

INVESTAVIMO REKOMENDACIJŲ IR PORTFELIO VALDYMO CIVILINIS TEISINIS KVALIFIKAVIMAS

Laurynas Didžiulis

Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Privatinės teisės katedros lektorius
socialinių mokslų daktaras
Saulėtekio al. 9, I rūmai, LT-10222 Vilnius, Lietuva
Tel. (+370 5) 2 36 6170
El. paštas: <laurynas.didziulis@tf.vu.lt>

Šiame straipsnyje analizuojama investavimo patarėjų teikiamų klasikinių investicinių paslaugų – investavimo rekomendacijų ir portfelio valdymo civilinė teisinė prigimtis bei atliekamas jų priskyrimas tam tikriems Lietuvos privatinės teisės institutams.

The aim of this article is to analyse the legal nature of classical investment services provided by the investment advisors – investment advice and portfolio management, and to characterise these services in the light of Lithuanian private law.

Įvadas

Straipsnyje tiriama investavimo patarėjų teikiamų klasikinių investicinių paslaugų – investavimo rekomendacijų ir portfelio valdymo¹ prigimtis ir siekiama pateikti šių santykių teisinį kvalifikavimą pagal Lietuvos civilinės teisės normas. Taip pat nagrinėjami nurodytų paslaugų požymiai ir su jais siejamos nacionalinės civilinės teisės normos. Nors ši analizė grindžiama civilinių teisinių santykių kvalifikavimu pagal privatinės teisės normas, ji neaplenkia ir aktualių viešosios teisės aspektų. Renigiant straipsnį taikyti tradiciniai dogminės analizės metodai (lingvistinis, loginis, sisteminis) ir lyginamasis metodas. Lingvistinis, loginis ir sisteminis metodai naudoti analizuojant galiojančią statutinę (rašytinę) teisę. Lyginamasis metodas naudotas siekiant atskleisti taikytinų Lietuvos civilinės teisės normų turinį ir ypatumus, išryškėjančius šias normas lyginant su Olandijos, Prancūzijos, Vokietijos, Anglijos ir kai kurių kitų jurisdikcijų teisiniu reguliavimu. Nagrinėjama tema aktuali ne tik teoriškai, bet ir praktiškai, nes tinkamai teisę taikyti civilinėse bylose yra būtinas aiškus investicinių paslaugų instituto vietos civilinės teisės normų sistemoje suvokimas. Ypač daug teisinių klausimų kelia portfelio valdymo santykių kvalifikavimas ir atskyrimas nuo paprasto portfelio valdymo, galbūt todėl užsienio teisės literatūroje šiems santykiams teisiškai kvalifikuoti skirta kiek daugiau dėmesio nei kitoms investiciniams paslaugoms. Iš užsienio autorių darbų išskirtinas D. Buscho ir D. A. DeMott iniciatyva atliktas lyginamasis portfelio valdytojo civilinės atsakomybės tyrimas, kuriame, be kita ko, analizuojami portfelio valdymo teisinio kvalifikavimo klausimai². Nagrinėjamos temos tikslais vertinga ir Thorsten

¹ Tikslus šios investicinės paslaugos pavadinimas, matyt, būtų *portfelio tvarkymas*, nes taip būtų išvengta netikslių aliuizijų į valdymo institutą daiktinėje teisėje. Tačiau kadangi portfelio valdymo sąvoka yra vartojama teisės aktuose ir Lietuvoje jau ganėtinai nusistovėjusi, šiame straipsnyje taip pat liekama prie portfelio valdymo sąvokos.

² BUSCH, Danny; DeMOTT Deborah, et al. *Liability of Asset Managers*. Oxford University Press, 2012.

Schleuter atlikta lyginamoji studija, tirianti investavimo patarimų kvalifikavimą ir reguliavimą Anglijos ir Vokietijos privatinėje teisėje³. Lietuvos teisės doktrinoje portfelio valdymo klausimas beveik nenagrinėtas, išskyrus trumpą bendro pobūdžio poziciją, kurią šiais klausimais pateikė Kęstutis Laurinavičius⁴, tačiau šiame straipsnyje atliekama kiek platesnė kvalifikavimo analizė, kuri leidžia daryti atitinkamai detalesnes išvadas.

1. Investavimo rekomendacijos ar portfelio valdymas?

Investicinės paslaugos yra finansinė veikla, kurią finansų tarpininkai vykdo investuotojų ar emitentų naudai ir kuri yra skirta investavimo procesui aptarnauti. Lietuvos teisės doktrinoje nurodoma, kad teikiant investicines paslaugas susiformuoja tam tikri atstovavimo santykiai, kai pagal sudarytą kliento aptarnavimo sutartį tarpininkui patikima kliento vardu sudaryti sandorius rinkoje. Be to, konkretnama – jei vykdomi kliento pavedimai dėl konkrečių finansinių priemonių įsigijimo ar pardavimo, galima taikyti pavedimo sutarčių taisykles⁵. Tačiau šis kvalifikavimas tinka toli gražu ne visoms investicinėms paslaugoms, nes tam tikros investicinių paslaugų rūšys, pavyzdžiui, investavimo rekomendacijų teikimas, gali ir neturėti atstovavimo bruožų, arba investicinių paslaugų santykiai gali būti ganėtinai susipynę, todėl jų teisinis kvalifikavimas gali reikalauti kur kas detalesnės analizės ir lemti kiek kitokias kvalifikavimo išvadas.

Antai, Lietuvos Aukščiausiasis Teismas 2014 m. gruodžio 19 d. išnagrinėjo civilinę bylą, kurioje teismai nustatė, kad ginčo šalys – privatus investuotojas ir SEB bankas – 2007 m. liepos 16 d. pasirašė privačios bankininkystės sutartį, pagal kurią investuotojas įgijo teisę gauti banko teikiamas investicijų portfelio valdymo konsultavimo pagrindais paslaugas. 2007 m. spalio 2 d. šalys pasirašė konsultavimo sutartį, pagal kurią atsakovas įsipareigojo pagal individualią ieškovo investavimo strategiją teikti konsultacijas ieškovui dėl jo investuojamo turto valdymo ir kitais su investavimu susijusiais klausimais. 2007 m. lapkričio 9 d. sudarė vertybinių popierių sąskaitos tvarkymo sutartį, kuria atsakovas įsipareigojo pagal ieškovo pavedimą sudaryti sandorius dėl investicinių priemonių įgijimo⁶. Kaip matyti, šalių santykiai buvo ganėtinai susipynę ir teismams teko juos kvalifikuoti, o ypač tą santykių dalį, kuri sutartyse buvo pavadinta „portfelio valdymo konsultavimo pagrindais“ paslaugų teikimu.

Nurodytoje byloje teismai kvalifikavo, kad nagrinėjamu atveju bankas teikė ieškovui konsultavimo dėl investavimo paslaugas ir priteisė iš banko 248 756,50 Lt žalai atlyginti, nes konsultuodamas, kokius investicinius produktus pirkti, bankas neatskleidė investuotojui esminių siūlomų produktų savybių (tarp jų ir rizikingumo), pasiūlė jam įsigyti jo poreikių neatitinkančių produktų (Estijoje registruoto GILD „Arbitrage Risk Capital“ fondo 5275 investicinius vienetus), ir tokie banko veiksmai lėmė ar paskatino investuotojo pasirinkimą įgyti produktus, kurių, žinodamas visą informaciją, jis nepirktų. Nagrinėjamos temos tikslais iš karto kyla klausimas – kodėl, esant tokiems atrodytų dviprasmiškiems šalių susitarimams, teismai banko teikiamas investicijų portfelio valdymo konsultavimo pagrindais paslaugas vis dėlto kvalifikavo kaip konsultavimo paslaugas, o ne portfelio valdymo paslaugas? Siekiant atsakyti į šį klausimą, būtina detaliau panagrinėti investavimo rekomendacijų ir portfelio valdymo sampratą ir atskleisti jų santykį tiek viešojoje, tiek privatinėje teisėje.

