STRUKTŪRINIŲ FINANSINIŲ PRODUKTŲ TEISINĖ PRIGIMTIS IR JŲ APYVARTOS TEISINIS REGULIAVIMAS

Mindaugas Gedeikis
Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Privatinės teisės katedros doktorantas
„AG Išvest“ advokatų profesinės bendrijos advokatas
Saulėtekio al. 9, I rūmai, LT-10222 Vilnius
Tel. (+370 5) 2 36 61 70
El. paštas: mindaugas.gedeikis@aginvest.eu

Investuotojams ir kitiems rinkos dalyviams yra aktualu tinkamai suvokti teises ir pareigas, atsirandančias investuojant į struktūrinius finansinius produktus, ir jas įgyvendinti. Straipsnyje analizuojama struktūrinių finansinių produktų samprata, Lietuvos finansų rinkose egzistuojantys struktūriniai finansiniai produktai, jų grupės, santykis su išvestinėmis ir kitomis finansinėmis priemonėmis, taip pat šių produktų apyvartos teisinis reguliavimas.

Investors and other market participants are interested in adequate understanding and implementation rights and obligations arising from investments in structured financial products. The author analyses the concept of structured financial products, structured financial products existing in Lithuanian financial markets, their groups, their relations with derivatives and other financial instruments, as well as the legal regulation of structured financial products market.

Įvadas

Lietuvos finansų rinkose investuotojams siūlomi vis sudėtingesni finansiniai produktai. Be prekybos akcijomis, obligacijomis, atsiranda ne tik investiciniai fondai, investicinės bendrovės, rizikos kapitalo produktai, bet vis daugiau vartotojams, neprofesionaliesiems investuotojams siūloma ir vadinamųjų struktūrinių finansinių produktų. Tai su akcijomis, akcijų indeksais, biržos prekėmis susietos obligacijos[1], investicinis gyvybės draudimas[2], investiciniai indėliai ir kt.

Išsivysčiusiose finansų rinkose struktūriniai finansiniai produktai yra plačiai paplitę. Šie produktai kreditų krizės metu atsidūrė dėmesio centre, nes neatsakinga prekyba jais neabejotinai prisidėjo prie krizės [22]. Tačiau iki krizės struktūriniai finansiniai produktai atliko svarbų vaidmenį paskirstant riziką finansų rinkose ir

[1] Su finansinėmis priemonėmis susietų obligacijų bendra nominali vertė Lietuvoje 2007 m. buvo 1091 mln. litų, 2008 m. – 196,8 mln. litų [47, p. 14].

[2] Lietuvos draudimo rinkoje 68,4 proc. visų 2008 metais pasirašytų gyvybės draudimo įmokų sudarė investicinio gyvybės draudimo įmokos. 2007 metais pasirašyta 615,5 mln. litų, 2008 metais – 365,2 mln. litų šios draudimo grupės įmokų suma [45, p. 24].

surenkant lėšas, kurios buvo naudojamos finansuoti būstų įsigijimą, teikiant paskolas vartotojams ir verslo subjektams [22]. Lietuvoje iš struktūrinių finansinių produktų sukauptos lėšos taip pat naudojamos tiek verslo klientų, tiek privačių asmenų būsto paskoloms finansuoti [29, p. 8].

Struktūriniai finansiniai produktai Lietuvoje pradėti platinti neseniai. Todėl investuotojams ir kitiems rinkos dalyviams aktualu tinkamai suvokti teises ir pareigas, atsirandančias investuojant į šiuos produktus, bei jas įgyvendinti. Įsigyjant struktūrinius produktus gali kilti neaiškumų ir probleminių klausimų, susijusių su teisine produktų prigimtimi, jų keliamais teisiniais padariniais, rizika, informacijos atskleidimu, mokesčiais, galimais nuostoliais ir kt.

Straipsnio tikslas – atskleisti struktūrinių finansinių produktų teisinę prigimtį, pagrindinius jų bruožus, išskirti dažniausiai pasitaikančias šių produktų grupes ir tų grupių savybes, nustatyti struktūrinių finansinių produktų ir išvestinių bei kitų finansinių priemonių santykį, taip pat struktūrinių finansinių produktų apyvartai taikomą reguliavimą. Straipsnyje analizuojama struktūrinių finansinių produktų samprata, Lietuvos finansų rinkose esami struktūriniai finansiniai produktai, jų grupės, taip pat teisinis šių produktų apyvartos reguliavimas. Nurodyti klausimai nagrinėjami lyginamuoju, sisteminiu, loginiu ir lingvistiniais metodais. Šio straipsnio originalumas tas, kad jame pirmą kartą išsamiau nagrinėjama teisinė struktūrinių finansinių produktų prigimtis, jų ir išvestinių bei kitų finansinių priemonių santykis, apibendrinamas šių produktų apyvartos reguliavimas.

Autoriai, nagrinėjantys teisinius draudimo klausimus, trumpai aptaria kai kuriuos klausimus, susijusius su struktūriniais finansiniais produktais (konkrečiai su investiciniu gyvybės draudimu). Tačiau išsamiau klausimai, susiję su struktūriniais finansiniais produktais, Lietuvos teisės literatūroje iki šiol nebuvo nagrinėti. Europos Sąjungos (toliau tekste – ES) mastu, atsižvelgiant į finansų krizės metu nustatytus reglamentavimo trūkumus bei siekiant atkurti investuotojų (vartotojų) pasitikėjimą struktūriniais finansiniais produktais, 2009 m. balandžio 30 d. buvo parengtas Komisijos komunikatas Europos Parlamentui ir Tarybai „Mažmeninių investicinių produktų paketai“ [43]. Nagrinėjant šio straipsnio objektą nurodytas komunikatas turėjo nemažą reikšmę. Svarbus šaltinis – struktūrinius finansinius produktus išleidusių subjektų parengti prospektai ir kiti dokumentai, kuriuose investuotojams atskleidžiama informacija apie struktūrinius finansinius produktus (jų platinimo sąlygos, rizikos, investuotojo galimos išlaidos, mokesčiai ir kt.). Straipsnio šaltiniai taip pat yra Lietuvos ir ES teisės aktai. Straipsnyje remtasi ir užsienio autorių darbais. Kai kuriems klausimams tinkamai išanalizuoti kaip pagalbinė priemonė naudota ekonomikos literatūra.

Struktūrinių finansinių produktų samprata

Finansų rinkose siūlomi įvairūs finansiniai produktai, instrumentai, priemonės, investavimo schemos, kurios sudaromos

iš kelių finansinių priemonių ar finansinių produktų. Nuo to, kaip tokie produktai yra „sukonstruoti“, priklauso ir juos įsigijusių asmenų teisės, produkto rizika, mokami komisiniai mokesčiai, mokesčiai valstybei ir panašiai. Tai ypač aktualu paprastiems tokių finansinių produktų vartotojams, neprofesionaliems investuotojams. Tam, kad būtų galima išsiaiškinti ir suprasti, kokie produktai ar jų grupės priskiriami prie struktūrinių finansinių produktų, pirmiausia reikia atskleisti jų sampratą, pagrindinius bruožus, išskirti šių produktų rūšis.

Straipsnyje finansiniai produktai, įvardyti kaip struktūriniai finansiniai produktai, praktikoje apibūdinami skirtingais terminais ir nusistovėjusio vieno bendro termino nėra. Struktūrinių finansinių produktų termino nepateikia nei Lietuvos, nei ES teisės aktai. Vartojami tokie terminai: sintetiniai investavimo instrumentai [50], struktūrizuoti vertybiniai popieriai [50], mažmeninių investicinių produktų paketai [43, p. 3], struktūrizuoti bilietai [18, p. 446; 41], struktūrinės investavimo priemonės [22] ir panašiai.

