

VILNIAUS UNIVERSITETAS

Juozas Rimas

PRIVATAUS KAPITALO SANDORIAI: BENDROVIŲ TEISĖS ASPEKTAI

Daktaro disertacija

Socialiniai mokslai, teisė (01 S)

Vilnius, 2010

Disertacija rengta 2005 – 2009 metais Vilniaus universitete.

Mokslinis vadovas:

Prof. habil. dr. Valentinas Mikelėnas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S) (2005 – 2006 m.)

Doc. dr. Andrius Smaliukas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S) (2006 – 2009 m.)

Turinys

Santrumpų sąrašas	6
Iliustracijų sąrašas	8
Darbe vartojamų specialių terminų žodynas	9
Ginamieji teiginiai	18
Įvadas	20
Tyrimo objektas, tikslai ir uždaviniai.....	27
Darbo mokslinis naujumas ir praktinė reikšmė	29
Tyrimo šaltiniai.....	31
Tyrimo metodologija.....	34
1. Privataus kapitalo samprata	37
1.1. Privataus kapitalo apibrėžimas.....	37
1.2. Privataus kapitalo rinkos reikšmė	41
2. Privataus kapitalo sandorio samprata	45
2.1. Privataus kapitalo sandorio požymiai.....	46
2.1.1. Uždaras bendrovės-taikinio pobūdis	46
2.1.2. Investuotojo profesionalumas.....	49
2.1.2.1. Privataus kapitalo investuotojo tipiška struktūra (pasaulinė praktika)	49
2.1.2.2. Privataus kapitalo fondų esamo reguliavimo pagal Lietuvos teisę trumpa apžvalga.....	57
2.1.3. Specialiosios paskirties vienetas kaip nominalusis įgijėjas.....	61
2.1.3.1. Specialiosios paskirties vieneto funkcijos privataus kapitalo sandoryje	62
2.1.3.1.1. Atsakomybės ribojimo funkcija.....	62
2.1.3.1.2. Subordinavimo funkcija.....	66
2.1.3.1.3. Akcijų nuosavybės struktūros keitimo palengvinimo funkcija	70
2.1.3.1.4. Mokesčių planavimo funkcija.....	70
2.1.3.2. SPV sistemos naudojimas	73
2.1.4. Įgijimo finansavimo heterogeniškumas	77
2.1.5. Investuotojo aktyvumas, nukreiptas į investicijas bei investuotojo pasitraukimo apsaugą.....	78
2.1.6. Investuotojo ir taikinio vadovų interesų derinimo siekis	82
2.1.7. Pasitraukimas kaip investicijos realizavimo priemonė po apibrėžto investavimo laikotarpio ...	86
2.2. Privataus kapitalo sandorio apibrėžimas	91
2.3. Privataus kapitalo sandorių (išpirkimo sandorių) rūšys	93
2.4. Privataus kapitalo sandorio, kaip proceso, dalyviai	98
2.4.1. Bendrovė-taikinys	99
2.4.2. Kredito davėjai	105
3. Finansinė pagalba	108
3.1. Bendrieji privataus kapitalo sandorio finansavimo klausimai	108
3.1.1. Įvadas	108
3.1.2. Kredito ir kapitalo sampratų santykis įgijimo finansavimo struktūroje.....	109
3.1.2.1. Kreditas ir jo sub-lygmenys	112
3.1.2.2. Kapitalas ir jo sub-lygmenys.....	117
3.1.3. Kredito vaidmuo privataus kapitalo sandoryje.....	120
3.2. Finansinė pagalba ir jos liberalizavimo ribos	131
3.2.1. Įvadas	131
3.2.2. Finansinės pagalbos samprata.....	133
3.2.3. Staurinamasis finansinės pagalbos sampratos aiškinimas	137
3.2.4. Finansinės pagalbos suteikimo teisinės pasekmės.....	140
3.2.5. Finansinės pagalbos reguliavimo pagrindimas.....	141
3.2.6. Santykis tarp finansinės pagalbos ir ex post reorganizavimo.....	147
3.2.7. Kritisė reformos analizė.....	148
4. Interesų konfliktai privataus kapitalo sandoryje	150
4.1. Bendrieji klausimai.....	150

4.2. Interesų konfliktai iki sandorio sudarymo	153
4.2.1. Bendrovės vadovų ir akcininkų (pardavėjų) interesų konfliktai	153
4.2.1.1. Išimtinumo sutartis	153
4.2.1.2. Rezervavimo sutartis	155
4.2.1.3. Finansinė pagalba	158
4.2.2. Interesų konfliktai tarp kredito davėjo ir kitų sandorio dalyvių	159
4.3. Interesų konfliktai po sandorio sudarymo	161
4.3.1. Investuotojo, bendrovės vadovų ir kreditorių interesų konfliktai	161
4.3.2. Interesų konfliktai tarp investuotojo ir bendrovės	165
4.3.3. Interesų konfliktai tarp kitų teisių turėtojų	169
4.3.3.1. Bendrieji klausimai	169
4.3.3.2. Interesų konfliktai tarp bendrovės akcininkų	169
4.3.3.3. Interesų konfliktai tarp bendrovės kreditorių	170
4.3.3.4. Interesų konfliktai tarp bendrovės vadovų	172
4.4. Interesų konfliktai MBO sandoriuose	173
4.4.1. Interesų konfliktų MBO specifika	173
4.4.2. Informacijos asimetrija	175
4.4.3. Interesų konfliktų MBO sandoriuose rūšys	177
4.4.3.1. Bendrovės vadovų ir akcininkų interesų konfliktai dėl akcijų pardavimo kainos	177
4.4.3.2. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, nulemti vadovų sutartinių įsipareigojimų	182
4.4.3.3. Bendrovės vadovo, kaip akcijų įgijėjo, galimybė daryti įtaką akcijų pardavėjo priimamiems sprendimams	185
4.4.3.4. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su pardavėjo teikiamomis garantijomis	186
4.4.3.5. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su bendrovės įprastine veikla laikotarpiu tarp sandorio sudarymo ir užbaigimo	188
4.4.3.6. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su akcijų pardavimo kainos koregavimu po sandorio užbaigimo	190
4.5. Su akcijomis siejamas atlyginimas kaip investuotojo ir vadovų interesų derinimo priemonė	193
4.5.1. Įvadas	193
4.5.2. Su akcijomis siejamo atlyginimo samprata	195
4.5.3. Opcionu neapsunkintos akcijos	204
4.5.4. Akcijų opcionai	205
4.5.4.1. Bendrieji akcijų opcionų klausimai	205
4.5.4.2. Opciono vertės problema	210
4.5.5. Virtualios akcijos	212
4.5.6. Vadovo, kaip akcininko, dalies keitimas	214
4.5.7. Su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimas	216
4.5.7.1. Akcijų opcionų apmokestinimas	216
4.5.7.1.1. De lege lata	216
4.5.7.1.2. De lege ferenda	218
4.5.7.1.3. Apmokestinimo momentas	224
4.5.7.2. Kitų su akcijomis siejamo atlyginimo rūšių apmokestinimas	225
4.5.8. Su akcijomis siejamo atlyginimo problemos vadovui pasitraukiant iš bendrovės	227
4.5.8.1. Vadovo akcijų nuosavybės kontrolė	227
4.5.8.2. Atsižvelgimas į pasitraukiančio vadovo kaltę	228
5. Privataus kapitalo investicijos apsaugos priemonės	233
5.1. Investicijos apsaugos priemonių samprata ir rūšys	233
5.2. Bendrovės veiklos priežiūros užtikrinimas	236
5.2.1. Bendrovės valdymo organų skyrimo (išrinkimo) kontrolė	236
5.2.2. Informacijos teikimo investuotojui užtikrinimas	239
5.2.3. Bendrovės organų sprendimų priėmimo kontrolė	242
5.3. Akcijų nuosavybės struktūros kontrolė	245
5.3.1. Akcijų perdavimo apribojimai	247
5.3.1.1. Akcininko pirmumo teisė įsigyti perdidžiamų bendrovės akcijų	247
5.3.1.2. Išimties iš pirmumo teisės taisyklės	252
5.3.2. Pirkimo opcionai ir pardavimo opcionai	263
5.3.2.1. Pirkimo opcionas	263
5.3.2.1.1. Pirkimo opciono funkcijos	264
5.3.2.1.2. Pirkimo opciono dalykas	269
5.3.2.1.3. Pirkimo opciono įgyvendinimo terminas	272
5.3.2.1.4. Pirkimo opciono kaina	273

5.3.2.1.5. Disponavimas bazinėmis akcijomis	274
5.3.2.2. Pardavimo opcionas	275
5.3.2.3. Opcionų apmokestinimo pagrindiniai klausimai	277
5.3.2.4. Pirkimo-pardavimo opcionas	279
5.4. Investuotojo pasitraukimo apsauga	280
5.4.1. Bendrieji klausimai.....	280
5.4.2. Prijungimo teisė.....	282
5.4.3. Prisijungimo teisė.....	289
5.4.4. Įstatymo numatytų prijungimo ir prisijungimo teisių tikslingumas	292
Pagrindinės išvados ir pasiūlymai	297
Literatūros sąrašas.....	301
Lietuvos Respublikos teisės aktai	301
Europos Sąjungos ir užsienio valstybių teisės aktai.....	305
Lietuvos Respublikos teismų praktika	308
Užsienio valstybių teismų praktika	311
Specialioji literatūra lietuvių kalba	314
Specialioji literatūra anglų kalba	316

Santrumpų sąrašas

ABĮ – Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas.

BVCA – Didžiosios Britanijos privataus ir rizikos kapitalo asociacija (angl. *The British Private Equity and Venture Capital Association*).

CK – Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas.

CPK – Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodeksas.

CMBOR – Vadovų išpirkimų tyrimų centras (angl. *Centre for Management Buy-Out Research*). Mokslinių tyrimų centras, 1986 m. įsteigtas Nottingham'o universiteto (Jungtinė Karalystė) verslo fakultete (*Nottingham University Business School*) vadovų organizuojamiems išpirkimams tirti. Remiamas privataus kapitalo valdymo įmonės *Barclays Private Equity Limited*.

EVCA – Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacija (angl. *European Private Equity and Venture Capital Association*) – Europos valstybėse organizuotų privataus kapitalo investuotojų savivaldos asociacija, įsteigta 1983 m. Briuselyje (Belgija). Asociacijos pagrindiniai tikslai – išreikšti savo narių bendrą poziciją įstatymų leidėjui, kurti investuotojų profesinės etikos taisykles ir prižiūrėti jų laikymąsi, vykdyti privataus kapitalo industrijos tyrimus.

FPRI – Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas.

GPMĮ – Lietuvos Respublikos gyventojų pelno mokesčio įstatymas.

ĮBĮ – Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymas.

IPO – pirminis viešas akcijų siūlymas (žr. žodyną).

KIS – kolektyvinio investavimo subjektas.

KISI – Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas.

LBO – kreditu finansuojamas išpirkimas (žr. žodyną).

MAI – Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymas.

MBO – vidinių vadovų organizuojamas išpirkimas (žr. žodyną).

OECD – Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija (angl. *The Organisation for Economic Co-operation and Development*) – tarptautinė (30 valstybių narių) organizacija, kurios pagrindinis tikslas yra siekti savo narių ekonomikos augimo išlaikant finansinį stabilumą. Šiam darbui svarbiausi šaltiniai, kuriuose publikuojami OECD darbai, susiję su apmokestinimo ir bendrovių valdymo politikos tarptautiniu mastu unifikuojimu.

PMĮ – Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymas.

SPV – specialiosios paskirties vienetas (žr. žodyną).

UAB – uždaroji akcinė bendrovė.

VPI – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas.

Iliustracijų sąrašas

	psl.
1 pav. Privataus kapitalo investicijų apimtis Europoje 1997 – 2008 m. (<i>grafikas</i>)	22
2 pav. Privataus kapitalo investicijų apimties ir BVP santykis kai kuriose Europos valstybėse 2007 m. (pagal taikinio buveinę) (<i>grafikas</i>)	23
3 pav. Investicijos pagal privataus kapitalo finansavimo stadijas Europoje 2006 – 2008 m. (<i>grafikas</i>)	39
4 pav. Elementari privataus kapitalo investuotojo vidinių struktūrinių ryšių schema	51
5 pav. Elementari vieno SPV privataus kapitalo sandorio struktūra (<i>schema</i>)	61
6 pav. Dviejų lygmenų SPV sistema privataus kapitalo sandorio finansavimo struktūroje (<i>schema</i>)	74
7 pav. Daugiau kaip dviejų lygmenų SPV sistema privataus kapitalo sandorio finansavimo struktūroje (<i>schema</i>)	76
8 pav. Privataus kapitalo sandorio finansavimo lygmenų išsidėstymas gražos ir rizikos požiūriu (<i>schema</i>)	113

Darbe vartojamų specialių terminų žodynas

Aklavietė (angl. *deadlock*) – situacija, kai bendrovės organas negali priimti sprendimų dėl organo nario naudojimosi veto teise.

Antrinė bendrovė (angl. *subsidiary*) – bendrovė, kurią kontroliuoja kita bendrovė (pagrindinė bendrovė).

Atstovavimo kaštai (angl. *agency costs*) – kaštai, patiriami dėl atstovavimo problemos buvimo ir jos sprendimo veiksmų. **Atstovavimas** (angl. *agency*) ekonomikos ir vadybos diskurse – santykis (sutartis) tarp vieno ar daugiau subjektų (atstovaujamojo ar atstovaujamųjų), kurie pasitelkia kitą subjektą (atstovą) jų vardu atlikti tam tikrus veiksmus, deleguodami jam tam tikrą galią priimti sprendimus. **Atstovavimo problema** (angl. *agency problem*) pasireiškia dviem pagrindiniais aspektais. Pirma, atstovaujamojo ir atstovo pageidavimai ir tikslai gali skirtis, o atstovaujamajam gali būti sunku ar brangu nustatyti, kaip atstovas elgiasi. Antra, atstovaujamojo ir atstovo interesai gali skirtis dėl skirtingo rizikos toleravimo laipsnio.

Atviro tipo bendrovė – bendrovė, kurios akcijos gali būti platinamos viešai.

Bendrovė – bendrovė, kurios akcijos neplatinamos viešai (taikinas – iki sandorio užbaigimo, portfelio bendrovė – po sandorio užbaigimo).

Bendrovių valdymas (angl. *corporate governance*) – visuma santykių tarp bendrovės valdymo organų narių, akcininkų ir kitų teisių turėtojų, kurių pagrindu nustatomi bendrovės tikslai, priemonės šiems tikslams pasiekti ir stebima, kaip tikslų siekiama.

Divizinis išpirkimas (angl. *divisional buyout*) – išpirkimas, kurio dalykas yra antrinės bendrovės akcijos.

Ex ante (lot. „iš anksto“) – reiškianio, vykstančio iki privataus kapitalo sandorio užbaigimo, apibūdinimas. Pvz., *ex ante* interesų konfliktas yra interesų konfliktas, pasireiškiantis iki sandorio užbaigimo.

Ex post (lot. „po įvykio“) – reiškianio, vykstančio po privataus kapitalo sandorio užbaigimo, apibūdinimas. Plg. **Ex ante**.

Finansavimas kapitalu (angl. *equity financing*) – kapitalo pateikimas taikiniui, portfelio bendrovei ir (ar) bendrovės akcijų pardavėjui.

Finansavimas kreditu (angl. *debt financing*) – kredito pateikimas įgijėjui, taikiniui ir (ar) portfelio bendrovei.

Finansavimas sindikuotu kreditu – finansavimas kreditu, pateikiamas kredito davėjų grupės, ir struktūrizuojamas, organizuojamas bei administruojamas vieno ar daugiau komercinių ar investicinių bankų, vadinamų bankais-administratoriais (angl. *arrangers*).

Finansinė pagalba (angl. *financial assistance*) – bet kokie veiksmai, kuriais taikinyis siekia suteikti akcijų įgijėjui lėšų įgyti taikinio akcijų.

Finansinis investuotojas – investuotojas, kurio pagrindinis tikslas įsigyjant taikinio akcijas – gauti naudą iš akcijų vertės padidėjimo pasitraukiant po tam tikro laikotarpio. Plg. **strateginis investuotojas**.

Garantas (angl. *warrant*) – vertybinis popierius, suteikiantis jo savininkui teisę įsigyti naujos emisijos akcijų, kurios bus išleistos ateityje.

Įgijėjas (angl. *acquirer*) – taikinio akcijų įgijėjas, jei iš konteksto nėra aišku kitaip.

Įgijimas (angl. *acquisition*) – taikinio akcijų įgijimas, jei iš konteksto nėra aišku kitaip.

Įgijimo kreditas (angl. *acquisition debt*) – finansavimas kreditu, naudojamas taikinio akcijoms įsigyti.

Investavimas – investavimas sudarant privataus kapitalo sandorius, jei iš konteksto nėra aišku kitaip.

Investuotojas – privataus kapitalo investuotojas (žr. apibrėžimą žemiau), jei iš konteksto nėra aišku kitaip.

Išorinių vadovų organizuojamas išpirkimas (angl. *management buy-in*; angl. sutr. *MBI*) – profesionalių vadovų, kurie nėra bendrovės-taikinio vadovai, organizuojamas bendrovės akcijų išpirkimas. Įvykdžius MBI, išoriniai vadovai turi reikšmingą procentinę dalį bendrovės akcijų ir yra skiriami vietoje esamų bendrovės vadovų vykdyti bendrovės valdymą.

Išpirkimas (angl. *buyout*) – visų bendrovės akcijų ar jų dalies, kuri suteikia galimybę kontroliuoti bendrovę, įgijimas.

Išpirkimo kapitalas (angl. *buyout capital*) – kreditas, per įgijėją ir (ar) taikinį pateikiamas bendrovės akcijų pardavėjui, ir kapitalas, įgijėjo pateikiamas akcijų pardavėjui, siekiant finansuoti išpirkimą.

Įvykdymo planas (angl. *performance target*) – rezultatas, kurio turi pasiekti vadovas ar darbuotojas per tam tikrą laiką, veikdamas bendrovės (darbdavio) interesais.

Kapitalas (angl. *equity*) – 1. lėšos, kurias kapitalo davėjas sutarties pagrindu perduoda bendrovei mainais už jos akcijas (rizikos kapitalo ir plėtros kapitalo stadijoje) ar bendrovės akcijų pardavėjui mainais už parduodamas akcijas (išpirkimo stadijoje), siekdamas gauti bendrovės pelno ir sutikdamas patirti nuostolius, taip pat sutikdamas pasidalinti pelną ir nuostolius su kitais kapitalo davėjais, jei tokių yra; 2. visuma su bendrove susijusių investuotojo teisių ir pareigų, kurias suteikia bendrovės akcijų turėjimas nuosavybės teise.

Kapitalo davėjas (angl. *equity provider*) – asmuo, suteikiantis finansavimą kapitalu (pvz., apmokantis pasirašytas taikinio akcijas).

Komercinis pardavimas (angl. *trade sale*) – bendrovės akcijų pardavimas iš privataus kapitalo investuotojo strateginiam investuotojui arba finansiniam investuotojui.

Kreditas (angl. *debt*) – lėšos, kredito davėjo perduodamos skolininkui (įgijėjui, taikiniui ir (ar) portfelio bendrovei) pagal sutartį, kuria skolininkas įsipareigoja grąžinti kredito davėjui tokią pat pinigų sumą bei, paprastai, mokėti palūkanas.

Kredito davėjas (angl. *debt provider*) – asmuo, suteikiantis kreditą (pvz., kredito įstaiga, perduodanti įgijėjui lėšas pagal kreditavimo sutartį).

