

VERTYBINIŲ POPIERIŲ VIETA CIVILINIŲ TEISIŲ OBJEKTŲ SISTEMOJE

Doktorantas Kęstutis Laurinavičius

Lietuvos teisės universiteto Teisės fakulteto Civilinės ir komercinės teisės katedra
Ateities g. 20, 2057 Vilnius
Lietuvos banko Rinkos operacijų departamentas
Totorių g. 4, 2629 Vilnius
Telefonas
Elektroninis paštas klaurinavicius@lbank.lt

Pateikta 2002 m. birželio 12 d.

Parengta spausdinti 2002 m. birželio 30 d.

*Recenzavo Vilniaus universiteto Teisės fakulteto Civilinės teisės ir civilinio proceso katedros vedėjas profesorius habil. dr. **Valentinas Mikelėnas** ir Lietuvos teisės universiteto Teisės fakulteto Civilinės ir komercinės teisės katedros lektorius dr. **Egidijus Baranauskas***

S a n t r a u k a

Straipsnyje analizuojama, kokia yra vertybinių popierių teisinė prigimtis ir kokią įtaką jos aiškinimui turi pasikeitimai vertybinių popierių rinkoje paskutiniu metu, ypač dėl vertybinių popierių dematerializavimo.

Aptariant vertybinių popierių istoriją, išsiaiškinta, kad šioje rinkoje kiekvienas dalyvis siekia savo tikslų – pritraukti kapitalo, sėkmingai investuoti ir pan. Remiantis kai kurių užsienio valstybių teisininkų darbais, trumpai aptartos investuotojų teisės į nematerialius vertybinius popierius ir kokią tai gali turėti įtaką investuotojų teisių apsaugai.

Daroma išvada, kad siekiant atskirti investuotojų turtą nuo finansų tarpininko turto, būtina jų teises apibrėžti kaip tam tikras absoliučias teises, kurias galima apginti prieš tarpininko kreditorius.

Pagrindiniai žodžiai: vertybiniai popieriai, investuotojas, finansų tarpininkas.

Įžanga

Jau keletą metų turime besivystančią vertybinių popierių rinką Lietuvoje, tačiau vertybinių popierių teisinės prigimties ir vietos civilinių teisių objektų sistemoje klausimai vis dar nepagrįstai nenusipelno teisininkų dėmesio. Teisės doktrina dar nėra paaiškinusi tokio specifiško reiškimo kaip nematerialūs vertybiniai popieriai, o jais šiuo metu prekiaujama daugiausiai. Nuo pat vertybinių popierių rinkos kūrimo pradžios Lietuvoje buvo įvestas vertybinių popierių dematerializavimas, t. y. nebenaudojami materialūs dokumentai teisėms į vertybinius popierius pažymėti. Vietoj to specialios institucijos, gavusios licenciją, atidaro ir tvarko asmenų, įsigijusių vertybinių popierių, sąskaitas, kuriose ir pažymima nuosavybės teisė į šiuos vertybinius popierius. Jeigu nėra materialaus objekto, ar vis dar galime kalbėti apie nuosavybės teisę?

Pagrindinis šio straipsnio tikslas – išsiaiškinti, kokia yra tokių nematerialių vertybinių popierių teisinė prigimtis, kokią vietą šie vertybiniai popieriai užima civilinių teisių objektų sistemoje.

Visų pirma bus trumpai aptarta vertybinių popierių istorija, jų reikšmė asmenims, dalyvaujantiems vertybinių popierių civilinėje apyvartoje. Bus nagrinėjama, kaip tokį specifinį civilinės teisės institutą kaip vertybiniai popieriai, esantį kažkur tarp daiktinės ir prievolinės teisės, paaiškino klasikinė doktrina jau daugiau kaip prieš 100 metų. Toliau bus nurodytos

pagrindinės tendencijos šiuolaikinėje vertybinių popierių rinkoje, teisinės problemos dėl vertybinių popierių dematerializavimo, išdėstoma, ko klasikinė doktrina šiuo metu negali paaiškinti ir kaip teisininkai suvokia nematerialius vertybinius popierius kai kuriose užsienio valstybėse. Tada bus pereinama prie Lietuvos įstatymų ir praktikos nagrinėjimo. Reikia pažymėti, kad neturime teismuose spręstų bylų, kuriose būtų buvę nagrinėjami esminiai nematerialių vertybinių popierių teisinės prigimties klausimai, o tai, žinoma, apsunkina pirmuosius bandymus šioje srityje. Dėl šios, taip pat ir dėl tos priežasties, kad vertybiniai popieriai teisiniu požiūriu išsamiai Lietuvoje nėra nagrinėti, straipsnyje daugiausia bus remiamasi lyginamuoju metodu.

Vertybinių popierių yra įvairių rūšių (akcijos, obligacijos, čekiai, vekseliai, konosamentai, išvestiniai vertybiniai popieriai ir t. t.), jų visų teisinės prigimties viename straipsnyje aptarti neįmanoma. Čia apsiribota tais vertybiniais popieriais, kuriais daugiausia prekiaujama rinkoje, konkrečiai imant – Vyriausybės vertybiniais popieriais, akcinių bendrovių akcijomis ir obligacijomis. Priklausomai nuo vertybinių popierių rūšies skiriasi ir jų suteikiamos teisės. Šios teisės straipsnyje detalios nėra nagrinėjamos, apie jas kalbama tiek, kiek tai reikalinga siekiant išsiaiškinti vertybinių popierių teisinę prigimtį.

Straipsnyje vartojamos kai kurios sąvokos yra kiek neįprastos teisinėje terminijoje, todėl jas derėtų trumpai paaiškinti. Tais atvejais, kai kalbama apie asmenį, įsigijusį vertybinių popierių, vartojama investuotojo sąvoka. Finansų tarpininkas suprantamas kaip asmuo, tvarkantis investuotojo vardu atidarytas vertybinių popierių sąskaitas. Lietuvoje juos įprasta vadinti viešosios vertybinių popierių apyvartos tarpininkais, tačiau kadangi nagrinėjama ir užsienio valstybių, kuriose šie asmenys gali būti vadinami kitaip, praktika, patogumo dėlei vartojama viena sąvoka. Kai minimi finansų tarpininko klientai, turimi mintyje keletas investuotojų, įsigijusių tokių pat ar skirtingų vertybinių popierių ir kurių sąskaitas tvarko tas pats finansų tarpininkas.

1. Vertybinių popierių atsiradimo priežastys

Vertybiniai popieriai yra žinomi visose valstybėse. Kaip nurodo L. R. Juldašbajeva, cituodama G. Laską, seniausias apyvartinis dokumentas, į kurį išlikusios nuorodos istoriniuose šaltiniuose, – tai apytiksliai 2100 m. pr. m. e. naudotas vekselis, kuriame nurodytas daugiau ar mažiau apibrėžtas mokėjimo terminas [1, p. 8]. Galima paminėti, kad dar Jogaila buvo išdavęs Vytautui vekselį, įpareigojantį sumokėti Vytautui 500 siklų arba 500 Lietuvos kalimo gryno sidabro rublių. Nors taip pat nurodoma, kad vekseliais Lietuvos Didžiojoje Kunigaikštystėje nebuvo pasitikima. Karams ir kitoms reikmėms besiskolinantys valstybės valdovai turėjo įkeisti valstybės turtą [2, p. 14–15]. Tai suprantama, nes paskola, užtikrinta dvarų ir kitokio turto įkeitimu, būdavo patikimesnė nei paties valdovo išduotas vekselis.

Kaip nurodo N. O. Nersesovas, aiškinant vertybinių popierių teisinę prigimtį, klaidinga būtų naudoti klasikinius romėnų teisės institutus, kadangi senovės Romoje prievolė pagal kviritų teisę buvo išimtinai asmeninio pobūdžio, todėl negalėjo būti ir kalbos apie asmenų pasikeitimą prievolėje. Plėtojantis civilinei apyvartai Romos juristai kaip išėitį numatė pavedimą – kreditorius, norėdamas perleisti savo reikalavimo teisę, pavesdavo kitam asmeniui atstovauti jam procese. Tačiau pirminis kreditorius bet kada galėjo atimti įgaliojimus. Vėliau imta informuoti skolininką apie tokį pavedimą, nuo to momento skolininkas privalėjo prievolę vykdyti tik nurodytam asmeniui, o ne pradiniam kreditoriui. Tiesa, mirus pradiniam kreditoriui arba patikėtiniui, pavedimo santykiai nutrūkdavo [3, p. 147–148].

Prancūzijoje dar XIII a. atsirado dokumentai, kuriuose, be konkretaus kreditoriaus, buvo nurodoma, kad prievolė gali būti įvykdoma ir dokumento pateikėjui. Skolininkas, įsipareigodamas sumokėti pinigus dokumento pateikėjui, laikydavo šį pateikėją pradinio kreditoriaus teisių perėmėju, tam pakakdavo vien dokumento valdymo fakto. Šių dokumentų naudojimą sustabdė didėjanti Romos teisės įtaka Prancūzijos teisei ir teisės doktrinai. Ėmus taisyti Romos teisę, dokumento turėtojas pateikdamas dokumentą privalėjo pateikti įrodymus apie įvykusį teisių perleidimą. Taip Romos teisės įtaka panaikino šių dokumentų privalumus [3, p. 155–165].

XVI–XVII amžių sandūroje Prancūzijoje imti naudoti vadinamieji *billets en blanc*. Juose vietoj konkretaus kreditoriaus buvo paliekama tuščia vieta. Dokumento turėtojas, norėdamas įgyvendinti savo teises į jį, įrašydavo savo pavardę. Prieš tai dokumentas galėjo būti laisvai perduodamas iš rankų į rankas. Vėliau imti naudoti tikrieji pareikštiniai vertybiniai popieriai – *billets au porteur*. Juose joks kreditorius nebuvo nurodomas, o teises galėjo įgyvendinti bet koks dokumento pateikėjas. Panašiai tokie dokumentai imti naudoti ir kitose Vakarų Europos valstybėse [3, p. 168–178].