³ SCHLEUTER, Thorsten. *Banks as financial advisers: a comparative study of English and German law*. Kluwer law international, 2001.

⁴ LAURINAVIČIUS, K. Investicinės paslaugos: civilinės teisės požiūris. Privatinės teisės doktrina ir praktika. Iš *Liber Amicorum Vytautui Pakalniškiui*. Vilnius: MRU, 2014, p. 108–110.

⁵ Ten pat, p. 109.

⁶ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2014 m. gruodžio 19 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-559/2014.

2. Investavimo rekomendacijų teikimo paslaugų teisinė prigimtis ir kvalifikavimas

Atsižvelgiant į tai, kokio pobūdžio pagalbą investuotojams ar emitentams suteikia finansų tarpininkai, investicinės paslaugos gali turėti techninių ir (ar) intelektinių elementų. Kitaip nei labiau techninio pobūdžio investicinių pavedimų vykdymas, investavimo rekomendacijų teikimas yra grynai intelektinio pobūdžio paslauga. Jos vertė yra ta, kad, veikdamas rizikingoje aplinkoje turto gausinimo tikslais, sprendimui priimti investuotojas gali pasitelkti specialių finansinių ir susijusių žinių turintį investavimo srities ekspertą – finansų įstaigą.

Pagrindinis ES antrinės teisės aktas finansų rinkų srityje yra Finansinių priemonių rinkų direktyva (MiFID II)⁷, kuri, *inter alia*, reglamentuodama investicines paslaugas, apibrėžia jų rūšis ir sąvokas. MiFID II 4 straipsnio 1 dalies 4 punkte investavimo rekomendacija (angl. *investment advice*) apibrėžiama kaip asmeninių rekomendacijų teikimas klientui jo prašymu arba finansų tarpininko iniciatyva dėl vieno ar daugiau sandorių, susijusių su finansinėmis priemonėmis. Kaip matyti, investavimo rekomendacija laikoma tik *asmeninio pobūdžio* rekomendacija, todėl investiciniai tyrimai, finansinė analizė ar kitos *bendro pobūdžio* rekomendacijos (angl. *generic advice*), susijusios su sandoriais dėl finansinių priemonių, laikomos ne investicinėmis, bet papildomomis paslaugomis. Be to, net jei rekomendacijos yra konkrečios, tačiau jos teikiamos ne investuotojams, o konsultuojant emitentus kapitalo struktūros, verslo strategijos, įmonių reorganizavimo, įsigijimo ir kitais su tuo susijusiais klausimais, jos taip pat laikomos tik papildomomis paslaugomis (MiFID II I priedo B skirsnis).

Kas yra investavimo rekomendacija, detaliau reglamentuojama MiFID II Įgyvendinimo reglamento⁸ 9 straipsnyje, pagal kurį, asmeninio pobūdžio rekomendacija yra rekomendacija, teikiama asmeniui, kuris veikia kaip (potencialus) investuotojas ar jo atstovas. Kad būtų kvalifikuota investavimo rekomendacija, turi būti pateikiama tam asmeniui tinkama asmeninio pobūdžio rekomendacija arba ji turi būti pagrįsta asmeniui būdingomis savybėmis ir joje turi būti pasiūlymas imtis vieno iš šių veiksmų: pirma, pirkti, parduoti, pasirašyti, apsikeisti, išpirkti, laikyti arba platinti konkrečią finansinę priemonę; arba, antra, pasinaudoti arba nepasinaudoti konkrečios finansinės priemonės suteikiama teise pirkti, parduoti, pasirašyti, apsikeisti arba išpirkti finansinę priemonę. Tačiau rekomendacija nelaikoma asmeninio pobūdžio, jei ji pateikiama neapibrėžtam asmenų ratui.

Kaip matyti, investavimo rekomendacijų teikimo paslauga yra nemateriali, grynai intelektinė ir suteikiama komunikavimo būdu, todėl, įvertinus komunikacijos turinį, gali būti kvalifikuota net ir tuose santykiuose, kurie nėra šalių įvardyti ir įforminti kaip investavimo rekomendacijų teikimas. Antai, plačiai Lietuvoje ir Norvegijoje nuskambėjusių finansinių skandalų, susijusių su DNB banko platinimomis su akcijomis susietomis obligacijomis (SASO), bylose Lietuvos teismai DNB banko veiksmus platinant savo paties išleistas SASO kvalifikavo ne tik kaip paprastą finansinių priemonių pardavimą, bet ir kaip investavimo rekomendacijų teikimą⁹. Ir priežiūros institucija, ir teismai kvalifikuodami rėmėsi tuo, kad investuotojams buvo priskirti asmeniniai vadybininkai, investuotojams buvo teigiama, kad jie ypatingi klientai ir tik todėl gali įsigyti minėtą produktą. Konsultacijų ir susitikimų su banko

⁷ Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. gegužės 15 d. direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų. Direktyvą į Lietuvos teisę perkelia Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (FPRĮ), *Valstybės žinios*, 2007, nr. 17-627. Apie MiFID reikšmę ES finansų rinkoms plačiau žr.: DIDŽIULIS, Laurynas. Finansinių priemonių rinkų direktyva (MiFID) kaip civilinės atsakomybės šaltinis. *Teisė*, 2012, t. 83.

⁸ Europos Komisijos 2016 m. balandžio 25 d. reglamentas, papildantis Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. gegužės 15 d. direktyvą 2014/65/ES, kiek tai susiję su investicinių įmonių organizaciniais reikalavimais ir veiklos sąlygomis, bei dėl direktyvoje vartojamų terminų.

⁹ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2015 m. liepos 3 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-208-248/2015; 2015 m. rugsėjo 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-253-969/2015; kt.

darbuotojais metu investavimas į SASO skolintomis lėšomis investuotojams buvo pateiktas kaip asmeniškai jiems tinkamas produktas, jie buvo skatinami ir raginami taip investuoti, nors dalis jų į banką buvo atėję visai kitais tikslais ir reikalais. Bankas iš esmės neneigė, kad SASO įsigijimas skolintomis lėšomis nebuvo plačiai reklamuojamas, o siūlomas tik ribotam asmenų ratui, tai patvirtina investuotojų tvirtinimus, jog šis investavimo būdas buvo pasiūlytas kaip tinkamas jiems asmeniškai ir reiškia, kad banko darbuotojai suteikė ieškovams investavimo rekomendacijas, tokiu būdu pažeisdami pareigą veikti rūpestingai ir geriausiomis klientui sąlygomis¹⁰.