Kredito sąlyga (angl. *debt covenant*) – kredito davėjo nustatyta pareiga skolininkui atlikti aktyvius veiksmus (**teigiama kredito sąlyga** (angl. *affirmative debt covenant*)) arba susilaikyti nuo tam tikrų veiksmų (**neigiama kredito sąlyga** (angl. *negative debt covenant*)) siekiant apsaugoti kredito davėjo interesus pagal sutartį, kurios pagrindu skolininkui pateikiamas kreditas.

Kreditu finansuojamas išpirkimas (angl. *leveraged buyout*; angl. sutr. *LBO*) – privataus kapitalo sandoris, kuriame didžioji dalis akcijų įgijimo kainos apmokama kreditu.

„Maža kapitalizacija“ (angl. *thin capitalization*) – mažas bendrovės nuosavo kapitalo ir gaunamo kredito santykis (ypač jei kreditas gaunamas iš bendrovę kontroliuojančio ar kito su bendrove susijusio asmens), kuriam esant mokamų už kreditą palūkanų įtraukimas į leidžiamus atskaitymus gali būti ribojamas kaip konkrečios valstybės mokesčių politikos dalis.

Pagrindinė bendrovė (angl. *parent*) – bendrovė, kuri kontroliuoja kitą bendrovę (antrinę bendrovę).

Pasitraukimas (angl. *exit*) – investuotojo turimų visų ar dalies bendrovės akcijų perleidimas, kuriuo siekiama sumažinti investuotojo rizikos apimtį ir transformuoti nelikvidžią investiciją į realizuotą grąžą.

Portfelio bendrovė (angl. *portfolio company*) – bendrovė, kurios visos akcijos ar jų dalis tiesiogiai ar netiesiogiai (per SPV) yra privataus kapitalo fondo turto dalis.

Prijungimo teisė (angl. *drag-along right* arba *come-along right*) – akcininko teisė reikalauti, kad kitas akcininkas (**prijungiamas akcininkas**, angl. *dragged shareholder*) parduotų akcijas trečiajam asmeniui už tokią pačią kainą, kaip ir pirmasis akcininkas. Prijungimo teisė gali būti suprantama plačiau, kaip investuotojo (ar investuotojų grupės), turinčio tam tikrą procentinę bendrovės akcijų dalį, teisė reikalauti, kad kitas akcininkas pasitrauktų kartu su juo.

Priklausomas valdytojas (angl. *captive manager*) – privataus kapitalo fondo valdytojas, kuris yra antrinė finansų įstaigos bendrovė, bendradarbiaujanti išimtinai su savo pagrindine bendrove ir valdanti jos pateiktas lėšas.

Prisijungimo teisė (angl. *tag-along right, take-along right* arba *co-sale right*) – akcininko teisė reikalauti, kad kitas akcininkas, parduodamas akcijas trečiajam asmeniui, užtikrintų, kad šis tomis pačiomis sąlygomis nupirktų ir pirmojo akcininko (**prisijungiančio akcininko**, angl. *tagging shareholder*) akcijas.

Privataus kapitalo fondas – juridiniams ar fiziniams asmenims (profesionaliems investuotojams) priklausančios privataus kapitalo sandoriams finansuoti skirtos piniginės lėšos, kurias valdo privataus kapitalo valdymo įmonė, laikydamasi dokumento, kuriuo įforminti investuotojų ir valdymo įmonės santykiai (pvz., ribotos atsakomybės bendrijos sutarties), nustatytos tvarkos ir sąlygų.

Privataus kapitalo fondo investuotojas – asmuo, kurio lėšos sudaro dalį privataus kapitalo fondo arba visą fondą.

Privataus kapitalo fondo valdytojas (angl. *private equity fund manager*) – sprendimus dėl investavimo sudarant privataus kapitalo sandorius priimantis darinys, susidedantis iš privataus kapitalo valdymo įmonės ir privataus kapitalo fondo valdytojo *siaurąja prasme* (t.y. valdymo įmonės kontroliuojamos kitos įmonės, kuri priima formaliuosius sprendimus dėl investavimo, tuo tarpu, kai valdymo įmonė priima realiuosius sprendimus).

Privataus kapitalo investuotojas – kompleksinis darinys, susidedantis iš privataus kapitalo fondo ir privataus kapitalo fondo valdytojo. Privataus kapitalo investuotojas yra finansinio investuotojo tipas.

Privataus kapitalo sandoris (angl. *private equity transaction*) – bendrovės, kurios akcijos neplatinamos viešai, akcijų dalies ar visų akcijų įgijimas, paprastai per specialiosios paskirties vieneta, naudojant mišrų finansavimą

kreditu ir kapitalu atliekamas profesionalaus investuotojo, kuris aktyviai kontroliuoja bendrovę ir motyvuoja jos vadovus, siekdamas kuo didesnės gražos pasitraukęs po apibrėžto laikotarpio.

Privataus kapitalo sandorių teisė – visuma įvairių teisės šakų normų, kurios reguliuoja teisinius santykius, susiklostančius sudarant ir vykdant privataus kapitalo sandorius.

Privataus kapitalo valdymo įmonė (angl. *private equity firm* arba *private equity house*) – įmonė, kurios pagrindinė veikla yra privataus kapitalo fondų valdymas.

Privatus kapitalas (angl. *private equity*) – 1. turto klasė, kurią sudaro bendrovių, kurių akcijos neplatinamos viešai, akcijos; 2. privataus kapitalo sandorio finansavimo procesas; 3. išpirkimo finansavimo procesas.

Sandorių teisė – žr. **privataus kapitalo sandorių teisė**.

Specialiosios paskirties vienetas (sutr. **SPV**; angl. *special purpose vehicle*) – bendrovė, privataus kapitalo investuotojo įsteigta konkrečiam sandoriui, kad jame vykdytų įgijėjo funkciją, ir neturinti veiklos istorijos.

Strateginis investuotojas – investuotojas, kurio pagrindinis tikslas įsigyjant bendrovės akcijas – įgijimu išplėsti savo veiklą ir (ar) gauti naudą iš sinergijos (pvz., integruojant taikinį į savo veiklos struktūrą, pvz., įmonių grupę). Plg. **finansinis investuotojas**.

Subordinavimas – teisinis santykis, kurio vienas dalyvis – pirmaeilis kreditorius turi teisę reikalauti, kad kitas dalyvis – skolininkas įvykdytų prievolę, turimą pirmaeilio kreditoriaus atžvilgiu, anksčiau nei prievolę, turimą trečiojo dalyvio – subordinuotojo kreditoriaus – atžvilgiu.

Taikinys (angl. *target*) – bendrovė, kurios akcijas ketina įgyti kitas asmuo. Laiko požiūriu, bendrovė yra taikinys iki jos išpirkimo užbaigimo. Kai bendrovės akcijos jau įgytos, kalbėti apie ją kaip apie taikinį būtų netikslu. Tokia bendrovė šiame darbe vadinama tiesiog bendrove arba, kur būtina akcentuoti, kad investuotojas yra tipiškas privataus kapitalo investuotojas – kompleksinis darinys, susidedantis iš privataus kapitalo fondo ir privataus kapitalo fondo valdytojo – portfelio bendrove.

Uždaro tipo (uždaroji) bendrovė – bendrovė, kurios akcijos negali būti platinamos viešai.

Užbaigimas (angl. *closing*) – veiksmų, būtinų nuosavybės teisei į akcijas perleisti pagal privataus kapitalo sandorį atlikimas, įvykus ar esant įvykdytoms visoms tokio perleidimo būtinosioms sąlygoms.

Vadovas (angl. *executive* arba *manager*) – Lietuvos teisinėje sistemoje – bendrovės valdybos – kolegialaus valdymo organo – narys, bendrovės vadovas – vienasmenis valdymo organas arba svarbias bendrovės veiklai vadovaujamas pareigas einantis kitas bendrovės darbuotojas (pvz., skyriaus vadovas). Atitinkamai „**vadovais**“ (angl. *management*) vadinami visi vienoje bendrovėje dirbantys ar einantys pareigas vadovai. Vadovas gali būti vidinis arba išorinis. Jei vadovas konkrečiu metu dirba ar eina pareigas bendrovėje, jis gali būti vadinamas **vidiniu vadovu** (angl. *inside manager*). Profesionalus vadovas, kuris dirba ar eina pareigas bendrovėje A ir organizuoja bendrovės B išpirkimą (žr. **išorinių vadovų organizuojamas išpirkimas**) arba yra pasitelkiamas investuotojo, kad pakeistų bendrovės B vidinius vadovus, gali būti vadinamas bendrovės B **išoriniu vadovu** (angl. *outside manager*).

Vadovų organizuojamas išpirkimas – vidinių vadovų organizuojamas išpirkimas arba išorinių vadovų organizuojamas išpirkimas.

Valdytojo dalis (angl. *carried interest*) – privataus kapitalo investuotojo pelno dalis, kuri tenka privataus kapitalo fondo valdytojui, fondo investuotojams atgavus investuotą kapitalą ir gavus numatytą gražos lygį.

Vidinių vadovų organizuojamas išpirkimas (angl. *management buyout*; angl. sutr. *MBO*) – esamų bendrovės vadovų organizuojamas veiklos bendrovės akcijų išpirkimas, jiems siekiant įgyti reikšmingą procentinę dalį bendrovės akcijų.

Veiklos bendrovė (angl. *operating company*) – bendrovė-taikinys (arba portfelio bendrovė), kaip pinigų srautus galinti generuoti bendrovė, priešinant ją su SPV, kurios pagrindinė veikla yra holdingo veikla.

Viešo tipo (viešojo) bendrovė – žr. **atviro tipo bendrovė**.

Ginamieji teiginiai

1. Privataus kapitalo sandorių sudarymas ir vykdymas reglamentuojamas tik bendrųjų Lietuvos bendrovių teisės, sutarčių teisės, mokesčių teisės ir kitų teisės šakų normų. Bendruoju reglamentavimu neatsižvelgiama į tokių sandorių esmę ir specifiką, o tai sukuria sandorio dalyvių teisinį netikrumą ir tuo varžo privataus kapitalo rinkos Lietuvoje vystymą.

2. **Finansinės pagalbos draudimo nepagrįstumas.** Specialaus finansinės pagalbos reguliavimo pagrindimas neįtikinamas, nes į bendrovės elgesio problemas žvelgiama kapitalo pakankamumo požiūriu, užuot taikius bendrovių teisės ir civilinės teisės nuostatas dėl taikinio valdymo organų fiduciarinių pareigų ir kreditorių interesų apsaugos (ypač *actio Pauliana*), taip pat bankroto teisės normas. Finansinės pagalbos reguliavimas ne tik bereikalingas, dažnai nelogiškas, bet ir žalingas tinkamam privataus kapitalo rinkos funkcionavimui. Lietuvos privataus kapitalo rinkai teigiamą poveikį turėtų visiškai finansinės pagalbos taisyklių taikymo uždaryjū akcinių bendrovių atžvilgiu panaikinimas. Taip liberalizuojant finansinės pagalbos režimą nebūtų pažeidžiama Antroji Įmonių Direktyva 77/91/EEB.

3. **Vadovų motyvavimo reglamentavimo problemos.** Specialiai organizuotas bendrovės-taikinio vadovų motyvavimas siekiant suderinti investuotojo ir taikinio vadovų interesus yra vienas esminių privataus kapitalo sandorių skiriamųjų požymių. Tinkamas teisinis tokio motyvavimo reguliavimas svarbus privataus kapitalo rinkai vystyti. Esamas su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimo reguliavimas pagal Lietuvos teisę nepalankus Lietuvos privataus kapitalo rinkos vystymui.

4. Investicijos apsaugos priemonių reglamentavimo problemos.

Akcijų nuosavybės struktūros kontrolės priemonių esminis papildomas teisinis reguliavimas nėra būtinas. Tačiau teismų ir arbitražo praktikoje turi būti pripažįstama plati akcininkų diskrecija dėl susitarimų, kuriais siekiama išsaugoti akcijų nuosavybės struktūrą. Esamas teisinis reguliavimas dėl pirmumo teisės netaikymo vykdant išieškojimą nepakankamai užtikrina uždarnosios akcinės bendrovės kapitalo uždarmo principo įgyvendinimą ir turi būti tobulinamas.

Prijungimo teisės (angl. *drag-along right*) ir prisijungimo teisės (angl. *tag-along right*), kaip priemonių investuotojo pasitraukimui užtikrinti, įtvirtinimas įstatyme nepageidautinas, nes gali trikdyti civilinę apyvartą, sukurti teisinį netikrumą, didinti bendrovių akcininkų patiriamus kaštus. Tačiau svarbu, kad teismų bei arbitražo praktika netrukdytų visa apimtimi įgyvendinti *sutartinių* prijungimo ir prisijungimo teisių.

Įvadas

„Neįmanoma <...> įsijungti televizoriaus ir neišgirsti apie privatų kapitalą“.¹ Šis vieno iš JAV investuotojų-profesionalų pareiškimas 2007 m., nors ir hiperbolizuotas, nėra toli nuo tiesos apie JAV, Jungtinės Karalystės ir kitų pasaulio finansų centrų kasdienybę. Turime pripažinti, kad Lietuvos žiniasklaidoje ar akademinėje literatūroje apie privatų kapitalą ir jo investavimą, kuris vykdomas sudarant ir vykdant privataus kapitalo sandorius, beveik neužsimenama, nepaisant to, kad tokie sandoriai Lietuvoje buvo, yra ir bus sudaromi.

Kas tuomet yra tas privatus kapitalas ir privataus kapitalo sandoriai – sąvokos, nepaisant reiškinio reikšmingumo, taip paradoksaliai nežinomos ne tik platesnei auditorijai, bet kartais ir finansų bei verslo teisės ekspertams? Ar tai naujas reiškinys ar tik toks, su kuriuo esame susidūrę daugelį kartų, tik, nesant mokslinio apibendrinimo, nesuvokėme jo kaip visumos? Formuluojant elementariai, privataus kapitalo sandoris – tai specifinė verslo įgijimo forma, kai įgyjamos bendrovės akcijos, neplatinamos viešai. Atitinkamai, privatus kapitalas – tai turto klasė, kurią sudaro tokios akcijos. Tačiau jei privataus kapitalo sandorio sąvoka tokia paprasta, kodėl jai verta skirti dėmesio – juk uždaryjū akcinių bendrovių akcijos Lietuvoje buvo įgyjamos ir perleidžiamos daugeliu sandorių kasmet nuo pirmųjų bendrovių įsteigimo?

Vienas esminių šios disertacijos uždavinių – identifikuoti tam tikrus investavimo į uždaro tipo bendrovių akcijas požymius, apibendrinti jų teisinį reguliavimą ir taip išskirti savarankišką teisės institutą – privataus kapitalo sandorį. Ne bet kuris uždaro tipo bendrovės akcijų įgijimas yra privataus kapitalo sandoris, nes ne bet kuris toks įgijimas turi specifinių požymių, dėl kurių tampa profesionalia veikla, pajėgia kurti maksimalią vertę investuotojui ir visuomenei. Juk ne kiekvieną UAB akcijų įgijimą vykdo investuotojas, besiremiantis per kelis dešimtmečius globaliu mastu susiformavusia geriausia

¹ Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 1.

investavimo praktika, kuri, be kita ko, padeda akcijų įgijimui panaudoti pačios bendrovės, kurios akcijos įgyjamos, išteklius. Ne kiekvienas akcijų įgijėjas suvokia, kokią naudą jam gali atnešti tinkamai teisiškai įforminta bendrovės vadovų kontrolė ir motyvavimas. Ne kiekvienas investuotojas dar prieš įgydamas akcijas aiškiai numato, kad po apibrėžto laikotarpio baigs savo investiciją, ir dėl to turi iškart planuoti, kada ir kaip tą geriausia padaryti. Pagaliau ne kiekvienam investuotojui rūpi, kokios finansinio ir teisinio pobūdžio problemos gali kilti atliekant aukščiau išvardintus veiksmus, ir kaip tokias problemas spręsti.

Privataus kapitalo rinka, kurios istorinėmis užuomazgomis pasauliniu mastu laikomi XX a. septintajame dešimtmetyje tuometinių investicinio banko *Bear Sterns* investicijų valdymo specialistų J. Kohlberg Jr. ir H. R. Kravis² organizuoti pirmieji kreditu finansuojami JAV bendrovių išpirkimai,³ Europoje pradėjo formotis XX a. devintojo dešimtmečio pradžioje kartu su pirmaisiais kreditu finansuojamais išpirkimais Jungtinėje Karalystėje,⁴ ir sparčiai augo, ypač pastaruosius dešimt metų, tapdama vis svarbesniu finansavimo bei vadybos žinių šaltiniu perspektyvioms bendrovėms.⁵ Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacijos (EVCA) ir *PEREP Analytics* agentūros duomenimis, privataus kapitalo investicijų apimtis Europoje⁶ padidėjo nuo 10

² J. Kohlberg Jr., H. R. Kravis ir G. R. Roberts 1976 m. įsteigta privataus kapitalo valdymo įmonė *Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR)* šiuo metu yra viena didžiausių privataus kapitalo valdymo įmonių pasaulyje (KKR: Company: Overview. // http://www.kkr.com/company/company_overview.cfm [2009-06-20]).

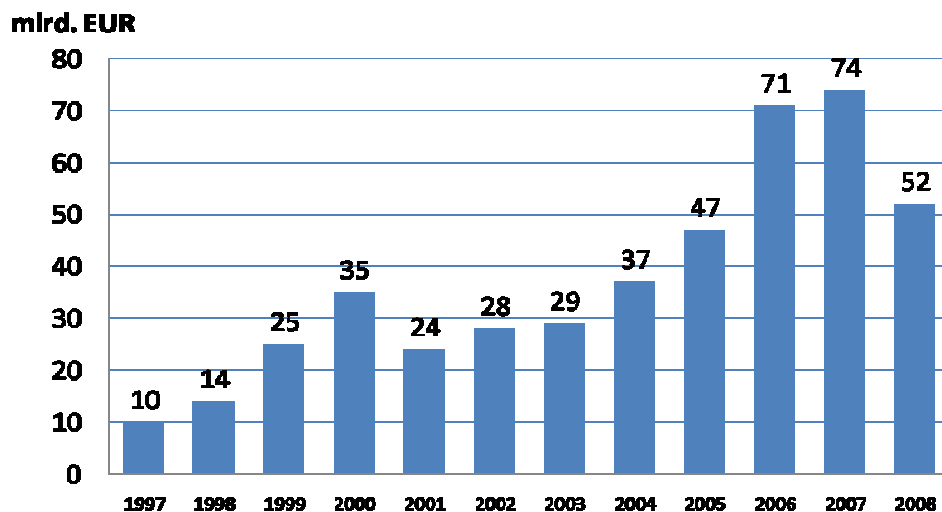
³ Plačiau apie kreditu finansuojamų išpirkimų ir privataus kapitalo rinkos istoriją, žr., pvz., Investment U Research Team. *The History of Private Equity*. // <http://www.investmentu.com/research/private-equity-history.html> [2009-06-14]; Burrough B. et al. *Barbarians at the Gate*. New York: Harper & Row, 1990; Cheffins B. R. et al. *The Eclipse of Private Equity*. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23].

⁴ Wright M. et al. *Management Buy-Outs 1986-2006. Past Achievements, Future Challenges*. CMBOR, 2006. P. 4.

⁵ EVCA. *Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission*. 2009. P. 9.