Pasirenkant terminą šiame straipsnyje analizuojamiems finansiniams produktams apibrėžti siekta, kad jis apimtų visas susijusias finansines priemones, instrumentus, schemas, produktus ir būtų aiškus, taip pat atitiktų lietuvių kalbos taisykles. Pavyzdžiui, indėliai (kaip matysime, su indėliais taip pat sudaromi struktūriniai finansiniai produktai) pagal 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų [2] (toliau – Finansinių priemonių rinkų direktyva), taip pat pagal Finansinių priemonių rinkų įstatymą [7] nėra priskiriami prie finansinių priemonių. Todėl, pavyzdžiui, terminas „struktūrinės finansinės priemonės“ neapimtų visų galimų atvejų. Be to, kaip matysime, struktūrinės finansinės priemonės yra tik viena iš struktūrinių finansinių produktų grupių. Žodis „struktūrinis“ apibūdinamas kaip susijęs su struktūra, esantis tam tikros struktūros [20]. O žodis „struktūra“ reiškia sudedamųjų dalių tarpusavio išsidėstymą ir ryšį, sandarą [20]. Kadangi nagrinėjami finansiniai produktai yra sudaryti iš sudedamųjų dalių (kelių finansinių produktų), turinčių tam tikrą sandarą, todėl jiems apibūdinti pasirinktas žodis „struktūriniai“. Taigi toliau tekste vartojamas terminas „struktūriniai finansiniai produktai“ arba sutrumpintas variantas – „struktūriniai produktai“.

Yra siūlomi įvairūs struktūrinių finansinių produktų apibrėžimai. Antai Struktūrinių produktų asociacija (angl. *Structured Products Association*) savo laiške JAV vertybinių popierių ir biržų komisijai nurodo, kad struktūriniai produktai sudaro atskirą turto klasę [31, p. 2]. Struktūrinių produktų asociacija struktūriniu produktu pripažįsta finansines priemones ar kitus instrumentus (pavyzdžiui, banko indėlius, komercinius vekselius, skolos vertybinius popierius, varantus[3] ir kt.), kurių investicijų grąža susijusi su kito turto – akcijų, indeksų, fondų, biržos prekių, valiutų kursų ir kt. – verte [31, p. 2]. Niujorko akcijų birža pateikia tokį struktūrinio produkto apibūdinimą – tai investicinis produktas,

[3] Varantas – tai pasirinkimo sandoris (opcionas), kuris suteikia jo turėtojui teisę už nustatytą kainą pirkti nustatytą akcijų ar kitų finansinių priemonių kiekį iki varanto galiojimo termino pabaigos arba termino pabaigos dieną. Tai finansinė priemonė, sukuriama ne investuotojų, o emitentų [13, 7.28 punktas; 18, p. 502].

sudarytas kaip atskira finansinė priemonė, kuri susijusi su kitu instrumentu, akcijų krepšeliu, indeksu, biržos prekėmis, skolos vertybiniais popieriais ar užsienio valiuta [49]. Šiek tiek išsamiau struktūriniai finansiniai produktai apibūdinami tinklalapyje apie struktūrinius finansinius produktus www.structuredretailproducts.com. Šiame tinklalapyje nurodoma, kad struktūrinis finansinis produktas yra investicinis produktas, kurio investicijų grąža iš anksto yra susiejama su tam tikros (vienos ar daugiau) rinkos ar biržos rezultatais. Struktūrinio finansinio produkto investicijų grąža priklauso tik nuo to produkto ar rinkos, su kuria susiejama investicijų grąža. Ir ji nepriklauso nuo struktūrinį produktą išleidusio subjekto sprendimų priėmimo ir vykdymo [53]. Tinklalapyje www.structuredretailproducts.com taip pat nurodoma, kad dažnai (bet ne visada) struktūrinio produkto investicijų grąža priklauso nuo išvestinių finansinių priemonių naudojimo [53]. Visų struktūrinių finansinių produktų investicijų grąža siejama su indeksų, taip pat namų kainų indeksų, akcijų portfelio, fondų, įskaitant alternatyvaus investavimo, rizikos kapitalo fondus, ir kito finansinio turto verte [54]. Vieni struktūriniai produktai gali suteikti kapitalo apsaugą. Kitų pagalba galima tikėtis didelės investicijų grąžos, tačiau yra rizika, kad bus atgauta mažiau nei investuota [53]. Lietuvoje AB SEB bankas taip pat panašiai apibūdina struktūrinius finansinius produktus. Tai įvairių klientams siūlomų finansinių priemonių deriniai, kurie teikiami kaip atskiras produktas ar kaip finansinė priemonė (pavyzdžiui, obligacijos, susietos su akcijomis, akcijų sertifikatai ir kt.) [36, p. 9].

Atsižvelgiant į vartojamus struktūrinių finansinių produktų apibrėžimus ir finansų rinkose siūlomus produktus galima išskirti pagrindinius struktūrinių finansinių produktų požymius. Pirma, tai įvairių finansinių priemonių ir kitų finansinių produktų deriniai, kurie teikiami kaip atskiras produktas ar kaip finansinė priemonė. Antra, struktūrinių finansinių produktų vertė ir investicijų grąža priklauso nuo kokio nors bazinio turto vertės ir nepriklauso nuo produktą išleidusio subjekto priimamų sprendimų ir jų vykdymo [21, p. 2]. Bazinis turtas gali būti akcijos ar jų derinys, fondai, indeksai, biržos prekės, valiutos ir kt. Trečia, kuriant struktūrinį produktą dažnai naudojamos išvestinės finansinės priemonės.

Europos Komisija, tirdama struktūrinių produktų reglamentavimą, nurodė papildomus struktūrinių produktų požymius. Paprastai tai – vidutinės ir ilgalaikės trukmės produktai. Kitas požymis – struktūriniai finansiniai produktai – tai daugiausia neprofesionaliems investuotojams skirtas produktas [32, p. 42].

Struktūriniai finansiniai produktai taip pat gali būti apibūdinti pagal jų atliekamas funkcijas. Nors šių produktų teisinė forma gali būti skirtinga, tačiau funkcijos – panašios. Komisijos komunikate „Mažmeninių investicinių produktų paketai“ išskiriamos tokios nurodytų produktų funkcijos: (1) finansinę priemonę ar kitą finansinį turtą jungiant su kitomis finansinėmis priemonėmis modifikuoja pirminės finansinės priemonės ar turto rizika; (2) struktūrinių produktų pirminė paskirtis – kapitalo kaupimas, nors kai kuriais iš jų gali būti suteikiama ir kapitalo apsauga [43, p. 3];

(3) struktūrinių finansinių produktų pagalba neprofesionalieji investuotojai turi daugiau galimybių patekti į finansų rinkas [43, p. 2], į kurias paprastai nebūtų galimybių tiesiogiai patekti. Pavyzdžiui, netiesiogiai per struktūrinius finansinius produktus neprofesionalieji investuotojai gali investuoti ir į alternatyvaus investavimo fondus (angl. *hedge funds*) [51, p. 5, 18, 20–22]. O į Lietuvoje įsteigtus alternatyvaus investavimo fondus tiesiogiai gali investuoti tik profesionalieji investuotojai (Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo [10] 87 str. 1 d.). Literatūroje taip pat nurodoma, kad struktūriniai finansiniai produktai įsigyjami ir dėl apskaitos pranašumų bei palankios mokestinės aplinkos [21, p. 5]. Kartais dėl mokestinių priežasčių naudingiau investuoti į struktūrinius finansinius produktus nei į tuos instrumentus, su kuriais susieti struktūriniai finansiniai produktai. Pavyzdys galėtų būti investicinis gyvybės draudimas, kai į jį investuoti yra naudingiau dėl mokestinių priežasčių nei į su investiciniu gyvybės draudimu susietus investicinius fondus.