Kvalifikuojant investavimo rekomendacijų teikimą pagal privatinę teisę pažymėtina, kad užsienio valstybėse rekomendacijų teikimas bendruoju požiūriu priskiriamas paslaugų sutartims (Anglijos prekių ir paslaugų akto 13 str., Prancūzijos CK 1779 str., Olandijos CK 7:400 str., Vokietijos CK 611 str.)¹¹. Pagal JAV teisę situacija panaši, nes jei investavimo patarėjas (angl. *investment advisor*) neveikia kaip atstovas ar patikėtinis, jo atžvilgiu taikomos tik sutarčių, bet ne atstovavimo ar patikėjimo teisės normos, kartu su Investavimo patarėjų aktu, įtvirtinančiu fiduciarines investavimo patarėjo pareigas¹². Analogiška išvada darytina analizuojant ir Lietuvos teisę, nes CK¹³ 6.716 straipsnio 3 dalyje *expressis verbis* nurodyta, kad CK šeštosios knygos XXXV skyriaus („Atlygintinių paslaugų teikimas“) taisyklės taikomos teikiant, be kita ko, *konsultacines*, informacijos ar kitokias atlygintines paslaugas. Todėl laikytina, kad, teikiant investavimo rekomendacijas, nesvarbu, rašytines ar žodines, tarp šalių susiklosto sutartiniai atlygintinių paslaugų santykiai pagal CK 6.716 straipsnį. Jei teikiamos kelios paslaugos, pavyzdžiui, ne tik naudojamosi finansų tarpininko rekomendacijomis, bet ir teikiami pavedimai pirkti ar parduoti finansines priemones, šalių santykiai kvalifikuotini kaip mišrūs ir tai santykio daliai, kuri susijusi su investavimo rekomendacijomis, taikytinos bendrosios paslaugų sutarties normos, o tai santykio daliai, kuri susijusi su pavedimų vykdymu¹⁴, – pavedimo arba komiso sutarties normos ir, jei reikia, – papildomai taikomos bendrosios paslaugų sutarties normos¹⁵.

Kadangi kiekvienos civilinės sutarties būtinas požymis yra šalių ketinimas susitarimu sukurti teisinius santykius (angl. *the intention to create legal relations*)¹⁶, tai sudėtingesnė situacija susiklosto tada, kai šalių santykių teikiant investavimo rekomendacijas negalima kvalifikuoti kaip sutartinių, nes jos paprasčiausiai nesiekė sukurti teisinių santykių. LR CK šeštosios knygos XXXV skyriaus normos vadinamos „Atlygintinių paslaugų teikimas“ ir taikomos tada, kai šalys siekė sukurti atlygintinių pas-

¹⁰ Žr., pvz., Lietuvos apeliacinio teismo 2014 m. birželio 3 d. nutartį civilinėje byloje Nr. 2A-619/2014; Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2011 m. liepos 28 d. sprendimą dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 2K-161; kt.

¹¹ BARENDRECHT, Jan M., et al. *Service Contracts. Principles of European Law*. Sellier, 2007, p. 707.

¹² BUSCH, Danny; DeMOTT Deborah, et al. *Liability of Asset <...>*, p. 438.

¹³ Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas. *Valstybės žinios*, 2000, nr. 74-2262.

¹⁴ Apie investicinių pavedimų civilinį teisinį kvalifikavimą plačiau žr.: DIDŽIULIS, Laurynas. Investicinės paslaugos: investicinių pavedimų priėmimo, perdavimo ir vykdymo civilinis teisinis kvalifikavimas. *Teisė*, 2016, t. 100.

¹⁵ Tiesa, CK 6.716 str. 3 d. nurodyta, kad šio skyriaus normų nustatytos taisyklės taikomos teikiant auditą, konsultacines, asmens sveikatos priežiūros, veterinarijos, informacijos, mokymo, turizmo ar kitokias atlygintinas paslaugas, išskyrus paslaugas, teikiamas pagal šios knygos XXXIII, XXXIV, XXXVI, XXXVIII, XL, XLI, XLII, XLIV, XLVI, XLVII, L skyriuose nustatytas taisykles. Tačiau šios nuostatos nereikėtų suprasti pažodžiui, kaip visais atvejais ribojančios bendrųjų paslaugų instituto normų taikymą specialioms paslaugų rūšims. Toks aiškinimas paneigtų paslaugų instituto sisteminius ryšius ir ribotų vientisą paslaugų teisinį reguliavimą. Todėl, autoriaus nuomone, ši nuostata aiškintina kaip įtvirtinanti specialiųjų paslaugų (pavedimo, komiso, patikėjimo ir kt.) taisyklių pirmumą bendrųjų paslaugų taisyklių atžvilgiu, tačiau nepaneigiant paslaugų instituto bendrųjų normų subsidiaraus taikymo specialiomis normomis nesureguliuotiems santykiams. Investicinių paslaugų dinamika ir kompleksiskumas lemia, kad dažnai susiklosto santykiai, išeinantys iš, pavyzdžiui, pavedimo sutarties, ribų, todėl šio santykio reguliavimą gali būti reikalinga papildyti bendresnėmis paslaugų nuostatomis.

¹⁶ FAUVARQUE-COSSON, Bénédicte; MAZEAUD, Denis, et al. *European Contract Law: Materials for a Common Frame of Reference: Terminology, Guiding Principles, Model Rules*. Sellier, 2008, p. 22.

laugų sutartinius santykius. Ši sutartis pagal prigimtį yra atlygintinė, todėl jei šalis nesusitaria dėl kainos, ji gali būti nustatoma teismo. Tačiau jei rekomendacija teikiama neatlygintinai, nes šalis neketino sukurti sutartinių santykių, sutarčių teisės normų taikymas šiems santykiams prieštarautų šalių laisvei atsisakyti sudaryti sutartį (CK 6.156 str. 2 d.) ir būtų nepagrįstas. Kita vertus, ši aplinkybė negali būti pagrindas neginti investuotojo ir netaikyti finansų tarpininkui civilinės atsakomybės už netinkamą patarimą, nes finansų tarpininką saisto profesinio rūpestingumo pareigos *erga omnes*, kurias jis, kaip profesinės veiklos subjektas, turi visai visuomenei. Tai reiškia, kad situacija, kai sutarties su finansų tarpininku nesudaręs investuotojas gauna iš pastarojo neatlygintinę, tačiau netinkamą ir nuostolingą investavimo rekomendaciją, kvalifikuotini deliktiniais santykiais (CK 6.245 str. 4 d.)¹⁷.

3. Portfelio valdymo paslaugų teisinė prigimtis ir kvalifikavimas

Portfelio valdymas pagal finansų teoriją laikomas sudedamąja investavimo sprendimo proceso dalimi. Jis apima optimalaus finansinių priemonių rinkinio sudarymą investuotojui, tai yra pradinio portfelio suformavimą, peržiūrėjimą ir efektyvumo įvertinimą¹⁸. Pažymėtina, kad teikdamas investavimo rekomendacijas finansų tarpininkas klientui gali patarti ne tik dėl pavienių investicijų, bet ir dėl viso finansinių priemonių portfelio valdymo, jei, žinoma, investuotojas tokį portfelį turi, todėl finansiniu požiūriu investavimo rekomendacijų teikimas gali apimti ir portfelio valdymą.