⁶ Žr. 2 pav., kuriame nurodytos valstybės, suprantamos kaip „Europos valstybės“ šio darbo įžangoje ir 1 skyriuje pateikiamos statistikos tikslais.

mlrd. eurų 1997 m. iki 74 mlrd. eurų 2007 m.⁷ 2007 m. duomenimis 58,3 mlrd. eurų, t.y. beveik 79 proc., sudarė išpirkimo (angl. *buyout*) stadijos investicijos.⁸ 2003 – 2007 m. išpirkimo sandorių bendra apimtis sudarė 184,8 mlrd. eurų (žr. 1 pav.).⁹ Didžiausia privataus kapitalo rinka Europoje – Jungtinė Karalystė: į joje registruotas portfelio bendroves 2008 m. investuota apie 25,8 proc. privataus kapitalo, investuoto į Europoje registruotas portfelio bendroves (apie 25,3 proc. išpirkimo stadijos investicijų). Antra didžiausia rinka Europoje – Vokietija (apie 17,6 proc., arba apie 18,6 proc. skaičiuojant vien išpirkimo stadijos investicijas), trečioji – Prancūzija (apie 17,4 proc.; išpirkimo stadijoje – apie 18,6 proc.).



1 pav. Privataus kapitalo investicijų apimtis Europoje 1997 – 2008 m.¹⁰

Privataus kapitalo rinka – ekonomikos dalis, ir dėl globalios finansų krizės privataus kapitalo sandorių apimtis Europos valstybėse 2008 m.,

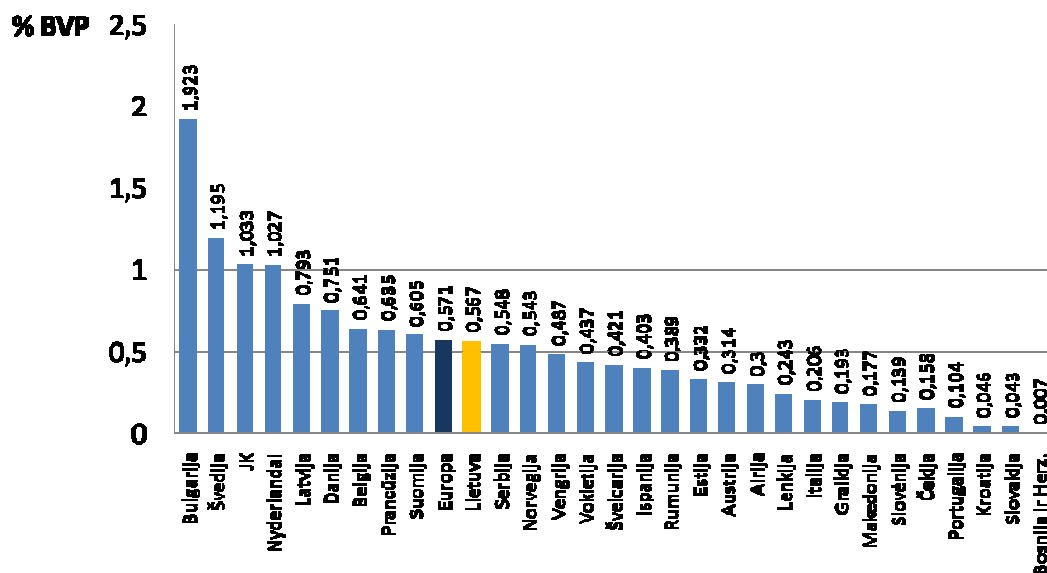
⁷ EVCA. Research Statistics – Investments // <http://www.evca.eu/knowledgecenter/> [2009-05-19].

⁸ *Ibid.*

⁹ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 13.

¹⁰ Parengta pagal EVCA ir *PEREP Analytics* duomenis.

lyginant su 2007 m., sumažėjo apie 30 proc. (žr. 1 pav.). Tačiau būtent sunkmečiu privatus kapitalas yra vienas iš kapitalo šaltinių, galinčių prisidėti prie ekonomikos atsigavimo. Nors privataus kapitalo investicijos sudaro mažiau nei 1 proc. Europos valstybių suminio bendrojo vidaus produkto (žr. 2 pav.), jos pajėgios daryti reikšmingą įtaką ekonomikos augimui. Privataus kapitalo industrija gausiai aprūpinta ilgam laikotarpiui patikėtomis investuotojų lėšomis, ir dėl to yra svarbi alternatyva tokiems tradiciniams finansavimo šaltiniams, kaip kreditavimas ir vertybinių popierių viešo platinimo rinka.¹¹



2 pav. Privataus kapitalo investicijų apimties ir BVP santykis kai kuriose Europos valstybėse 2007 m. (pagal taikinio buveinę)¹²

¹¹ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 9.

¹² Parengta pagal EVCA ir PEREP Analytics duomenis (žr., pvz., EVCA. Central and Eastern Europe Statistics 2007. An EVCA Special Paper, 2008-09. // http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/CEE_Stats_2007.pdf [2009-06-11] P. 7.).

Privatus kapitalo sandorių įvykdymo tikslas yra ne tik suteikti finansavimą kapitalu. Privataus kapitalo investicijos esmė investuotojui – gauti pajamų iš turto (įgytų bendrovės akcijų) vertės padidėjimo po apibrėžto laikotarpio pasitraukus iš bendrovės akcininkų sudėties. Todėl privataus kapitalo investuotojai dirba kartu su bendrovių-taikinių vadovais nustatant aiškius strateginius verslo vystymo prioritetus. Privataus kapitalo investavimui būdinga aktyvi vadyba, investuotojo ir bendrovės vadovų interesų derinimas, didelis dėmesys bendrovių valdymui, susikaupimas ties bendrovės vertės didinimu.¹³

Auganti privataus kapitalo rinka, užimanti svarbią vietą Europos ir pasaulio ekonominiame gyvenime, vis labiau vertinama ir kaip mokslinių tyrimų objektas, aktuali mokslo problema.¹⁴ Nepaisant akademinio požiūrio į privataus kapitalo sandorius poreikio, empiriniai šios srities tyrimai susiję su tam tikrais sunkumais. Privataus kapitalo valdymo įmonės nelinkusios viešinti jų sudaromų sandorių detalių.¹⁵ Nepaisant to, paskelbta daug ekonomikos ir vadybos mokslų, teisės mokslo ir tarpdisciplininių darbų tokiomis temomis, kaip lėšų rinkimas į privataus kapitalo fondus, santykiai tarp fondų investuotojų ir fondų valdytojų, santykiai tarp privataus kapitalo davėjų ir bendrovių-taikinių, privataus kapitalo sandorių kuriama vertė, investuotojo pasitraukimas ir t.t.¹⁶ Ši disertacija priskirtina grupei teisės krypties darbų, kuriuose analizuojami santykiai tarp privataus kapitalo davėjų ir bendrovių-taikinių. Tokiu būdu atsiribojama nuo tokių klausimų, kaip privataus kapitalo

¹³ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 9.

¹⁴ Povaly S. Private Equity Exits - Divestment Process Management for Leveraged Buyouts. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2007. P. 1.

¹⁵ *Ibid.* Bet, pvz., Jungtinėje Karalystėje registruotoms privataus kapitalo valdymo įmonėms, siekiant dėl viešo intereso apriboti privataus kapitalo rinkos konfidencialumą, taikomos vadinamosios „Walker‘io gairės“ – rekomendacijos paviėšinti tam tikrus privataus kapitalo valdymo įmonių ir didžiausių jų kontroliuojamų bendrovių Jungtinėje Karalystėje duomenis (Walker D. Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity. 2007 // http://walker-gmg.co.uk/files/wwg_report_final.pdf [2009-06-16]).

¹⁶ Žr. 1.4 skyrių dėl rengiant šį darbą naudotų tyrimo šaltinių.

fondų formavimo ir veikimo principai, santykiai tarp privataus kapitalo fondų valdytojų ir fondų investuotojų. Autoriaus taip pat pasirinktas konkretus privataus kapitalo sandorių teisinis aspektas – bendrovių teisės aspektas, todėl darbe kaip savarankiški objektai nenagrinėjami gausūs kitų teisės šakų aspektai, svarbūs privataus kapitalo rinkai reguliuoti, pvz., sutarčių, mokesčių, konkurencijos, darbo teisės klausimai. Kita vertus, konkrečių teisės šakų normos negali būti aiškinamos ir taikomos atskirai nuo kitų teisės šakų normų, tad bendrovių teisės klausimų analizė neįmanoma be kitų teisės šakų konteksto. Pvz., neįmanoma analizuoti interesų konfliktų tarp akcininko (investuotojo) ir bendrovės vadovų nekreipiant dėmesio į mokestinius klausimus, kurie nulemia tai, ar bendrovių teisės priemonėmis sukurtos konstrukcijos taip ir lieka teoriniais svarstymais ar gali būti realizuotos. Panašiai neįmanoma nenagrinėjant atrinktų sutarčių teisės normų analizuoti investicijos apsaugos priemones, kurios įforminamos daugiausia sutarčių teisės normomis, nors ir skirtos spręsti bendrovių teisės problemas.

Galime abstrakčiai teigti, kad teisės normos turi padėti ar bent netrukdyti privataus kapitalo sandorių sudarymui ir vykdymui. Tačiau ar kas galėtų nurodyti, kokios Lietuvos teisės normos specifiškai reguliuoja būtent privataus kapitalo sandorius, kaip ypatingą UAB akcijų įgijimo formą? Natūralu, kad teisinėje sistemoje nesant suvokimo, kas yra privataus kapitalo sandoris, negali būti ir specialaus tokio reiškinių reguliavimo. Todėl galima teigti, kad privataus kapitalo sandoriai, kuriems taikoma Lietuvos teisė, reguliuojami įvairių bendrųjų Lietuvos teisės normų. Autoriaus įsitikinimu, kuris nuosekliai pagrindžiamas toliau darbe, teisinis vakuumas Lietuvos teisės sistemoje, kiek tai susiję su privataus kapitalo sandorių *specifiniu* reguliavimu, nėra problema savaime. Problema kyla tuomet, kai įstatymo leidėjas kuria, o sandorių dalyviai ir valstybės institucijos taiko teisės normas, reikšmingas sudarant ir vykdant privataus kapitalo sandorius, nesuvokdami tokių sandorių esmės ir tikslo. Pavyzdžiui, ką turėtų galvoti profesionalus investuotojas į uždarosios akcinės bendrovės akcijas apie teisės normą, kuri jam imperatyviai draudžia pasiskolinti pinigų iš bendrovės tam, kad įgytų jos akcijas? Kodėl

tokia norma egzistuoja ir ar ji kam nors naudinga? Imkime kitą pavyzdį: investuotojas pageidauja paskirti bendrovės, į kurią investuoja, vadovą ir motyvuoti jį, nemokamai perduodamas jam šios bendrovės akcijų, kad vadovas, dirbdamas bendrovės labui, didintų ir savo turimų akcijų vertę. Ar toks investuotojas gali gauti vienareikšmę teisininko išvadą apie tai, kokias pasekmes sukels tokie veiksmai Lietuvos mokesčių teisės prasme, jei teisės normos šių santykių nereguliuoja? Ir jei tokia išvada negalima, gal verčiau investuoti kitose valstybėse, kurių įstatymai leidžia investuotojui būti tikram, kokias pasekmes sukels vieni ar kiti įgyvendinti sprendimai?

Struktūros požiūriu, disertaciją sudaro dvi dalys, kurias sąlygiškai galima pavadinti bendrąja dalimi ir specialiąja dalimi. Bendrojoje dalyje (1 – 2 skyriai) pateikiamas privataus kapitalo apibrėžimas, taip pat išskiriami septyni požymiai, kuriuos autorius laiko būdingais privataus kapitalo sandorio požymiais. Požymius apibendrinus, suformuluojamas privataus kapitalo sandorio apibrėžimas. Turint omenyje darbo naujumą, pagrindžiamą 1.1 skyriuje, palyginti detali ir didelės apimties bendroji dalis būtina siekiant suteikti aiškų kontekstą specialiojoje dalyje nagrinėjamiems klausimams. Specialiojoje dalyje (3 – 5 skyriai) nagrinėjama mokslo problema, t.y. trys, autoriaus nuomone, reikšmingiausios bendrovių teisės problemos, susijusios su privataus kapitalo sandoriais – finansinė pagalba, investuotojo ir taikinio vadovų interesų konfliktai, investicijos apsauga. Kiekviena šių problemų nuosekliai išvedama iš atitinkamo bendrojoje dalyje aptarto privataus kapitalo sandorio požymio – finansinė pagalba kyla iš finansavimo heterogeniškumo; interesų konfliktų suvokimas svarbus siekiant tinkamai pritaikyti investuotojų ir vadovų interesų derinimo priemones, ištobulintas privataus kapitalo sandorių praktikoje; investicijos apsaugos priemonės yra konkretūs pavyzdžiai to, kaip pasireiškia privataus kapitalo sandorio investuotojo aktyvumas.

Tyrimo objektas, tikslai ir uždaviniai

Disertacijos tyrimo objektas – probleminiai bendrovių teisės aspektai, pasireiškiantys sudarant ir vykdant privataus kapitalo sandorius, kuriems taikoma Lietuvos teisė. Tolesniuose darbo skyriuose detaliau nustatomos tyrimo objekto ribos: terminas „privatus kapitalas“ vartojamas siaurąja prasme ir apima tik išpirkimo stadiją – rizikos kapitalo ir plėtros kapitalo ypatumai atskirai neaptariami (1.1 skyrius); griežtai apsiribojama uždaro tipo bendrovių analize¹⁷ (2.1.1 skyrius); analizuojami santykiai tarp investuotojo ir kitų privataus kapitalo *sandorio* dalyvių, todėl neanalizuojama privataus kapitalo investuotojo verslo vidinė specifika, o santykiai, susiklostantys tarp įvairių asmenų, veikiančių investuotojo lygmenyje, nagrinėjami tik bendrais bruožais, nesiekama analizuoti investicinių fondų ir valdymo įmonių reguliavimo pagal Lietuvos teisę perspektyvų (2.1.2 skyrius).

Darbo tikslas – pateikti rekomendacijas dėl privataus kapitalo sandorių specialaus teisinio reguliavimo sukūrimo (ar netikslingumo jį kurti), bendrojo teisinio reguliavimo tobulinimo sudarant sąlygas vystyti vertę kuriančių privataus kapitalo rinką Lietuvoje.

Darbo uždaviniai gali būti suskirstyti į bendruosius ir specialiuosius. Bendrieji darbo uždaviniai nesusiję su tyrimo objekto nagrinėjimu, tačiau turi būti išspręsti tam, kad būtų galima išspręsti specialiuosius uždavinius. Specialieji uždaviniai susiję su konkrečių tyrimo objekto aspektų analize.

Atsižvelgiant į tai, kad Lietuvos teisės moksle apskritai nebuvo nagrinėjamos temos, susijusios su privataus kapitalo sandoriais, disertacijos pirminis bendrasis uždavinys yra identifikuoti tam tikrus investavimo į uždaro tipo bendrovių akcijas požymius, apibendrinti jų teisinį reguliavimą ir taip

¹⁷ Pvz., neanalizuojami įmonių, kurių teisinė forma yra kita nei bendrovė, dalių įgijimas ir sandoriai, kurių dalykas yra kitos rūšies turtas nei akcijos (pvz., nekilnojamas turtas, esantis privataus kapitalo nekilnojamojo turto (angl. *private equity real estate*, angl. sutr. *PERE*) sandorių dalyku). Nagrinėjami akcijų įgijimo sandorių (angl. *share deals* arba *stock-based transactions*), bet ne turto, teisių ir įsipareigojimų (veiklos ar esminės jos dalies) įgijimo sandorių (angl. *asset deals* arba *asset-based transactions*) klausimai, taip pat atsiribojama nuo kontrolės įgijimo reorganizavimo būdu ar apsieičiant akcijomis klausimų.

išskirti savarankišką teisės institutą – privataus kapitalo sandorį, suformuluoti privataus kapitalo ir privataus kapitalo sandorių sampratas, apibendrinant užsienio šalių autorių nuomones. Pažymėtina, kad ir užsienio šalių autorių darbuose pasigendama kompleksinio, integruoto minėtų sampratų apibrėžimo: dominuoja fragmentuotas bendrųjų klausimų aprašymas ir detali konkrečių klausimų analizė. Ši aplinkybė, taip pat darbo dalyko naujumas Lietuvos teisės sistemoje reikalauja prieš nagrinėjant konkrečius klausimus nuosekliai, iš pagrindų atskleisti, kas yra privatus kapitalas, ir kas yra privataus kapitalo sandoriai.

Tačiau formuluodamas privataus kapitalo, privataus kapitalo sandorių sampratas, autorius siekė tik suteikti kontekstą tolesnei analizei tų sampratų aspektų, kurie susiję su bendrovių teise.

Specialieji disertacijos uždaviniai yra šie:

1. išanalizuoti bendrovių teisės klausimus, kurie turi didžiausią reikšmę privataus kapitalo sandorio kontekste pagal Lietuvos teisę;
2. nustatyti esamus teisinio reguliavimo trūkumus.

Rengiant disertaciją susidurta su terminijos lietuvių kalba trūkumu, dėl kurio autoriui teisinėje ir bendrinėje lietuvių kalboje teko ieškoti žodžių, kurie atskleistų nusistovėjusių anglų kalbos žodžių ir frazių esmę, ir nebūtų pažodinis vertimas, neatitinkantis bendrinės kalbos normų. Todėl papildomas specialusis disertacijos uždavinys yra pasiūlyti lietuviškus svarbiausiųjų privataus kapitalo sandorių teisės sąvokų atitikmenis, tokiu būdu sukuriant sandorių teisės vieningos terminijos lietuvių kalba pagrindus, kad ši terminija galėtų būti vartojama mokslo darbuose ir praktinėje veikloje.

Darbo mokslinis naujumas ir praktinė reikšmė

Šis darbas – pirmasis Lietuvoje, kuriame nagrinėjami teisiniai privataus kapitalo sandorių aspektai. Reikia pažymėti, kad ir kaip ekonomikos bei finansų mokslų tyrimo objektas privataus kapitalo problemos Lietuvoje nedaug analizuotos,¹⁸ nepaisant gausių užsienio autorių publikacijų šia tema.

Dar daugiau, net užsienio šalių teisės doktrinoje stokojama mokslo darbų, kuriuose privataus kapitalo sandoriai būtų nagrinėjami kaip atskiras institutas tam tikrų teisės mokslo šakų aspektais. Paprastai analizuojami iškart visi reikšmingi sandorių teisės institutai, nebūtinai turintys reikšmingų ypatumų privataus kapitalo sandorių kontekste, pvz., patvirtinimai ir garantijos, teisinio audito problemos, mokesčių teisės aspektai ir t.t.¹⁹ Todėl ši disertacija yra pirmoji kompleksinė studija, kurioje išskirtos vienos iš privatinės teisės šakų – bendrovių teisės – problemos, reikšmingos privataus kapitalo sandorių institutui.

Nagrinėjama tema yra ne tik nauja akademinio požiūriu, bet turi ir didelę praktinę reikšmę. Turint omenyje, kad Lietuvoje nėra publikuota ne tik mokslo darbų, bet ir praktinių vadovų privataus kapitalo sandorių tema, trūksta bendro įsivaizdavimo apie privataus kapitalo sandorius kaip reiškinį, jo požymius ir turinį. Žemiau pateikiami keli praktinio disertacijos pritaikomumo pavyzdžiai.

¹⁸ Iš Lietuvos autorių darbų rizikos kapitalo tema (ar su ja susijusiomis temomis) galima paminėti, pvz., šiuos ekonomikos ir vadybos mokslų krypties darbus: Keršys M. Ekonominių veiksnių įtaka inovacijoms versle: Lietuvos atvejis (daktaro disertacija). Vytauto Didžiojo universitetas, Kaunas, 2008; Jankauskienė V. Rizikos kapitalo sektoriaus plėtros veiksnių vertinimo modelis (daktaro disertacija). Vytauto Didžiojo universitetas, Kaunas, 2009; Keršys M., Levišauskaitė K., Jankauskienė V. Fostering Innovations through Development of Private Equity Investment: the Case of Lithuania. // Proceedings of the International Scientific Conference “Management Horizons: Visions and Challenges”. Kaunas: Vytautas Magnus University, European Management Association, 2007; Kaupelytė D., Jankauskienė V. Pensijų fondų investicijos į rizikos kapitalą skatinimas: galimybės Europos Sąjungos šalyse. // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai, Nr. 49. Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas, 2009; Strazdas R., Jakubavičius A., Gečas K. Inovacijos: finansavimas, rizikos kapitalas. Vilnius: Lietuvos inovacijų centras, 2003.