Aptariant akcijų atsiradimą būtina paminėti, kada gi atsirado pačios akcinės bendrovės, kadangi be jų akcijų net negalėjo būti. Kaip teigė N. S. Suvorovas, jau senovės Romoje egzistavo tam tikros asmenų bendrijos (kartais vadintos *societates vectigalium publicorum*), besiverčiančios valstybės pajamų rinkimu – mokesčius už viešuosius pastatus, kelius, tiltus, miškus ir pan. rinko ne valstybės pareigūnai, o privatūs asmenys, kasmet valstybei mokėdami nustatytą pinigų sumą. Šioms operacijoms reikėjo didžiulio kapitalo, kadangi plečiantis Romos valstybei mokesčiai buvo renkami iš vis didesnių teritorijų. Minėtos bendrijos tapo patogia kapitalo sujungimo priemone. Priešingai nei kitose bendrijose, egzistavusiose tuo metu Romoje, aptariamose bendrijose galima buvo perimti mirusio bendrijos nario teises. N. S. Suvorovo nuomone, galėjo būti, kad šių bendrijų narių pajai turėjo savo rinkos vertę, ir galbūt juos buvo galima perleisti ne tik mirus nariui, nes bendrijos galėjo gauti teisę rinkti valstybės pajamas net 100 metų [4, p. 205–212], nors I. T. Tarasovas abejoja tokios galimybės buvimu [5, p. 83].

I. T. Tarasovas taip pat mini *commenda* arba *commandita*, egzistavusias XI a. Keletas asmenų, siekdami pasipelnyti, duodavo pinigų ar prekių išplaukiančio laivo kapitonui. Iš šių įnašų buvo sudaromas bendras fondas. I. T. Tarasovas nurodė, kad visoms šioms bendros veiklos formoms trūko esminio elemento – supratimo apie akcijas. Nors kai kurie autoriai pirmąją akcinę bendrovę laiko 1602 m. įsteigtą Olandijos–Ost–Indijos prekybos kompaniją¹, I. T. Tarasovas manė, kad pirmoji tokia bendrovė buvo 1407 m. įsteigtas Genujos bankas. Šį banką sudarė kreditoriai, paskolinę pinigų Genujai ir už tai įgiję teisę rinkti valstybės pajamas, kuriomis buvo užtikrintas paskolų grąžinimas, taip pat teisę verstis bankine veikla – priimti indėlius, leisti bilietus ir t. t. Dalys šiame banke galėjo būti perleidžiamos [5, p. 83–84]. Nuo XVII a. Europos valstybėse prasidėjo tikras akcinių bendrovių bumas². Lietuvoje pirmoji akcinė bendrovė įsteigta 1832 m. Klaipėdoje. Vėliau bendrovės imtos steigti ir kituose miestuose. 1872 m. įsteigtas Vilniaus žemės bankas, teikęs paskolas už įkeistą nekilnojamąjį turtą [6, p. 6–7].

Kaip matome, tiek *societates vectigalium publicorum*, tiek vėlesnės konstrukcijos buvo panaudotos kapitalo sujungimui bendrai veiklai. Tokiai akcinės bendrovės paskirties ir I. T. Tarasovas, kritiškai vertinęs galimybę vienam asmeniui steigti akcinę bendrovę, nes tai, jo nuomone, neatitinka bendrovės paskirties [5, p. 70]. Su tokiu požiūriu nevysiškai sutinka M. I. Kulaginas, teigdamas, kad vis svarbesnė tampa verslo rizikos ribojimo įnašo į juridinį asmenį dydžio funkcija. Išsivysčiusių valstybių verslo praktikoje tapo įprastos vieno asmens bendrovės [7, p. 16–24].

K. I. Sklovskis taip pat nurodo, kad juridinio asmens kaip asmenų kolektyvo traktavimas nepaaiškina tokių dalykų kaip vieno dalyvio juridinio asmens sukūrimą arba juridinio asmens sukūrimą atskyrus kito juridinio asmens kapitalo, o ne dalyvių dalį. Šio autoriaus teigimu, dėl civilinės apyvartos poreikių prisireikė riboti juridinių asmenų dalyvių atsakomybę tam tikrais turtais aktyvais. Juridiniai asmenys evoliucionavo nuo paprastų bendrijų prie komanditinių, o vėliau – prie akcinių bendrovių. Kai daugėja juridinių asmenų ir jų dalyvių, savininkai nebet kontroliuoja juridinio asmens valdymo organų priimtų sprendimų, taigi vargu ar galima reikalauti, kad jie atsakytų už juridinio asmens prievoles [8, p. 181–183].

Paskutiniu metu akcijos tampa ne tik priemone dalyvauti valdant juridinį asmenį, bet tiesiog investicija – į žinomos akcinės bendrovės akcijas investuojama ne siekiant dalyvauti jos akcinių susirinkimuose, priimti sprendimus valdant ją, bet tikintis, kad didės akcijų vertė.

¹ N. O. Nersesovas akcinių bendrovių eros pradžia laiko XVII a. pradžią [3, p. 226].

² Plačiau apie tai žr. I. T. Tarasovą [5].

Taip pat kaip ir privačios bendrovės, kurios siekiamos pritraukti kapitalo leidžia obligacijas (skolos vertybinius popierius), lėšų padengti savo biudžeto deficitui ar išlyginti pajamų ir išlaidų svyravimus¹ siekia pritraukti ir vyriausybės, išleisdamos skolos vertybinius popierius. Skolos vertybinių popierių pirkėjai paprastai siekia investuoti savo pinigus ir gauti pastovias pajamas. Kadangi vyriausybės vertybiniai popieriai pasižymi mažiausia rizika, jie yra itin patraukli investicija, tačiau paprastai duoda ir mažesnes pajamas. Lietuviškoji Vyriausybė pirmąkart vidaus rinkoje valstybės išdo bonus ėmė platinti dar 1919 m. Siekiant patraukti investuotojus, šiais bonais leista atsiskaityti mokant mokesčius ir pan. Tuo metu valstybei lėšų daugiausia reikėjo krašto gynybai (1921 m. jos sudarė 55 proc. visų valstybės išlaidų). Vėliau skolintasi ir kitoms reikėms, pavyzdžiui, keliams tiesti, žemės ūkiui plėtoti, taip pat skolos vertybiniai popieriai platinti užsienio lietuvių tarpe. 1940 m. sausio 1 d. bendra valstybės skola buvo 134,1 mln. litų [6, p. 39–41].

Reikėtų pabrėžti, kad bendrosios teisės valstybėse vertybinių popierių atsiradimas aiškinamas kiek kitaip. Iš pradžių terminas „*securities*“ buvo suprantamas kaip tam tikra skolos grąžinimo užtikrinimo priemonė (pvz., įkeitimas)². Kai tik bendrovių leidžiamos akcijos taip pat pasidarė laisvai perleidžiamos, išaiškėjo jų funkcinis panašumas į skolos vertybinius popierius, abi investicijų formos tapo žinomos kaip vertybiniai popieriai (*securities*) [9, p. 4].

Ar vertybiniai popieriai yra savarankiškas civilinių teisių objektas? Ar objektu nėra tos teisės, kurias suteikia vertybiniai popieriai? Į šiuos klausimus atsakymų ieškojo jau klasikinė doktrina.

2. Vertybinių popierių teisinė prigimtis pagal klasikinę doktriną

Klasikine doktrina kalbant apie vertybinių popierių teisinės prigimties aiškinimą matyt reikėtų laikyti tas teorijas, kurios pretenduoja būti vienos pirmųjų, įsigilinusių į šias problemas. Deja, Lietuvoje šia tema išsamių darbų nėra pasirodę iki šiol. Dabar galiojančiuose teisės aktuose esamus vertybinių popierių apibrėžimus reikėtų sieti su kitų valstybių praktika ir doktrina. Pavyzdžiui, naujojo Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 1.101 straipsnio 1 dalis įtvirtina, kad vertybinis popierius – tai dokumentas, patvirtinantis jį išleidusio asmens (emitento) įsipareigojimus šio dokumento turėtojui [10]. Tokią vertybinių popierių sampratą

¹ Pavyzdžiui, pajamų pakanka padengti išlaidoms, tačiau jos gaunamos vėliau nei reikia padaryti išlaidų.

² Kaip rašo J. Benjamin, „...*In the early modern period, companies and government agencies began to raise capital from the public by issuing transferable debt obligations; the repayment of these debt obligations was secured (išskirta mano – aut. past.) on the assets of the issuer*“. Šiuo metu (išskyrus tam tikras vertybinių popierių rūšis) jau nebelaikoma, kad vertybiniai popieriai suteikia kokių nors teisių į konkretų emitento turtą.

reikėtų sieti su anksčiau vyravusia, išplėtotą rusų civilistų¹. Vertybinių popierių apibrėžimą rasime net ne visuose lietuvių kalba išleistuose civilinės teisės vadovėliuose. Tai suprantama, dar visai neseniai vertybiniai popieriai nesudarė svarbios ūkio dalies. 1948 m. išleistame civilinės teisės vadovėlyje nurodoma, kad vertybiniai popieriai – tai dokumentai, nustatantys ir liudijantys tam tikrą turtinę teisę, kurią galima reikalauti tik pareiškus dokumentą [11, p. 52]. 1975 m. vadovėlyje pateikta jau išsamesnė samprata, nurodoma, kad vertybiniai popieriai – tai dokumentai, kuriuos būtina nustatyta tvarka pateikti, norint įgyvendinti juose išreikštą turtinę teisę. Ypatumai, skiriantys nuo kitų dokumentų:

- 1) turi įstatymo nustatytą formą;
- 2) juose aiškiai ir nedviprasmiškai išreiškiama tam tikra subjektinė teisė;
- 3) jame nurodyta turtinė teisė gali būti įgyvendinta tik pateikus vertybinį popierių [12, p. 122–123].

Labai išsamius vertybinius popierių teisinės prigimties aiškinimus galime rasti jau klasika tapusiuose N. O. Nersesovo ir M. M. Agarkovo darbuose. Iš jų tampa aišku, kodėl vertybiniam popieriui priskiriami būtent tokie požymiai.

Kalbėdamas apie vertybinių popierių² požymius, N. O. Nersesovas nurodė, kad dokumentai tampa vertybiniais dėl teisės, kurią įtvirtina dokumentai. Dokumentas civilinėje teisėje turi tris reikšmes:

- 1) dėl teisės nustatymo;
- 2) jos perdavimo;
- 3) jos įgyvendinimo.

Dokumentas, kuriuo nustatoma teisė, savo ruožtu yra arba paprasta įrodinėjimo priemonė, arba jis turi esminės reikšmės tai teisei įgyvendinti ir perleisti [3, p. 141].