Vis dėlto teisiniu požiūriu portfelio valdymo sąvoka aiškinama kur kas siauriau. Antai, pagal MiFID II 4 straipsnio 1 dalies 8 punktą, portfelio valdymas yra klientų portfelių, į kurių sudėtį įeina viena ar daugiau finansinių priemonių, valdymas savo nuožiūra pagal individualų kiekvieno kliento pavedimą. Europos Teisingumo Teismas išaiškino, kad „portfelio valdymo sąvoka apima tris elementus. Pirmas, portfelio valdymas turi būti atliekamas pagal investuotojo suteiktą pavedimą (angl. *mandate*), kuriuo investuotojas įgalioja investicinę įmonę priimti investicinius sprendimus jo naudai. Antra, valdomas portfelis turi būti sudarytas iš vienos ar daugiau direktyvoje nurodytų priemonių, tokių kaip antai perleidžiamieji investiciniai vertybiniai popieriai (angl. *transferable securities*). Galiausiai portfelis turi būti valdomas diskriminaciniu, individualiam klientui pritaikytu būdu. Pastarasis elementas suponuoja <...>, kad investicinė įmonė gali imtis diskrecinių sprendimų, tuo pačiu atsižvelgdama į strateginius investuotojo pasirinkimus“¹⁹. Panašiai portfelio valdymo sąvoką aiškina ir teisės doktrinos atstovas Lodewijkas D. Van Settenas, kuris taip pat nurodo tris susijusius portfelio valdymą apibūdinančius elementus. Pirmas elementas, anot jo, siejamas su finansų tarpininko pareiga investuoti kliento kapitalą į įvairų turtą turint tikslą gauti tam tikrą grąžą. Už šias pastangas investuotojas įsipareigoja sumokėti valdymo mokesť. Antras elementas yra finansų tarpininko laisvė priimti profesionalius sprendimus, naudoti įgūdžius ir žinias, kad, atsižvelgdamas į investicinius apribojimus, nuspręstų, kaip vykdyti investicinę pareigą, t. y. kaip patikėtą portfelį investuoti kliento naudai renkantis iš viso prieinamo finansinio turto. Tai siejama su investavimo diskrecija. Trečias elementas yra finansų tarpininko kaip atstovo galios, leidžiančios sudarant sandorius investuoti kliento portfelį²⁰.

Taigi portfelio valdymas jungia dviejų investicinių paslaugų – pavedimų vykdymo ir rekomendacijų teikimo – elementus į vieną darnią investicinę paslaugą. Valdydamas portfelį finansų tarpininkas, vadovaudamasis sutarties nurodymais ir atsižvelgdamas į investuotojo tikslus, finansinę padėtį ir ki-

¹⁷ DIDŽIULIS, L. *Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė*. Doktoro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2014, p. 84–85.

¹⁸ KANCEREVIČIUS, Gitanas. *Finansai ir investicijos*. 3 leid. Smaltijos leidykla, 2009, p. 278–279.

¹⁹ Europos Teisingumo Teismas. 2002 m. lapkričio 21 d. sprendimas byloje *Antonio Testa v Consob*, bylos Nr. C-356/00.

²⁰ Van SETTEN, Lodewijk. *The Law of Institutional Investment Management*. Oxford University Press, 2009, p. 12–13.

tas svarbias aplinkybes, pats priima sprendimą dėl investavimo ir pats jį įgyvendina, t. y. pavedimą įvykdo pats, jei turi prieigą prie prekyviečių, arba perduoda jį vykdyti tokią prieigą turintiems makleriams. Taigi portfelio valdymu derinami abu investicinėms paslaugoms būdingi aspektai – intelektinis ir techninis, be to, atsakomybė visuose investavimo proceso etapuose perkeliama finansų tarpininkui. Kompleksinis šio teisinio santykio turinys lemia ir specifinį jo kvalifikavimą.

Straipsnio pradžioje buvo paminėta Lietuvos teismų nagrinėta byla, kur bankas įsipareigojo teikti investicijų *portfelio valdymo konsultavimo pagrindais paslaugas* ir teismai šias paslaugas kvalifikavo kaip konsultavimo paslaugas, t. y. investavimo rekomendacijų teikimą²¹. Nors teismai nurodytoje byloje plačiau nemotyvavo, kodėl būtent taip kvalifikavo šalių santykius, su šiuo kvalifikavimu galima sutikti, nes byloje buvo nustatyta, kad bankas įsipareigojo pirkti ir parduoti vertybinius popierius ir kitas finansines priemones *tik gavęs tinkamai pateiktą ieškovo pavedimą*. Kodėl tai svarbu? Todėl, kad portfelio valdymas teikiant investavimo rekomendacijas yra ribotas, jei, kaip ir teikiant pavedimų vykdymo paslaugas, galutinį investicinį sprendimą priima pats investuotojas. Toks portfelio valdymas yra vadinamas nediskreciniu portfelio valdymu (angl. *non-discretionary portfolio management*) ir portfelio valdymu gali būti laikomas tik ekonominiu požiūriu, nes teisiniu požiūriu ši veikla laikytina investavimo rekomendacijų teikimu (MiFID II 4 straipsnio 1 dalies 4 punktas)²². Todėl pagal MiFID II 4 straipsnio 1 dalies 8 punktą portfelio valdymu gali būti kvalifikuotinas tik portfelio valdymas savo nuožiūra, dar vadinamas diskreciniu portfelio valdymu (angl. *discretionary portfolio management*). Pažymėtina, jei investavimo patarimus teikiančio finansų tarpininko įtaka sutartinių santykių eigoje padidėja tiek, kad klientas jo patarimų besąlygiškai klauso, tai reiškia, kad finansų tarpininkas *de facto* teikia nebe patarimus, bet priima portfelio valdymo sprendimus. Tai sudaro pagrindą nediskrecinį portfelio valdymą (investavimo patarimus dėl portfelio valdymo) perkvalifikuoti į diskrecinį, t. y. tikrąjį portfelio valdymą pagal MiFID II.

Finansų tarpininko diskrecijos ribos priklauso nuo investavimo tikslų, taip pat kitų sutartyje nustatytų investavimo gairių, kurios riboja finansų tarpininko veiksmus, todėl šis ne visada gali turėti absoliučią diskreciją perbalansuoti portfelį, kuris gali būti reikalingas atsiradus išskirtinių aplinkybių. Antai, Lietuvos Aukščiausiasis Teismas išaiškino, kad jei paslaugų teikimo momentu įvyksta išskirtinis, įprastinius rizikos veiksnius viršijantis įvykis, pavyzdžiui, karas, regiono ekonominė krizė, o investavimo gairės iš esmės riboja finansų tarpininko galimybes perbalansuoti portfelį, pavyzdžiui, iš maksimalaus augimo į vertės išsaugojimo strategiją, profesinis rūpestingumas ir sutarties šalių kooperavimosi principas (FPRĮ 22 straipsnio 1 dalis, CK 6.200 straipsnio 2 dalis) reikalauja iš finansų tarpininko, kad jis informuotų klientą, paaiškintų įvykio esmę, reikšmę investicijos vertei ir išsakytų savo nuomonę, ar būtina keisti investavimo gaires dėl poreikio perbalansuoti portfelį patraukiant investicijas iš probleminio regiono ar kitaip protingai riboti kylančią riziką²³. Tačiau turėtina omenyje, kad pagal MiFID II Įgyvendinimo reglamento Preambulės 89 pastraipą finansų tarpininko pasiūlymas, prašymas ar patarimas klientui suteikti ar pakeisti pavedimą, kuris apibrėžia portfelio valdytojo diskrecijos ribas, kvalifikuotinas investavimo rekomendacija pagal MiFID II normas.

Kalbant apie portfelio valdymo kvalifikavimą pagal privatinės teisės normas, reikia pažymėti, kad portfelio valdymas užsienio valstybėse dažniausiai laikomas atstovavimo santykiais. Antai, Anglijoje ir JAV portfelio valdymas laikomas tiesiog atstovavimo santykiais, Olandijoje ir Prancūzijoje –

²¹ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2014 m. gruodžio 19 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-559/2014.

²² Dėl nediskrecinio portfelio valdymo kvalifikavimo investavimo patarimais žr.: Van SETTEN, Lodewijk. *The Law of Institutional <...>*, p. 14–15; BUSCH, Danny; DeMOTT Deborah, et al. *Liability of Asset <...>*, p. 201.

²³ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2014 m. vasario 14 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-10/2014.

pavedimo arba komiso sutartimi (Prancūzijos CK 1984 straipsnis, Prancūzijos komercinio kodekso L132-1 straipsnis, Olandijos CK 7:414 straipsnis), o Vokietijoje – atlygintiniu kito asmens reikalų tvarkymu (vok. *Entgeltliche Geschäftsbesorgung*), kuris taip pat laikomas viena iš atstovavimo rūšių (Vokietijos CK 675 straipsnis)²⁴.