¹⁹ Tokio veikalo pavyzdys galėtų būti, pvz., Cooke D. J. et al. Private Equity Law and Practice. London: Sweet and Maxwell, 2008.

Pirma, disertacijoje pateikiamos išvados ir pasiūlymai galėtų pasitarnauti įstatymų leidėjui kuriant ir tobulinant teisės normas, kurių taikymas gali būti reikalingas sudarant ir vykdant privataus kapitalo sandorius, o mokesčių administratoriui – formuluojant oficialius mokesčių teisės normų išaiškinimus ir prižiūrint mokesčių teisės normų vykdymą. Tiek įstatymų leidėjui, tiek mokesčių administratoriui būtina suvokti privataus kapitalo sandorių ypatumus, ir atsižvelgti į juos teisėkūros ir teisės taikymo procesuose.²⁰

Antra, nemažai teisės praktikų susiduria su privataus kapitalo sandoriais kasdieninėje veikloje. Šios disertacijos tikslas nėra analizuoti konkrečias pavyzdines situacijas ar formuluoti praktinius problemų sprendimų būdus. Tačiau teisinei praktikai yra naudinga suteikti teorinį-mokslinį pagrindą – tai padeda geriau suvokti praktines problemas, nustatyti jų sisteminius ryšius, rasti originalius problemų sprendimo būdus.

Trečia, nors disertacijoje nagrinėjami visų pirma teisiniai klausimai, tai daroma vadybos ir ekonomikos mokslo išvadų kontekste. Suvokti teisės ir vadybos bei ekonomikos klausimų sąsajas naudinga ne tik teisininkams, bet ir vadybininkams, finansininkams, ekonomistams bei kitiems specialistams (pvz., investicinių bankų darbuotojams, verslo konsultantams), kurie susiduria su privataus kapitalo sandoriais savo darbe ar teikdami paslaugas.

Ketvirta, šis darbas gali būti vertingas vykdant įvairius praktinius mokymus ar seminarus privataus kapitalo sandorių ir mokesčių teisės tematika. Ši disertacija taip pat galėtų pasitarnauti mokslininkams, vykdančioms tyrimus

²⁰ Aktualus pavyzdys to, kaip netinkamas privataus kapitalo sandorių esmės suvokimas gali nulemti netinkamą teisėkūrą yra 2009 m. balandžio 30 d. paskelbtas Europos Komisijos pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų (COM (2009) 207). Žr., pvz., Modrall J. et al. Alternative funds directive: Nobody is happy. // International Financial Law Review, Vol. 28, No. 5, 2009 (kur pasiūlymas dėl direktyvos laikomas *“kai kurių valstybių narių, politinių partijų ir interesų grupių, kurias įtariai vertina rizikos draudimo fondus ir privataus kapitalo fondus dažnai aiškiai nesuvokdamos jų skirtumų, politinio spaudimo kulminacija”*); International Financial Law Review: June 2009 News. “Monumental fallout” of hedge fund directive. // <http://www.iflr.com> [2009-06-08] (kur teigiama, jog direktyvos projektas, panašus, rengtas rizikos draudimo fondams reguliuoti, ir jame nurodyti privataus kapitalo fondus nuspręsta paskutinę minutę, neatsižvelgiant į struktūrinius šių reiškinių skirtumus).

vadybos ir ekonomikos klausimais ir siekiantiems suteikti tokiems tyrimams teisinį kontekstą ar vartoti teisinę terminiją. Disertacijos platus pobūdis, ją sudarančios atskiros temos gali pasitarnauti kaip pagrindas, atspirties taškas teisės mokslininkams detaliau išanalizuoti konkrečius sandorių teisės institutus.

Tyrimo šaltiniai

Nagrinėjamas objektas pasižymi reikšminga teisės šaltinių (kurie yra ir tyrimo šaltiniai) specifika.

Visų pirma, reikia atskirti privataus kapitalo investuotojų veiklą apskritai reguliuojančias normas ir privataus kapitalo sandorį, kaip procesą, reguliuojančias normas. Investuotojo veikla apskritai reguliuojama teisės normų aktais dėl investuotojo statuso, sutartimis tarp investuotojo ir fondo investuotojų bei savivaldos priemonėmis (pvz., investuotojo ir fondo investuotojų santykius reguliuojančiais etikos kodeksais).²¹ Tuo tarpu privataus kapitalo sandoriams taikomos bendrosios įvairių teisės šakų, pvz., bendrovių teisės, mokesčių teisės, sutarčių teisės, finansų teisės normos. Šio tyrimo objektas – bendrovių teisės aspektai, pasireiškiantys privataus kapitalo *sandorių* kontekste, o ne investuotojo statusas ar veikla. Todėl darbo šaltiniai – teisės aktai yra visų pirma Lietuvos ir Europos Sąjungos bendrovių teisės ir iš dalies Lietuvos mokesčių teisės aktai (įskaitant mokesčių administratoriaus komentarus, kadangi įstatymo ar poįstatyminio akto lygmens aktų, specialiai reguliuojančių privataus kapitalo sandorių sudarymą ir vykdymą, nėra). Kitų teisės šakų normos analizuojamos tik tiek, kiek reikia tyrimo objekto problemoms atskleisti.

Tyrimui svarbus, nors ir nedidelės apimties, šaltinis yra privataus kapitalo investuotojų, kaip profesionalų, savivaldą reglamentuojantys dokumentai. Šiam darbui reikšmingi tik tokie savivaldos aktai, kuriais

²¹ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 103.

reglamentuojami santykiai tarp investuotojų ir portfelio bendrovių. Svarbiausias šios srities šaltinis – EVCA Bendrovių valdymo gairės (*EVCA Corporate Governance Guidelines*).

Kitas svarbus teisės mokslo tyrimams šaltinis – teismų praktika – didele dalimi nėra reikšmingas nagrinėjamam dalykui, kadangi privataus kapitalo rinka pasižymi privatumu (konfidencialumu) ir aukštu dalyvių profesionalumu. Šios aplinkybės lemia poreikį spręsti ginčus taikiai, o nepavykus – perduoti ginčą spręsti arbitražui, kurio praktika nėra vieša. Vis dėlto tyrimo objekto problemoms nagrinėti remiamasi Jungtinės Karalystės ir JAV teismų praktikos pavyzdžiais, taip pat ta Lietuvos teismų praktika, kuri reikšminga kai kuriems privataus kapitalo investicijos apsaugos aspektams.

Dėl aukščiau apžvelgtų priežasčių svarbiausi šiam darbui privataus kapitalo sandorių teisės šaltiniai yra papročiai ir teisės doktrina.

Teisininkai sandorio dokumentų rengimo ir derybų dėl jų metu užsiima aktyvia teisėkūra. Sandorių papročių teisė pasižymi aukšta juridine technika, remiasi ilgamete teisėkūros subjektų patirtimi, teisės ir finansų problemų sprendimų sinteze.

Papročių teisė apibendrinama teisės doktrinoje. Privataus kapitalo sandorių teisės doktriną anglų kalba galima pagal jos publikavimo pobūdį suskirstyti į dvi grupes:

1. tradicine forma (popieriuje) publikuojamus šaltinius (detaliau apžvelgiamus žemiau);
2. mokslo darbus, kurių sklaida užtikrinama pasitelkiant internetą. Pagrindiniai tokio pobūdžio šaltinių rinkiniai yra Socialinių mokslų tyrimo tinklo (sutr. *SSRN*; angl. *Social Science Research Network*) duomenų bazė (<http://www.ssrn.com/>), kurioje, be kitų temų, prieinami naujausi ekonomikos, vadybos, finansų, teisės mokslo ir tarpdiscipliniai darbai privataus kapitalo sandorių tema, dažnai iki ar vietoj jų publikavimo tradicine forma, ir Europos bendrovių valdymo instituto (sutr. *ECGI*; angl. *European Corporate Governance Institute*) kaupiami

rinktiniai darbai teisės mokslo ir finansų mokslo srityse (<http://www.ecgi.org/>).

Svarbiausi tradicinės formos privataus kapitalo teisės doktrinos pavyzdžiai yra M. Dwyer monografija *Management Buyouts* (vėliau kartu su bendraautoriumi A. Styhanon išplėsta iki traktato *Private Equity Transactions*), autorių kolektyvo leidinys *Private Equity: Law and Practice* (red. D. J. Cooke), C. Hale veikalas *Private Equity: A Transactional Analysis*. Privataus kapitalo sandoriams aktualūs finansavimo aspektai nagrinėjami T. Speechley monografijoje *Acquisition finance*, lyginamojoje studijoje *International acquisition finance: law and practice* (red. G. Griffiths), o investicijos apsaugos klausimai – G. Stedman ir kitų autorių veikale *Shareholders' agreements* – viename detaliausių darbų akcininkų sutarčių tema. JAV mokslininkų darbai ypač svarbūs kreditu finansuojamų išpirkimų sampratai atskleisti (tarp svarbiausių autorių, daug rašiusių šia tema, galima paminėti M. C. Jensen ekonomikos ir vadybos mokslų srityje bei R. Gilson teisės mokslo srityje), taip pat suvokti su akcijomis siejamo atlyginimo specifiką (L. A. Bebchuk). JAV autorių (pvz., E. L. Miller Jr., P. A. Gaughan, D. M. DePamphilis) fundamentalūs darbai susijungimų ir įsigijimų tema, nors neskirti specialiai privataus kapitalo sandorių analizei, reikšmingi analizuojant sandorių struktūras ir procedūras.

Specifinė privataus kapitalo sandorių teisės doktrinos rūšis yra visuomeninių ir tarptautinių organizacijų (tokių kaip Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacija (EVCA), Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija (OECD) bei priežiūros institucijų (pvz., Jungtinės Karalystės Finansinių paslaugų institucijos (FSA)) publikuojamos ataskaitos, memorandumai ir kiti vieši dokumentai, kuriuose apibendrinama aktuali privataus kapitalo rinkos empirinė informacija, identifikuojamos teisinio reguliavimo problemos ir jų sprendimo būdai.

Nepaisant to, kad informacinio-praktinio pobūdžio publikacijos neatitinka moksliniams darbams keliamų reikalavimų, tokių publikacijų kaip

tyrimo šaltinio vertė gali būti didelė, nes atspindi autoriaus vertingą asmeninę patirtį ir išvalgas, kurios nuo praktikos atsietam moksliniam tyrimui gali būti neprieinamos. Pagrindinis tokio pobūdžio šaltinis yra specializuotas tarptautinis finansų teisės žurnalas *International Financial Law Review*.

Autorius dėkoja Gento universiteto (Belgija) teisės fakulteto Verslo teisės katedros profesoriams E. Wymeersch, C. Van der Elst ir H. De Wulf už disertacijos dalių pradinių tekstų anglų kalba peržiūrą, vertingus patarimus ir pastabas, taip pat Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacijos (EVCA) tyrimų skyriaus vadovei M. Ene bei darbuotojams S. Sultana ir J. Vandermosten už metodinę pagalbą.

Tyrimo metodologija

Bendriausia metodologijos prasme rašant šį darbą didelis dėmesys buvo skiriamas ne tik analizei (analitinis mokslinio tyrimo metodas), bet ir sintezei. Pvz., privataus kapitalo sandorio požymiai autoriaus yra sintezuoti iš daugelio šaltinių, atsižvelgiant į tai, kad mokslinėje ir net praktinėje literatūroje nėra bandymų konceptualiai apibūdinti privataus kapitalo sandorio požymius.

Pagrindinis rengiant darbą naudotas mokslinio tyrimo metodas – sisteminis metodas,²² kuriuo remiantis privataus kapitalo sandorių institutas analizuojamas kaip visuma įvairių teisės šakų normų, reikšmingų sudarant ir vykdant privataus kapitalo sandorius. Sistemine analize leido identifikuoti sąsajas tarp įvairių teisės mokslo šakų (bendrovių, sutarčių, mokesčių teisės) ir iš esmės atskleisti tiriamus klausimus, pasiekti pakankamą abstrakcijos lygį. Šio tyrimo objektas – bendrovių teisės klausimai – negali būti tinkamai išanalizuoti nevertinant jų santykio su sutarčių teisės ir mokesčių teisės normomis. Privataus kapitalo sandoriai – daugiaplanis, multidisciplininis klausimas. Todėl nagrinėjamosioms problemoms svarbus ir daug platesnis

²² Mikelėnienė D., Mikelėnas V. Teismo procesas: teisės aiškinimo ir taikymo aspektai. Vilnius: Justitia, 1999. P. 194-202.

sisteminis kontekstas – bendrovių teisės klausimų esmė dažnai slypi finansų, vadybos, ekonomikos, psichologijos mokslų diskurse. Pvz., kredito vaidmens privataus kapitalo sandoriuose suvokimas neįmanomas be finansų ir ekonomikos mokslo kategorijų bent elementarios analizės.

Lyginamosios teisėtyros metodo ribotą taikymą šiame darbe nulemia tyrimui naudotų šaltinių specifika (nėra daug teisės normų rinkinių ar aktualios teismų praktikos, kurią galima būtų išsamiai lyginti įvairiose jurisdikcijose). Privataus kapitalo sandorių papročių teisė – vienas svarbiausių tyrimo šaltinių – perimama iš pagrindinių tokios teisės formavimo centrų (JAV ir Jungtinės Karalystės) kaip globali konverguota praktika. Todėl lyginamasis metodas darbe naudojamas visų pirma pateikti tinkamo (pageidautino) ar netinkamo teisinio reguliavimo pavyzdžius, bet ne detaliam lyginti pasirinktas teisės sistemas. Atsižvelgiant į tai, kad privataus kapitalo sandoriai ir ypač jų specifinis reguliavimas – naujas reiškinys, ribotai taikytas istorinis metodas: istoriniu požiūriu analizuotas tik privataus kapitalo sandorių vykdymui svarbus finansinės pagalbos institutas.

Įstatymų leidėjo ketinimo metodas²³ taikytas visų pirma su akcijomis siejamo atlyginimo mokestinių aspektų analizei, turint omenyje neaiškų šio instituto reguliavimą pagal Lietuvos teisę, kurią autorius siekė išaiškinti analizuodamas galimus įstatymų leidėjo ketinimus.

Svarbiausi pagalbiniai metodai – psichologinis-bihevioristinis metodas²⁴ ir teisės ekonominė analizė.²⁵ Psichologinis-bihevioristinis metodas taikytas nagrinėjant interesų konfliktus tarp privataus kapitalo sandorio, kaip proceso, dalyvių, taip pat kredito poveikį bendrovės vadovų elgesiui, kadangi šiems klausimams tinkamai atskleisti būtina veikiančių asmenų elgesio analizė. Taikant teisės ekonominę analizę siekta pagrįsti privataus kapitalo rinkos

²³ *Ibid.* P. 217-222.

²⁴ Vaišvila A. Teisės teorija: vadovėlis. Vilnius: Justitia, 2004. P. 40, 44.

²⁵ Žr., pvz., Posner R. A. *Economic Analysis of Law*. New York (N.Y.): Wolters Kluwer Law & Business, 2007.

reikšmę ir poveikį ekonomikai. Rengiant šį darbą nebuvo atliekama empirinių tyrimų – apibendrinta kitų tyrinėtojų surinkta medžiaga.

1. Privataus kapitalo samprata

1.1. Privataus kapitalo apibrėžimas

Siauriausiaja – finansų terminijos – prasme, **privatus kapitalas** (angl. *private equity*) yra turto klasė,²⁶ kurią sudaro bendrovių, kurių akcijos neplatinamos viešai, akcijos.²⁷ Vis dėlto, pripažįstama, kad privataus kapitalo turto klasė yra vienas mažiausiai suprantamų šiandienos finansų rinkų segmentų.²⁸

Sandorių praktikoje ir šioje disertacijoje terminas „privatus kapitalas“ suprantamas dinamiškai, t.y. ne tiek kaip turto klasė, o visų pirma kaip privataus kapitalo sandorio finansavimo procesas.

Dinamine prasme privataus kapitalo sąvoka Europoje ir JAV vartojama skirtingai.²⁹ Europoje sąvoka „privatus kapitalas“ paprastai apima tris finansavimo etapus – pirma, steigiamų ar veiklą pradedančių bendrovių finansavimą (**rizikos kapitalą** – angl. *venture capital*),³⁰ antra, veiklą

²⁶ **Turto klasė** (angl. *asset class*) – tai turto, į kurį investuojama, vienetai, turintys panašių rizikos ir grąžos požymių. Skirtingų turto klasių (pvz., vertybinių popierių, nekilnojamojo turto ir t.t.) skirtingi rizikos ir grąžos požymiai leidžia diversifikuoti investavimą (plg. Investopedia. Asset Class // <http://www.investopedia.com/terms/a/assetclasses.asp> [2009-06-19]).

²⁷ BVCA. A Guide to Private Equity, 2004-08. // <http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/AGuidetoPrivateEquity> [2009-06-08]. P. 6-7. Skiriami ir privataus kapitalo poklasiai (*Ibid.*, P. 35), kurių pavyzdžiai pagal Lietuvos teisę galėtų būti akcijų klasės (paprastosios ir privilegijuotosios akcijos). Tačiau šio darbo kontekste reikšmingesnė kapitalo, kaip finansavimo instrumento, sub-lygmenų analizė, pateikiama 3.1.2.2 skyriuje.

²⁸ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P.8.

²⁹ BVCA. A Guide to Private Equity, 2004-08. // <http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/AGuidetoPrivateEquity> [2009-06-08]. P. 6. European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 9.