Kalbant apie vertybinius popierius, labai svarbu, kokias teisės normas taikyti jų atsiradimui, perleidimui, kitaip tariant, ar tai yra daiktai, ar prievolinės teisės. N. O. Nersesovo manymu, kai kurie šiuolaikinės civilinės teisės institutai, tarp jų ir vertybiniai popieriai, yra tarsi ant ribos tarp daiktinės ir prievolinės teisės. Jeigu kalbama apie vertybinių popierių atsiradimą ir pasibaigimą, tai bus prievoliniai santykiai. Asmuo, išduodantis vertybinius popierius, turi turėti veiksnumą ir teisnumą. Suėjus skolos vertybiniame popieriuje nurodytam terminui, dokumento išleidėjas bus paprastas skolininkas, privalantis įvykdyti savo įsipareigojimą bet kokiam dokumento pateikėjui (kreditoriui), nereikalaudamas iš jo jokių įrodymų, išskyrus reikalavimą įrodyti dokumento valdymą. Vykdydamas prievolę, skolininkas turi laikytis visų bendrų prievolių vykdymo taisyklių. Tačiau jeigu kalbama apie vertybinių popierių dalyvavimą civilinėje apyvartoje, tai jie yra realūs daiktai. Daiktinis vertybinių popierių pobūdis užtikrina šios prievolinės teisės kreditorių interesų gynimą, prievolinis teisinis pobūdis – skolininkų interesų gynimą [3, p. 205–206].

M. M. Agarkovas, remdamasis vokiečių teisininkų darbais, taip pat nurodo, kad visus vertybinius popierius (vekselius, čekius, akcijas ir kt.) vienija tai, kad jų pateikimas yra būtinas norint įgyvendinti juose išreikštas teises [13, p. 175, 182]. Tai skiria šiuos dokumentus nuo kitų, turinčių tik įrodomąją reikšmę. Dokumentas (M. M. Agarkovo žodžiais tariant, popierius) įtvirtina teisę. Tik tas, kuris turi teisę į popierių, gali juo disponuoti siekdamas įgyvendinti teises, kylančias iš popieriaus [13, p. 178].

Reikia sutikti, kad toks vertybinių popierių teisinės prigimties aiškinimas puikiai atitiko to meto civilinės apyvartos poreikius³. Tačiau, kaip bus išdėstyta kitame skyriuje, naujausios vertybinių popierių rinkų tendencijos verčia ieškoti tolesnių paaiškinimų.

3. Pasikeitimai šiuolaikinėse vertybinių popierių rinkose

¹ Atrodo, kad pastariesiems ypač didelės įtakos turėjo M. M. Agarkovo darbai, jo vertybinių popierių suskirstymas į vardinius, orderinius ir pareikštinius. Savo ruožtu ikirevoliucinės Rusijos teisininkus smarkiai paveikė Vokietijos mokslininkų darbai [1, p. 13]. Net patį terminą „vertybiniai popieriai“ reikėtų kildinti iš vokiškojo „Wertpapiere“.

² Tiesa, N. O. Nersesovas daugiausia nagrinėjo pareikštinius vertybinius popierius.

³ Pažymėtina, kad klasikinės doktrinos kūrėjai teises, kurias patvirtina vertybiniai popieriai, laikė neatskiriamas nuo materialaus dokumento. Pavyzdžiui, tokiu atskyrimu abejojo I. T. Tarasovas [5, p. 390–391]. Tačiau praktika nuėjo kitu keliu.

Per paskutinius keletą dešimtmečių vertybinių popierių rinkos pasaulyje pasikeitė itin smarkiai. Vertybinių popierių išleidimo ir prekybos apimtys išsaugo iki didžiulių mastų. Pavyzdžiui, 1960 m. vidutinė Niujorko vertybinių popierių biržos (*New York Stock Exchange*) prekybos apimtis buvo 3 mln. akcijų per dieną, 1968 m. šis skaičius pasiekė beveik 13 mln. akcijų per dieną, o 1999 m. – daugiau kaip 809 mln. akcijų per dieną [14, p. 12].

Eurais denominuotų skolos vertybinių popierių 1999 m. pradžioje (prasidedant trečiajam Ekonominės ir pinigų sąjungos etapui, t. y. įvedus negrynuosius eurus) buvo išleistų už 5,715 mlrd. eurų, o 2000 m. pabaigoje – jau už 6,623 mlrd. eurų. Didžiausia dalis tarp išleidėjų tenka vyriausybėms, nors pastebima jų išleidimo apimčių mažėjimo tendencija. Vyriausybės dalis tarp paminėtų skolos vertybinių popierių sumažėjo nuo 54 proc. 1999 m. pradžioje iki 50 proc. 2000 m. pabaigoje, tuo tarpu šiuo laikotarpiu padidėjo nefinansinių įmonių dalis (nuo 9 proc. iki 12 proc.) [15, p. 8].

Lietuvos vertybinių popierių rinka nėra ypač didelė, tačiau verta paminėti, kad 2000 m. pirminėje vertybinių popierių rinkoje (emitentui viešai platinant vertybinius popierius) 70 bendrovių pritraukė 543 mln. litų (219 mln. akcijomis ir 324 mln. obligacijomis). Aktyviai vadaus rinkoje skolinasi ir Lietuvos Respublikos Vyriausybė. 2000 m. įvyko 60 Vyriausybės vertybinių popierių aukcionų, kuriuose Vyriausybė išplatino 2453 mln. litų nominalios vertės vertybinių popierių. Antrinėje rinkoje (kai prekiaujama jau išleistais vertybiniais popieriais) prekyba Lietuvos vertybinių popierių biržoje 2000 m. siekė 1759 mln. litų (sandorių skaičius – 53 763). Užbiržinėje prekyboje buvo sudaryta apie 19 tūkst. sandorių (apie 16 tūkst. atiskaityta pinigais – 268 mln. litų) [16, p. 7–12].

Savaime suprantama, kad esant tokioms vertybinių popierių emisijų ir prekybos apimtims, neįmanoma būtų prekiauti materialiomis akcijomis ir obligacijomis, kaip buvo įprasta prieš keletą dešimtmečių. Siekiant sumažinti kaštus, susijusius su materialių vertybinių popierių gamyba, apsaugos priemonių taikymu, taip pat rizikas, susijusias su šių dokumentų vagystėmis (pvz., prarasti materialūs vertybiniai popieriai gali būti perleisti sąžiningam įgijėjui, kurio teisės būtų labiau ginamos nei tikrojo savininko), buvo arba visiškai atsisakyta materialių vertybinių popierių (įvedant specializuotose institucijose tvarkomų vertybinių popierių sąskaitų sistemas, vadinamoji vertybinių popierių dematerializacija (*dematerialisation of securities*)), arba materialūs vertybiniai popieriai buvo atiduodami saugoti vienai institucijai, kuri atidarydavo vertybinių popierių sąskaitas kitoms, o šios savo ruožtu galėdavo tokias sąskaitas atidaryti savo klientams ir t. t. (vadinamasis vertybinių popierių imobilizavimas (*immobilisation of securities*)¹). Šių pakeitimų esmė yra ta, kad nelieka fizinio materialių dokumentų perdavimo, vertybiniai popieriai jau perleidžiami tik atliekant įrašus vertybinių popierių sąskaitose.

Lietuvoje nuo pat vertybinių popierių rinkos kūrimo pradžios pasirinktas vertybinių popierių dematerializavimas [18, p. 15]. Pagal Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos tvarkos 8 punktą šie vertybiniai popieriai išleidžiami nematerialia forma [19]. Pagal Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo [20] 41 straipsnio 1 dalį uždarytų akcinių bendrovių akcijos gali būti materialios (pagal Lietuvos Respublikos Vyriausybės nustatytus reikalavimus atspausdinti dokumentai) arba nematerialios (įrašai vertybinių popierių sąskaitose), o akcinių bendrovių akcijos turi būti nematerialios.

¹ Imobilizavimo atveju remiamasi teisine fikcija – preziumuojama, kad vertybiniai popieriai egzistuoja materialioje formoje ir kad investuotojas turi nuosavybės teisę į fiziškai egzistuojančius vertybinius popierius, kurie buvo perduoti finansų tarpininkui, atidariusiam vertybinių popierių sąskaitas. Plačiau apie vertybinių popierių demobilizavimą žr. R. Good straipsnį [17, p. 107–130]. Beje, *Group of Thirty* (1978 m. įsteigta organizacija, vienijanti privataus ir viešojo sektoriaus bei akademinio sluoksnio atstovus, besigilinti į tarptautinių finansų bei ekonomikos klausimus) 1989 m. išleistose rekomendacijose nurodė, kad vertybinių popierių imobilizavimas turėtų būti tarpinis žingsnis pereinant prie vertybinių popierių dematerializavimo [9, p. 20–23]. Materialių vertybinių popierių turėtojas turi reikalavimo teisę paties emitento atžvilgiu, tuo tarpu vertybinių popierių imobilizavimo atveju vertybinių popierių turėtojas turi tik tam tikras teises finansų tarpininko, tvarkančio jo vertybinių popierių sąskaitas, atžvilgiu. Tiesa, jis gali įgyti teises emitento atžvilgiu, jeigu tarpininkas tampa nemokus. Vertybinių popierių dematerializavimo atveju tiesioginis ryšys tarp investuotojo ir emitento gali išlikti (nenaudojamas tarpininkas, tokios sistemos pavyzdys yra CREST sistema Jungtinėje Karalystėje) arba neišlikti (tai labai dažnai naudojama vyriausybės vertybinių popierių atveju). Jeigu tarpininkas yra mokus, dažniausiai investuotojai neturi galimybes kreiptis tiesiogiai į emitentą ir įgyvendinti savo teises, kylančias iš nematerialių vertybinių popierių [9, p. 25–27].

Šiuo metu viešąją vertybinių popierių apyvartą Lietuvoje reguliuoja Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas¹ [22] bei kiti teisės aktai, iš jų verta paminėti Vertybinių popierių cirkuliacijos ir jų apskaitos taisykles [23]. Pagal šiuos teisės aktus Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas atidaro ir tvarko bendrąsias vertybinių popierių sąskaitas, kuriose pažymima, kiek konkretus sąskaitų tvarkytojas² turi savo ar savo klientų vertybinių popierių. Sąskaitų tvarkytojai atidaro ir tvarko asmenines vertybinių popierių sąskaitas vertybinių popierių savininkams. Įrašas asmeninėje sąskaitoje ir pažymi konkretaus investuotojo nuosavybės teisę į konkrečius vertybinius popierius.