Struktūrinių finansinių produktų grupės

Struktūrinius finansinius produktus pagal jų teisinę formą galima suskirstyti į keletą pagrindinių grupių: (1) struktūrinės finansinės priemonės (angl. *structured securities*); (2) investiciniai indėliai (angl. *structured term deposits* [32, p. 8]); (3) investicinis gyvybės draudimas (ang. *investments packaged as life insurance policies* [32, p. 8]). Pateiktas sąrašas nėra baigtinis, nes nuolat atsiranda naujų finansinių produktų [43, p. 3]. Pažymėtina, kad Komisijos komunikate „Mažmeninių investicinių produktų paketai“ konstatuojama, kad siekiant įgyvendinti numatytus reglamentavimo, susijusio su struktūriniais produktais, pakeitimus bus reikalinga pakankamai tiksli struktūrinių produktų (komunikate prie jų priskiriami ir investiciniai fondai) apibrėžtis, kad būtų išvengta teisinio netikrumo ir galimybės rinktis palankesnes reglamentavimo sąlygas. Tačiau taip pat nurodoma, kad papildomai bus pateiktas „baltasis“ produktų, kuriems bus taikoma arba netaikoma bendroji apibrėžtis, sąrašas. [43, p. 10]

Struktūrinės finansinės priemonės. Šios priemonės paprastai gali būti parduodamos kaip sertifikatai, struktūriniai lakštai, obligacijos arba varantai [43, p. 4]. Jų vertė (termino pabaigoje) paprastai siejama su kitu finansiniu turtu: kita finansine priemone, finansinių priemonių krepšeliu, indeksu, biržos preke (ar prekėmis) ar užsienio valiuta [43, p. 4; 18, p. 446].

Struktūrinės finansinės priemonės kuriamos naudojant išvestines finansines priemones. Didelė dalis struktūrinių finansinių priemonių turi įterptas (angl. *embedded*) tokias išvestines finansines priemones[4], kaip antai pasirinkimo sandoriai (opcionai)[5] [18, p. 446]. Finansinė priemonė, sudaryta iš kelių finansinių priemonių, iš kurių bent viena yra išvestinė, dar va-

[4] Įterptoji išvestinė finansinė priemonė – išvestinė finansinė priemonė, įterpta į kitą finansinę priemonę [17].

[5] Pasirinkimo sandoris (opcionas) – sandoris, pagal kurį už tam tikrą atlygį įsigyjama teisė ar prisiimamas įsipareigojimas ateityje pirkti ar parduoti prekes, finansinį turtą ir pagal kurį sandorio šalys gali pasirinkti sandorio vykdymo laiką [17].

dinama mišriąja finansine priemone [17]. Pasirinkimo sandoriai gali riboti minimalią, maksimalią palūkanų normą, suteikti galimybę išpirkti instrumentą pirma laiko. Įterptieji pasirinkimo sandoriai gali būti iš esmės bet kokio tipo – nuo paprasto, su akcijų indeksu susieto, iki labai sudėtingo, kurio vertė priklauso, pavyzdžiui, nuo trijų indeksų, per laikotarpį imant tą, kuris tuo metu parodė geriausią rezultatą ir ribojant maksimalaus vertės padidėjimo dydį per tą laikotarpį. Dažniausiai tokie instrumentai turi 100 proc. apsaugotą nominalią vertę, t. y. blogiausiu atveju tokio instrumento pirkėjas nieko neuždirbs. Pavyzdžiui, investuotojas perka obligaciją (kaip struktūrinę finansinę priemonę) už garantuojamą nominalią vertę, kuri lygi 100 Lt. Tokiu būdu netiesiogiai jis perka (tiesiogiai perka emitentas) nerizikingą obligaciją, pavyzdžiui, už 95 Lt emisijos kainą. Už likusią 5 Lt sumą emitentas perka įterptąjį pasirinkimo sandorį[6], kuris reikalingas, kad būtų įgyvendinta pasirinkta investavimo strategija. Per obligacijos terminą bus sukaupta 5 Lt vertės palūkanų ir pasikeis pasirinkimo sandorio vertė. Tada, jeigu pasirinkimo sandoris tampa beverčiu, obligacija išperkama už nominalią vertę, kuri yra 100 Lt. Jeigu pasirinkimo sandoris yra pelningas, obligacija išperkama už daugiau negu garantuotas nominalas [18, p. 446]. Taigi nurodytame pavyzdyje struktūrinė finansinė priemonė konstruojama kaip obligacija, o iš sumų, gautų už tokią obligaciją, obligacijos emitentas perka nerizikingas obligacijas ir išvestines finansines priemones. Jomis obligacijos vertė susiejama su kito finansinio turto verte. Lietuvoje, kaip jau minėta, iš struktūrinių finansinių produktų sukauptos lėšos paprastai naudojamos paskoloms finansuoti. Tokiu atveju struktūrinių finansinių priemonių emitentas (pavyzdžiui, bankas) iš surinktų sumų perka tik išvestines finansines priemones, o didžiąją dalį panaudoja paskoloms finansuoti.

Paprastai bankas ar kita institucija, išleisdama struktūrinę finansinę priemonę, pasižada iš anksto nustatytu laiku išpirkti struktūrinę finansinę priemonę už kainą pagal iš anksto nustatytą formulę [43, p. 4]. Pavyzdžiui, Lietuvoje bankai išleisdami obligacijas, susietas su finansinėmis priemonėmis, prospektuose nurodo formulę, pagal kurią skaičiuojama obligacijos vertė jos išpirkimo dieną. Minėta, jeigu pasirinkimo sandoris, kuriuo obligacija susiejama su finansine priemone, yra pelningas, obligacija išperkama už didesnę sumą negu nominalas. Dauguma struktūrinių finansinių priemonių emitentų teikia visišką investuotos sumos apsaugą jos išmokėjimo termino pabaigoje [43, p. 4]. Kartais siūloma ir spekuliacinė grąža, tačiau tokiais atvejais investuotos pagrindinės sumos apsauga yra ribota arba ji visai neteikiama [43, p. 4].

Lietuvoje bankai investuotojams taip pat reguliariai siūlo įsigyti struktūrinių finansinių priemonių[7]. Paprastai siūlomos ne nuosavybės finansinės priemonės (obligacijos, investiciniai lakštai), susietos su akcijomis ar jų krepšeliais [25], indeksais [26], biržos prekėmis [28], užsienio valiutomis [27].

[6] Kartais perkami ir apsikeitimo sandoriai (angl. *swap*).

[7] Pavyzdžiui, žr. www.seb.lt, www.dnbnord.lt, www.snoras.lt

Tokie produktai kartais vadinami SASO (su akcijomis susietos obligacijos) [48].

Lietuvoje platinamų struktūrinių finansinių priemonių pirkėjams dažniausiai teikiama visiška investuotos sumos apsauga jos išmokėjimo termino pabaigoje. Tačiau kartais siūlomi rizikingi produktai, kai blogiausiu atveju investuotojas gali prarasti visą investuotą sumą [29, p. 13; 23, p. 18]. Tokia rizika (prarasti tikėtiną papildomą priemoką ar net visą investuotą sumą) atsiranda dėl to, kad kuriant struktūrinę finansinę priemonę yra naudojamos išvestinės finansinės priemonės (paprastai pasirinkimo sandoriai), kurios įterpiamos į obligaciją ar kitą ne nuosavybės finansinę priemonę [23, p. 22–23].