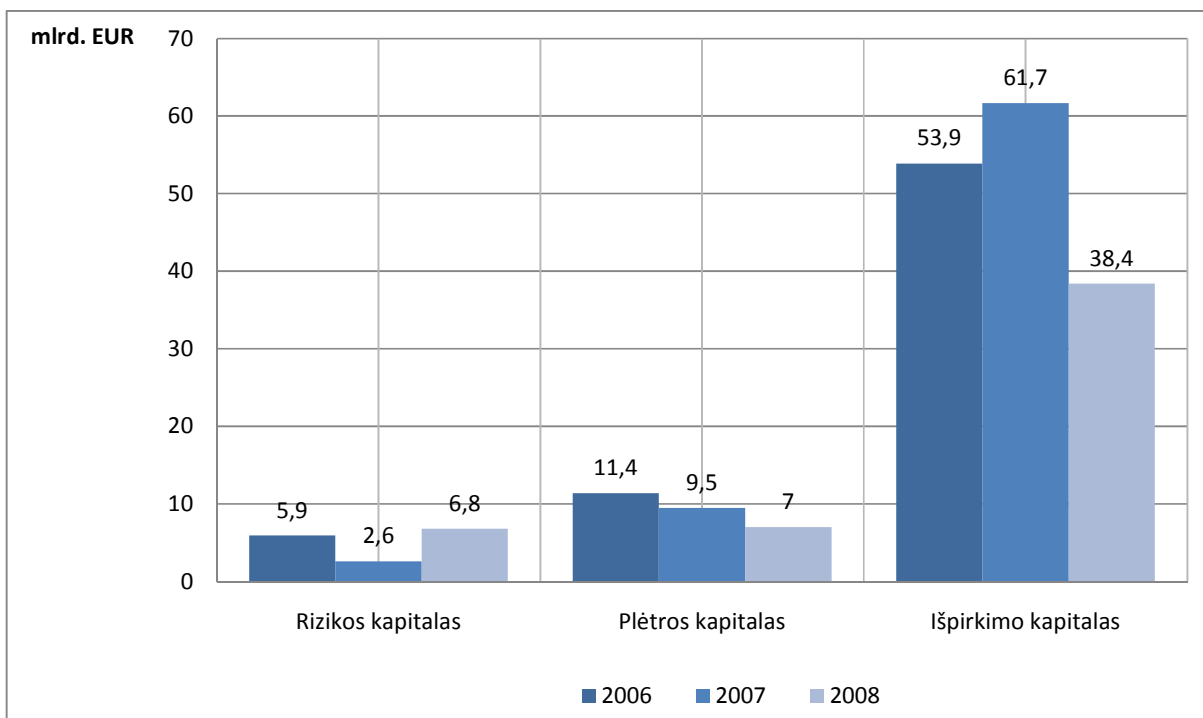
³⁰ Rizikos kapitalas, savo ruožtu, skirstomas į pradinį kapitalą ir veiklos pradžios kapitalą. **Pradinis kapitalas** (angl. *seed capital*) – prieš veiklos pradžią įmonei suteiktas finansavimas pradinio koncepto tyrimui, vertinimui ir kūrimui (2008 m. rugpjūčio 6 d. Komisijos reglamento (EB) Nr. 800/2008, skelbiančio tam tikrų rūšių pagalbą suderinama su bendraja

vystančių bendrovių finansavimą (**plėtros kapitalą** – angl. *expansion capital* arba *growth capital*),³¹ ir, trečia, **išpirkimo kapitalą** (angl. *buyout capital*).³² Tokią sąvoką galima laikyti privataus kapitalo sąvoka **plačiaja prasme**. Europoje pasitaiko painios vartosenos pavyzdžių, kai terminai „privatus kapitalas“ ir „rizikos kapitalas“ vartojami kaip sinonimai. JAV terminologija nusistovėjusi labiau, ir terminas „rizikos kapitalas“ apima pirmąsias dvi finansavimo stadijas, o terminas „privatus kapitalas“ taikomas tik išpirkimo stadijai. Šioje disertacijoje terminas „privatus kapitalas“ vartojamas **siaurąja prasme** ir apima tik išpirkimo stadiją – rizikos kapitalo ir plėtros kapitalo ypatumai atskirai neapptariami. Išpirkimo stadija, lyginant su kitomis privataus kapitalo finansavimo plačiaja prasme stadijomis, pasižymi didžiausia investicijų apimtimi: pvz., 2006 m. ir 2008 m. Europos valstybėse organizuotų privataus kapitalo investuotojų išpirkimo stadijos investicijos Europos valstybėse buvo maždaug 3 kartus didesnės nei rizikos ir plėtros kapitalo stadijų investicijos kartu paėmus, o 2007 m. – net apie 5 kartus didesnės (žr. 3 pav.).

rinka taikant Sutarties 87 ir 88 straipsnius (Bendrasis bendrosios išimties reglamentas) („Reglamentas“), 28 str. 4 p.). **Veiklos pradžios kapitalas** (angl. *start-up capital*) – finansavimas, teikiamas įmonėms, kurios komerciniais tikslais dar nepardavė savo produkto ar paslaugos ir dar negavo pelno, produkto kūrimui ir pradinei rinkodarai (Reglamento 28 str. 5 p.).

³¹ Plėtros kapitalas gali būti detaliau apibrėžiamas kaip finansavimas, teikiamas įmonės, kuri nebūtinai pasiekė pelningumo ribą arba vykdo pelningą veiklą, vystymuisi ir plėtrai, siekiant padidinti gamybos pajėgumus, suaktyvinti rinkos arba produkto vystymą, arba papildomam apyvartiniam kapitalui suteikti (Reglamento 28 str. 6 p.). Plėtros kapitalas kartais laikomas rizikos kapitalo stadijos dalimi (žr., pvz., Bendrijos gairių dėl valstybės pagalbos rizikos kapitalo investicijoms į mažąsias ir vidutines įmones skatinti (2006/C 194/02) 2.2 str. (i) d.); tokiu būdu išskiriamos tik dvi privataus kapitalo finansavimo stadijos – rizikos kapitalo stadija ir išpirkimo kapitalo stadija. Kita vertus, pvz., EVCA laikosi pozicijos, kad plėtros kapitalas yra išpirkimo stadijos dalis (autorius iš EVCA tiesiogiai gauta informacija).

³² Kaip dar viena privataus kapitalo finansavimo stadija kartais išskiriamas finansinių sunkumų turinčių įmonių finansavimas (angl. *turn-around financing*, *rescue financing* arba *restructuring financing*) (žr., pvz., Barthold B. M. *Alternative Equity Financing in Switzerland: Company and Contract Law Aspects*. // *Business Law International*, Vol. 229, No. 2, 2002. P. 229). Tiksliau būtų laikyti tokį finansavimą ne stadija, o tam tikrų specifinių požymių turinčių įmonių privataus kapitalo finansavimo *rūšimi*. EVCA laikosi finansinių sunkumų turinčių įmonių finansavimą išpirkimo stadijos dalimi (*Ibid.* P. 41).



3 pav. Investicijos pagal privataus kapitalo finansavimo stadijas Europoje 2006 – 2008 m.³³

Išskiriami trys pagrindiniai privataus kapitalo šaltiniai (davėjai):³⁴

1. **Instituciniai investuotojai** – kredito įstaigos, draudimo įmonės, pensijų fondai (plg. FPRĮ 27 str. 1 d. 1 p.), tarptautinės finansų įstaigos (pvz., Europos rekonstrukcijos ir plėtos bankas (EBRD)) ir t.t.
2. **Individualūs investuotojai** – pasiturintys fiziniai asmenys, investuojantys privatų kapitalą tiesiogiai ar netiesiogiai (kaip fondų investuotojai) daugiausia rizikos kapitalo stadijoje. Rizikos kapitalo,

³³ Parengta pagal EVCA ir *PEREP Analytics* duomenis.

³⁴ BVCA. A Guide to Private Equity, 2004-08. // <http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/AGuidetoPrivateEquity> [2009-06-08]. P. 6, 11, 14.

ypač pradinio kapitalo, stadijoje tiesiogiai investuojantys fiziniai asmenys dažnai įvardijami kaip “verslo angelai” (angl. *business angels*).

3. **Korporatyviniai investuotojai** (angl. *corporate investors*) – gamybos ar nefinansinių paslaugų įmonės, investuojančios privatų kapitalą tiesiogiai ar netiesiogiai (kaip fondų investuotojai), dažnai į veiklą pradedančias ar vystančias įmones tame ūkio sektoriuje, kuriame pačios veikia.

Reikia pažymėti, kad šiame darbe įvardijamas „privataus kapitalo investuotojas“, kaip kompleksinis darinys, susidedantis iš privataus kapitalo fondo ir jį valdančio fondo valdytojo,³⁵ yra ne privataus kapitalo šaltinis ar davėjas, o tarpininkas tarp tikrojo investuotojo ir taikinio, organizuojantis, valdantis ir realizuojantis investiciją.³⁶

2007 m. duomenimis, fizinių asmenų investicijos į Europos valstybėse organizuotus privataus kapitalo fondus sudarė 4,7 proc., o didžiausia institucinių investuotojų grupė buvo pensijų fondai – 18 proc. visų privataus kapitalo fonduose akumuliuotų investicijų sumos.³⁷

³⁵ Privataus kapitalo investuotojo sąvoka detaliau atskleidžiama 2.1.2 skyriuje.

³⁶ BVCA. A Guide to Private Equity, 2004-08. // <http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/AGuidetoPrivateEquity> [2009-06-08]. P. 6.

³⁷ EVCA, PEREP Analytics. Private equity funds raised by type of investor in 2007 // <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414> [2009-05-19].

1.2. Privataus kapitalo rinkos reikšmė

Europos Komisijos Baltojoje knygoje dėl 2005 – 2010 m. finansinių paslaugų politikos teigiama, kad „reikalinga veiksmingesnė rizikos kapitalo rinka, kuri remtų naujas ir novatoriškas įmones ir skatintų ekonomikos augimą. <...> tolesnių iniciatyvų rizikos kapitalo srityje prioritetų nustatymas bus nepaprastai svarbus, ir Komisija ateinančius penkerius metus jam teiks neabejotiną pirmenybę“.³⁸ Europos Komisija yra konstatavusi, kad daugelyje Europos Sąjungos valstybių narių būtina gerinti supratimą apie privataus kapitalo rinkos, galinčios prisidėti prie ekonomikos augimo, funkcijas ir potencialą.³⁹

Galima išskirti tokias pagrindines privataus kapitalo rinkos funkcijas:⁴⁰

1. Sudaryti galimybę gauti finansavimą kapitalu įmonėms, kurios negali pasinaudoti viešojo kapitalo rinkomis (angl. *public equity markets*).
2. Suteikti galimybę įmonėms, kurios pajėgios naudotis viešojo kapitalo rinkomis, pasitraukti iš jų siekiant įvykdyti transformacijas, kurios būtinos tolesnei įmonių veiklai užtikrinti.
3. Suteikti galimybę investuotojams diversifikuoti individualią investicijos riziką pasinaudojant portfelio bendrovių principu organizuotomis privataus kapitalo fondų struktūromis, ir priskirti lėšas potencialiai produktyviausioms reikmėms.

³⁸ Europos Komisijos Baltoji knyga dėl 2005–2010 m. finansinių paslaugų politikos. // http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm [2009-06-10]. P. 4.

³⁹ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 8.

⁴⁰ *Ibid.* P. 13.

Privataus kapitalo rinkos ekonominė reikšmė skirtinga priklausomai nuo finansavimo stadijos:⁴¹

1. Rizikos kapitalo investicijos skatina inovacijas, nes remia veiklą pradedančias įmones, kurių steigimo tikslas – įgyvendinti novatoriškas idėjas, sukurti ir vystyti naujas technologijas, pritaikyti neišbandytas, bet potencialiai perspektyvias verslo strategijas. Tokiu būdu rizikos kapitalo rinka prisideda prie aukštos kvalifikacijos naujų darbo vietų kūrimo. Būtent rizikos kapitalo stadijoje aiškiausiai pasireiškia minėta privataus kapitalo rinkos funkcija sudaryti galimybę gauti finansavimą kapitalu įmonėms, kurios negali pasinaudoti viešojo kapitalo rinkomis.
2. Plėtros kapitalas sudaro galimybę sėkmingai veikiančioms įmonėms įsigyti naujų gamybos priemonių, kelti gamybos bei paslaugų kokybę, taikyti pažangius valdymo ir vadybos įgūdžius, siekiant veiklos augimo ir internacionalizavimo.
3. Išpirkimo stadijos investicijos į brandžias įmones nukreiptos į vertės kūrimą visų pirma per veiklos optimizavimą (pvz., išlaidų mažinimą, veiklos pertvarkymą, strateginį reorganizavimą). Privataus kapitalo investuotojai pateikia ne tik kapitalą, bet ir vadybos bei valdymo *know-how*. Dėl to ši finansavimo stadija ypač svarbi įmonėms, kurios dėl prasto valdymo nepajėgia realizuoti savo potencialo, sėkmingai konkuruoti rinkoje ar susiduria su finansiniais sunkumais. Didžiausieji privataus kapitalo investuotojai gali pasiūlyti bendrovėms, į kurias investuoja, priėjimą prie tarptautinių verslo struktūrų, taip pat tarptautinio lygmens konkurencinės aplinkos analizę – tai svarbu įmonėms, potencialiai galinčioms veikti ir už vietinių rinkų ribų.⁴² Atskirai pažymima išpirkimo stadijos svarba sprendžiant šeimos verslų tęstinumo problemą: galimybė perduoti verslo kontrolę privataus

⁴¹ *Ibid.* P. 13-14.

⁴² *Ibid.* 25.

kapitalo investuotojui dažnai leidžia išsaugoti šeimos sukurtą verslą kaip savarankišką veiklą tęsiantį vienetą.⁴³

Visoms privataus kapitalo stadijoms būdinga teigiama įtaka portfelio bendrovių valdymui (angl. *corporate governance*). Privataus kapitalo pozityvus poveikis bendrovės valdymo gerinimui (teoriniu požiūriu analizuojamas šio darbo 4 ir 5 skyriuose, kuriuose aptariamas investuotojo ir bendrovės vadovų interesų derinimas bei aktyvaus investuotojo taikomos investicijos apsaugos priemonės) patvirtintas empiriniais tyrimais. Pvz., tarptautinė verslo konsultacijų įmonė *Oxera*, bendradarbiaudama su Londono vertybinių popierių birža ir Didžiosios Britanijos rizikos kapitalo asociacija (BVCA), 2006 m. atliko pirminio viešo akcijų siūlymo atvejų Londono vertybinių popierių biržoje 1998 m. ir 2001 – 2004 m. finansinių rodiklių tyrimą ir nustatė, kad per vienerius metus po pirminio viešo siūlymo bendrovių, iš kurių tokiu būdu pasitraukė privataus kapitalo investuotojai, akcijų vidutinė grąža buvo 15,2 proc., o kitų bendrovių – 6,1 proc.⁴⁴ Šie tyrimų rezultatai parodo, kokį didelį vaidmenį privataus kapitalo investuotojas atlieka ugdant portfelio bendrovių valdymą ir taip paruošiant jas aukštiesiems veiklos ir rizikos kontrolės reikalavimams, kurie taikomi listinguojamoms bendrovėms.⁴⁵

Profesionalus privataus kapitalo investavimas atneša naudą ne tik investuotojams, bet ir visuomenei apskritai. EVCA duomenimis, 1997 – 2004 m. Europos Sąjungos valstybėse narėse, Šveicarijoje ir Norvegijoje bendrovių, finansuojamų privataus kapitalu išpirkimo stadijoje, darbuotojų skaičius augo vidutiniškai 2,4 proc. kasmet, o bendrovių, finansuojamų rizikos kapitalu –

⁴³ *Ibid.* P. 14. Plačiau žr., pvz., Scholes L. et al. Strategic Changes in Family Firms Post-Management Buyout: Ownership and Governance Issues. CMBOR, 2006. // <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/> [2009-06-01]; EVCA. Private Equity and Generational Change. The Contribution of Private Equity to the Succession of Family Businesses in Europe. 2005. // <http://www.evca.eu/publicandregulatoryaffairs/> [2009-06-11].

⁴⁴ *Oxera*. The London markets and private equity-backed IPOs. // <http://www.oxera.com/main.aspx?id=4562> [2009-06-14].

⁴⁵ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 16.

vidutiniškai 30,5 proc. kasmet. Tuo tarpu, *Eurostat* duomenimis, bendras darbo vietų skaičius Europos Sąjungos valstybėse narėse 2000 – 2004 m. augo vidutiniškai 0,7 proc. kasmet.⁴⁶ Be to, privataus kapitalo investicijų grąža perduodama daugiausia instituciniams investuotojams, kurių didelę dalį sudaro pensijų fondai, taigi privataus kapitalo investicijos gali įnešti svarų indėlį į senstančios Europos gerovės užtikrinimą.⁴⁷

⁴⁶ EVCA. Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe. 2005. P. 4. // <http://www.evca.eu/> [2009-06-12].

⁴⁷ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 14-15.

2. Privataus kapitalo sandorio samprata

2.1 skyriuje nustatomi ir aprašomi požymiai, kurių pagrindu bendrovės akcijų įgijimo sandorį galima kvalifikuoti kaip privataus kapitalo sandorį.

Apibendrinus privataus kapitalo sandorio požymių visumą, 2.2 skyriuje pateikiamas privataus kapitalo sandorio apibrėžimas.

Atskleidus privataus kapitalo sandorio sampratą aptariamos pagrindinės privataus kapitalo sandorių rūšys pagal pasirinktus kriterijus (2.3 skyrius), taip pat identifikuojami svarbiausieji privataus kapitalo sandorio, kaip proceso, dalyviai (2.4 skyrius).

2.1. Privataus kapitalo sandorio požymiai

2.1.1. Uždaras bendrovės-taikinio pobūdis

Privataus kapitalo sandorio dalykas – bendrovės, kurios akcijos nėra platinamos viešai, akcijos (ABĮ 2 str. 3 d., 2 str. 4 d.; VPĮ 2 str. 50 d.).⁴⁸ Akademinėje ir neakademinėje literatūroje trūkstant nuoseklumo vartojant privataus kapitalo sandorio terminą, privataus kapitalo sandorio galimu taikiniu dažnai laikoma ir atviro (viešo) tipo bendrovė, jei jos akcijos įgyjamos tam, kad bendrovė būtų reformuota į uždaro tipo bendrovę.⁴⁹ Šiame darbe neanalizuojami tokio proceso, vadinamojo “privatinimo” (angl. *taking*

⁴⁸ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 10. Plg. KISĮ 79 str. (pagal kurią privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjekto turtą gali, be kita ko, sudaryti naujai steigiamų įmonių ir (arba) veikiančių įmonių, kurių išleisti perleidžiamieji vertybiniai popieriai nėra įtraukti į prekybą prižiūrimoje (pvz., reguliuojamoje) ir visuomenei prieinamoje rinkoje bet kurioje valstybėje, vertybiniai popieriai).

Būtina pažymėti, kad KISĮ (kuriuo, be kita ko, įgyvendinamos 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 (KIPVPS), derinimo (OL 2004 m. specialusis leidimas, 6 skyrius, 1 tomas, p. 139), ir 2007 m. kovo 19 d. Komisijos direktyva 2007/16/EB, įgyvendinanti Tarybos direktyvą 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su KIPVPS, derinimo, patikslinant tam tikrus apibrėžimus (OJ L 79, 20.3.2007, p. 11–19)), analizuojant privataus kapitalo sandorius taip, kaip jie suprantami šiame darbe, remiamasi tik pagal analogiją. Plg. KISĮ 2 str. 14 d. (pagal kurią kolektyvinio investavimo subjektas (viena jo rūšių – privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektas (KISĮ 31 str. 3 d. 3 p.)) – tai investicinis fondas ar investicinė bendrovė, kurių sudarymo vienintelis tikslas – KISĮ 2 str. 13 d. nustatyta tvarka siūlant investicinius vienetus ar akcijas, kaupti asmenų lėšas ir padalijant riziką jas kolektyviai investuoti į šiame įstatyme nurodytą turtą laikantis šiame įstatyme nustatytų investavimo reikalavimų. Pagal KISĮ 2 str. 13 d. investicinių vienetų arba akcijų siūlymu laikomas jų siūlymas per visuomenės informavimo priemones, reklamą arba kitais būdais, kai kreipiamasi į daugiau kaip 100 asmenų).

Šiame darbe aptariamų privataus kapitalo investuotojų veiklos reguliavimas Europos Sąjungos mastu dar yra teisėkūros stadijoje (žr., pvz., Private Equity Wire. Does UCITS already do the trick? 2009-05-22 // http://www.privateequitywire.co.uk/articles/detail.jsp?content_id=332066 [2009-06-12]; 2009 m. balandžio 30 d. Europos Komisijos pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų // COM (2009) 207).

⁴⁹ T.y. pagal Lietuvos teisę – pertvarkyta į uždarają akcinę bendrovę arba akcinės bendrovės akcijos išbrauktos iš prekybos reguliuojamoje rinkoje.

private),⁵⁰ ypatumai, kadangi tam būtų reikalinga papildoma bendrovių perėmimo (angl. *takeovers*) instituto analizė.