Kalbant apie tokias kelių pakopų vertybinių popierių apskaitos ir laikymo sistemas pasauliniu mastu, reikia pasakyti, kad jos yra dar sudėtingesnės nei įvesta sistema Lietuvoje. Pirminę vertybinių popierių apskaitą gali tvarkyti nacionalinis depozitoriumas, jame sąskaitą gali turėti vietos tarpininkas, savo ruožtu atidarantis sąskaitą tarptautiniam vertybinių popierių depozitoriumui (*international central securities depository*, aktyviausi šioje srityje yra *Euroclear Bank* Belgijoje ir *Clearstream International* Liuksemburge), kuriame vertybinių popierių sąskaitas turi daugybė finansinių institucijų iš įvairių valstybių. Negana to, šios institucijos gali veikti tiek savo, tiek savo klientų vardu. Šiais klientais gali būti smulkesni bankai, savo ruožtu tvarkantys savo klientų – juridinių ar fizinių asmenų vertybinių popierių sąskaitas³. Jeigu vertybinius popierius, apskaitomus daugiapakopėje tarpininkų sistemoje, vienas kitam perleidžia to paties finansų tarpininko klientai, įrašai atliekami tik to tarpininko tvarkomose vertybinių popierių sąskaitose. Jokie kiti įrašai nei depozitoriumuose, nei tuo labiau emitento registre nėra atliekami. Jeigu taip būtų daroma, tai gerokai apsunkintų vertybinių popierių perleidimą, padidintų tarpininkų (o galų gale – investuotojų) kaštus, pailgėtų laikas, būtinas perrašyti vertybinius popierius iš vieno investuotojo į kito sąskaitas, o tai visiškai neatitinka šiuolaikinės rinkos poreikių. Dėl šios priežasties aukštesnės grandies finansų tarpininkai (o aukščiausioje grandyje – centriniai depozitoriumai, taip pat be jokios abejonės ir emitentai) neturi informacijos apie konkrečioms investuotojams priklausančius vertybinius popierius⁴.

Kadangi nebėra materialių dokumentų, kuriuose, klasikinių autorių teigimu, buvo įtvirtintos išreikštos teisės⁵, tampa neaišku, kokias teises įgyja investuotojai, nusipirkę vertybinių popierių, kai negauna jokių dokumentų, o tik atliekami įrašai sąskaitose. Visų pirma prieš analizuojant investuotojo ir jo vertybinių popierių sąskaitas tvarkančio finansų tarpininko tarpusavio santykių pobūdį, reikia išsiaiškinti, kokie yra šiuolaikinių vertybinių popierių rinkų poreikiai.

Paskutiniu metu keletas tarptautinių organizacijų parengė rekomendacijų dėl valstybių finansų sistemų stabilumo. Tarptautinių atsiskaitymų bankas⁶ yra nurodęs, kad valstybėje turi būti šiuolaikinė sutarčių teisė, aiškiai apibrėžianti įvairiausias finansines priemones perkant–parduodant dalyvaujančių bei turinčių jas šalių teises ir pareigas. Teisės normos turi būti pakankamai lanksčios, kad apimtų ir naujas finansines priemones, kai tik jos atsirastų, kartu pripažįstant, kad įstatymų pakeitimai turi būti atliekami iš esmės pasikeitus rinkos sąlygoms. Turi būti užtikrinama galimybė kreditoriams greitai perimti įkeistą ar kitaip prievolių įvykdymui užtikrinti turimą turtą skolininkui neįvykdžius savo įsipareigojimų [26, p. 25–27]. Įkeitimo ar kitų panašių užtikrinimo priemonių naudojimas praranda bet kokią reikšmę, jeigu skolininkui nevykdant savo įsipareigojimų (taip pat ir jo bankroto atveju) nėra galimybių greitai realizuoti

¹ Jau yra priimtas šį įstatymą pakeisiantis Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas [21], įsigaliosiantis 2002 m. balandžio 1 d.

² Sąskaitų tvarkytojas gali būti komercinis bankas, finansų maklerio įmonė arba pats emitentas, jeigu jis nėra perdavęs sąskaitų tvarkymo bankui ar finansų maklerio įmonei.

³ Plačiau apie daugiapakopes vertybinių popierių laikymo sistemas žr. R. D. Guynn ir N. J. Marchand straipsnį [24, p. 47–72], taip pat R. D. Guynn publikaciją [25].

⁴ Išimtis iš šios taisyklės yra, pvz., Suomija ir Švedija, kur investuotojai turi galimybę turėti sąskaitą centriname depozitoriume, taip pat Norvegija, kur vietiniai investuotojai yra įpareigoti turėti sąskaitą depozitoriume [14, p. 13].

⁵ Žr. 2 skyrių.

⁶ Tarptautinių atsiskaitymų bankas yra 1930 m. įkurta tarptautinė organizacija, skatinanti bendradarbiavimą tarp centrinių bankų ir kitų institucijų siekiant pinigų ir finansų stabilumo. Plačiau apie šią organizaciją žr. jos interneto svetainėje (<http://www.bis.org>).

ar perimti turtą. Ypač tai svarbu, kai šias užtikrinimo priemones naudoja stambūs rinkos dalyviai – jeigu vienas iš jų tampa nemokus ir kiti negali atgauti savo pinigų arba greitai realizuoti turimo užstato, išskyla visos sistemos griūties grėsmė, o tai neabejotinai gali pakenkti valstybės finansų sistemai.

Vienas iš svarbiausių šiuolaikinės vertybinių popierių rinkos reikalavimų – patikima investuotojų apsauga, kad jie neprarastų pasitikėjimo šia rinka. Šis tikslas yra pasiekiamas, kai užtikrinama, kad investuotojų turtas (taip pat ir vertybiniai popieriai, kuriuos į sąskaitas įtraukia investuotojus aptarnaujantys finansų tarpininkai) bus išsaugotas net ir tarpininko nemokumo (bankroto) atveju. Šiam klausimui nemažai dėmesio yra skyrusi Tarptautinė vertybinių popierių komisijų organizacija¹, nurodžiusi, kad nacionalinės institucijos galėtų imtis tokių priemonių minėtam tikslui pasiekti:

1) įstatymu numatyti, kad finansų tarpininkų įsipareigojimai investuotojams traktuojami kitaip nei kiti šių tarpininkų įsipareigojimai, t. y. investuotojai traktuojami kaip privilegijuoti kreditoriai arba investuotojų vertybiniai popieriai nepripažįstami finansų tarpininko turtu. Tam gali būti naudojamas ir patikėjimo teisės institutas, ypač bendrosios teisės sistemos valstybėse – finansų tarpininkas laiko investuotojų vertybinius popierius patikėjimo pagrindais. Tačiau tai nepašalina rizikos, kad tarpininkas be investuotojų sutikimo parduos jų vertybinius popierius. Kur nėra patikėjimo teisės tradicijų, gali būti tiesiog nustatoma, kad investuotojų vertybiniai popieriai negali būti naudojami tarpininko kreditorių reikalavimams tenkinti. Šį reikalavimą turi numatyti ir bankroto procedūras reguliuojantys įstatymai;

2) numatyti kompensavimo sistemas nuostolių dėl finansų tarpininkų nemokumo patyrusiems investuotojams arba įpareigoti finansų tarpininkus draustis draudimo bendrovėse (didžiausi šių priemonių trūkumai – kompensuojama dažniausiai tik iki tam tikros sumos, didelės draudimo išlaidos);

3) priemonės, kurių imasi patys investuotojai (pvz., jie gali atidaryti savo sąskaitą banke ar kitoje institucijoje ir suteikti finansų tarpininkui teisę kontroliuoti šią sąskaitą, tačiau paprastai pavieniai investuotojai nėra pajėgūs išsireikalauti palankių aptarnavimo sąlygų) [27].

Investuotojų turto apsaugą numato ir 1993 m. gegužės 10 d. Europos Bendrijų Tarybos priimta direktyva dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje². Direktyvos 10 straipsnis numato, kad kiekvienoje valstybėje turi būti priimtos taisyklės, reikalaujančios, kad kiekviena investicinė firma privalo „*make adequate arrangements for instruments belonging to investors with a view to safeguarding the latter's ownership rights, especially in the event of the investment firm's insolvency, and to preventing the investment firm's using investors' instruments for its own account except with the investors' express consent*“. Šie reikalavimai turi būti įvykdyti atitinkamai reguliuojant investuotojo ir finansų tarpininko tarpusavio santykius.

Pastebima taip pat nauja tendencija – vertybiniai popieriai vis dažniau naudojami prievolių įvykdymo užtikrinimui. Kreditorius, norėdamas apsaugoti savo interesus tuo atveju, jeigu skolininkas negrąžintų paskolos ar neįvykdytų kitos prievolės, gali pareikalauti perduoti jam vertybinių popierių, kuriuos jis galėtų realizuoti, jeigu skolininkas neįvykdytų prievolės³.

Užsienio valstybėse taikomi keli investuotojų teisių apibrėžimo būdai. Gali būti pripažįstama, kad vertybiniai popieriai, pažymimi įrašais sąskaitose, yra tarpusavyje pakeičiami objektai (pvz., tos pačios emisijos vertybiniai popieriai), tada investuotojas gali būti traktuojamas kaip visų tos rūšies vertybinių popierių, kuriuos finansų tarpininkas laiko savo klientų vardu, bendraturtis. Gali būti ir taip, kad investuotojas neturi nuosavybės teisės į

¹ Ši organizacija vienija nacionalines vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijas, siekdama užtikrinti aukštus šių rinkų reguliavimo standartus.

² Konsoliduotą direktyvos tekstą anglų k. žr. Europos Sąjungos teisės aktų paieškos sistemoje internete (<http://www.europa.eu.int/eur-lex/en/index.html>).