Bendrosios teisės valstybės, kuriose yra puikiai išvystyta patikėjimo teisė (angl. *trust law*), portfelio valdymo santykiams gali būti taikomos ne tik atstovavimo, bet ir patikėjimo teisės normos. Žvelgiant istoriškai, patikėjimo santykiai iš pradžių buvo pagrindine portfelio valdymo teisine forma JAV, tačiau ilgainiui savo vietą investicinių paslaugų srityje išsikovojo kiek lankstesnis, ne toks griežtas ir daugiau erdvės sutarties laisvei sudarantis atstovavimo teisės institutas, tai lėmė patikėjimo teisės turimo monopolio praradimą²⁵. Šiandien portfelio valdytojai JAV teikia paslaugas arba pagal patikėjimo instrumentą (angl. *trust instrument*), arba pagal aiškiai išreikštą sutartį (angl. *express contract*), kuri sukuria atstovavimo santykius pagal bendrąją teisę (angl. *common law agency*). Tačiau doktrinoje nurodoma, kad griežtas šių institutų atskyrimas ne visada gali būti įmanomas, nes, pavyzdžiui, patikėtinis iš dalies gali veikti ir kaip atstovas²⁶. Anglijoje taip pat galimi abu – patikėjimo ir atstovavimo santykių, kaip individualaus portfelio valdymo formos, variantai. Tais atvejais, kai portfelis valdomas investuotojo vardu, susiklosto atstovavimo, o kai finansų tarpininko vardu (taip paprastai būna valdant imobilizuotų vertybinių popierių portfelį) – patikėjimo teisiniai santykiai. Tačiau, panašiai kaip ir JAV, ir Anglijos teisės doktrinoje pažymima, kad patikėjimas ir atstovavimas yra suderinami, todėl gali egzistuoti kartu²⁷.

Dėl patikėjimo teisės praktinio pritaikomumo ir naudingumo finansų rinkose pastaruoju metu šio instituto analogai populiarėja ir kontinentinėje teisėje²⁸. Antai, Vokietijos teisės doktrinoje nurodo-

²⁴ GRAZIADEI, Michele; MATTEI, Ugo; SMITH, Lionel. *Commercial Trusts in European Private Law*. Cambridge University Press, 2005, p. 124, 140–143, 176–177, 213; BUSCH, Danny; DeMOTT Deborah, et al. *Liability of Asset <...>*, p. 97, 201, 333, 415; Von BAR, Christian; CLIVE, Eric, et al. *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Frame of Reference (DCFR)*. Full ed., Sellier, 2009, p. 2032.

²⁵ BINES, Harvey E.; THEL, Steve. *Investment management law and regulation*. 2nd ed., Aspen, 2004, p. 5–6.

²⁶ BUSCH, Danny; DeMOTT Deborah, et al. *Liability of Asset <...>*, p. 415.

²⁷ GRAZIADEI, Michele; MATTEI, Ugo; SMITH, Lionel. *Commercial Trusts in European <...>*, p. 123–125.

²⁸ Pavyzdžiui, tokios jurisdikcijos, kaip antai Prancūzija, Kanados Kvebeko provincija ar Rusija, patikėjimo teisės analogus kodifikavo savo civiliniuose kodeksuose (Prancūzijos CK 2011–2030 straipsniai, Kvebeko CK 1260–1298, Rusijos CK 1012–1026 straipsniai). Patikėjimo teisė kodifikuota ir DCFR X knygoje. Austrija, Belgija, Italija, Olandija, Vokietija patikėjimo teisę bando atkurti doktrinoje ir teismų praktikoje plėtojamomis romėniškos prigimties fiduciarinio perleidimo (lot. ir pranc. *fiducia*, vok. *Treuhand*, it. *negozio fiduziario*) institutu. Fiduciarinis perleidimas grindžiamas sutarties laisvės principu, kuris leidžia susitarti ir sukurti į patikėjimą panašius santykius, kur nuosavybės teisė į turtą perleidžiama patikėtinui, o šis, valdydamas turtą kitų asmenų labai, saistomas fiduciarinių pareigų. Vis dėlto šie kontinentiniai patikėjimo teisės analogai (o ypač rusiškasis, kuris draudžia fiduciarinį nuosavybės teisės perleidimą – žr.: Rusijos CK 1012 straipsnio 1 dalį) savo turiniu yra siauresni nei klasikinė bendrosios teisės jurisdikcijų patikėjimo teisė, ypač dėl to, kad sukuria tik ribotą patikėto turto autonomiją nuo steigėjo ar patikėtinio kreditorių, jiems tapus nemokiams. Pagrindinė to priežastis – kontinentinės teisės tradicijai būdingas unitarinis nuosavybės teisės modelis, kuris nepripažįsta nuosavybės teisės fragmentavimo. O dėl istorinių ypatumų bendrosios teisės valstybių daiktinės teisės sistemoms būdinga galimybė turto patikėtojo (steigėjo) perduotą nuosavybės teisę išskaidyti į patikėtinio (teisinę) ir naudos gavėjo (beneficarinę) nuosavybę. Tai leidžia egzistuoti plataus turinio patikėjimo teisės institutui. Plačiau žr.: GRAZIADEI, Michele; MATTEI, Ugo; SMITH, Lionel. *Commercial Trusts in European <...>*, p. 54–55, 105, 112–113, 157; FORTI, Valerio. Comparing American Trust and French Fiducie. *The Columbia Journal of European Law*, Vol. 17, 2011, p. 28–33; GRUNDMANN, Stefan. Trust and Treuhand at the End of the 20th Century. Key problems and Shift of Interests. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 47, 1999, p. 401–428; WOOD, Phillip. *Principles of International Insolvency*. Sweet & Maxwell, 2007, p. 276–286; DALHUISEN, Jan. *Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial, and trade law. Vol. 2: Contract and Movable Property Law*. 4th Ed., Hart Publishing, 2010, p. 449–452; Van ERP, Sjeff; AKKERMANS, Bram, et al. *Cases, Materials and Text on Property Law*. Hart Publishing, 2012, p. 553–615; SAKAVIČIUS, Justas. *Turto patikėjimo teisės problematika Lietuvoje*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Mykolo Romerio universitetas, 2012, p. 72–79.

ma, kad portfelio valdymo sąvoka apima ne tik portfelio valdymą atstovavimo pagrindais, bet ir tuos atvejus, kai portfelį sudarantis turtas nuosavybės teise perduodamas finansų tarpininkui pagal funkcinį patikėjimo teisės analogą – *Treuhand*, t. y. fiduciarinio perleidimo sandorį. Šiuo atveju finansų tarpininkas su investuotoju sudaro administracinio patikėjimo sutartį (vok. *Verwaltungstreuhand*), kurioje įsipareigoja turtą naudoti išimtinai investavimui kliento naudai. Finansų tarpininkui draudžiama tenkinti savo interesus. Tačiau bent jau kol kas Vokietijos investicinių paslaugų praktikoje *Treuhand* naudojimas portfelio valdymo santykiuose nespėjo itin paplisti²⁹. Fiduciarinio perleidimo sandoriai, kaip portfelio valdymo santykių teisinė forma, gali būti sudaromi ir kai kuriose kitose kontinentinės Europos jurisdikcijose, pavyzdžiui, Austrijoje, Belgijoje, Graikijoje, Italijoje, Portugalijoje, Ispanijoje ir tam tikrais atvejais Prancūzijoje³⁰.