Privataus kapitalo sampratos požiūriu, esminis skirtumas tarp privataus kapitalo investicijos ir investicijos į viešai platinamas akcijas yra privataus kapitalo investuotojo turima galimybė daryti įtaką bendrovei, į kuria investuojama, siekiant didesnės grąžos. Privataus kapitalo investicija leidžia investuotojui labiau tiesiogiai ir ilgesnį laikotarpį daryti įtaką bendrovei, į kurią investuojama, nei leistų investicija į viešai platinamas akcijas.⁵¹ Tuo tarpu investavęs į viešo tipo bendrovės akcijas asmuo nelinkęs skirti savo atstovų į bendrovės valdybą ar kitaip aktyviai veikti bendrovės veiklą,⁵² net turėdamas pakankamą bendrovės akcijų dalį tą daryti, nes tokiam elgesiui būtų taikomas draudimo naudotis viešai neatskleista informacija prekiaujant finansinėmis priemonėmis teisinis režimas (plg. FPRĮ 62 str.). Kitaip tariant, privatus kapitalas leidžia atsiskleisti investuotojo verslumui.

Skiriasi ir viešo tipo bendrovės bei uždaro tipo bendrovės vadovų elgesio principai. Pvz., laikoma, kad privataus kapitalo modelis skatina bendrovės vadovus priimti sprendimus ilgam laikotarpiui, kadangi nėra viešo tipo bendrovių akcininkams būdingo lūkesčio, kad vadovai nuolat siektų gerų trumpalaikių rezultatų.⁵³

Dėl aukščiau aprašytų ir kitų priežasčių privatus kapitalas vadinamas vienu iš „alternatyviųjų“ investavimo būdų. Tokiais atvejais turima omenyje,

⁵⁰ Žr. detalesnį privatinimo apibrėžimą 2.4.1 skyriuje. Privatinimas yra dalis platesnės sąvokos, privataus kapitalo rinkoje įvardijamos kaip „privačios investicijos į viešąjį kapitalą“ (angl. *private investment in public equity*, angl. sutr. *PIPE*), t.y. privataus kapitalo investuotojų atliekamos investicijos į viešai platinamas akcijas.

⁵¹ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006.P.9.

⁵² Bank for International Settlements, Working Group established by the Committee on the Global Financial System chaired by Henk Brouwer of the Netherlands Bank. Private equity and leveraged finance markets. 2008. P. 18.

⁵³ *Ibid.*

kad privataus kapitalo investicija yra alternatyva investicijai į viešai platinamas akcijas.⁵⁴

⁵⁴ *Ibid.*

2.1.2. Investuotojo profesionalumas

Šios disertacijos objektas – bendrovių teisės aspektai santykiuose tarp investuotojo ir kitų privataus kapitalo sandorio dalyvių. Todėl pats investuotojas vertinamas tik kaip vienas iš sandorio dalyvių, suvokimas apie kurį reikalingas privataus kapitalo sandorio sampratai atskleisti. Šiame darbe privataus kapitalo investuotojo verslo vidinė specifika neanalizuojama, o santykiai, susiklostantys tarp įvairių asmenų, veikiančių investuotojo lygmenyje, nagrinėjami tik bendrais bruožais. Darbe taip pat nesiekama analizuoti investicinių fondų ir valdymo įmonių reguliavimo pagal Lietuvos teisę perspektyvų. Praktiniu požiūriu, didžiausią reikšmę vykdant privataus kapitalo investicijas Lietuvoje turi už Lietuvos ribų organizuoti dariniai, todėl toliau apžvelgiama pasaulinėje praktikoje nusistovėjusi privataus kapitalo investuotojo tipiška struktūra ir trumpai apibūdinamas privataus kapitalo fondų reguliavimas pagal Lietuvos teisę.

2.1.2.1. Privataus kapitalo investuotojo tipiška struktūra (pasaulinė praktika)

Tipiškas investuotojas privataus kapitalo sandoryje yra kompleksinis darinys, susidedantis iš **privataus kapitalo fondo** ir jį valdančio **fondo valdytojo**.⁵⁵ Fondas yra privataus kapitalo sandoriams finansuoti skirtos lėšos, akumuliuotos **fondo investuotojų**.⁵⁶ Valdytojas paprastai yra ribotos atsakomybės bendrovė, kurią kontroliuoja **privataus kapitalo valdymo įmonė**

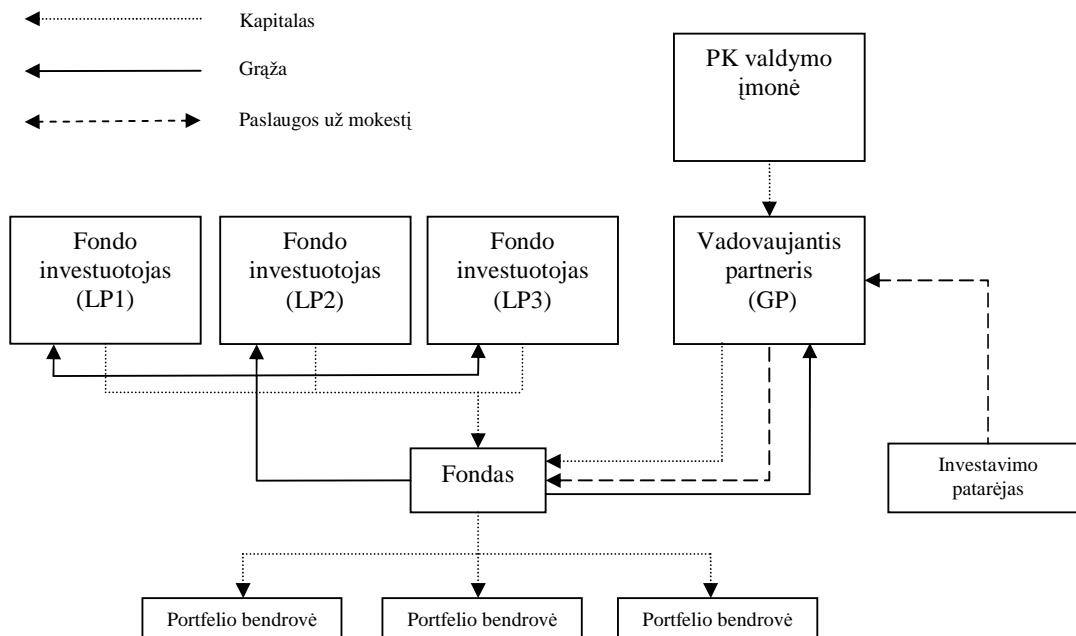
⁵⁵ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006.P.11.

⁵⁶ *Ibid.* Plg. FPRĮ 3 str. 1 d. 11 p. (kuriame investicinis fondas apibrėžiamas kaip veiklos forma, kai bendrosios dalinės nuosavybės teise juridiniams ar fiziniams asmenims priklausantis turtas valdymo įmonės valdomas patikėjimo teise laikantis FPRĮ ir investicinio fondo taisyklėse nustatytos tvarkos ir sąlygų). Dalį fondo lėšų paprastai sudaro ir valdytojo dalis, žr. toliau šiame 2.1.2.1 skyriuje.

(angl. *private equity firm* arba *private equity house*).⁵⁷ Privataus kapitalo valdymo įmonė paprastai netiesiogiai valdo keletą skirtingų gyvavimo stadijų fondų ir naudoja vieną valdytoją visiems šiems fondams tiesiogiai valdyti.⁵⁸ Paprastumo dėlei šiame darbe vartojamas terminas „valdytojas“ reikš sprendimus dėl investavimo priimančią darinį, neišskiriant fondo valdytojo (kuris priima formaliuosius sprendimus dėl investavimo) ir privataus kapitalo valdymo įmonės (kuri priima realiuosius sprendimus dėl investavimo). 4 pav. pateikiama tipiško privataus kapitalo investuotojo, kaip kompleksinio darinio, vidinių struktūrinių ryšių schema.

⁵⁷ EVCA. *Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission.* 2009. P. 61. Plg. KISĮ 2 str. 36 d. (kur valdymo įmonė apibrėžiama kaip bendrovė, kurios pagrindinė veikla yra investicinių fondų ar investicinių bendrovių valdymas).

⁵⁸ *Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission.* 2009. P. 61. Plg. KISĮ 9 str. (kuris, be kita ko, reglamentuoja valdymo įmonės teisę pavesti dalį savo funkcijų kitai įmonei).



4 pav. Elementari privataus kapitalo investuotojo vidinių struktūrinių ryšių schema⁵⁹

Investuotojo apskritai profesionalumas – tai turėjimas pakankamai žinių, įgūdžių ir patirties pagrįstiems investavimo sprendimams savarankiškai priimti bei gebėjimas tinkamai įvertinti su jais susijusią riziką.⁶⁰ Privataus

⁵⁹ Parengta pagal Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 5; Hale C. Private Equity: A Transactional Analysis. Globe Law and Business: 2007. P. 20; Gilligan J. et al. Private Equity Demystified. An explanatory Guide. The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), Corporate Finance Faculty. 2008 // <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/privateequity.pdf> [2009-06-01]. P. 19; IK Investment Partners. Industry Structure. // <http://www.ikinest.com/templates/Page.aspx?id=3203> [2009-06-12].

⁶⁰ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 22. Plg. KISĮ 2 str. 3 d. 27 p. (kuriame profesionalusis investuotojas apibūdinamas kaip FPRĮ apibrėžtas profesionalusis klientas ir kolektyvinio investavimo subjekto, kurio sudarymo dokumentuose numatyta mažiausia investuojama suma yra 50 000 arba daugiau eurų, dalyvis), FPRĮ 3 str. 1 d. 29 p. (kuriame apibrėžiamas finansų maklerio įmonės profesionalusis klientas), FPRĮ 27 str. (kuriame apibūdinami finansų maklerio įmonių profesionalieji klientai be atskiro pripažinimo) ir FPRĮ 28 str. (kuriame apibūdinami asmenys, galintys būti pripažinti profesionaliaisiais klientais).

kapitalo investuotojo profesionalumas pasireiškia tuo, kad teisiniam investavimo sprendimų priėmėjui – vadovaujančiam partneriui – sprendimus padeda priimti privataus kapitalo valdymo įmonė, o dažnai ir atskira investavimo patarėjų įmonė (kontroliuojama ar nekontroliuojama privataus kapitalo valdymo įmonės), kuriose dirba asmenys, turintys specialių žinių investavimo objektų atrinkimo, investavimo vykdymo ir investicijų valdymo srityse.⁶¹

Privataus kapitalo investuotojas kaip darinys paprastai veikia ribotos atsakomybės bendrijos (angl. *limited liability partnership*, sutr. *LLP*) sutarties pagrindu.⁶² Fondo valdytojas veikia kaip vadovaujantis partneris (angl. *general partner*, sutr. *GP*), o fondo investuotojai – kaip ribotos atsakomybės partneriai (angl. *limited liability partners*, sutr. *LP*).⁶³ Pastarųjų atsakomybė ribota, tačiau jie nedalyvauja fondo valdyme.⁶⁴

Paprastai fiksuojamas tiek fondo terminas (paprastai 10-12 metų su galimybe fondo investuotojų sutarimu terminą pratęsti⁶⁵), tiek dydis. Fondo dydis apibrėžiamas kaip **numatytasis kapitalas** (angl. *committed capital*) –

⁶¹ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 11-12.

⁶² Išsamiau žr., pvz., Harris L. A Critical Analysis of Private Equity Limited Partnerships. 2008-02 // <http://ssrn.com/abstract=1091174> [2006-06-08]. Plg. KISĮ 32 str. 2 d. (pagal kurią valdymo įmonė investicinį fondą sudaranti turtą valdo, naudoja ir juo disponuoja turto patikėjimo teise).

⁶³ Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4. Vadovaujančio partnerio ir ribotos atsakomybės partnerio statusas turi panašumų su, atitinkamai, komanditinės ūkinės bendrijos tikrojo nario ir komanditoriaus statusu pagal Lietuvos teisę (plg. Lietuvos Respublikos ūkinių bendrijų įstatymo 7 str. 1 d., 7 str. 2 d., 7 str. 8 d.).

⁶⁴ Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 6.

⁶⁵ Metrick A. et al. The Economics of Private Equity Funds. 2007-09 // <http://ssrn.com/abstract=996334> [2009-05-31]. P. 2-3. Retais atvejais organizuojami neterminuoti fondai (angl. „*evergreen*“ *funds*), kurių investicijų realizavimas nesusietas su konkrečiu terminu (Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4.).

bendra kapitalo suma, kurią prašomi įsipareigoja pateikti fondo investuotojai, paprastai nekeičiama po fondo sukūrimo.⁶⁶ Sukuriant fondą kiekvienas fondo investuotojas įsipareigoja prašomas pateikti tam tikrą procentinę fondo dalį. Valdytojas fondo veiklos pradžioje (nustatytą investavimo laikotarpį, paprastai pirmaisiais šešeriais metais), radęs potencialių investavimo taikinių, pateikia fondo investuotojams kapitalo prašymus (angl. *capital calls* arba *take-downs*). Bendra kapitalo prašymų suma retai viršija numatytojo kapitalo sumą: paprastai fondas uždaromas neinvestavęs visos numatytojo kapitalo sumos.⁶⁷ Į fondą pateiktas lėšas valdytojas investuoja į įvairių bendrovių akcijas, formuodamas diversifikuotą investicijų portfelį.⁶⁸ Kai kurie fondai per SPV bendrovei suteikia ne tik kapitalą, bet ir kreditą (pvz., subordinuotų akcininko paskolų forma).⁶⁹ Be abejo, investuotojas investuoja ne tik fondą sudarančias, bet ir skolintas lėšas. Finansavimas kreditu suteikiamas SPV ir po jo jungimo su bendrove pasiekia bendrovės lygmenį (finansavimo kreditu klausimai privataus kapitalo sandoriuose bendrais bruožais aptariami 3.1 skyriuje).

Pasibaigus investavimo laikotarpiui, nebent partnerių sutariama kitaip, investicijos realizuojamos, o kapitalas ir grąža grąžinami fondo investuotojams (atsižvelgiant į valdytojo dalį, kaip aprašoma žemiau). Ribotos atsakomybės partnerių investicija į fondą paprastai nelikvidi, nes ribojamas jos išpirkimas ar perleidimas investavimo laikotarpiu ar iki visos investicijos realizuojamos,⁷⁰

⁶⁶ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 11. Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4.

⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁸ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 11.

⁶⁹ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 62.

⁷⁰ Plg. KISĮ 2 str. 34 d. (kur uždaro tipo investicinis fondas apibrėžiamas kaip kolektyvinio investavimo subjektas, kurio investiciniai vienetai gali būti išperkami tik pasibaigus jo taisyklėse numatytam veiklos laikotarpiui arba kitu šiose taisyklėse iš anksto nustatytu laiku).

nors galimos ir išimties partnerių sutarimu, dėl kurių egzistuoja antrinė investicijų į fondus rinka.⁷¹

Būtina skirti **investuotoją privataus kapitalo sandoryje** (kaip kompleksinį darinį, apibrėžta aukščiau; tokia “investuotojo” termino reikšmė vartojama šiame darbe) ir **fondo investuotoją** (t.y. asmenį, kurio lėšos sudaro dalį fondo ar visą fondą⁷²). Fondo investuotojus galima suskirstyti į tris pagrindines kategorijas: institucinius investuotojus, individualius investuotojus ir korporatyvinius investuotojus.⁷³ Visoms šioms kategorijoms priklausantys fondo investuotojai yra profesionalūs.

Atskirai reikia paminėti esmines ribotos atsakomybės bendrijos sutarties sąlygas, kuriomis siekiama suderinti fondo investuotojų ir fondo valdytojo interesus:⁷⁴

1. valdytojo dalį (angl. *carried interest*);
2. valdymo mokesčių; ir
3. valdytojo įnašą į fondą.

Valdytojo dalis⁷⁵ – tai privataus kapitalo investuotojo pelno dalis, kuri tenka valdytojui, fondo investuotojams atgavus investuotą kapitalą ir gavus

⁷¹ Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 6. Plg. KISĮ 2 str. 1 d. (kur atviro tipo kolektyvinio investavimo subjektas apibrėžiamas kaip kolektyvinio investavimo subjektas, kurio investiciniai vienetai ar akcijos išleidžiami ir išperkami investuotojo reikalavimu).

⁷² Plg. KISĮ 2 str. 16 d. (kur kolektyvinio investavimo subjekto dalyvis apibrėžiamas, be kita ko, kaip investicinio fondo bendraturtis) ir KISĮ 32 str. 1 d. (pagal kurią investicinį fondą sudarantis turtas yra jo dalyvių bendroji dalinė nuosavybė).

⁷³ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 11. Žr. 1.1 skyriuje pateikiamus šių privataus kapitalo šaltinių (davėjų) detalesnius apibūdinimus.

⁷⁴ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 11. Kartais valdytojas, jo vadovai ir kai kurie fondo investuotojai greta fondo investuoja tiesiai į taikinį – tai laikoma papildoma šių asmenų grupių interesų derinimo priemone (EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 63).

numatytą gražos lygį po to, kai jis viršijo tam tikrą “kartelę” (angl. *hurdle rate*). Valdytojo dalis paprastai yra 20 proc.,⁷⁶ nors gali būti suformuluota ir kaip visas pelnas, viršijantis numatytą gražos lygį.⁷⁷ Gražos lygis paprastai lygus 8 proc.⁷⁸ Valdytojo dalis veikia kaip sėkmės mokestis, t.y. jo dydis priklauso nuo investavimo rezultatų, tad valdytojas turi finansinę motyvaciją siekti kuo geresnių rezultatų investuodamas ir valdydamas kiekvieną iš jam patikėtų fondų.⁷⁹ Po pasitraukimo gauta graža (pinigai ar akcijos) proporcingai paskirstoma fondo investuotojams, prieš tai išskaičiavus sumas, kurias turi teisę gauti fondo valdytojas, visų pirma, valdytojo dalį.

Valdymo mokestis (paprastai 1-3 proc. fondo numatytojo kapitalo) skirtas kompensuoti realias valdytojo darbo sąnaudas.⁸⁰ Dėl to valdymo mokestis dažnai priklauso nuo šių veiksnių:

1. fondo dydžio (kuo didesnis fondas, tuo paprastai šio mokesčio procentinė išraiška mažesnė);

⁷⁵ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 11. Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4.

⁷⁶ Tipiška valdytojo dalis ir toliau aprašomo valdymo mokesčio dydis privataus kapitalo rinkos praktikoje tiek nusistovėję, kad vartojamas specialus žargoninis terminas “du ir dvidešimt” (angl. *two and twenty*), reiškiantis 20 proc. valdytojo dalį ir 2 proc. valdymo mokestį (plg., pvz., Fleischer V. Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds. 2007-09 // <http://ssrn.com/abstract=892440> [2009-06-08]; Burke K. C. Fuzzy Math and Carried Interests: Making Two and Twenty Equal 710. 2009-04 // <http://ssrn.com/abstract=1374142> [2009-06-08].

⁷⁷ Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4.

⁷⁸ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 18.

⁷⁹ Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 6.

⁸⁰ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006.P.11. Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4.

2. investavimo strategijos (pvz., kuo didesnis bendrovių, į kurias investuojama, skaičius ir kuo didesnės darbo sąnaudos, tuo šis mokestis didesnis. Pvz., rizikos kapitalo valdymas prižiūrint veiklą pradedančią bendrovę gali pareikalauti didelių darbo sąnaudų).

Valdytojas taip pat gali gauti užmokestį už kiekvieną sandorį.⁸¹ Toks užmokestis gali būti fiksuotas ar išreikštas kaip tam tikra sandorio vertės procentinė dalis.⁸²

Valdytojo įnašas į fondą⁸³ skirtas derinti fondo investuotojų ir valdytojo interesus tiesiogiai (t.y. valdytojas tokiu būdu dalyvauja ir fondui patyrus nuostolių). Paprastai valdytojo įnašas sudaro 1-5 proc. fondo numatytojo kapitalo.⁸⁴ Valdytojas paprastai įmoka įnašą per “valdytojo dalies SPV” (angl. *carried interest vehicle*), t.y. bendrovę, valdytojo įsteigtą siekiant per ją gauti valdytojo dalį.⁸⁵

Valdytojas paprastai valdo daugiau nei vieną fondą, organizuodamas naują fondą praėjus 3-5 metams po lėšų rinkimo į ankstesnįjį fondą proceso pabaigos.⁸⁶ Valdytojas gali būti **nepriklausomas**, **priklausomas** (angl.