³ Įprasta tokiems atvejams buvo naudoti vertybinių popierių įkeitimą, tačiau šiuolaikinėse finansų rinkose vis dažniau naudojamas ir nuosavybės teisės į vertybinius popierius perleidimas. Dėl ribotos straipsnio apimties nėra galimybės plačiau aptarti šio būdo, tačiau reikia paminėti, kad Lietuvos įstatymai specialiai nereguliuoja tokio prievolių įvykdymo užtikrinimo būdo, o tai savo ruožtu sukelia riziką, kad toks būdas bus pripažintas apsimestiniu sandoriu, siekiančiu pridengti vertybinių popierių įkeitimą.

vertybinius popierius, o tampa tarpininko kreditoriumi, panašiai kaip padėjus pinigų indelį banke. Tokio investuotojo (kreditoriaus) reikalavimai gali būti apsaugoti naudojant užstatu turtą, kurį tarpininkas laiko šiam investuotojui, arba investuotojus pripažįstant privilegijuotais kreditoriais [14, p. 51–52].

Bendros nuosavybės principas yra taikomas Vokietijoje, Ispanijoje, Kanadoje, Anglijoje¹, Belgijoje, Liuksemburge². Prancūzijoje³ vertybinių popierių įstatymai nepripažįsta bendros nuosavybės teisės, tačiau investuotojai išsaugo teises į vertybinius popierius. Finansų tarpininko bankroto atveju Prancūzijoje investuotojų sąskaitų tvarkymą perima kitas finansų tarpininkas, ir taip investuotojai yra apsaugomi nuo vertybinių popierių netekimo⁴. Italijoje ir Brazilijoje įstatymai numato teisinę fikciją – kad vertybiniai popieriai nėra sumaišomi su kitais tos pačios rūšies vertybiniais popieriais ir kad investuotojai išsaugo visas teises į juos, nors jie ir perduodami tarpininkui (bendros nuosavybės neatsiranda). JAV investuotojai teisių į konkrečius vertybinius popierius neturi, vietoj to jie įgyja tam tikras teises finansų tarpininko atžvilgiu⁵. Tarpininkas privalo užtikrinti, kad investuotojas galėtų gauti visa tai, ką suteikia vertybiniai popieriai. Jeigu tarpininkas tampa nemokus, investuotojų reikalavimai tenkinami pirmiau už kitų kreditorių reikalavimus. Šveicarijoje materialūs vertybiniai popieriai laikomi kilnojamaisiais daiktais, taigi jiems taikomos daiktinės teisės taisyklės⁶. Tačiau nematerialūs vertybiniai popieriai yra traktuojami kaip prievolinės teisės emitento atžvilgiu. Todėl šie vertybiniai popieriai yra perleidžiami laikantis reikalavimo perleidimo taisyklių [14, p. 21–25, 56].

¹ Anglijoje bendros nuosavybės mechanizmas išvedamas iš patikėjimo teisės instituto – investuotojai yra vertybinių popierių, kuriuos finansų tarpininkas laiko savo klientams kaip patikėtinis, bendraturčiai *in equity* (tačiau ne savininkai teisiniu požiūriu). Kaip nurodo J. Benjamin, patikėtinis privalo perduoti ekonominiam savininkui (*beneficial owner*) visą naudą, gautą iš patikėjimo teise laikomų vertybinių popierių, taip pat asmuo, įgijęs iš patikėtinio vertybinius popierius, gali būti laikomas sąžiningu jų įgijėju. Jeigu investuotojai aiškiai nurodo, kad jų nematerialus turtas (vertybiniai popieriai) turi būti laikomas atskirai nuo tarpininko turto, vienintelis būdas tai padaryti yra naudoti patikėjimo teisės institutą [9, p. 39–41].

² Belgijoje ir Liuksemburge įstatymai investuotojui finansų tarpininko nemokumo atveju suteikia vindikacijos teisę (*rei vindicatio* pagal Romos teisę) – teisę pareikalauti grąžinti jam priklausančius vertybinius popierius iš kito asmens valdymo. Čia iškyla klausimas dėl to, ar galima vindikacija, kai vertybiniai popieriai yra rūšiniais požymiais apibrėžti objektai. Net kai keli investuotojai turi vardinius nematerialius vertybinius popierius tarpininko sąskaitose, tarpininkui neteisėtai (be investuotojų sutikimo) perleidus dalį šių vertybinių popierių, neįmanoma būtų atsekti, kurio investuotojo vertybiniai popieriai buvo perleisti. Tokiu būdu galima teigti, kad nematerialūs vertybiniai popieriai nėra individualizuoti objektai.

³ Prancūzijoje 1981 m. įstatymas, įsigaliojęs 1984 m., įvedė visišką vertybinių popierių dematerializavimą. Visi vertybiniai popieriai yra pažymimi sąskaitose, kurias atidaro finansų tarpininkai.

⁴ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 49 straipsnio 2 dalies 2 punktą taip pat numato, kad centrinis depozitoriumas turi teisę perimti iš sąskaitų tvarkytojų, kuriems iškelta bankroto byla, vertybinių popierių apskaitos tvarkymą.

⁵ Apibendrintai šių teisių visuma vadinama *security entitlement*.

⁶ Net jeigu emitentas išleidžia vieną ar kelis sertifikatus, patvirtinančius visų tos emisijos vertybinių popierių savininkų teises (vadinamieji *global certificates*), Šveicarijos teisinė doktrina ir praktika ir toliau traktuoja, kad investuotojas turi daiktines teises į vertybinius popierius.

4. Teisės į nematerialius vertybinius popierius Lietuvoje

Kaip jau minėta, Lietuvoje įvestas visiškas vertybinių popierių, kurie dalyvauja viešojoje apyvartoje (Vyriausybės ir akcinių bendrovių vertybinių popierių), dematerializavimas. Ar tokiu atveju išlieka tiesioginiai santykiai tarp investuotojo ir emitento? Kokias teises turi investuotojas? Ar kelių to paties tarpininko klientų turimi tos pačios rūšies vertybiniai popieriai (pvz., tos pačios emisijos vertybiniai popieriai) yra tarpusavyje sumaišomi, kaip tai atliekama kai kuriose valstybėse ir ar dėl to atsiranda tokių klientų bendroji nuosavybė?

Tais atvejais, kai vertybinių popierių asmenines sąskaitas tvarko patys emitentai¹, manytina, kad tiesioginiai teisiniai santykiai tarp investuotojo ir emitento išlieka, kadangi investuotojas gali bet kada pats kreiptis į emitentą, siekdamas įgyvendinti vertybinių popierių suteikiamas teises. Panašiai ir jeigu vertybinių popierių įsigyja pats finansų tarpininkas².

Kai investuotojų vertybinių popierių sąskaitas tvarko finansų tarpininkai, padėtis šiek tiek keičiasi. Jau matėme, kad išsivysčiusiose vertybinių popierių rinkose tiesioginis ryšys tarp emitento ir investuotojo vis labiau silpsta. Vis tiek griežtai teigti, kad Lietuvoje šio tiesioginio ryšio tarp emitento ir investuotojo nėra, negalime. Priešingai, kai kuriais atvejais įstatymai net numato, kad investuotojas pats gali tiesiogiai kreiptis į emitentą ir įgyvendinti savo teises, nepaisant to, kad jo vertybinių popierių sąskaitas tvarko jau ne emitentas.

Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas numato, kad akcijų savininkai yra asmenys, kurių vardu yra atidaryta vertybinių popierių sąskaita (43 str. 2 d.). Akcininkai, norėdami įgyvendinti savo teisę dalyvauti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose, atvyksta į susirinkimą ir, jeigu jie turi vardinių akcijų, jiems pakanka tapatybę liudijančių dokumentų³, o jeigu jie turi pareikštinių akcijų, jiems reikia pateikti tarpininko išduotą išrašą iš vertybinių popierių sąskaitos (įstatymo 24 str. 4 d.). Taigi investuotojas gali įgyvendinti savo teisę dalyvauti valdant bendrovę kreipdamasis tiesiogiai į bendrovę. Ar kitą savo teisę – teisę gauti dividendus akcininkas gali įgyvendinti tiesiogiai? Įstatymo 62 straipsnio 2 dalis numato, kad akcininkas turi teisę dividendą išreikalauti iš bendrovės kaip jos kreditorius. Manytina, kad akcininkui nedraudžiama kreiptis tiesiai į bendrovę ir reikalauti išmokėti jam dividendus tiesiogiai, net ne per finansų tarpininką, tvarkančią jo vertybinių popierių sąskaitas. Tačiau emitentams gali būti patogiau dividendus mokėti per finansų tarpininkus, kurie tvarko asmenines jo išleistų vertybinių popierių sąskaitas, todėl vertybinių popierių išleidimo sąlygose galima numatyti, kad emitentas savo įsipareigojimą išmokėti dividendus įvykdo, kai perveda atitinkamas pinigų sumas šiems tarpininkams. Priešingu atveju emitentas, nors ir pervedęs dividendus tarpininkui, privalėtų juos dar kartą sumokėti į jį tiesiogiai besikreipusiam investuotojui ir susigrąžinti šią dividendų dalį iš tarpininko. Šiuo atveju investuotojas dividendus gali išreikalauti tik iš tarpininko.

Vyriausybės vertybinių popierių savininkai turi teisę gauti palūkanas bei išpirkimo lėšas suėjus vertybinių popierių išpirkimo terminui. Šios lėšos yra visais atvejais išmokamos ne pačiam investuotojui, o tik per finansų tarpininkus, tvarkančius asmenines šių vertybinių popierių sąskaitas (Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos tvarkos 30 punktas). Investuotojui nesuteikiama galimybė kreiptis tiesiogiai į emitentą. Tuo labiau, kad minėtos tvarkos 32 ir 33 punktai nustato, kad investuotojams išpirkimo lėšas ir palūkanas sumoka tarpininkai, o emitentas ar jo įgaliotas asmuo, pervedęs lėšas tarpininkams, neat-sako už tai, kad tarpininkas neįvykdo šios prievolės. Tiesa, tvarkoje nenurodoma, ar investuotojas galėtų tiesiogiai kreiptis į emitentą tuo atveju, kai emitentas dėl savo kaltės pavėluoja išpirkti vertybinius popierius. Vis dėlto manytina, kad jis tokią teisę turėtų įgyvendinti

¹ Emitentai iki 2004 m. sausio 1 d. privalo perduoti sąskaitų tvarkymą licencijuotiems finansų tarpininkams (Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 65 str. 3 d.).

² Šiuo atveju tarpininkui svarbu, kad jo teisių nepažeistų centrinis depozitoriumas, kuriame tarpininkas turi bendrąją vertybinių popierių sąskaitą. Tačiau dividendus, kitas išmokas tarpininkas gauna jau tiesiai iš emitento, taigi tiesioginiai santykiai išlieka.