Banko, išleidusio struktūrines finansines priemones, bankrotas taip pat gali lemti, kad investuotojas gali prarasti visą investuotą sumą. Banko bankroto atveju asmuo, investavęs į struktūrines finansines priemones (pavyzdžiui, į obligacijas susietas su akcijomis), atsiduria kur kas blogesnėje padėtyje nei kiti banko kreditoriai. Be to, jam (kitaip nei asmeniui, pasidėjusiam indėlį) netaikomas indėlių ir įsipareigojimų investuotojams draudimas (Indėlių ir įsipareigojimų investuotojams draudimo įstatymo [8] 3 str.). Struktūrinių finansinių priemonių turėtojo, kaip banko kreditoriaus, reikalavimai būtų tenkinami tik ketvirtąja eile (Bankų įstatymo [4] 87 str. 4 d.). Tokiu atveju investuotojo reikalavimai būtų tenkinami tik patenkinus pirmesnės eilės kreditorių reikalavimus (Įmonių bankroto įstatymo [9] 35 str. 6 d.). Jei išleistos struktūrinės finansinės priemonės būtų užtikrintos, pavyzdžiui, turto įkeitimu ar hipoteka, investuotojas galėtų atgauti investuotas sumas (ar dalį jų) iš lėšų, gautų pardavus įkeistą turtą (Įmonių bankroto įstatymo 34 str.). Tačiau likę nepatenkinti reikalavimai vis tiek būtų tenkinami tik ketvirtąja eile.

Investiciniai indėliai. Investiciniai indėliai, kurie savo struktūra panašūs į finansines struktūrines priemones, gali būti panašiai ir apibrėžiami. Pavyzdžiui, Didžiosios Britanijos finansų tarnybos tinklalapyje nurodoma, kad investicinis indėlis – tai indėlis, kurio palūkanų ar papildomų priemokų dydis nustatomas pagal formulę, susietą su indeksais ar indeksų deriniais, akcijomis ar jų deriniais, taip pat su biržos prekėmis ar jų deriniais [34]. AB „Swedbank“ savo tinklalapyje nurodo, kad investicinis indėlis – indėlis, kurio palūkanos priklauso nuo atitinkamo finansinio turto (akcijų, akcijų indeksų, akcijų fondų), su kuriuo indėlis yra susietas, vertės svyravimo [55]. Siūlomi ir tokie investiciniai indėliai, kurių palūkanų dydis yra garantuojamas, tačiau sumos, padėtos kaip indėlis, grąžinimas priklauso nuo kito finansinio turto vertės [21, p. 7].

Investiciniai indėliai sudaromi iš esmės panašiai kaip struktūrinės finansinės priemonės. Tačiau vietoje obligacijos ar kito ne nuosavybės vertybinio popieriaus yra imamas terminuotas indėlis. Taigi investiciniai indėliai yra terminuoto indėlio ir tokių išvestinių finansinių priemonių kaip įterptojo pasirinkimo sandorio arba palūkanų normos sandorio struktūros derinys [43, p. 4]. Šiomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis indėlis ir yra susiejamas su kito finansinio turto verte.

Lietuvoje daugiausia platinami investiciniai indėliai, susieti su indeksais [39],

fondais [37], taip pat užsienio valiutomis [38]. Siūlomi ir tokie indėliai, kuriuos įsigyjant sumokama papildoma priemoka, galinti padidinti investicijų grąžą, tačiau indėlio termino pabaigoje rizikos premijos grąžinimas nėra garantuojamas. Todėl nesėkmės atveju yra atgaunama tik dalis investuotos sumos.

Pažymėtina, kad banko bankroto atveju indėlininkas, pasidėjęs investicinį indėlį, yra apsaugotas geriau nei asmuo, įsigijęs struktūrines finansines priemones, nes indėlis yra apdraustas. Bankui iškėlus bankroto bylą, indėlininkui pagal Indėlių ir įsipareigojimų investuotojams draudimo įstatymo 9 straipsnio 3 dalies 2 punktą, būtų išmokėta 100 procentų indėlio, tačiau tik iki 100 000 eurų atitinkančios sumos litais. Reikalavimai dėl likusios sumos, kaip ir struktūrinių finansinių priemonių, būtų tenkinami ketvirtąja eile (Bankų įstatymo 87 str. 4 d.). O struktūrinių finansinių priemonių turėtojams, kaip minėta, draudimas apskritai netaikomas.

Gyvybės draudimas, susijęs su investiciniais fondais (investicinis gyvybės draudimas). Teikiant investicinį gyvybės draudimą, dalis įmokos naudojama gyvybės draudimui įsigyti (draudimo įmoka[8]), o likusi suma investuojama į investicinius fondus, pavyzdžiui, KIPVPS [43, p. 3] (Kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektai, kurie yra reglamentuojami pagal specialias ES direktyvas [1–3]). Lietuvoje investicinio gyvybės draudimo įmokos, skirtos investicijoms, paprastai taip pat investuojamos į investicinius fondus [24], tačiau kartais investuojama ir į struktūrinius finansinius produktus, pavyzdžiui, obligacijas, susietas su akcijomis[9].

Investicinio gyvybės draudimo grąža priklauso nuo fondų veiklos rezultatų. Kitaip nei tradicinių gyvybės draudimo produktų atvejais, investiciniu gyvybės draudimu visų pirma (apdraustojo) mirties ar išgyvenimo atveju paprastai garantuojamas ne nustatytos draudimo išmokos, bet sumos, kurią sudaro vieno ar kelių fondų investicinių vienetų rinkos vertė, išmokėjimas [43, p. 3]. Todėl iš esmės draudėjas prisiima investavimo riziką [43, p. 3; 46]. Tačiau tai nereiškia, kad draudikas, siūlydamas draudėjams investicijų objektus ir į juos investuodamas draudėjų lėšas, gali būti nerūpestingas ir neapdairus. Draudikui pažeidus pareigą elgtis rūpestingai ir apdairiai, gali atsirasti draudiko civilinė atsakomybė [19, p. 217]. Taigi gyvybės draudimo, susijusio su investiciniais fondais (kai investavimo rizika tenka draudėjui), grupė apima tokias gyvybės draudimo rūšis, kuriose draudimo sutarties galiojimo metu sukauptų lėšų investavimo rizika ar jos dalis tenka draudėjui, o šių lėšų kaupimas yra susijęs su investicinių fondų ar tam tikro indekso vertės pasikeitimu (Gyvybės draudimo šakos ir ne gyvybės draudimo šakos draudimo grupių aprašymo, patvirtinto 2004 m. kovo 23 d. Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos komisijos nutarimu Nr. N-33 [14], 3 punktas].

Literatūroje nurodoma, kad teoriškai galima pasiūlyti ir tokias draudimo sutartis,

[8] Draudimo įmoka – draudimo sutartyje nurodyta pinigų suma, kurią draudėjas draudimo sutarties sąlygomis moka draudikui už draudimo apsaugą (Draudimo įstatymo [6] 2 str. 21 d.).

[9] Žr. *www.seb.lt*

kurios susijusios su investiciniais fondais, tačiau pagal jas investavimo rizika tektų ne draudėjui, o draudikui. Tokiu atveju draudikas įsipareigotų didinti draudėjo įsigyto investicinio vieneto vertę tam tikru dydžiu (palūkanų norma) [19, p. 220]. Tačiau iškiltų klausimas, ar tokį produktą būtų galima laikyti struktūriniu produktu, nes jis neatitiktų vieno iš struktūrinio finansinio produkto požymio. Tokio produkto vertė ir pelningumas (investicijų grąža) nebepriklausytų tik nuo bazinio turto vertės (šiuo atveju fondo), o priklausytų ir nuo draudiko priimamų investicinių sprendimų ir jų vykdymo. Toks produktas, jei už jį mokama suma iš esmės beveik visa būtų skirta investicijoms, būtų labiau panašus į investicinį fondą (tiksliau į investicinį fondą, kuris investuoja į kitus fondus), o draudikas taptų investicijų valdytoju.