⁸¹ Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4.

⁸² *Ibid.*

⁸³ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006.P.11. Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4.

⁸⁴ Kai kurie komentatoriai abejoja, ar toks nedidelis tipiškas įnašas gali daryti reikšmingą įtaką fondo investuotojo ir valdytojo interesų derinimui (Bank for International Settlements, Working Group established by the Committee on the Global Financial System chaired by Henk Brouwer of the Netherlands Bank. Private equity and leveraged finance markets. 2008. P. 18; Bratton W. W. Private Equity's Three Lessons for Agency Theory // Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Vol. 3, No. 1, 2008. P. 26).

⁸⁵ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 63.

⁸⁶ Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4.

captive) arba **pusiau-priklausomas** (angl. *semi-captive*). Priklausomi ir pusiau-priklausomi valdytojai paprastai yra antrinės bankų ar kitų finansų įstaigų bendrovės, bendradarbiaujančios, atitinkamai, išimtinai su vienu ar su vienu dominuojančiu fondo investuotoju (t.y. valdančios savo pagrindinės bendrovės pateiktas lėšas).⁸⁷

Nepaisant to, kad privataus kapitalo fondas yra tipiškas investuotojas privataus kapitalo sandoryje, tokiu investuotoju gali būti ir kiti asmenys (žr. 1.2 skyrių, kuriame apžvelgiami privataus kapitalo šaltiniai (davėjai)).

2.1.2.2. Privataus kapitalo fondų esamo reguliavimo pagal Lietuvos teisę trumpa apžvalga

Kaip minėta, šioje disertacijoje nėra nagrinėjami fondo investuotojo, valdytojo ir fondo kaip turto visumos požymiai, fondo investuotojo ir valdytojo santykiai, fondo formavimo teisinis reguliavimas, o koncentruojamasi ties bendrovių teisės problemomis, kylančiomis investuotojui, kaip kompleksiniam dariniui, sudarant ir vykdant privataus kapitalo sandorius. Tačiau privataus kapitalo fondų, kaip vienos iš KISĮ numatytų specialiųjų kolektyvinio investavimo subjektų (KIS) rūšių, reglamentavimas gali turėti reikšmingos įtakos privataus kapitalo sandorių struktūroms ir privataus kapitalo investuotojo sampratos pagal Lietuvos teisę formavimui, dėl to trumpai aptariamas žemiau.

Naujaja KISĮ redakcija, įsigaliojusia nuo 2008 m. kovo 3 d.,⁸⁸ siekia atsižvelgiant į Europos Komisijos sukurtą alternatyvaus investavimo ekspertų

⁸⁷ Beddow S. Private equity and buyouts: overview. Legal & Commercial Publishing Limited, 2006. P. 4. Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 4. EVCA priklausomus ir pusiau priklausomus valdytojus atskiria tik pagal formalų požymį – valdomo fondo nuosavybės struktūrą: pusiau priklausomo fondo mažiau nei 100 procentų lėšų priklauso vienai institucijai (autorius iš EVCA tiesiogiai gauta informacija).

⁸⁸ Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimo įstatymas // Valstybės žinios. 2007, Nr. 117-4772.

darbo grupių pasiūlymus ir rekomendacijas⁸⁹ bei į Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2006–2008 metų programą⁹⁰ praplėsti Lietuvoje veikiančių ir viešai platinamų KIS spektrą – tarp naujų – specialiųjų – KIS rūšių numatant ir privataus kapitalo fondus, sudarant platesnes Lietuvos investuotojų, tarp jų ir pensijų fondų investavimo, investuoto turto diversifikavimo ir rizikos valdymo galimybes, užtikrinti optimalias KIS bei juos valdančių įmonių veiklos ir investavimo sąlygas Lietuvos Respublikoje.⁹¹ KIS reguliavimo reformos konkretūs tikslai – sudaryti sąlygas KIS lėšas investuoti ne tik į likvidžius vertybinius popierius, bet ir į alternatyvias investavimo priemones, įskaitant bendrovių, kurių išleistais vertybiniais popieriais nėra prekiaujama biržose, vertybinius popierius, sudaryti galimybes Lietuvos investuotojams (individualiems bei instituciniams) netiesiogiai, t.y. per specialiuosius KIS, investuoti į privataus kapitalo rinką, išnaudojant jos augimą, ir taip efektyviau paskirstyti savo investicinio portfelio riziką bei padidinti galimą gauti pelną. Anot įstatymų leidėjo, poreikis specialiųjų KIS reguliavimą bei jų steigimo galimybes pateikti Lietuvos rinkai atsirado taip pat ir dėl to, kad sąlygos steigti analogiškus nacionalinius investavimo produktus yra sudarytos daugelyje kitų ES narių. Dėl šių priežasčių Lietuvos valdytojai iki reformos buvo priversti steigti ir (ar) valdyti specialiuosius KIS kitose palankias sąlygas tokių subjektų steigimui suteikiančiose ES valstybėse. Nacionalinis tokių KIS reguliavimas Lietuvoje, įstatymų leidėjo nuomone, padėtų išlaikyti investuotojų turtą Lietuvoje juo finansuojant nacionalines bendroves ir pritraukti užsienio

⁸⁹ Žr., pvz., European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006.

⁹⁰ Plg. Keturioliktosios Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2006–2008 metų programos, kuriai pritarta Lietuvos Respublikos Seimo 2006 m. liepos 18 d. nutarimu Nr. X-767, 8.7. punktą, kuriame numatyta diegti naujas, taip pat ir finansines (rizikos kapitalas), paramos verslui formas (analogiškas siekis nustatytas ir Penkioliktosios Lietuvos Respublikos Vyriausybės veiklos programos, kuriai pritarta Lietuvos Respublikos Seimo 2008 m. gruodžio 9 d. nutarimu Nr. XI-52, 27, 293, 301 punktuose).

⁹¹ Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimo įstatymo projekto aiškinamasis raštas. Nr. XP-2442, 2007 m. rugpjūčio 16 d. // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=302838 [2009-06-10].

investuotojų kapitalą. Tikimasi, jog rizikos kapitalo KIS steigimas prisidės prie smulkiojo ir vidutinio verslo skatinimo ir vystymo Lietuvoje, kadangi skirtingai nuo kitų KIS, privataus kapitalo KIS (jį valdanti valdymo įmonė) turi galimybę dalyvauti bendrovės, į kurios akcijas investuotas tokio KIS turtas, valdyme ir daryti įtaką savo sprendimais.

Atsižvelgdamas į ekspertų raginimus valstybės nares taip pertvarkyti savo valstybinių mokesčių sistemas, kad specialiųjų KIS steigimas ir investavimas į juos būtų skatinamas, įstatymų leidėjas kartu su KISĮ keitė ir KIS veiklos apmokestinimą.⁹² Fondų investuotojams esamas reguliavimas tam tikrais atžvilgiais gana palankus ir be teisės normų keitimo.⁹³

Kaip apžvelgtos KIS reformos rezultatas KISĮ buvo įtvirtinta privataus kapitalo fondo samprata, paremta investavimo objekto specifika (tarp pagrindinių investavimo objektų išskiriant neįtrauktus į prekybą reguliuojamose rinkose vertybinius popierius) (KISĮ 79 str. 1 p.), nustatyti apribojimai skolinti privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjekto turtą (KISĮ 78 str. 1 d.), privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektų investicijų portfelio diversifikavimo reikalavimai (netaikomi tik profesionaliesiems investuotojams skirtiems KIS) (KISĮ 80 str.) ir kai kurios kitos specialios nuostatos.

Vis dėlto esamas privataus kapitalo fondų sudarymo ir veiklos teisinis reglamentavimas fragmentiškas, stokoja aiškumo dėl kai kurių esminių privataus kapitalo investuotojo struktūros principų, minėtų aukščiau aptariant pasaulinę praktiką. Pvz., neaišku, ar pagal KISĮ galimas lankstus numatytojo

⁹² Plg., PMĮ 12 str. 5 p., pagal kurią uždaro tipo investicinių bendrovių investicinės pajamos, išskyrus dividendus ir kitą paskirstytąjį pelną, laikomos pelno mokesčiu neapmokestinamomis pajamomis; PVMĮ 28 str. 6 d., pagal kurią PVM neapmokestinamos investicinių fondų turto valdymo paslaugos.

⁹³ Plg., pvz., GPMĮ 17 str. 1 d. 30 d. (pagal kurią pajamos už parduotus vertybinius popierius, jeigu jie parduodami ne anksčiau negu po 366 dienų nuo jų įsigijimo dienos, laikomos gyventojų pajamų mokesčiu neapmokestinamomis pajamomis); PMĮ 32 str. 1 d. komentaro 2009 m. rugpjūčio 10 d. redakciją (P. 247) (kurioje išaiškinta, kad investiciniai fondai, įsteigti pagal KISĮ, nėra apmokestinamieji vienetai PMĮ prasme, ir jų už į vertybinius popierius (akcijas) investuotą investicinio fondo turtą gaunami dividendai nėra pelno mokesčio objektas).

kapitalo mechanizmo taikymas, KISĮ nesant dėl to specialių nuostatų ir turint omenyje investavimo į fondą proceso siejimą su fondo vienetų įsigijimu.⁹⁴ Neaiškūs ir fondo investuotojų sudėties formavimo principai. Kaip minėta, 2.1.1 skyriuje, pagal KISĮ 2 str. 14 d. investicinio fondo sudarymo vienintelis tikslas gali būti per visuomenės informavimo priemones, reklamą arba kitais būdais, kai kreipiamasi į daugiau kaip 100 asmenų siūlant investicinius vienetus, kaupti asmenų lėšas ir padalijant riziką jas kolektyviai investuoti KISĮ nustatyta tvarka. Ar tai reiškia, kad aukščiau apibūdinti pasaulinėje praktikoje įprasti priklausomi ir pusiau priklausomi privataus kapitalo fondai nebūtų laikomi KIS, kurių atžvilgiu galimos minėtos mokestinės lengvatos? Detalesnių nuostatų šiuo klausimu KISĮ nėra, neaiški ir oficiali Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos, kaip KIS priežiūros institucijos, pozicija, todėl aiškaus atsakymo į šį klausimą suformuluoti nėra galimybių. Suprantama, toks chaotiškas teisinis reglamentavimas nepadaeda vystyti Lietuvos privataus kapitalo rinkos. Tačiau, kaip minėta, privataus kapitalo fondų veiklos teisinio reguliavimo problemos yra už šio tyrimo objekto ribų.

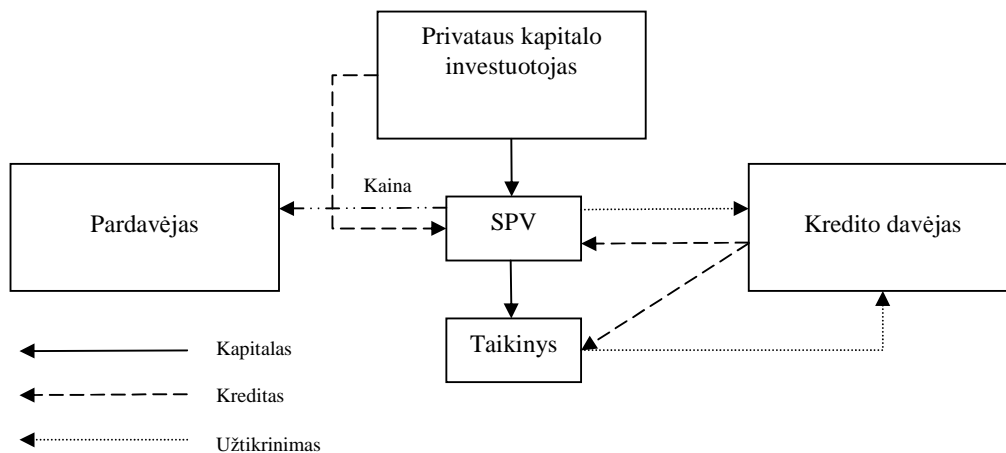
Autorius taip pat nesiekia analizuoti rinkos dalyvių pasyvumo naudojantis KISĮ numatyta privataus kapitalo fondo veiklos forma priešasčių (2009 m. rugpjūčio 26 d. duomenimis, Lietuvos Respublikoje veikė tik vienas privataus kapitalo fondas, įsteigtas KISĮ pagrindu – jį valdo investicijų valdymo įmonė UAB „Sindicatum Capital International“⁹⁵). Vertinti šią problemą būtų tikslingiau po krizinio laikotarpio pasauliniu mastu suaktyvėjus privataus kapitalo rinkai.

⁹⁴ Plg., pvz., KISĮ 32 str. 1 d. (pagal kurią investicinio fondo dalyvio dalis bendrojoje nuosavybėje nustatoma atsižvelgiant į jo asmeninėje investicinių vienetų sąskaitoje įrašytų investicinių vienetų skaičių) ir KISĮ 34 str. 2 d. (kurioje nustatyta, kad investiciniai vienetai gali būti išleisti tik gavus pinigus į kolektyvinio investavimo subjekto sąskaitą).

⁹⁵ UAB Sindicatum Capital International. Privataus kapitalo investicijos. // <http://www.sci.lt/pki.php> [2009-08-14]; neoficiali Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos informacija.

2.1.3. Specialiosios paskirties vienetas kaip nominalusis įgijėjas

Privataus kapitalo sandorio šalis-įgijėjas paprastai yra **specialiosios paskirties vienetą** (sutr. **SPV**; angl. *special purpose vehicle*) – bendrovė, privataus kapitalo investuotojo įsteigta konkrečiam sandoriui, kad jame vykdytų įgijėjo funkciją, ir neturinti veiklos istorijos.⁹⁶ SPV yra nominalusis taikinio akcijų įgijėjas. Tikrasis įgijėjas yra SPV tiesioginis ar netiesioginis akcininkas. 5 pav. parodyta elementari privataus kapitalo sandorio struktūra su vienu SPV ir vienu tikruoju įgijėju – tiesioginiu SPV akcininku.



5 pav. Elementari vieno SPV privataus kapitalo sandorio struktūra⁹⁷

⁹⁶ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 399. European Central Bank. Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU, 2007-04. P. 45. Kadangi SPV paprastai neturi kito turto nei antrinės bendrovės akcijos ir veiklos istorijos, dažnai vadinamas „tuščia“ bendrove (angl. *shell company*). Vartojami ir kiti SPV sinonimai, pvz., specialiosios paskirties įmonė (angl. *special purpose company*, angl. sutr. *SPC*).

⁹⁷ Parengta pagal Speechley T. Acquisition finance. Imprint Haywards Heath: Tottel, 2008.

SPV paprastai pasižymi didele akcijų nuosavybės koncentracija – privataus kapitalo investuotojas yra visų arba didžiosios dalies akcijų savininkas.⁹⁸ Mažumos akcijų paketai gali priklausyti vadovams (t.y. taikinio vadovams MBO sandorio atveju, taip pat esamų ar investuotojo pasitelkiamų išorinių vadovų motyvavimo tikslais), kredito davėjams, kartais – veiklos bendrovės pagrindinei bendrovei (vadinamojo divizinio išpirkimo atveju, žr. 2.4.1 skyrių).⁹⁹ Didelė SPV akcijų nuosavybės koncentracija būtina siekiant kontroliuoti privataus kapitalo investuotojo investavimo strategijos įgyvendinimą, visų pirma, efektyvią veiklos bendrovės stebėseną.¹⁰⁰

Privataus kapitalo sandoriuose SPV atlieka keletą svarbių funkcijų – pagrindinės iš jų toliau aptariamos 2.1.3.1 skyriuje. Daugiau nei vieno SPV naudojimo logika analizuojama 2.1.3.2 skyriuje.

2.1.3.1. Specialiosios paskirties vieneto funkcijos privataus kapitalo sandoryje

2.1.3.1.1. Atsakomybės ribojimo funkcija

SPV naudojamas izoliuoti investuotoją nuo taikinio nemokumo pasekmių, t.y. siekiant išvengti investuotojo atsakomybės už taikinio prievoles, kurių taikinsys negalėtų įvykdyti dėl savo nemokumo.¹⁰¹ Nors akcininkų ribotos atsakomybės principas yra vienas pagrindinių bendrovių teisės principų,

⁹⁸ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 400.

⁹⁹ *Ibid.* P. 401.

¹⁰⁰ Long W.F. et al. Decade of Debt: Lessons from LBOs in the 1980s // Blair M. M. The deal decade: what takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance. Washington (D.C.): Brookings institution, 1993. P. 235.

¹⁰¹ Wood P. R. International loans, bonds, guarantees, legal opinions. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 16.

bendrovių teisės teorijoje svarbią vietą užima “bendrovės šydo ignoravimo” doktrina (angl. *piercing (lifting) the corporate veil*), Lietuvos teisėje įtvirtinta CK 2.50 str. 3 d. (kai juridinis asmuo negali įvykdyti prievolės dėl juridinio asmens dalyvio nesažiningų veiksmų, juridinio asmens dalyvis atsako pagal juridinio asmens prievolę savo turto subsidiariai). Aptariama doktrina kyla iš akcininko ir bendrovės, kuri kaip atskiras subjektas turi savo turtą ir atsakomybę, atskyrimo principo, bendrosios teisės tradicijoje patvirtinto istorinėje 1897 m. byloje *Salomon v Salomon & Co.*¹⁰² Šios doktrinos samprata, taikymo praktika ir susijusios problemos nėra šios disertacijos nagrinėjimo dalykas.¹⁰³ Tačiau šio darbo kontekste svarbu, ar esama “bendrovės šydo ignoravimo” doktrinos taikymo ypatumų, kurie būtų svarbūs tais atvejais, kai bendrovės akcininkas yra SPV, kontroliuojamas privataus kapitalo investuotojo.¹⁰⁴

JAV teismų praktikoje privataus kapitalo fondo valdytojai vienoje bylų¹⁰⁵ buvo pripažinti atsakingais už tai, kad jų valdoma portfelio bendrovė dėl bankroto atleido didelį skaičių darbuotojų be išankstinio įspėjimo, nors šio reikalavo įstatymas, ir dėl to privalantys sumokėti atleistųjų darbuotojų reikalaujamas sumas, nes pati bendrovė neturinti turto tokius reikalavimus patenkinti.¹⁰⁶ Teismas netaikė įprastinių „šydo ignoravimo“ doktrinos postulatų (tokių kaip akcininko buvimas bendrovės *alter ego*), o pasirėmė specialiais darbuotojų teises ginančių institucijų išaiškinimais, kuriais kelti mažesni

¹⁰² *Salomon v Salomon & Co* [1897] AC 22.

¹⁰³ Išsamiau žr., pvz., Capuano A. The realist’s guide to piercing the corporate veil: Lessons from Hong Kong and Singapore. // *Australian Journal of Corporate Law*, Vol. 23, No. 1, 2009; Vandekerckhove K. *Piercing the Corporate Veil*. Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, The Netherlands, 2007; Papijanc V. *Patronuojančios įmonės atsakomybė prieš dukterinės įmonės kreditorius* (daktaro disertacija). Mykolo Romerio universitetas, Vilnius, 2008.

¹⁰⁴ Miller Jr. E. L. *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 86.

¹⁰⁵ *In re Vogt v. Greenmarine Holding, LLC*, 2004 WL 187153 (S.D.N.Y. Jan. 29, 2004).