³ Emitentas turi teisę sužinoti savo vardinių vertybinių popierių savininkus, pateikęs užklausimą centriniam depozitoriumui, kuris savo ruožtu nurodo finansų tarpininkus, tvarkančius šių vertybinių popierių asmenines sąskaitas, arba iš pastarųjų surenka informaciją apie konkrečius savininkus (Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 46 str. 4 d.).

per finansų tarpininką. Kitaip emitentui reikėtų išmokėti išpirkimo lėšas kiekvienam, pateikusiam išrašą iš asmeninės Vyriausybės vertybinių popierių sąskaitos. Tai reikštų žingsnį atgal, nes vėl, kaip ir materialių vertybinių popierių atveju, būtų susidurta su dokumentų padirbinėjimo, vagysčių ir panašiomis rizikomis¹.

Dar aiškiau Lietuvos investuotojas praranda ryšį su vertybinių popierių emitentu, jeigu per Lietuvos tarpininką įsigyja užsienyje išleistų vertybinių popierių. Tokiu atveju dažniausiai tarp investuotojo ir emitento yra bent keletas finansų tarpininkų, iš kurių dažniausiai nėra vienas (tuo labiau investuotojas), išskyrus patį paskutinį, negali kreiptis tiesiogiai į emitentą, siekdamas įgyvendinti vertybinių popierių suteikiamas teises.

Čia buvo kalbama apie teises, kurias investuotojui suteikia vertybiniai popieriai. O kias teises investuotojas turi į pačius vertybinius popierius? Kol jie buvo materialūs, buvo laikoma, kad investuotojas turi nuosavybės teisę į materialų dokumentą, kuris ir yra civilinių teisių objektas². Dematerializavus vertybinius popierius, liko tik įrašai sąskaitose kaip nuosavybės teisės į vertybinius popierius įrodymas. Kas šiuo atveju yra civilinių teisių objektas? Įrašas sąskaitoje? Greičiausiai ne, kadangi investuotojai vienas kitam perleidžia ne įrašus sąskaitose, bet, kaip numato minėti įstatymai, nuosavybės teisę į vertybinius popierius³.

Reikia paminėti, kad Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas 1996 m. balandžio 18 d. nutarime „Dėl Lietuvos Respublikos komercinių bankų įstatymo 37 straipsnio pirmosios dalies 7 punkto, 39 straipsnio, 40 straipsnio pirmosios bei antrosios dalių, 45 straipsnio ir 46 straipsnio antrosios bei trečiosios dalių atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai“ nurodė, kad „įsigijus akcijų, dezintegruojasi akcininko turėta nuosavybės teisė – jos pagrindu atsiranda turtinės ir neturtinės akcininko teisės: gauti bendrovės pelno dalį (dividendus), likviduojamos bendrovės turto dalį, perleisti akcijas kitų asmenų nuosavybėn, dalyvauti bendrovės valdymo organuose ir kt. Akcininko nuosavybės teisė savita tuo, kad *nuosavybės teisės objektas* (išskirta mano – *aut. past.*) yra ne materialus, o įstatymuose bei bendrovės statute (įstatuose) numatytos teisės ir pareigos“ [28]. Ar tai reiškia, kad civilinių teisių objektu tampa nebe patys vertybiniai popieriai, o jų savininko turimos teisės?

Autoriaus nuomone, Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas, reglamentuodamas investuotojo ir finansų tarpininko tarpusavio santykius, preziumuoja, kad yra abstraktus objektas, perduotas saugoti tarpininkui, į kurį investuotojas išsaugo nuosavybės teisę⁴. Tokiu atveju investuotojas turi tam tikras teises emitento (pvz., dalyvauti bendrovės valdyme), taip pat finansų tarpininko, tvarkančio jo vertybinių popierių sąskaitas, atžvilgiu (pvz., teisę pareikalauti dividendų, jeigu jie buvo pervesti tarpininkui) – tai *teisės, kurias suteikia vertybiniai popieriai*. Iš pasaulio teisinių santykių tarp investuotojo ir finansų tarpininko kyla *teisės į pačius vertybinius popierius*⁵. Taigi investuotojas turi tam tikras teises į abstraktų objektą⁶,

¹ Šiuo atveju rizikos iš tiesų gali būti didelės, nes vienu metu gali būti išperkama Vyriausybės vertybinių popierių už keliasdešimt mln. litų. Detalius statistinius duomenis apie išplatintų Vyriausybės vertybinių popierių apimtį žr. Lietuvos Respublikos finansų ministerijos svetainėje Internete (<http://www.finmin.lt/liet/vpemislt.htm>).

² Žr. 2 skyrių.

³ Labai panašu į pinigines lėšas sąskaitose bankuose. Pervedant pinigus kitiems asmenims pervedami ne įrašai sąskaitose. Šie įrašai tik fiksuoja banko įsipareigojimą klientui, toks įsipareigojimas po lėšų pervedimo kito banko įsipareigojimu lėšų gavėjui. Vertybinių popierių atveju kai kuriose valstybėse tai gali būti prievolinio pobūdžio tarpininko įsipareigojimas investuotojui (žr. 3 skyrių), tačiau gali būti pasirinktas ir kitas būdas – investuotojo turtą traktuoti kaip atskirą nuo tarpininko turto (kaip pasirinkta ir Lietuvoje, žr., pvz., Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 24 str. 1 d. 3 p.), nurodant, kad investuotojas turi nuosavybės teisę į tarpininko apskaitomus vertybinius popierius.

⁴ Čia darome prielaidą, kad tarpininkas laiko vertybinius popierius pasaulio pagrindais, kaip nurodyta kodekso 1.101 straipsnio 10 dalyje. Nors toks pasirinkimas diskutuotinas (žr. šio straipsnio autoriaus abejonės dėl kodekse numatytos pasaulio, taikytinos teisės požiūriu [29, p. 5–13]), bet tai atskiro tyrinėjimo objektas.

⁵ Jeigu investuotojo ir finansų tarpininko tarpusavio santykius apibrėžtume ne kaip pasaulio, o pavyzdžiui, kaip patikėjimo teisinius santykius, pasikeistų ir investuotojo turimos teisės kaip *teisės į vertybinius popierius*.

⁶ Pavyzdžiui, L. R. Juldašbajeva mano, kad nesant materialaus objekto, civilinių teisių objektu tampa pačios teisės, kurias suteikia vertybiniai popieriai (teisė į dividendus, palūkanas ir t. t.) [1, p. 37]. Panašu, kad tokius samprotavimus didele dalimi lemia konkrečios valstybės įstatymų leidėjo valia. Jeigu įstatymas numato, kad įrašai vertybinių popierių sąskaitose fiksuoja turtines teises, tada tiksliau gal ir būtų teigti, kad apyvartoje dalyvauja teisės. Jeigu įstatymas numato, kad fiksuojama nuosavybės teisė į tam tikrą objektą (nematerialius vertybinius popierius), galima būtų teigti, kad apyvartoje dalyvauja šis objektas. Šio straipsnio autoriaus manymu, pasirinkimas, ar pačioms turtinėms teisėms suteikiamas specialus vertybiniais popieriais būdingas teisinis

perduotą finansų tarpininkui. Šį objektą vadiname nematerialiais vertybiniais popieriais. Kokio pobūdžio šios teisės? Ar gali asmuo turėti nuosavybės teisę į tokį nematerialų objektą¹?

Tradiciškai nuosavybės teisės objektu buvo laikomi tik daiktai, t. y. materialūs objektai². Tačiau kokias civilinei teisei žinomas formas galima suteikti aprašytoms investuotojo teisėms? Tarpininko nemokumo (bankroto) atveju investuotojas turi turėti galimybę atsiimti savo vertybinius popierius³, atskirti juos nuo tarpininko turto, kad į juos negalėtų išieškojimo nukreipti tarpininko kreditoriai. J. Benjamin mano, kad bendrojoje teisėje šią problemą išsprendžia patikėjimo teisės institutas⁴, kadangi patikėjimo teisės objektu gali būti ne tik materialus turtas. Anot šios autorės, nematerialus turtas (*intangible assets*) gali būti ne tik asmeninių ieškinių, bet ir daiktinių ieškinių (*actiones in rem*) objektas⁵. Asmeniniai ieškiniai gali būti pareiškiama asmenims, kurie ieškovui turi konkrečias prievoles, tačiau kitų asmenų atžvilgiu dėl to paties turto galimi ir daiktiniai ieškiniai [9, p. 303–306]. Tarp finansų tarpininko ir jo kliento egzistuoja prievoliniai teisiniai santykiai (kilę iš pasaulio sutarties šiuo atveju), tačiau tarp kliento ir tarpininko kreditorių, norinčių išsidalyti tarpininko turimą turtą (taip pat ir klientų vertybinius popierius, kuriuos tarpininkas klientų vardu laiko pas aukštesnės grandies tarpininką), prievolių teisinių santykių nėra, taigi jų atžvilgiu tarpininko klientai galėtų pasinaudoti daiktinio pobūdžio ieškinais⁶.

Panašu, kad minėta konstrukcija, apginanti investuotojų teises nemokaus tarpininko kreditorių atžvilgiu, galima, jeigu pripažįstame, kad daiktiniai teisiniai santykiai yra ne asmens santykis su daiktu, bet asmenų tarpusavio santykiai dėl tam tikrų daiktų, objektų⁷. Visiškai radikalus šiuo požiūriu buvo G. W. F. Hegelis. Jis teigė, kad „klaidingo ir sąvokos stokojančio romėnų teisės pagrindą sudarančio skirstymo į *asmenų* ir *daiktų* teisę išsamus nagrinėjimas <...> per toli nuvestų. Akivaizdu, kad tik *asmenybė* turi teisę į *daiktus*, todėl asmeninė teisė iš esmės yra *daiktinė teisė* bendrąja daikto kaip laisvės išoriškumo prasme, to išoriškumo, kuriam priklauso mano kūnas, mano gyvenimas. Ši daiktinė teisė yra *asmenybės teisė*. <...> Tiesa, įvykdyti ką nors pagal sutartį privalo tik asmuo, taip pat tik asmuo įgyja teisę įvykdyti įsipareigojimą, bet, remiantis tuo, negalima tokios teisės vadinti asmens teise; *kiekviena* teisių rūšis priklauso tik asmeniui, ir objektyviai teisė, grįsta sutartimi, yra ne teisė į asmenį, o tik teisė į ką nors jam išoriška arba į ką nors, nuo jo suišorinama, – tai visada teisė į daiktą” [34, p. 101–102].

