatas COM(2009)/0114 dėl Europos ekonomikos atkūrimo skatinimo. OL C/2010/76/75.

6. 1999 m. gegužės 11 d. Komisijos finansinių paslaugų veiksmų planas. COM(1999) 232.
7. Sudėtingų ir nesudėtingų finansinių priemonių gairės, patvirtintos Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2010 m. gruodžio 9 d. sprendimu Nr. 13K-9.
8. Finansų ministerija. *Investicinės paslaugos* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-03-22]. Prieiga per internetą: <<http://www.finmin.lt/web/finmin/finrink/finpasl/investpasl>> [žiūrėta 2012-03-22].
9. Lietuvos bankas perspėja investuotojus dėl nelicencijuotų bendrovių [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-03-22]. Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/lietuvos_bankas_perspeja_investuotojus_del_nelicencijuotu_bendroviu_2> [žiūrėta 2012-03-22].
10. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2009 m. kovo 5 d. išaiškinimas Nr. 13K-2 dėl finansų maklerio įmonių ir kredito įstaigų pareigų platinant pirminę savų vertybinių popierių emisiją.
11. Vertybinių popierių komisija. *Neteisminis pažeistų teisių gynimo būdas* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2012-04-12]. Prieiga per internetą: <<http://www.vpk.lt/lt/investuotoju-svietimas/teisiu-gynimas/13158/>> [žiūrėta 2012-04-12].

FINANSINIŲ PRIEMONIŲ RINKOS TEISINIO REGULIAVIMO PROBLEMAS

SANTRAUKA

Reikšminiai žodžiai: išvestinė finansinė priemonė, investicinės paslaugos, investuotojų apsauga, neprofesionalus investuotojas, rizika, informavimo pareiga.

Šiame darbe nagrinėjamos teorinės ir praktinės finansinių priemonių rinkų teisinio reguliavimo problemos, didžiausią dėmesį skiriant išvestinių finansinių priemonių (ypač užbiržinių) bei neprofesionalių investuotojų teisių ir teisėtų interesų apsaugos aspektams, atskleidžiama specifika, kurie pasižymi finansinių priemonių rinkos.

Doktrininė problema nagrinėjamoje srityje pasireiškia tuo, kad mokslinėje literatūroje nėra aiškios takoskyros tarp vertybinio popieriaus ir finansinės priemonės sąvokų, nors literatūros analizė leidžia daryti išvadą, kad finansinės priemonės sąvoka yra gerokai platesnė.

Pastaraisiais metais sparčiai plečiantis finansinių priemonių rinkoms ir sudėtingėjant investuotojams siūlomiems investiciniams produktams, atsiranda vis naujų su investuotojų veikla finansinių priemonių rinkose susijusių rizikų ir grėsmių.

Turint omenyje tai, kad Lietuvos finansinių priemonių rinkos yra santykinai silpnai išvystytos, neprofesionalūs investuotojai yra itin priklausomi nuo tinkamo investicines paslaugas teikiančių įmonių pareigų vykdymo, ypač informacijos apie riziką atskleidimo.

Diskutuotina, ar yra pakankamas skirstymas į profesionaliųjų ir neprofesionaliųjų investuotojų kategorijas, atsižvelgiant į tai, kad ir pastarosios grupės investuotojai tarpusavyje reikšmingai skiriasi.

Su Europos Sąjungos teisės pokyčiais susiję Lietuvos teisės aktų neprofesionalių investuotojų apsaugos srityje pokyčiai lėmė tai, jog iki 2007 m. lapkričio 1 d. ir po šios dienos investicines paslaugas teikiančioms įmonėms numatytos informavimo pareigos apimtis yra skirtinga.

MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS: ISSUES OF LEGAL REGULATION

SUMMARY

Key words: financial derivative, investment services, protection of investors, unprofessional investor, risk, duty of providing information.

Theoretical and practical issues of legal regulation of markets in financial instruments are presented and analyzed in this master thesis, focusing on derivative financial instruments (especially over-the-counter) and on rights and legitimate interests of unprofessional investors. Specifics of markets in financial instruments are revealed as well.

Doctrinal issue in the field concerned is that there is no clear divide between concepts of securities and financial instruments; although analysis of literature suggests that the concept of financial instrument is significantly wider.

In recent years, the tendency of rapidly expanding markets in financial instruments and growing complexity of investment products offered for investors is seen. As a result new risks and threats in the field of investment occur.

Given the fact that Lithuanian markets in financial instruments are relatively weak, unprofessional investors are highly dependent on proper investment firms performance, in particular related to disclosure of information about risks.

It is debatable, whether the distinction of investors between professional and unprofessional categories is sufficient, taking into account the fact that the latter group of investors is significantly different inside.

Changes in European Union national legal regulation determine the fact that the extent of the duty of providing information differs before and after law of markets in financial instruments entries into force.