Pastebima, kad dažnai investicinis gyvybės draudimas naudojamas kaip forma, kuria prisidengiant investuojama į fondus. Todėl investicinis gyvybės draudimas kartais vadinamas net alternatyviu investicinių fondų vienetų platinimo kanalu [32, p. 43]. Tai akivaizdu, kai draudimo suma yra labai maža, pavyzdžiui, vienas litas, o visa suma iš esmės skiriama investicijoms į fondus. Tokiais atvejais kyla klausimas, ar tokia investicinio gyvybės draudimo sutartis apskritai gali būti pripažįstama draudimo sutartimi vien dėl to, kad šiuo atveju nėra turtinio intereso, t. y. nėra draudimo sutarties dalyko (draudimo objekto). Draudėjo turtinis interesas yra ne tik draudimo sutarties dalykas, bet ir svarbiausia bei būtina visų draudimo sutarčių sudarymo sąlyga [19, p. 61, 63].

Struktūriniams finansiniams produktams kartais priskiriami ir **investiciniai fondai** [43, p. 2], arba tiksliau – kolektyvinio investavimo subjektai. Nurodoma, kad jie ekonominėmis ypatybėmis investuotojų atžvilgiu savo esme yra panašūs į struktūrinius finansinius produktus [30, p. 1] ir su jais konkuruoja, nors jie skiriasi savo charakteristikomis, rezultatais, rizika, reguliavimu ir apmokestinimu [52, p. 2].

Kolektyvinio investavimo subjektas – investicinis fondas ar investicinė bendrovė, kurių sudarymo vienintelis tikslas – nustatyta tvarka siūlant investicinius vienetus ar akcijas, kaupti asmenų lėšas ir padalijant riziką jas kolektyviai investuoti į Kolektyvinio investavimo subjektų įstatyme nurodytą turtą laikantis šiame įstatyme nustatytų investavimo reikalavimų (Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str. 15 d.). Lietuvoje, kaip ir ES, skiriami dviejų rūšių kolektyvinio investavimo subjektai [43, p. 3]. Tai ES direktyvų [1–3] reglamentuojami kolektyvinio investavimo subjektai arba suderintieji kolektyvinio investavimo subjektai (Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str. 30 d.). Kita rūšis – pagal nacionalinę teisę reglamentuojami kolektyvinio investavimo subjektai, Lietuvoje vadinami specialiaisiais kolektyvinio investavimo subjektais (Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str. 28 d.). Tai kolektyvinio investavimo subjektas, kurio investiciniai vienetai ar akcijos negali būti platinami kitoje valstybėje narėje ES direktyvose numatyta tvarka ir kuriam netaikomi ES teisės reikalavimai.

Kolektyvinio investavimo subjektų (toliau tekste kaip kolektyvinio investavimo subjektų sinonimas vartojamas ir terminas „investiciniai fondai“) priskyrimas prie struktūrinių finansinių produktų

iš esmės grindžiamas tuo, kad investicinių fondų vienetai paprastai, kaip ir kiti šiame straipsnyje aptarti produktai, yra platinami neprofesionaliems investuotojams. Tačiau investicinių fondų negalima priskirti prie struktūrinių produktų, nes jie neatitinka vieno iš struktūrinio finansinio produkto požymio. Investicinio fondo vertė ir investicijų grąža nepriklauso vien nuo turto, į kurį investavo fondo valdytojas ir kuris sudaro investicinio fondo turtą. Vertė ir investicijų grąža priklauso ir nuo fondo valdytojų investicinių sprendimų priėmimo ir vykdymo. Tiesa, kai kurie fondai, platinami neprofesionaliesiems investuotojams, privalo naudoti lyginamąjį indeksą[10], kuris turi būti pasirenkamas atsižvelgiant į investavimo strategiją (Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 33 str.). Dar vienas skirtumas yra tas, kad struktūrinių finansinių priemonių, investicinių indėlių ar investicinio gyvybės draudimo atveju investuotojams tenka kitos šalies (emitento) nemokumo rizika. O investuotojas, kuris patiki savo turtą fondo valdytojui, prisiima riziką, kad valdytojas gali neveikti geriausiomis investuotojui sąlygomis [32, p. 40]. Valdymo įmonės ar investicinės bendrovės bankroto atveju bankroto administratorius grąžina valdymo įmonės valdomų kolektyvinio investavimo subjektų dalyviams ar investicinės bendrovės akcininkams priklausančias lėšas arba perduoda valdymo įmonės valdomų kolektyvinio investavimo subjektų valdymą kitai valdymo įmonei (Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 19 str. 5 d.). Investicinių fondų priskyrimas struktūriniams finansiniams produktams būtų abejotinas ir dėl to, kad yra išskiriama atskira finansinių priemonių grupė kaip kolektyvinio investavimo subjektai, kurių reglamentavimas skiriasi nuo šiame straipsnyje aptartų struktūrinių finansinių produktų. Be to, ne visi investiciniai fondai gali būti platinami neprofesionaliesiems investuotojams. Pavyzdžiui, Lietuvoje gali būti steigiami tik tokie alternatyvaus kolektyvinio investavimo subjektai (specialiojo kolektyvinio investavimo subjekto rūšis), kurių dalyviais gali būti tik profesionalieji investuotojai (Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 87 str. 1 d.). Dėl nurodytų priežasčių šiame straipsnyje laikoma, kad investiciniai fondai nėra struktūriniai finansiniai produktai. Nors struktūrinius finansinius produktus suprantant plačiai (tik kaip tam tikrų finansinių produktų derinį, teikiamą kaip atskirą finansinę priemonę), investicinius fondus būtų galima laikyti struktūriniais finansiniais produktais.

Išanalizavus struktūrinių finansinių produktų sampratą, jų grupes, galima patikslinti pagrindinius struktūrinių finansinių produktų požymius. Pirma, struktūriniai finansiniai produktai yra įvairių finansinių priemonių ir kitų finansinių produktų deriniai, išleidžiami į rinką kaip atskiras produktas ar kaip finansinė priemonė. Antra, struktūrinių finansinių produktų vertė ir investicijų grąža priklauso nuo bazinio

[10] Lyginamasis indeksas – valdymo įmonės ar investicinės bendrovės, kurios turto valdymas neperduotas valdymo įmonei, pasirenkamas rodiklis, su kurio reikšmės kitimu lyginama kolektyvinio investavimo subjekto investicijų grąža (Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str. 20 d.). Lyginamasis indeksas turi būti parinktas taip, kad tiksliai atspindėtų sudarymo dokumentuose (taisyklėse, įstatuose) nustatytą investavimo strategiją – investicijų rūšis (turto klases), jų proporcijas, investicijų geografinį pasiskirstymą (Lyginamųjų indeksų naudojimo taisyklių, patvirtintų Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2008 m. kovo 14 d. nutarimu Nr. 1K-8 [15], 6 punktas).

turto (akcijų, jų derinio, fondų, indeksų, biržos prekių, valiutų ir kt.) vertės ir nepriklauso nuo produktą išleidusio subjekto priimamų sprendimų ir jų vykdymo. Trečia, investuojantiems į struktūrinius finansinius produktus tenka kitos šalies (produkto emitento) nemokumo rizika. Ketvirta, kuriant struktūrinius finansinius produktus (išskyrus investicinį gyvybės draudimą) naudojamos išvestinės finansinės priemonės. Kiti požymiai tik papildo išvardytus pagrindinius požymius.