Kalbant apie portfelio valdymo paslaugų kvalifikavimą pagal Lietuvos teisę, pabrėžtina, kad atsižvelgiant į MiFID II 4 straipsnio 1 dalies 8 punkte įtvirtintą portfelio valdymo sąvoką, kuri griežtai nesiejama su vien patikėjimui būtinais požymiais, taip pat į sutarčių laisvės principą (CK 6.156 str.), šalys laisvos pasirinkti joms tinkamiausią portfelio valdymo civilinę teisinę formą, tačiau su sąlyga, kad pasirinktas teisės institutas suderinamas su portfelio valdymo paslaugos esme. Suderinamumo sąlyga susiaurina galimų pasirinkimų skaičių iki iš esmės dviejų modelių, be to, lemia tam tikrus privalomus elementus.

Prieš aptariant galimus modelius, pasakytina, kad portfelio valdymo paslaugai, kaip ir kitoms investuotojui teikiamoms investicinėms paslaugoms, taikytinos normos, reglamentuojančios bendruosius atlygintinių paslaugų sutarčių klausimus (CK 6.716–724 straipsniai)³¹.

Pagal pirmąjį modelį portfelio valdymas šalių pasirinkimu gali būti įgyvendinamas sutartinio atstovavimo pagrindais, o kalbant konkrečiau – pavedimo arba komiso sutarčių (CK 6.756–765, 6.780–795 straipsniai) pagrindu, atsižvelgiant į tai, ar portfelis valdomas savo ar investuotojo vardu. Todėl greta bendrųjų atlygintinių paslaugų sutarties normų papildomai taikytinos pavedimą arba komisą reglamentuojančios teisės normos. Atkreiptinas dėmesys, kad pagal CK 4.236 straipsnio 2 dalį, CK 6.757 straipsnio 1 dalį pavedimo sutartimi gali būti susitariama ir dėl įgaliotojo turto administravimo³². Be to, pagal CK 4.236 straipsnio 2 dalį kito asmens turto administravimo instituto normos reglamentuoja kiekvieno asmens, kuris administruoja kitam asmeniui nuosavybės teise priklausantį turtą, veiklą, išskyrus atvejus, kai įstatymai nustato kitokią turto administravimo būdą³³. Tai reiškia, kad ne tik pavedimo, bet ir komiso atvejais tam tikri specialiai nereglamentuoti portfelio valdymo klausimai gali būti sprendžiami subsidiariai taikant kito asmens turto administravimo instituto normas.

²⁹ BUSCH, Danny; DeMOTT Deborah, *et al. Liability of Asset <...>*, p. 96.

³⁰ GRAZIADEI, Michele; MATTEI, Ugo; SMITH, Lionel. *Commercial Trusts in European <...>*, p. 213.

³¹ DIDŽIULIS, Laurynas. Investicinės paslaugos: investicinių pavedimų <...>.

³² Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2012 m. gruodžio 11 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-568/2012.

³³ Ši Kvebeko CK 1299 straipsniui analogiška norma atspindi „tarnybinį“ šio instituto pobūdį. Apskritai pasakytina, kad kanadietiško kito asmens turto administravimo institute, kuris buvo receptuotas Lietuvos teisėje, galime rasti daugelį anglosaksiškos prigimties fiduciarines pareigas įtvirtinančių normų, kurios taikytinos įvairiais faktinio administravimo atvejais, tiek, kiek tai neprieštarauja konkrečių santykių tiesiogiai reglamentuojančioms teisės normoms. Tai lemia kito asmens turto administravimo instituto normų subsidiarumą. Šis institutas Kvebeke buvo kuriamas anglosaksiškosios patikėjimo teisės pavyzdžiu, tačiau patikėjimu *par excellence* nelaikytinas ir jo neatstoja, nes nenustato nuosavybės perleidimo administratoriui (patikėjimo), be to, tai nėra jo tikslas, nes Kvebeko CK įtvirtina savarankišką patikėjimo teisės institutą (Kvebeko CK 1260–1298 straipsniai). Patikėjimo santykių atžvilgiu kito asmens turto administravimo instituto normos gali būti taikomos subsidiariai, o patikėtinui suteiktos visiško turto administravimo galios (Kvebeko CK 1278 straipsnis). Apie kito asmens turto administravimo institutą Kvebeko teisėje plačiau žr. MARTEL, Paul. *The Duties of Loyalty of Directors of Federal Business Corporations: Impact of the Civil Code of Québec*. *Revue juridique Thémis*, Vol. 42, Num. 1–2, 2008, p. 166–167; BUSCH, Danny; DeMOTT Deborah, *et al. Liability of Asset <...>*, p. 466–467.

Tai ypač aktualu komiso institutui, kuriame, nepaisant to, kad reglamentuojamas netiesioginis atstovavimas, fiduciarines pareigas įtvirtinančių normų nėra daug.

Pagal antrąjį modelį, portfelio valdymas šalių pasirinkimu gali būti įgyvendinamas ne atstovavimo, bet „patikėjimo“ sutarties, reglamentuojamos CK 6.953–6.968 straipsniuose, pagrindais. Žodis „patikėjimas“ Lietuvos teisės kontekste rašytinas kabutėse todėl, kad vargu ar LR CK 4.106–4.110 ir 6.953–6.968 straipsniuose įtvirtintą institutą apskritai galime vadinti patikėjimu *par excellence*. Dalykas tas, kad, skirtingai nei anglosaksų teisės sistemose ir net pirmiau minėtose Vakarų Europos jurisdikcijose, Lietuvoje *expressis verbis* draudžiamas nuosavybės teisės į portfelį perleidimas finansų tarpininkui (CK 6.953 straipsnio 2 dalis). Ši iš Rusijos CK 1012 straipsnio 1 dalies perimta norma ne tik leidžia abejoti šio instituto, kaip *patikėjimo teisės*, prigimtimi, bet ir sudaro keblumų atskiriant „patikėjimą“ nuo komiso ir kito asmens turto administravimo instituto.

Įdomu, kad Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2010 m. balandžio 1 d. Išaiškinime dėl valdymo įmonės teisės valdyti individualius klientų finansinių priemonių portfelius turinio nurodoma, jog „tarp kliento ir investicijų valdytojo susiklostantys santykiai pagal savo prigimtį yra artimiausi turto patikėjimo teisės normų reguliuojamiems teisiniams santykiams (CK 4.106–4.110 str., 6.953–6.968 str.). <...> Taip pat svarbu atkreipti dėmesį, kad įstatymų leidėjas akcentavo vertybinius popierius kaip turto patikėjimo teisės objektą, išskirdamas juos iš kitų civilinėje apyvartoje dalyvaujančių turto rūšių. <...> šis išaiškinimas neužkerta kelio individualaus portfelio valdymo santykiams taikyti kitus pagal savo esmę panašius civilinės teisės institutus, pavyzdžiui, atstovavimo, pavedimo sutarties ir pan.“³⁴.

Atsižvelgiant į portfelio valdymo paslaugų prigimtį ir Lietuvos civilinės teisės normas, galima sutikti su VPK pateiktu portfelio valdymo paslaugų teisiniu kvalifikavimu. Tai galima grįsti tuo, kad „patikėjimo“ teisė savo turiniu yra lyg ir platesnė už atstovavimo institutą bei jam priklausančias sutartis – komisą ir pavedimą, todėl labiau atitinka finansinių priemonių portfelio valdymo, kaip plačiausio turinio investuotojui teikiamos paslaugos, bruožus³⁵. Kita vertus, dėl pirmiau nurodytų ribotumų lietuviškasis (o tiksliau rusiškasis) „patikėjimo“ teisės modelis, atsižvelgiant į lyginamosios teisės kontekstą, labiau primena kai kuriais aspektais išplėsto turinio netiesioginio, bet atskleisto atstovavimo³⁶ variantą nei klasikinę patikėjimo teisę.