Kai investuotojo teises į abstraktų objektą⁸ (nematerialius vertybinius popierius) kėsinasi pažeisti tarpininko kreditoriai, tik daiktinio pobūdžio teisių gynimo priemonės gali pasirodyti pakankamai efektyvios.

režimas, ar kokiems nors objektams, kurių turėtojai įgyja tas teises, neturi esminės reikšmės. Kitaip tariant, svarbi ne reguliavimo forma, bet turinys, t. y. kaip reguliuojama tokių specifinių civilinių teisių objektų apyvarta.

¹ Jeigu laikytume, kad civilinių teisių objektas yra pačios turtinės arba kitos teisės, jos taip pat yra nematerialaus pobūdžio, tad klausimas, ar tai gali būti nuosavybės teisės objektu, išlieka aktualus.

² Žr., pavyzdžiui, 1997 m. civilinės teisės vadovėlį [30, p. 253]. Nors kaip pastebi M. I. Braginskis, dar 1964 m. Rusijos civilinis kodeksas kaip nuosavybės teisės objektą numatė piliečių „darbinės santaupas“. Neabejotina, kad turėti omenyje indėliai banke, t. y. prievolių pobūdžio reikalavimai [31, p. 287].

³ Fiziškai investuotojas vertybinių popierių negalės paimti niekada, kadangi jie yra nematerialūs, tačiau galima nematerialių vertybinių popierių sąskaitų tvarkymą, kurį vykdė nemokus tapęs tarpininkas, pavesti kitam tarpininkui. Tai yra „tarsi“ vertybinių popierių atsiėmimas.

⁴ Naujai reglamentuotas patikėjimo teisės institutas Lietuvoje (žr., pvz., Civilinio kodekso šeštosios knygos 50 skyrių) skiriasi nuo čia paminėto instituto bendrojoje teisėje (žr. 18 išnašą).

⁵ *Res Romos* teisėje reiškė ne tik materialius daiktus (*res corporales*), bet ir prievoles (*res incorporales*). Žr., pavyzdžiui, D. V. Daždiovo monografiją [32, p. 358–360].

⁶ Ar tokius ieškinius galima vadinti vindikaciniais? Kaip teigia A. Vileita, reikalavimas atiteisti kitą tos pačios rūšies daiktą nėra vindikacinis reikalavimas. Tai prievolinis teisinis reikalavimas atlyginti nuostolius [30, p. 336]. Kai kurie autoriai mano, kad investuotojų teises galėtų apginti ieškinys dėl nuosavybės teisės pripažinimo [33, p. 45–46]. Šio straipsnio autoriaus manymu, tai yra absoliutaus pobūdžio reikalavimas, kadangi gali būti pareikštas neriboto skaičiaus asmenų atžvilgiu. Manytina, kad teisingai pasielgta JAV – investuotojų teisės susietos ne su konkrečiu objektu, vertybiniais popieriais, bet apibrėžtos kaip tam tikrų teisių finansų tarpininko visuma (*security entitlement*) (žr. 3 skyrių).

⁷ Turime pripažinti, kad tas pats asmuo (investuotojas) tada tarpininko atžvilgiu turi prievolinių teises, o kitų asmenų atžvilgiu – daiktines teises, susijusias su tuo pačiu objektu – nematerialiais vertybiniais popieriais.

⁸ Ypač jei už šio abstraktaus objekto slypi prievolių teisės emitento ar kito asmens atžvilgiu.

Jau 3 skyriuje minėta, kad asmenines vertybinių popierių sąskaitas Lietuvoje tvarko licencijuoti finansų tarpininkai, kurie turi bendrąsias vertybinių popierių sąskaitas centriniame depozitoriume. Tais atvejais, kai keli vieno tarpininko klientai turi tokių pačių vertybinių popierių (pvz., tos pačios emisijos Vyriausybės vertybinių popierių), ar šie vertybiniai popieriai yra tarpusavyje sumaišomi ir dėl to atsiranda bendroji tokių klientų nuosavybė? Kol kas to nepripažįsta nei įstatymai, nei teisinė praktika. Tačiau panagrinėkime žemiau pateiktą pavyzdį.

Visais atvejais, kai investuotojas savo vertybinius popierius patiki finansų tarpininkui, yra rizika, kad tarpininkas šiais vertybiniais popieriais gali disponuoti be investuotojo sutikimo. Ne išimtis ir Lietuvoje – finansų tarpininkas gali sudaryti tokių vertybinių popierių pirkimo–pardavimo sandorį su kitu tarpininku be šių vertybinių popierių savininko sutikimo ir pervesti kitam tarpininkui minėtus vertybinius popierius. Tokiu atveju centriniame vertybinių popierių depozitoriume bendrojoje pirmojo tarpininko sąskaitoje vertybinių popierių sumažės, o antrojo – padidės. Taip pat tarkime, kad pirmasis tarpininkas turėjo keletą klientų, kurie turėjo tokių pačių vertybinių popierių. Minėto neteisėto disponavimo atveju galimos kelios išeitys. Pirmą, galima pasirinkti, kad visais tokiais atvejais vertybiniai popieriai bus gražinti teisėtam savininkui. Tačiau tai gali būti arba neįmanoma (pvz., vertybiniai popieriai jau išpirkti ir naujasis jų savininkas yra panaudojęs šias išpirkimo lėšas), arba visiškai nelogiška – jeigu naujasis savininkas yra sąžiningas vertybinių popierių įgijėjas, kodėl turėtume pažeisti jo teises? Galų gale taip būtų stabdoma ir normali civilinė apyvarta.

Kitas variantas yra vertybinius popierius palikti jų naujam įgijėjui, jeigu jis yra sąžiningas. Tačiau tada reikia „nuskriausti“ kažkurį pirmojo tarpininko, neteisėtai pardavusio savo kliento vertybinius popierius, klientą. Teisingiausia būtų visiems klientams, turintiems tokių vertybinių popierių, proporcingai jų sumažinti, kadangi gali nebūti galimybės atsekti, kurio kliento vertybiniai popieriai yra parduoti. Tokią taisyklę numato daugelio užsienio valstybių įstatymai, praktika bei tarpininkų sutartys su savo klientais. Tačiau jeigu klientų vertybiniai popieriai yra sumaišomi, ar kartu neatsiranda šių klientų bendroji nuosavybė? Jeigu taip, tada kyla klausimas, ar gali tokie bendraturčiai disponuoti savąja dalimi neturėdami kitų bendraturčių sutikimo¹. Kaip matome, šiuo atveju reikėtų specialaus teisinio reguliavimo.

Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas vertybinius popierius (įskaitant nematerialius) pripažįsta savarankišku civilinių teisių objektu (1.97 str.). Manytina, kad tai teisingas žingsnis². Vertybinių popierių³ apyvartai netinka nei išimtinai daiktų, nei išimtinai prievolių teisinis režimas. Tikslinga išskirti kokį nors civilinių teisių objektą, jeigu jo teisinis režimas iš esmės skiriasi nuo kitų objektų režimo. Iš tikrųjų, turint mintyje šiuolaikinės vertybinių popierių rinkos raidos tempus, galima manyti, kad šioje srityje reguliavimas turės būti specifinis. Matėme, kad nuo materialių vertybinių popierių pereita prie nematerialių. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas įvairioms investicinėms priemonėms (pvz., finansiniams būsimiesiems sandoriams, būsimiesiems palūkanų normos sandoriams, įvairiems apsigyvenimo sandoriams), kurie atrodo nieko bendra neturi su tradiciniais vertybiniais popieriais, numatė taikyti teisinį vertybinių popierių režimą (įvairios tarpininkų pareigos ir kt.)⁴.

Išvados

¹ Pagal Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 4.75 straipsnio 1 dalį bendrosios dalinės nuosavybės teisės objektas valdomas, juo naudojama ir disponuojama bendraturčių sutarimu. Kodekso 4.79 straipsnis gi numato, kad kiti bendraturčiai turi pirmenybės teisę pirkti bendrąją nuosavybę esančią parduodamą dalį.

² Iki tol vertybiniai popieriai buvo laikomi ypatinga daiktų rūšimi [30, p. 253]. Pažymėtina, kad 1996 m. paskelbtame Lietuvos Respublikos civilinio kodekso projekte vertybiniai popieriai vis dar buvo priskiriami prie daiktų [35]. Tokia nuostata išliko iki pat kodekso projekto svarstymo Lietuvos Respublikos Seime. Kodekso projektus žr. Lietuvos Respublikos Seimo interneto svetainėje, esančioje teisės aktų paieškos sistemoje (<http://www.lrs.lt/Dpaieska.html>).

³ Bent jau nematerialių vertybinių popierių. Materialūs vertybiniai popieriai ilgą laiką buvo laikomi ypatinga daiktų rūšimi, iš esmės tai klasikinė doktrina paaiškino ir pagrindė (žr. 2 skyrių).

⁴ Žr. įstatymo 3 straipsnį

Kaip įrodinėta šiame straipsnyje, vertybinių popierių institutas civilinėje teisėje yra itin specifinis. Čia pastebimas tradicinio civilinės teisės dualizmo sąlyginumas – laikantis daiktinės teisės taisyklių yra perleidžiamos reikalavimo teisės. Jeigu būtų buvusi teisininkų valia, vertybiniai popieriai greičiausiai taip niekad ir nebūtų atsiradę, tačiau civilinės apyvartos poreikiai lėmė kitaip.

Kai kurie vertybiniai popieriai atsirado siekiant palengvinti reikalavimo teisių, dažniausiai kilusių iš paskolos sutarčių, apyvartą. Naujam tokių vertybinių popierių savininkui nereikėjo įrodinėti savo teisių į juos legitimumo, kadangi teisių perleidimui pakako paprasto daikto (dokumento) perdavimo. Akcijų atsiradimą lėmė poreikis apjungti kapitalą bendrai veiklai, vėliau išryškėjo nauja tendencija – poreikis riboti juridinio asmens atsakomybę. Šiuo metu formuojasi ir egzistuoja didžiulės vertybinių popierių rinkos, kuriose visada yra asmenų, norinčių pirkti, parduoti šiuos civilinių teisių objektus, atlikti su jais kitas operacijas. Kiekvienas iš šios rinkos dalyvių turi savo tikslus – pritraukti lėšų verslui, biudžeto reikmėms, siekia investuoti ir t. t.