Struktūrinių finansinių produktų apyvartos teisinis reguliavimas

Struktūrinių finansinių produktų apyvarta nėra atskirai reguliuojama, nepaisant didelės apimties investicijų į šiuos produktus. Pastaraisiais metais visame pasaulyje svarstoma apie reformas, susijusias su struktūrinių finansinių produktų apyvartos reguliavimu [21, p. 5]. Tai aktualu ir ES mastu. ES 2009 m. balandžio 30 d. buvo parengtas Komisijos komunikatas Europos Parlamentui ir Tarybai „Mažmeninių investicinių produktų paketai“ [43]. Tai viena iš reformos priemonių, skirtų reglamentavimo trūkumams, susijusiems su struktūrinių produktų apyvarta, šalinti. Toliau detaliau ir aptariamas struktūrinių finansinių produktų apyvartos reguliavimas Lietuvoje bei ES.

Struktūrinių finansinių produktų apyvarta Lietuvoje reguliuojama iš esmės pagal siūlomų produktų teisinę formą, t. y. pagal pagrindinį produktą, kuris, sujungtas su kitais produktais, siūlomas kaip atskiras struktūrinis finansinis produktas. Taigi Lietuvoje nėra specialaus struktūrinių finansinių produktų (struktūrinių finansinių priemonių, investicinių indėlių, investicinio gyvybės draudimo) apyvartos reguliavimo. Pavyzdžiui, su finansinėmis priemonėmis susietų obligacijų apyvarta yra reguliuojama kaip obligacijų, nors, obligacijų, susietų su finansinėmis priemonėmis, rizika dėl išvestinių finansinių priemonių naudojimo skiriasi [7]. Išvestinės finansinės priemonės yra vienos iš rizikingiausių finansinių priemonių [18, p. 276]. Taisyklių dėl informacijos, susijusios su obligacijų, kurios susietos su finansinėmis priemonėmis, apyvarta, atskleidimo prospektuose taip pat nėra nustatyta [11; 16]. Panašiai ir su investiciniais indėliais. Jie traktuojami kaip paprasti terminuoti indėliai (Civilinis kodekso [5] 6.892–6.902 str.). Pažymėtina, kad indėliai pagal Finansinių priemonių rinkų direktyvą, taip pat pagal Finansinių priemonių rinkų įstatymą nėra priskiriami finansinėms priemonėms. Tad teisiniams santykiams, kurie susiklosto dėl investicinių indėlių apyvartos, nėra taikomi nurodyti teisės aktai, nors investicinį indėlį, kaip jau nustatyta, sudaro ne tik indėlis, bet ir išvestinės finansinės priemonės. Analogiškas ir teisinių santykių, kurie susiklosto dėl investicinio gyvybės draudimo, reguliavimas. Pagal Draudimo įstatymo 7 straipsnio 2 dalies 3 punktą gyvybės draudimas, susijęs su investiciniais fondais (investicinis gyvybės draudimas), priskiriamas gyvybės draudimo šakai. Investicinis gyvybės draudimas traktuojamas kaip viena iš gyvybės draudimo grupių ir jam taikomos tos taisyklės, kurios taikomos ir kitoms gyvybės draudimo grupėms. Specialaus reguliavimo nėra, nors investuojant į investicinį gyvy-

bės draudimą netiesiogiai investuojama ir į investicinius fondus. Klausimų, susijusių su investiciniais fondais, reguliavimas, kaip minėta, yra detalus ir gana išsamiai reglamentuojami aspektai, susiję su informacijos atskleidimu, rizika, mokėjimais ir kitomis investuotojų teisėmis. Vienintelis teisės aktas, kuris šiek tiek detaliau reglamentuoja investicinio gyvybės draudimo tam tikrus klausimus, yra Draudėjų informavimo apie gyvybės draudimą, susijusį su investiciniais fondais (kai investavimo rizika tenka draudėjui), tvarkos aprašas (toliau – Aprašas), patvirtintas Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos 2006 m. liepos 11 d. nutarimu Nr. N-74 [12]. Aprašas nustato informacijos, kuri privalo būti pateikta draudėjui prieš sudarant investicinio gyvybės draudimo sutartį bei investicinio gyvybės draudimo sutarties galiojimo metu, turinį bei šios informacijos teikimo tvarką (Aprašo 1 p.).

Lietuvoje specialiai struktūrinių finansinių produktų apyvartai reguliuoti yra skirta tik keletas rekomendacinio pobūdžio teisės aktų. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija (toliau – VPK) yra patvirtinusi ES direktyvomis, Lietuvos įstatymais ir poįstatyminiais teisės aktais pagrįstas gaires dėl investicinių produktų reklamos. 2008 m. rugpjūčio 7 d. VPK sprendimu (VPK posėdžio protokolo Nr. 6K-16) buvo patvirtintos Finansinių priemonių ir investicinių paslaugų reklamos bei reklaminio pobūdžio informacijos apie jas teikimo gairės [35], o 2009 m. lapkričio 26 d. VPK sprendimu (VPK posėdžio protokolo Nr. 6K-27) – Investicinių produktų ir investicinių paslaugų reklamos teikimo gairės [40].

ES specialaus reguliavimo teisiniams santykiams, kurie susiklosto dėl struktūrinių finansinių produktų apyvartos, taip pat nėra. Struktūrinių produktų apyvarta kaip ir Lietuvoje reguliuojama iš esmės pagal siūlomų investicijų formą, t. y. pagal pagrindinį produktą, kuris siūlomas kaip atskiras struktūrinis finansinis produktas [42; 43, p. 6]. Poreikis ES lygiu suvienodinti taupymo ir investavimo produktams, įskaitant struktūriniams finansiniams produktams, taikomus teisės aktų reikalavimus buvo įvardytas dar 2005 m. Europos Komisijos parengtoje žaliojoje knygoje „Dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo“ [33, p. 8–9]. Išskiriamos tokios pagrindinės sritys, kuriose būtina nuosekliau sureguliuoti klausimus, susijusius su struktūriniais finansiniais produktais: informacijos atskleidimas, produktų licencijavimas, platinimas, įskaitant platinimą užsienyje [30, p. 2–3]. Komisijos komunikate „Mažmeninių investicinių produktų paketai“ konstatuojama, kad teisiniai produktų skaidrumo, pardavimo ir konsultavimo reikalavimai skiriasi atsižvelgiant į teisinę produkto formą ir platinimo būdą. Pabrėžiama, kad, atsižvelgiant tik į teisinę šių produktų formą, neprofesionaliojo investuotojo apsauga neturėtų skirtis. Siekiama užtikrinti, kad struktūrinių finansinių produktų rinkos ES veiktų remiantis šiais principais: didesnis skaidrumas, geresnis išaiškinimas, į ką siūloma investuoti, ir investuotojų interesus atitinkantis produktų pardavimas [43, p. 2].