Tiek pagal pirmąjį, tiek pagal antrąjį modelį papildomai gali būti taikomos kito asmens turto administravimo normos. Subsidiarius kito asmens turto administravimo normų taikymas patikėjimo santykiams ypač naudingas dėl to, kad LR CK įtvirtinta rusiška „patikėjimo“ teisė aiškumo, funkcionalumo,

³⁴ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. 2010 m. balandžio 1 d. išaiškinimas dėl valdymo įmonės teisės valdyti individualius klientų finansinių priemonių portfelius turinio Nr. 13K-3.

³⁵ Rusijos teisės doktrinoje analizuojant rusišką patikėjimo teisės modelį, nurodoma, kad patikėjimo teisė yra platesnio turinio teisės institutas nei pavedimo ar komiso sutartis, nes patikėtinis veikia kaip savininkas. Patikėtinis ne tik sudaro sandorius, vykdo kitus teisinius (tai būdinga pavedimui ir komisui), bet ir atlieka bet kokius nuosavybės valdymui reikalingus faktinius veiksmus. Skirtingai nuo pavedimo, patikėtinis veikia savo vardu, ir skirtingai nuo komiso, jis privalo informuoti, kad veikia kaip patikėtinis. Rusų autoriai taip pat pažymi, kad, skirtingai nei patikėjimo sutarties atveju, pagal pavedimo ir komiso sutartis turtas neperduodamas valdyti, naudoti ir disponuoti. Be to, patikėtinis gali naudotis daiktiniais teisių gynimo būdais. Literatūroje nurodoma ir daugiau rusiškojo patikėjimo modelio ypatumų, tačiau jie, kaip ir prieš tai išvardyti, yra gana neesminiai ir nepašalina įspūdžio, kad rusiškasis patikėjimo teisės modelis labiau primena netiesioginį atstovavimą nei tikrąjį patikėjimo teisę. Beje, Rusijos teisėje portfeliumi valdyti taip pat taikomas patikėjimo teisės institutas: Жр.: БРАГИНСКИЙ, М. И.; ВИТРЯНСКИЙ, В. В. *Договорное право. Книга третья. Договоры о выполнении работ и оказании услуг*. Статут, 2002, p. 844–845, 929–952.

³⁶ Pagal CK 6.955 straipsnio 1 dalį, patikėtinis sandorius, susijusius su jam perduotu patikėjimo teise turtu, sudaro savo vardu, tačiau jis privalo nurodyti, kad veikia pagal turto patikėjimo teisę. Patikėjimo teisės faktas turi būti atskleistas tokia forma, kokia yra nustatyta sudaromam sandoriui.

fiduciarinių pareigų reglamentavimo ir turto apsaugos lygiu aiškiai nusileidžia kanadietiškam turto administravimo institutui (plg., pvz., CK 4.242, 4.243 straipsnius su CK 6.963, 6.965 straipsniais)³⁷.

Išvados

Teikiant investavimo rekomendacijas, tarp šalių susiklosto sutartiniai atlygintinių paslaugų santykiai pagal LR CK 6.716 straipsnį. Jei teikiamos kelios paslaugos, pavyzdžiui, ne tik naudojamos finansų tarpininko rekomendacijomis, bet ir teikiami pavedimai pirkti ar parduoti finansines priemones, šalių santykiai kvalifikuotini kaip mišrūs ir tai santykio daliai, kuri susijusi su investavimo rekomendacijomis, taikytinos bendrosios paslaugų sutarties normos, o tai santykio daliai, kuri susijusi su pavedimų vykdymu, – pavedimo arba komiso sutarties normos ir, jei reikia, – papildomai taikomos bendrosios paslaugų sutarties normos. Tačiau jei rekomendacija teikiama neatlygintinai, nes šalys neketino sukurti sutartinių prievolių, tai sutarties nėra, ir investuotojo teisės saugotinos ne sutarčių, bet deliktų teisės normų.

Investavimo rekomendacijų teikimą nuo portfelio valdymo skiria finansų tarpininko diskrecijos priimti investicinius sprendimus elementas, kuris būdingas tik portfelio valdymui *stricto sensu*. Tačiau jei investavimo patarimus teikiančio finansų tarpininko įtaka sutartinių santykių eigoje padidėja tiek, kad klientas jo patarimų besąlygiškai klauso, tai reiškia, kad finansų tarpininkas *de facto* teikia nebe patarimus, bet priima portfelio valdymo sprendimus. Tai sudaro pagrindą investavimo patarimus dėl portfelio valdymo perkvalifikuoti į diskrecinį, t. y. tikrąjį, portfelio valdymą pagal MiFID II.

Atsižvelgiant į MiFID II įtvirtintą portfelio valdymo sąvoką, šalys laisvos pasirinkti joms tinkamiausią portfelio valdymo civilinę teisinę formą, tačiau su sąlyga, kad pasirinktas teisės institutas suderinamas su portfelio valdymo paslaugos esme. Suderinamumo sąlyga susiaurina galimų pasirinkimų skaičių pagal Lietuvos teisę iki iš esmės dviejų modelių.

Pagal pirmąjį modelį portfelio valdymas šalių pasirinkimu gali būti įgyvendinamas sutartinio atstovavimo pagrindais, o kalbant konkrečiau – pavedimo arba komiso sutarčių (CK 6.756–765, 6.780–795 straipsniai) pagrindu, atsižvelgiant į tai, ar portfelis valdomas savo ar investuotojo vardu. Pagal antrąjį modelį, portfelio valdymas šalių pasirinkimu gali būti įgyvendinamas ne atstovavimo, bet „patikėjimo“ sutarties, reglamentuojamos CK 6.953–6.968 straipsniuose, pagrindais. Visada portfelio valdymo paslaugai, kaip ir kitoms investuotojui teikiamoms investicinėms paslaugoms, papildomai taikytinos bendrojo atlygintinių paslaugų sutarčių klausimus reglamentuojančios normos ir, jei reikia, – kito asmens turto administravimo normos.

³⁷ Tiesa, kai kurie Lietuvos teisės doktrinos atstovai bandė atskirti turto patikėjimą nuo kito asmens turto administravimo, tačiau vargu ar galima teigti, kad aptiko esminių skirtumų. Žr.: BARANAUSKAS, Egidijus, *et al. Daiktinė teisė*. Vadovėlis. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2010, p. 31, 293; SAKAVIČIUS, Justas. *Turto patikėjimo teisės <...>*, p. 124–134. Atskirti buvo stengiamasi darant prielaidą, kad abu šie institutai yra savarankiškos daiktinės teisės, todėl jas būtina atskirti. Tačiau vargu ar kito asmens turto administravimą galima laikyti daiktine teise, veikiausiai tai tarnybinis institutas, kuris, reglamentuodamas rūpestingo ir lojalaus turto valdymo, naudojimo ir disponavimo procedūras, „aptarnauja“ kitus, šiuo požiūriu „silpnesnius“ teisės institutus. Lygiai taip pat jis gali aptarnauti ir patikėjimo teisę. Todėl jo santykis su patikėjimo teise spręstinas ne konkurencijos, bet konvergencijos principu, t. y. kito asmens turto administravimo normos gali ir turi būti naudojamos turto patikėjimo institutui papildyti. Tai racionaliausias sprendimas dar ir todėl, kad, turint omeny CK įtvirtintą teisinį reguliavimą, esminių kvalifikuojančių skirtumų tarp šių institutų rasti tiesiog neįmanoma. Kaip minėta, būtent šiuo keliu nueita Kvebeko teisėje (Kvebeko CK 1278 straipsnis). LR CK rengimo grupės vadovas V. Mikelėnas kito asmens turto administravimo taip pat nepriskiria savarankiškomis daiktinėms teisėms. Žr.: MIKELĖNAS, Valentinas, *et al. National Reports on the Transfer of Movables in Europe. Volume 3: Germany, Greece, Lithuania, Hungary, Lithuania*. Sellier, 2010, p. 341.