Šio straipsnio pradžioje buvo iškelti klausimai – kokia yra vertybinių popierių teisinė prigimtis ir kokią vietą jie užima civilinių teisių objektų sistemoje. Savo metu į šiuos klausimus atsakė klasikinė vertybinių popierių doktrina. Kadangi egzistavo materialūs dokumentai (*popierius*) buvo laikoma, kad dokumentų turėtojai turi nuosavybės teisę į juos. Savo ruožtu dokumentuose tarsi buvo įtvirtintos tam tikros teisės – kas turėjo dokumentus, tam priklausė ir jų suteikiamos teisės (*vertybinis*).

Per paskutinius keletą dešimtmečių vertybinių popierių rinkose įvyko daug esminių pokyčių. Vienas svarbiausių – dėl ypatingai išaugusių vertybinių popierių emisijų ir prekybos mastų įvesti nematerialūs vertybiniai popieriai. Investuotojams vietoj materialių dokumentų liko tik įrašai vertybinių popierių sąskaitose, kurias tvarko specializuotos institucijos. Tai leido smarkiai sutrumpinti sandorių su vertybiniais popieriais įvykdymo laiką, sumažinti vertybinių popierių vagysčių, padirbinėjimo rizikas.

Po nepriklausomybės atkūrimo 1990 m. pradėjus kurti vertybinių popierių rinką Lietuvoje, iš karto įvestas visiškas vertybinių popierių, kuriais prekiaujama viešojoje apyvartoje, dematerializavimas. Vertybinių popierių sąskaitas atidaro ir tvarko įgalioti asmenys – komerciniai bankai ir finansų maklerio įmonės. Visų vertybinių popierių bendroji apskaita vedama centriniame depozitoriume, kuriame šios institucijos turi savo sąskaitas. Deja, vertybiniai popieriai teisiniu požiūriu lietuviškoje literatūroje iki šiol išsamiai nenagrinėti.

Atsisakius materialių dokumentų, į kuriuos investuotojai turėdavo nuosavybės teisę, liko neaišku, kas yra nuosavybės teisės objektas, kai kalbame apie nuosavybės teisę į nematerialius vertybinius popierius. Atsisakyti nuosavybės teisės (ar jai analogiškos tam tikros absoliutinės teisės) reikštų atimti iš investuotojo galimybę atgauti savo vertybinius popierius iš finansų tarpininko, tvarkančio vertybinių popierių sąskaitas, jo nemokumo atveju. Autoriaus manymu, remiantis šiuo metu galiojančiais įstatymais galima teigti, kad investuotojai turi nuosavybės teisę į tam tikrą abstraktų objektą, kurį jie „tarsi“ perduoda pasaugoti tarpininkui. Tarpininkui bankrutavus, investuotojų sąskaitų tvarkymą perima kitas finansų tarpininkas, todėl investuotojų vertybinių popierių negali išsidalyti bankrutavusio tarpininko kreditoriai, o tai skatina pasitikėjimą vertybinių popierių rinka ir kartu užtikrina valstybės finansų sistemos stabilumą.

Autoriaus manymu, materialių vertybinių popierių, kurie ilgai buvo traktuojami kaip ypatinga daiktų rūšis, teisinė prigimtis išliko nepakitusi. Iš esmės pasikeitė supratimas apie nematerialius vertybinius popierius. Jų apyvartai negalima pritaikyti išimtinai nei daiktų, nei reikalavimo teisių teisinio režimo. Tai leidžia juos išskirti kaip specifinį civilinių teisių objektą.



LITERATŪRA

1. **Юлдашбаева Л. Р.** Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций). – Москва: Статут, 1999. – 205 с.
2. **Žilėnas A.** Bankininkystės užuomazgos Lietuvos Didžiojoje Kunigaikštystėje // Lietuvos bankininkystės raida. Mokslinės konferencijos medžiaga. 1997 m. lapkričio 4 d. – Vilnius.: Lietuvos mokslų akademija, Vilniaus universitetas, Lietuvos bankas, 1998. – 73 p.
3. **Нерсесов Н. О.** Представительство и ценные бумаги в гражданском праве. – Москва: Статут, 2000. – 286 с.
4. **Суворов Н. С.** Об юридических лицах по римскому праву. – Москва: Статут, 2000. – 299 с.
5. **Тарасов И. Т.** Учение об акционерных компаниях. – Москва: Статут, 2000. – 666 с.
6. **Vertybiniai** popieriai Lietuvoje. Akcijos ir lakštai. 1872–1940. Securities in Lithuania. Shares and Bonds. 1872–1940 / Sudarytojas ir teksto autorius V. Laurinavičius. – Vilnius: Lietuvos bankas, 2001. – 272 p.
7. **Кулагин М. И.** Государственно–монополистический капитализм и юридическое лицо // Избранные труды. – Москва: Статут, 1997. – 330 с.
8. **Скловский К. И.** Собственность в гражданском праве. – Москва: Дело, 2000. – 512 с.
9. **Benjamin J.** Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets. – Oxford: Oxford University Press, 2000. – 348 p.
10. **Lietuvos Respublikos** civilinis kodeksas // Valstybės žinios. 2000. Nr. 74–2262.
11. **Civilinė** teisė. TSRS TM visasajunginis teisės mokslų institutas. Vadovėlis juridinėms mokykloms. – Kaunas: Valstybinė pedagoginės literatūros leidykla, 1948. – 400 p.
12. **Tarybinė** civilinė teisė. Pirmoji dalis. LTSR aukštojo ir specialiojo vidurinio mokslo ministerija. – Vilnius: Mintis, 1975.
13. **Агарков М. М.** Основы банковского права: курс лекций. Учение о ценных бумагах: научное исследование. – 2–е изд. – Москва: БЕК, 1994. – 350 с.
14. **The Law** Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems. Preliminary Document No 1 of November 2000 for the attention of the Working Group of January 2001. – Hague: Hague Conference on Private International Law, 2000. – 62 p.
15. **The Euro** Bond Market. – Frankfurt am Main: European Central Bank, 2001. – 42 p.
16. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių komisija. Metų ataskaita. – Vilnius: Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija, 2001. – 52 p.
17. **Good R.** The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities // The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects / ed. F. Oditah. – Oxford: Clarendon Press, 1996. – 288 p.
18. **Pečiulis S., Šiaudinis S.** Įvadas į vertybinių popierių rinką. – Vilnius: Lietuvos bankininkystės, draudimo ir finansų institutas, 1997. – 124 p.
19. **Lietuvos Respublikos** Vyriausybės 1997 m. gruodžio 3 d. nutarimas Nr. 1329 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos tvarkos patvirtinimo“ // Valstybės žinios. 1997. Nr. 112–2838.
20. **Lietuvos Respublikos** akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios. 1994. Nr. 55–1046; 2000. Nr. 64–1914.
21. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių rinkos įstatymas // Valstybės žinios. 2001. Nr. 112–4074.
22. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas // Valstybės žinios. 1996. Nr. 16–412.
23. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių komisijos 1999 m. gegužės 7 d. nutarimas Nr. 10 „Dėl Vertybinių popierių ir jų cirkuliacijos apskaitos“ // Valstybės žinios. 1999. Nr. 42–1352.
24. **Guynn R. D., Marchand N. J.** Transfer or Pledge of Securities Held Through Depositories // The Law of Cross–Border Securities Transactions / ed. H. van Houtte. – London: Sweet & Maxwell, 1999. – 318 p.
25. **Guynn R. D.** Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws. A Discussion Paper on the Need for International Harmonization. – London: International Bar Association, 1996. – 77 p.
26. **Financial** Stability in Emerging Market Economies. A Strategy for the Formulation, Adoption and Implementation of Sound Principles and Practices to Strengthen Financial Systems. Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies. – Basle: Bank for International Settlements, 1997. – 102 p.

27. **Client Asset Protection.** A Report of the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions. International Organization of Securities Commissions, 1996 (http://www.iosco.org/docs-public/1996-client_asset_protection.html).
28. **Lietuvos Respublikos** Konstitucinio Teismo 1996 m. balandžio 18 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos komercinių bankų įstatymo 37 straipsnio pirmosios dalies 7 punkto, 39 straipsnio, 40 straipsnio pirmosios bei antrosios dalių, 45 straipsnio ir 46 straipsnio antrosios bei trečiosios dalių atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai“ // Valstybės žinios. 1996. Nr. 36–915.
29. **Laurinavičius K.** Nuosavybės teisės į vertybinius popierius perleidimas: taikytina teisė // Pinigų studijos. 2001. Nr. 1.
30. (<http://www.lbank.lt/Lit/Publications/ps/20011/laurinavicius.pdf>).
31. **Civilinė teisė.** Vadovėlis. – Kaunas: Vijusta, 1997. – 460 p.
32. **Брагинский М. И., Витрянский В. В.** Договорное право. Книга первая: Общие положения. – Москва: Статут, 1997. – 848 с.
33. **Дождев Д. В.** Римское частное право. – Москва: НОРМА, 2000. – 784 с.
34. **Коршунов Н. М., Митрошина М. В., Эриашвили Н. Д.** Ценные бумаги как объект гражданского права. – Москва: ЮНИТИ-ДАНА, Закон и право, 2000. – 53 с.
35. **Hegel G. W. F.** Teisės filosofijos apmatai arba prigimtinės teisės ir valstybės mokslo metmenys. Vert. L. Anilionytė. – Vilnius: Mintis, 2000. – 507 p.
36. **Lietuvos Respublikos** civilinio kodekso projektas // Valstybės žinios. 1996. Nr. 108.



Securities in the System of Objects of Civil Rights

Doctoral Candidate Kęstutis Laurinavičius

Law University of Lithuania

SUMMARY

The article analyses the legal nature of securities and the changes that occurred in the securities markets recently. Securities are shown as a means of investment and capital raising.

It is argued that securities stand in the middle of traditional civil law institutes – rights in rem and rights in personam. Material securities are sold like things, whereas dematerialised securities do not belong to things or contractual claims only. Due to the dematerialisation of securities it seems unclear whether investors retain any right in rem, since there is no physical document, which used to be an object of ownership. It is argued that in order to protect investors against creditors of the intermediary, with which the investor has securities accounts, rights of the investor should be described as a kind of absolute right. This approach could deepen investors' trust in the securities and the whole financial market.