Išvados

1. Struktūriniai finansiniai produktai apibūdinami skirtingais terminais ir nėra vieno bendro nusistovėjusio termino. Tačiau teisinę prigimtį atskleidžia pagrindiniai šiuos produktus apibūdinantys požymiai. Pirma, struktūriniai finansiniai produktai yra įvairių finansinių priemonių ir kitų finansinių produktų deriniai, išleidžiami į rinką kaip atskiras produktas. Antra, struktūrinių finansinių produktų vertė ir investicijų grąža priklauso nuo bazinio turto (akcijų, jų derinio, fondų, indeksų, biržos prekių, valiutų ir kt.) vertės ir nepriklauso nuo produktą išleidusio subjekto priimamų sprendimų ir jų vykdymo. Trečia, investuojantiems į struktūrinius finansinius produktus tenka kitos šalies (produkto emitento) nemokumo rizika. Ketvirta, kuriant struktūrinius finansinius produktus (išskyrus investicinį gyvybės draudimą) naudojamos išvestinės finansinės priemonės, jas integruojant į struktūrinį finansinį produktą. Išvestinės finansinės priemonės reikalingos, kad būtų įgyvendinta pasirinkta investavimo strategija. Jų pagalba struktūrinio finansinio produkto vertė susiejama su kito finansinio turto verte.
2. Struktūriniai finansiniai produktai pagal teisinę formą skirstomi į (1) struktūrines finansines priemones; (2) investicinius indėlius; (3) investicinį gyvybės draudimą. Struktūrinės finansinės priemonės ir investiciniai indėliai sudaromi panašiai, tačiau vienu atveju produktas parduodamas kaip sertifikatas, struktūrinis lakštas, obligacija arba varantas, kitu atveju – kaip terminuotas indėlis. Struktūrinių finansinių priemonių ir investicinių indėlių vertė siejama su kita finansine priemone, finansinių priemonių krepšeliu, indeksu, biržos preke (ar prekėmis) ar užsienio valiuta. Investicinio gyvybės draudimo atveju produktas siūlomas kaip gyvybės draudimas, o investicijų grąža priklauso nuo investicinių fondų, į kuriuos yra investuojama dalis už investicinį gyvybės draudimą sumokėtų sumų.
3. Lietuvoje specialaus struktūrinių finansinių produktų (struktūrinių finansinių priemonių, investicinių indėlių, investicinio gyvybės draudimo) apyvartos reguliavimo nėra. Struktūrinių finansinių produktų apyvarta Lietuvoje reguliuojama iš esmės pagal siūlomų produktų teisinę formą, t. y. pagal pagrindinį produktą (obligaciją ar kitą ne nuosavybės finansinę priemonę, indėlį, gyvybės draudimą), kuris, sujungtas su kitais produktais, siūlomas kaip atskiras struktūrinis finansinis produktas.
4. Siekiant apsaugoti neprofesionaliųjų investuotojų teises būtinas specialus struktūrinių finansinių priemonių apyvartos reguliavimas. Šių produktų apyvartos reguliavimas pagal struktūrinio finansinio produkto teisinę formą nevisiškai atitinka neprofesionaliųjų investuotojų interesus. Neatsižvelgiama į tai, kad sudarant struktūrinius finansinius produktus kaip produktas naudojamos išvestinės finansinės priemonės, kurių naudojimas keičia struktūrinio finansinio produkto riziką. Taip pat ignoruojama tai, kad investiciniai indėliai, nebūdami finansine priemone, yra su-

kuriami naudojant išvestines finansines priemones ir platinami išvengiant tų finansinių priemonių apyvartai taikomo reguliavimo. O investiciniu gyvybės draudimu dažnai tik „pridengiamos“ investicijos į investicinius fondus.

LITERATŪRA

Norminiai teisės aktai

1. 1985 m. gruodžio 20 d. Tarybos direktyva 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektais (KIAVPS), derinimo (OL 2004 m. specialusis leidimas, 6 skyrius, 1 tomas, p. 139).
2. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 85/611/EEB, 93/6/EEB ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2000/12/EB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 93/22/EB (OL, 2004 m. specialusis leidimas, 6 skyrius, 7 tomas, p. 263).
3. 2007 m. kovo 19 d. Komisijos direktyva 2007/16/EB, įgyvendinanti Tarybos direktyvą 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo, patikslinant tam tikrus apibrėžimus (OL 2007 L 79, p. 11).
4. Lietuvos Respublikos bankų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2004, Nr. 54-1832.
5. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2000, Nr. 74-2262.
6. Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2003, Nr. 94-4246.
7. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-627.
8. Lietuvos Respublikos indėlių ir įsipareigojimų investuotojams draudimo įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2002, Nr. 65-2635.
9. Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2001, Nr. 31-1010.
10. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2003, Nr. 74-3424.
11. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-626.
12. Draudėjų informavimo apie gyvybės draudimą, susijusį su investiciniais fondais (kai investavimo rizika tenka draudėjui), tvarkos aprašas, patvirtintas Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos 2006 m. liepos 11 d. nutarimu Nr. N-74 // Valstybės žinios, 2006, Nr. 78-3104.
13. Finansų maklerio įmonių ir valdymo įmonių kapitalo pakankamumo reikalavimų taisyklės, patvirtintos Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2007 m. kovo 22 d. nutarimu Nr. 1K-10 (su pakeitimais ir papildymais) // Valstybės žinios, 2007, Nr. 36-1349.
14. Gyvybės draudimo šakos ir ne gyvybės draudimo šakos draudimo grupių aprašymas, patvirtintas 2004 m. kovo 23 d. Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos nutarimu Nr. N-33 // Valstybės žinios, 2004, Nr. 47-1567.
15. Lyginamųjų indeksų naudojimo taisyklės, patvirtintos Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2008 m. kovo 14 d. nutarimu Nr. 1K-8 // Valstybės žinios, 2008, Nr. 32-1141.
16. Vertybinių popierių prospekto rengimo ir tvirtinimo bei informacijos atskleidimo taisyklės, patvirtintos 2005 m. liepos 15 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimu Nr. 1K-21 // Valstybės žinios, 2005, Nr. 91-3420.
17. 26-asis verslo apskaitos standartas „Išvestinės finansinės priemonės“, patvirtintas Viešosios įstaigos Lietuvos Respublikos apskaitos instituto direktoriaus 2007 m. rugsėjo 17 d. įsakymu Nr. VAS-6 // Valstybės žinios, 2007, Nr. 99-4045.

Specialioji literatūra

18. KANCEREVYČIUS, Gitanas. *Finansai ir investicijos*. 3-ias atnaujintas leidimas. Kaunas: Smaltijos leidykla, 2009.
19. KONTAUTAS, Tomas. *Draudimo sutarčių teisė*. Monografija. Vilnius: Justitia, 2007.
20. Lietuvių kalbos žodynas [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-11-28]. Prieiga per internetą: <http://www.lkz.lt>.

21. OFIR, Moran; WIENER, Zvi. Investment in Financial Structured Products from a Rational Choice Perspective [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-04]. Prieiga per internetą <http://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/phd/ofir.pdf>.
22. FULLER, Geoff; COLLETT, Elizabeth. Structured investment vehicles – the dullest business on the planet? In *Capital Markets Law Journal* [interaktyvus]. 2008, nr. 4 [žiūrėta 2009-09-04], p. 376–388. Prieiga per internetą: <http://cmlj.oxfordjournals.org/cgi/content/full/3/4/376>.