LITERATŪRA

Norminiai teisės aktai

1. Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. gegužės 15 d. direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų.
2. Europos Komisijos 2016 m. balandžio 25 d. reglamentas, papildantis Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. gegužės 15 d. direktyvą 2014/65/ES, kiek tai susiję su investicinių įmonių organizaciniais reikalavimais ir veiklos sąlygomis, bei dėl direktyvoje vartojamų terminų.
3. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas. *Valstybės žinios*, 2000, nr. 74-2262.
4. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (FPRĮ), *Valstybės žinios*, 2007, Nr. 17-627.
5. Anglijos prekių ir paslaugų aktas, priimtas 1982 liepos 13 d.
6. Vokietijos civilinis kodeksas. Priimtas 1896 m. rugpjūčio 18 d.
7. Prancūzijos civilinis kodeksas. Priimtas 1804 m. kovo 21 d.
8. Kanados Kvebeko provincijos civilinis kodeksas. Priimtas 1991 gruodžio 18 d.
9. Olandijos civilinis kodeksas. Priimtas dalimis. Įsigaliojo 1992 m. sausio 1 d.
10. Rusijos civilinis kodeksas. Priimtas 1994 spalio 21 d.

Teisės doktrina

11. BARANAUSKAS, Egidijus, *et al. Daiktinė teisė*. Vadovėlis. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2010.
12. BARENDRECHT, Jan M., *et al. Service Contracts. Principles of European Law*. Sellier, 2007.
13. BINES, Harvey E.; THEL, Steve. *Investment management law and regulation*. 2nd ed. Aspen, 2004.
14. BUSCH, Danny; DeMOTT Deborah, *et al. Liability of Asset Managers*. Oxford University Press, 2012.
15. DALHUISEN, Jan. *Dalhuisen on transnational comparative, commercial, financial, and trade law. Vol. 2: Contract and Movable Property Law*. 4th Ed. Hart Publishing, 2010.
16. DIDŽIULIS, L. *Finansų tarpininkų profesinė civilinė atsakomybė, kaip investuotojų apsaugos priemonė*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2014.
17. DIDŽIULIS, Laurynas. Finansinių priemonių rinkų direktyva (MiFID) kaip civilinės atsakomybės šaltinis. *Teisė*, 2012, t. 83.
18. DIDŽIULIS, Laurynas. Investicinės paslaugos: investicinių pavedimų priėmimo, perdavimo ir vykdymo civilinis teisinis kvalifikavimas. *Teisė*, 2016, t. 100.
19. FAUVARQUE-COSSON, Bénédicte; MAZEAUD, Denis, *et al. European Contract Law: Materials for a Common Frame of Reference: Terminology, Guiding Principles, Model Rules*. Sellier, 2008.
20. FORTI, Valerio. Comparing American Trust and French Fiducie. *The Columbia Journal of European Law*, Vol. 17, 2011.
21. GRAZIADEI, Michele; MATTEI, Ugo; SMITH, Lionel. *Commercial Trusts in European Private Law*. Cambridge University Press, 2005.
22. GRUNDMANN, Stefan. Trust and Treuhand at the End of the 20th Century. Key problems and Shift of Interests. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 47, 1999.
23. KANCEREVIČIUS, Gitanas. *Finansai ir investicijos*. 3 leid. Smaltijos leidykla, 2009.
24. LAURINAVIČIUS, K. Investicinės paslaugos: civilinės teisės požiūris. Privatinės teisės doktrina ir praktika. In *Liber Amicorum Vytautui Pakalniškiui*. Vilnius: MRU, 2014.
25. MARTEL, Paul. The Duties of Loyalty of Directors of Federal Business Corporations: Impact of the Civil Code of Québec. *Revue juridique Thémis*, Vol. 42, Num. 1–2, 2008.
26. MIKELĖNAS, Valentinas, *et al. National Reports on the Transfer of Movables in Europe. Volume 3: Germany, Greece, Lithuania, Hungary, Lithuania*. Sellier, 2010.
27. SAKAVIČIUS, Justas. *Turto patikėjimo teisės problematika Lietuvoje*. Daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Mykolo Romerio universitetas, 2012.
28. SCHLEUTER, Thorsten. *Banks as financial advisers: a comparative study of English and German law*. Kluwer Law International, 2001.
29. Van ERP, Sjeff; AKKERMANS, Bram, *et al. Cases, Materials and Text on Property Law*. Hart Publishing, 2012.
30. Van SETTEN, Lodewijk. *The Law of Institutional Investment Management*. Oxford University Press, 2009.
31. Von BAR, Christian; CLIVE, Eric, *et al. Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Frame of Reference (DCFR)*. Full ed., Sellier, 2009.

32. WOOD, Phillip. *Principles of International Insolvency*. Sweet & Maxwell, 2007.

33. БРАГИНСКИЙ, М. И.; ВИТРЯНСКИЙ, В. В. *Договорное право. Книга третья. Договоры о выполнении работ и оказании услуг*. Статут, 2002.

Teisės taikymo ir aiškinimo aktai

34. Europos Teisingumo Teismas. 2002 m. lapkričio 21 d. sprendimas byloje *Antonio Testa v Consob*, bylos Nr. C-356/00.

35. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2012 m. gruodžio 11 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-568/2012

36. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2014 m. vasario 14 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-10/2014.

37. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2014 m. gruodžio 19 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-559/2014.

38. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2015 m. liepos 3 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-208-248/2015.

39. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyrius. 2015 m. rugsėjo 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-253-969/2015.

40. Lietuvos apeliacinio teismo Civilinių bylų skyrius. 2014 m. birželio 3 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-619/2014.

41. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. 2010-04-01 išaiškinimas dėl valdymo įmonės teisės valdyti individualius klientų finansinių priemonių portfelius turinio Nr. 13K-3.

42. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. 2011 m. liepos 28 d. sprendimas dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 2K-161.

CIVIL LAW CHARACTERISATION OF THE INVESTMENT ADVICE AND PORTFOLIO MANAGEMENT

Laurynas Didžiulis

S u m m a r y

The aim of this article is to identify the legal nature of classical investment services provided by the investment advisors and to characterize these services in the light of Lithuanian private law. In order to do this, author analyzed sources of public and private law, which led to the conclusion that the legal relations of investment advice in the Lithuanian private law should be characterized as the contract for the supply of services.

When financial intermediary manages investor's portfolio on a discretionary basis, depending on the particular will of the parties, two contractual models are possible. First, parties may opt to structure portfolio management as the agency relations, either in direct form, i.e. based of mandate contract or in indirect form, i.e. based on commission agency contract. Second, instead of agency agreement, parties may choose to base portfolio management on the trust contract. However, Lithuanian trust law has little in common with real common law trust, because in essence it is just widened form of indirect agency. In any case general rules on the supply of services and if necessary – rules on the administration of the property of others are applicable for the portfolio management.

Įteikta 2016 m. birželio 12 d.

Priimta publikuoti 2016 m. gruodžio 29 d.