Praktinė medžiaga

23. AB SEB banko 1 500 000 000 litų ne nuosavybės vertybinių popierių bazinis prospektas, VPK patvirtintas 2009-10-01 [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/pdf/lt/BAZINIS_PROSPEKTAS_091001.pdf>.
24. AB SEB banko investavimo kryptys ir objektai [interaktyvus]. 2009-09-30 [žiūrėta 2009-12-07]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/pdf/lt/SEB_GD_invest-kryptys.pdf>.
25. AB SEB banko su Brazilijos įmonių akcijomis susietų obligacijų emisijų, leidžiamų pagal 1 500 000 000 litų ne nuosavybės VP emisijų programos bazinį prospektą, galutinių sąlygų aprašas Nr. 20091001/003 [interaktyvus]. 2009-11-03 [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/Archyvas/Galutines_salygos_Brazilija_LTL.pdf>.
26. AB SEB banko su indeksu BNP Paribas Millenium 10 Europe Excess Return susietų obligacijų emisijų leidžiamų pagal 1 000 000 000 litų ne nuosavybės VP emisijų programos bazinį prospektą galutinių sąlygų aprašas [interaktyvus]. 2008-02-20 [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/Archyvas/Galutines%20salygos_Millenium.pdf>.
27. AB SEB banko su valiutų kursu EUR/PLN susietų obligacijų emisijų, leidžiamų pagal 1 500 000 000 litų ne nuosavybės VP emisijų programos bazinį prospektą, galutinių sąlygų aprašas Nr. 20091001/002 [interaktyvus]. 2009-11-03 [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/Archyvas/Galutines_salygos_EURPLN.pdf >.
28. AB SEB banko su žaliavų krepšeliu susietų obligacijų emisijos, leidžiamos pagal 1 500 000 000 litų ne nuosavybės VP emisijų programos bazinį prospektą, galutinių sąlygų aprašas [interaktyvus]. 2009-09-29 [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/Archyvas/Galutines_salygos_LTL_Zaliavos.pdf>.
29. AB SEB Vilniaus banko dvejopo pelno investicinių lakštų, kurių pelningumas susietas su akcijų kainų indeksu Dow Jones EURO STOXX 50, vertybinių popierių raštas [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/pdf/lt/DPIL_VP_rastas.pdf>.
30. CESR meeting. 3L3 cooperation: Level playing field between different savings and investment products [interaktyvus]. 2006-05-04 [žiūrėta 2009-12-07]. Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/uploads/CESR-2006-05-04-1priedas%20_2.pdf>.
31. Comment Letter on File No. S7-13-08 [interaktyvus]. 2008-07-25 [žiūrėta 2009-12-03]. Prieiga per internetą: <http://www.sec.gov/comments/s7-13-08/s71308-54.pdf>.
32. Commission Staff Working Document Accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament and the Council Packaged Retail Investment Products Impact Assessment [interaktyvus]. 2009-04-30 [žiūrėta 2009-11-26]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/29042009_impact_assessment_en.pdf>.
33. Europos Komisijos žalioji knyga „Dėl ES investicinių fondų sistemos pagerinimo“ [interaktyvus]. 2005-07-12 [žiūrėta 2009-12-01]. Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/lt/com/2005/com2005_0314lt01.pdf>.
34. Financial Services Authority *Glossary* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/Glossary/S>.
35. Finansinių priemonių ir investicinių paslaugų reklamos bei reklaminio pobūdžio informacijos apie jas teikimo gairės, patvirtintos 2008 m. rugpjūčio 7 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos sprendimu (posėdžio protokolo Nr. 6K-16) [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-02]. Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/new/documents/Gaires_del_reklamos%20II.pdf>.
36. Finansinių priemonių rizikos aprašymas [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-03]. Prieiga per

internetą: <http://www.seb.lt/pdf/lt/finansiniu_priemoniu_rizikos_aprasymas.pdf>.
37. Investicinio indėlio terminai ir sąlygos Nr. 29 Pasaulis 1 (LTL) [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.swedbank.lt/files/inv_indelis_lt00029.pdf>.
38. Investicinio indėlio terminai ir sąlygos Nr. 72 Valiutų krepšelis 1 (LTL) [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.swedbank.lt/files/PDF/LT00072_LIT.pdf>.
39. Investicinio indėlio terminai ir sąlygos Nr. 77 BRIK 2 su rizikos premija (LTL) [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.swedbank.lt/files/PDF/LT00077_LIT.pdf>.
40. Investicinių produktų ir investicinių paslaugų reklamos teikimo gairės, patvirtintos 2009 m. lapkričio 26 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos sprendimu (posėdžio protokolo Nr. 6K-27) [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-02]. Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/new/documents/Reklamos%20gaires_13K-9_2009_11_26.pdf>.
41. Investopedia *Dictionary* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009-11-19]. Prieiga per internetą: <http://www.investopedia.com/terms/s/structurednote.asp>.
42. Kolektyvinio investavimo subjektų ir struktūrinių finansinių produktų teisinės aplinkos lyginamoji lentelė [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-07]. Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/uploads/CESR-2006-05-04-2priedas%20_2.pdf>.
43. Komisijos komunikatas Europos Parlamentui ir Tarybai „Mažmeninių investicinių produktų paketai“ [interaktyvus]. 2009-04-30 [žiūrėta 2009-11-26]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/29042009_communication_lt.pdf>.
44. Komisijos tarnybų darbinis dokumentas, pridedamas prie dokumento Komisijos komunikatas „Mažmeninių investicinių produktų paketai“ [interaktyvus]. 2009-04-30 [žiūrėta 2009-11-25]. Prieiga prie interneto: <http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/29042009_executive_summary_lt.pdf>.
45. Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisija *2008 metinė ataskaita* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-11-16]. Prieiga per internetą: <http://www.dpk.lt/files/apzvalga/apzvalga2008.pdf>.
46. Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos Gyvybės draudimo informacinis gidas [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-07]. Prieiga per internetą: < http://www.dpk.lt/gyvybe.klausimynas.php>.
47. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija *2008 m. Vertybinių popierių komisijos ataskaita ir finansinių priemonių rinkos tendencijos* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-11-16]. Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/new/documents/2008%20veiklos%20ataskaita.pdf>.
48. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija *Su akcijomis susietos obligacijos* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-11-19]. Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/svietimas/index.php?fuseaction=products.view&mid=17&cid=141&id=44>.
49. New York Stock Exchange *Glossary* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-03]. Prieiga per internetą: <http://www.nyse.com/glossary/Glossary.html>.
50. OŠKELIŪNAS, Vilius. Kokie vertybiniai popieriai yra struktūrizuoti ir kokie struktūrizuotų vertybinių popierių ypatumai [interaktyvus]? Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija [žiūrėta 2009-11-19]. Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/duk/?id=13167>.
51. Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission [interaktyvus]. 2006 [žiūrėta 2009-11-25]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf>.
52. Report of the Expert Group on Investment Fund Market Efficiency [interaktyvus]. 2006 [žiūrėta 2009-12-01]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/efficiency_en.pdf>.
53. Structured Retail Products *Jargon* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-01]. Prieiga per internetą: <http://www.structuredretailproducts.com/jargon.php?letter=S>.
54. Structured Retail Products *Jargon* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-01]. Prieiga per internetą: <http://www.structuredretailproducts.com/jargon.php?letter=U#144>.
55. Swedbank, AB *Investicinis indėlis* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-06]. Prieiga per internetą: <http://www.swedbank.lt/lt/pages/privatiems/investicinis_indelis>.

STRUCTURED FINANCIAL PRODUCTS, THE LEGAL NATURE AND LEGAL REGULATION OF THEIR MARKET

Mindaugas Gedeikis

S u m m a r y

There are currently no legal definitions of structured financial products in the legislation of Lithuania or European Union. In practice briefly structured financial products are defined as products that are based on an underlying security such as a single equity, a basket of stocks, an index, a commodity, a debt issuance or a foreign currency.

The main structural features of structured financial products are as follows: structured financial products combine variety of financial instruments and other financial products, and are issued into the market as a separate product; the return on structured financial product is based on an underlying security such as a single equity, a basket of stocks, indices, funds, commodities, a foreign currency, etc. and not on the discretion of the product provider; the investor of structured financial products assumes the counterparty risk; the structured financial product excluding unit-linked life insurance policies relies on the use of derivatives to generate the return.

Structured financial products in accordance with their legal form include the following groups: structured securities, structured term deposits, investments packaged as life insurance policies (unit-linked life insurance policies).

Structured securities may be sold to investors as certificates, structured notes (bonds) or warrants. Structured securities are derived from or based on a single security, a basket of securities, an index, a commodity, a debt issue or a foreign currency. Structured securities are developed with the use of derivatives. Similarly structured term deposits offer a combination of a term deposit with derivatives. In unit-linked life insurance policies a portion of the premium is used to purchase life cover (the sum assured) with the balance invested in a fund. Therefore, the return on the policy is linked to the performance of the funds.

There is no specific regulation of structured financial products market in Lithuania. Its regulation is based on the legal form structured financial products are offered. The legal forms include a bond or other non-equity securities, term deposits, life insurance. Accordingly, specific regulation dealing with structured financial products may be warranted to improve investors protection.

Įteikta 2009 m. gruodžio 24 d.
Priimta publikuoti 2010 m. balandžio 7 d.