¹⁰⁶ Ellis S. M. et al. *Equity Sponsors May Have WARN Act Liability*. April 2004 // <http://www.goodwinprocter.com> [2009-05-15].

reikalavimai norint taikyti akcininko atsakomybę už bendrovės neteisėtus veiksmus.¹⁰⁷ Teismas pripažino, kad valdytojai nedalyvavo kasdieniame sprendimų dėl bendrovės žmogiškųjų išteklių priėmimo procese, tačiau atsižvelgė į tai, kad valdytojų ir bendrovės valdymo organai iš dalies sutapo, ir valdytojai dėl to *de facto* dalyvavo priimant darbuotojų teises pažeidusius sprendimus.¹⁰⁸ Kitoje byloje privataus kapitalo fondo valdytojas buvo pripažintas atsakingu už bendrovės padarytą analogišką pažeidimą, nors sprendimą, lėmusį pažeidimą, priėmė bendrovės vadovas, skirtas fondo valdytojo, bet nesantis fondo valdytojo valdymo organo nariu.¹⁰⁹ JAV teismai yra konstatavę, kad netiesioginės atsakomybės taikymui pakanka vien to, kad akcininkas nukreipė bendrovę elgtis tam tikru būdu (pvz., nutraukti padalinio veiklą).¹¹⁰ Tokia praktika nepriimtina, nes kompromituoja vieną pagrindinių vertę kuriančių privataus kapitalo sandorio požymių – investuotojo aktyvumą dalyvaujant bendrovės veikloje ir tokiu būdu siekiant bendrovės vertės didinimo.¹¹¹ Kad būtų galima taikyti investuotojo, kaip akcininko, netiesioginę atsakomybę už bendrovės veiksmus, turėtų būti konstatuojamas investuotojo nesąžiningumas, spaudimas bendrovės vadovui priimant kasdienės veiklos sprendimus, betarpiškas investuotojo dalyvavimas priimant tokius sprendimus (pvz., tam tikri sprendimai neišforminami kaip valdymo organo sprendimai, t.y.

¹⁰⁷ Kittrell S. et al. Warning: Private Equity Funds Can Incur WARN Act Liability. June 2004 // www.mcguirewoods.com/news-resources/publications/corporate_services/private_equity.04.06.pdf [2009-05-15]

¹⁰⁸ *Ibid.*

¹⁰⁹ *In re Shelby Yarn Co./Sigmon v. Recovery Equity Investor, L.P.*, 306 B.R. 523, 539 (W.D.N.C. 2004).

¹¹⁰ Žr., pvz., *Local 397 v. Midwest Fasteners, Inc.*, 779 F. Supp. 788, 800 (D. N.J. 1992); *In re Shelby Yarn Co./Sigmon v. Recovery Equity Investor, L.P.*, 306 B.R. 523, 539 (W.D.N.C. 2004). Plačiau žr., pvz., Greenbaum J. W. Private equity firms face exposure to WARN Act liability for portfolio companies. June 2008. // http://www.nixonpeabody.com/publications_detail3.asp?ID=2305 [2009-05-15].

¹¹¹ Price J. M. Vicarious Liability: Potential for Liability for Private Equity Funds. March 2005 // <http://www.beneschlaw.com/pubs/xprPubDetail.aspx?xpST=PubDetail&pub=1624> [2009-05-15].

neįforminami kaip priimti savarankiškai, be investuotojo pritarimo¹¹²). Praktiniu požiūriu, investuotojas turi bent dvi alternatyvas apsisaugoti nuo netiesioginės atsakomybės. Viena vertus, šio tikslo investuotojas gali siekti vengdamas bet kokio elgesio, kuris būtų panašus į portfelio bendrovės veiklos kontrolę,¹¹³ pvz.:

1. užtikrindamas, kad investuotojo ir bendrovės organų priimami sprendimai būtų išsamiai įforminti raštu;¹¹⁴
2. užtikrindamas, kad investuotojo ir bendrovės sprendimų priėmimo procedūros būtų dokumentuotos atskirai;¹¹⁵
3. užtikrindamas, kad investuotojo nominuoti bendrovės valdymo organų nariai veiktų visų pirma bendrovės ir visų akcininkų, o ne tik juos nominavusio investuotojo interesais;¹¹⁶
4. nustatydamas bendrovės vadovo pareiginiuose nuostatuose vadovo pareigą savarankiškai priimti sprendimus konkrečiais esminiais kasdienės bendrovės veiklos klausimais;
5. nepiršdamas vieningos vidaus politikos (pvz., žmogiškųjų išteklių srityje) visų portfelio bendrovių atžvilgiu, o kiekvienoje leisdamas taikyti atskirą bendrovės valdymo organų narių, kurie nėra tuo pačiu metu investuotojo valdymo organų nariai, patvirtintą politiką.¹¹⁷

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ Nexsen Pruet Adams Kleemeier, LLC. WARN Act Liability And Entrepreneurial Companies. May 2006 // www.nexsenpruet.com/ [2009-05-15].

¹¹⁴ Broude P. et al. Private Equity Director Issues, 2008. // http://www.foley.com/files/tbl_s129EventSessionMaterials/FileUpload966/683/PrivateEquityDirectorIssues.pdf [2009-05-15].

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ *Ibid.*

¹¹⁷ Kittrell S. et al. Warning: Private Equity Funds Can Incur WARN Act Liability. June 2004 // www.mcguirewoods.com/news-resources/publications/corporate_services/private_equity_04.06.pdf [2009-05-15]; Greenbaum J. W. Private equity firms face exposure to WARN Act liability for portfolio companies. June 2008. // http://www.nixonpeabody.com/publications_detail3.asp?ID=2305 [2009-05-15].

Kita vertus, turėdamas omenyje neaiškius netiesioginės atsakomybės taikymo kriterijus, investuotojas turėtų siekti užkirsti kelią tokios atsakomybės sąlygų atsiradimui ir suintensyvinti bendrovės veiklos priežiūrą, pvz., nustatydamas sutartinę bendrovės įpareigojimą pateikti akcininkui (fondo valdytojui) informaciją apie planuojamus priimti svarbius sprendimus, konsultuodamasis su nepriklausomais ekspertais dėl neaiškių klausimų (pvz., dėl bendrovės planuojamų esminių įgijimų).¹¹⁸

Nors aptartos alternatyvos iš pirmo žvilgsnio atrodo priešingos, jos nėra nesuderinamos. Ginčus nagrinėjančių institucijų praktika turėtų pripažinti, kad investuotojas gali vykdyti bendrovės veiklos priežiūrą, nevykdydamas jos *de facto* kontrolės, ir tokio investuotojo atsakomybė už bendrovės neteisėtus veiksmus savaime neturėtų kilti. Privataus kapitalo investuotojo visiškas atsiribojimas nuo bendrovės kasdienės veiklos priežiūros prieštarautų jo *modus operandi*.

Apibendrinant galima teigti, kad privataus kapitalo investuotojui, tapusiam bendrovės akcininku, „šydo ignoravimo“ doktrina turėtų būti taikoma bendrais pagrindais, kaip ir kitiems akcininkams, netaikant griežtesnių elgesio standartų ir atsižvelgiant į investuotojo aktyvumą kaip vieną būdingų privataus kapitalo sandorių požymių.

2.1.3.1.2. Subordinavimo funkcija

Privataus kapitalo sandoriuose SPV naudojami kaip instrumentas sukurti struktūrinį subordinavimą kredito davėjų interesais. Subordinavimo vaidmuo privataus kapitalo sandoriuose nėra šios disertacijos nagrinėjimo dalykas, tačiau sąvoka aptariama siekiant tinkamai atskleisti SPV sampratą.

¹¹⁸ *Ibid.* Broude P. et al. Private Equity Director Issues, 2008. // http://www.foley.com/files/tbl_s129EventSessionMaterials/FileUpload966/683/PrivateEquityDirectorIssues.pdf [2009-05-15]

Subordinavimas – tai teisinis santykis, kurio vienas dalyvis – pirmaeilis kreditorius (angl. *senior creditor*) turi teisę reikalauti, kad kitas dalyvis – skolininkas įvykdytų prievolę, turimą pirmaeilio kreditoriaus atžvilgiu, anksčiau nei prievolę, turimą trečiojo dalyvio – **subordinuotojo kreditoriaus** (angl. *junior creditor* arba *subordinated creditor*) – atžvilgiu.¹¹⁹

Nors savo esme subordinavimas visuomet yra sutartinis santykis, pagal realizavimo formą subordinavimas skirstomas į **sutartinį subordinavimą** ir **struktūrinį subordinavimą**. Sutartinis subordinavimas savo ruožtu skirstomas į bendrąjį sutartinį subordinavimą ir specialųjį sutartinį subordinavimą, priklausomai nuo to, kas yra subordinavimo, kaip teisinio santykio, šalys.¹²⁰

Bendrasis sutartinis subordinavimas – tai teisinis santykis tarp pirmaeilio kreditoriaus ir skolininko: pirmaeilis kreditorius turi teisę reikalauti, kad skolininkas įvykdytų prievolę, turimą pirmaeilio kreditoriaus atžvilgiu, anksčiau nei prievolę, turimą bet kuriam kitam esamam ar būsimam kreditoriui (subordinuotajam kreditoriui), o skolininkas privalo įvykdyti prievolę tokiu būdu. **Specialusis sutartinis subordinavimas** – tai teisinis santykis tarp pirmaeilio kreditoriaus ir subordinuotojo kreditoriaus: pirmaeilis kreditorius turi teisę reikalauti, kad skolininkas įvykdytų prievolę, turimą pirmaeilio kreditoriaus atžvilgiu, anksčiau nei prievolę, turimą subordinuotajam kreditoriui, o subordinuotasis kreditorius privalo užtikrinti, kad skolininkas įvykdytų prievolę tokiu būdu. Specialusis sutartinis subordinavimas įforminamas kreditorių sutartimi (angl. *intercreditor agreement*).¹²¹

¹¹⁹ Wood P. R. Project finance, securitisations, subordinated debt. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 177.

¹²⁰ *Ibid.* P. 185. Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 104.

¹²¹ Tokia sutartis taip pat gali būti vadinama subordinavimo, prioriteto ar moratoriumo sutartimi (angl. *subordination agreement, priority agreement, standstill agreement*).

Struktūrinis subordinavimas pasireiškia korporatyvinėje struktūroje, susidedančioje iš pagrindinės bendrovės ir antrinės bendrovės.¹²² Suteikęs kreditą antrinei bendrovei, kreditorius gali būti užtikrintas, kad antrinės bendrovės likvidavimo atveju jis, kaip antrinės bendrovės kreditorius, bus pirmasis kreditorius visų pagrindinės bendrovės kreditorių atžvilgiu. Taip yra todėl, kad likviduojant bendrovę kredito davėjas turi pirmumą gauti bendrovės turto prieš kapitalo davėją¹²³ – šiuo atveju, antrinės bendrovės pagrindinę bendrovę. Taigi pagrindinės bendrovės kreditorius yra struktūriškai subordinuotas antrinės bendrovės kreditoriams.¹²⁴ Struktūrinis subordinavimas gali būti apeinamas įvairiomis priemonėmis. Pvz., pasiekiant, kad antrinė bendrovė užtikrintų pagrindinės bendrovės prievolių įvykdymą arba sutiktų, kad pagrindinė bendrovė taptų jos kreditoriumi (pvz., priimdama iš pagrindinės bendrovės perskolinamą paskolą, t.y. pagrindinei bendrovei suteiktą paskolą).¹²⁵ Todėl racionalus antrinės bendrovės kreditorius sieks, kad įmonių grupės viduje antrinei bendrovei suteikiamos paskolos būtų sutartinio subordinavimo būdu subordinuotos tokio kreditoriaus paskolai.¹²⁶ Antrinės bendrovės be adekvataus atlyginimo suteikiamas pagrindinės bendrovės prievolių įvykdymo užtikrinimas, kaip pažeidžiantis antrinės bendrovės kreditorių teises, gali būti ginčijamas *actio Pauliana* pagrindu (CK 6.66 str.) arba bankroto administratoriaus antrinės bendrovės bankroto procedūros metu

¹²² Miller Jr. E. L. *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 106.

¹²³ Plg. ABĮ 73 str. nuostatas dėl likviduojamos bendrovės atsiskaitymo ir turto dalijimo eiliškumo.

¹²⁴ Miller Jr. E. L. *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 106.

¹²⁵ *Ibid.* Wood P. R. *Project finance, securitisations, subordinated debt*. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 190.

¹²⁶ Dejonghe W. et al eds. *M and A in Belgium*. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 99. Wood P. R. *Project finance, securitisations, subordinated debt*. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 190.

(ĮBĮ 11 str. 3 d. 8 p.).¹²⁷ Antrinės bendrovės suteikiamas pagrindinės bendrovės prievolių įvykdymo užtikrinimas taip pat gali būti viena iš draudžiamos finansinės pagalbos formų (finansinės pagalbos klausimai detaliau nagrinėjami 3.2 skyriuje).

Neužtikrintų prievolių įvykdymo eiliškumas gali būti organizuojamas pasitelkiant tiek sutartinį, tiek struktūrinį subordinavimą.¹²⁸ Užtikrintų prievolių įvykdymo eiliškumas gali būti organizuojamas tik susitarimu tarp užtikrinimo turėtojų.¹²⁹

Minėta, struktūrinis subordinavimas privataus kapitalo sandoryje svarbus kredito davėjams, kurie pageidauja būti pirmaeiliais kreditoriais privataus kapitalo investuotojo atžvilgiu.¹³⁰ Tačiau struktūrinis subordinavimas yra tik papildoma kreditoriaus interesų apsaugos priemonė. Suteikdamas kreditą SPV, kredito davėjas visų pirma atsižvelgia į veiklos bendrovės (SPV antrinės bendrovės) akcijų vertę, turto vertę ir prognozuojamus pinigų srautus,¹³¹ taip pat į investuotojo pateikiamą papildomą SPV prievolių kredito davėjui įvykdymo užtikrinimą.

¹²⁷ Plg. Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 106.

¹²⁸ Wood P. R. Project finance, securitisations, subordinated debt. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 185.

¹²⁹ Plg. CK 4.190 str. reglamentuojamą hipotekos kreditoriaus teisę perleisti savo eilės pirmumą patenkinti reikalavimą iš įkeisto daikto vertės kitam hipotekos kreditoriui.

¹³⁰ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 34. Wood P. R. Project finance, securitisations, subordinated debt. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 180.

¹³¹ Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 295.

2.1.3.1.3. Akcijų nuosavybės struktūros keitimo palengvinimo funkcija

Kai bendrovės akcijas pageidauja įgyti keli akcininkai, SPV naudojamas kaip organizacinis instrumentas veiklos bendrovės akcijų nuosavybės struktūrai keisti.¹³² Investuotojams turint SPV (pagrindinės bendrovės) akcijų, o ne tiesiogiai veiklos bendrovės akcijų, vienam ar keliems investuotojams paprasčiau pasitraukti nedarant įtakos bendrovės veiklai (pvz., bendrovės kontrolės pasikeitimas gali suteikti teisę bendrovės sudarytų sutarčių šalims nutraukti sutartis), o naujiems – užimti jų vietą ar prisijungti.¹³³ Veiklos bendrovės vadovų motyvavimo tikslais taip pat patogu sieti vadovų atlyginimą su SPV akcijomis, kurias parduodant investuotojo pasitraukimo metu vadovai galės gauti aiškiai nustatytą rinkos kainą už jiems priskirtas akcijas.

2.1.3.1.4. Mokesčių planavimo funkcija

Priklausomai nuo taikytinos mokesčių teisės, SPV gali būti naudojamas mokesčių planavimo tikslais. Pvz., po įgijimo kredito suteikimo SPV, šis gali būti jungiamas su veiklos bendrove siekiant, kad įgijimo kredito palūkanas mokėtų veiklos bendrovė ir jomis mažintų savo pelno mokesčio bazę (vadinamoji „kredito perkėlimo į veiklos bendrovę“ procedūra, angl. *debt pushdown*).¹³⁴

¹³² Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 17.

¹³³ Ši naudinga investuotojui SPV funkcija tam tikrais atvejais gali kelti grėsmę kitų asmenų interesams. Jei SPV – ne vienintelis bendrovės akcininkas, likusieji bendrovės akcininkai paprastai negali kontroliuoti, kas tampa SPV akcininku (taigi, netiesiogiai, ir pačios bendrovės akcininku). Galimybė naudoti SPV siekiant apeiti akcininkų pirmumo teisę įgyti perleidžiamą bendrovės akcijų aptariama 5.3.1.2 skyriuje.

¹³⁴ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 34.

Nors įgijimo kredito palūkanų įtraukimas į leidžiamus atskaitymus apskaičiuojant apmokestinamąjį pelną pagal Lietuvos mokesčių teisės aktus negalimas,¹³⁵ *ex post* reorganizavimo tinkamas reglamentavimas svarbus užtikrinti prestižo vertės įtraukimą į leidžiamus atskaitymus. Prestižo vertė – tai dydis, kuriuo, siekiant valdyti taikinio grynąjį turtą¹³⁶ ir veiklą, įsigyjant jo akcijas, įgijėjo pinigais sumokėta kaina viršija įsigyto taikinio grynojo turto dalies, iš kurios įgijėjas tikisi gauti ekonominės naudos ir kuri įvertinta tikrąja rinkos kaina, vertę (PMĮ 2 str. 30 d.). Taikinio akcijų įsigijimo momentu susidariusio prestižo (įtraukto į įgijėjo buhalterinę apskaitą atskirai nuo kito turto) vertė priskiriama ribojamų dydžių leidžiamiems atskaitymams vadovaujantis tomis pačiomis taisyklėmis, kurios taikomos ilgalaikio nematerialaus turto amortizacijos sąnaudų įtraukimui į leidžiamus atskaitymus (PMĮ 17 str. 2 d. 1 p., 18 str. 1 d., 2 d., 10 d.), nors prestižo vertei amortizacija neskaičiuojama (PMĮ 19 str. 2 d.).¹³⁷ Prestižo vertės atskaitomumas yra svarbus akcijų pirkimo kainos elementas, į kurį atsižvelgdamas, potencialus akcijų įgijėjas gali tikėtis didesnės investicijos grąžos ar pasiūlyti didesnę akcijų pirkimo kainą konkuruodamas su kitais potencialiais įgijėjais.¹³⁸ Prestižo vertė

¹³⁵ Jeigu įgijėjas paima paskolą, kuri panaudojama taikinio akcijoms įsigyti, tai palūkanų sąnaudos, apskaičiuojant paskolą paėmusio įgijėjo apmokestinamąjį pelną, priskiriamos leidžiamiems atskaitymams (PMĮ 17 str. 1 d.; PMĮ 17 str. 1 d. komentaro 6.24.3 punkto 2009 m. gegužės 18 d. redakcija, P. 146). Tačiau, praktiniu požiūriu, įgijėjo mokamos palūkanos negali būti visa apimtimi naudojamos mažinti įgijėjo pelno mokesčio bazę, kadangi įgijėjas paprastai neturi pakankamai pajamų. (Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 85) *Ex post* reorganizavimas negali būti taikomas šiai problemai spręsti pagal Lietuvos mokesčių teisę dėl nepalankios mokesčių administratoriaus oficialios pozicijos: jeigu vėliau įgijėjas ir veiklos bendrovė, kaip apmokestinamieji vienetai, reorganizuojami jungimo būdu, tai vieneto, kuris po reorganizavimo perėmė išipareigojimą (arba išipareigojimas jam liko) mokėti įgijimo kredito palūkanas, leidžiamiems atskaitymams minėtos palūkanos nepriskiriamos, nes jos nėra susijusios su pajamų uždirbimu ar ekonominės naudos gavimu (PMĮ 17 str. 1 d. komentaro 6.24.3 punkto 2009 m. gegužės 18 d. redakcija, P. 146). Įgijimo kredito palūkanų priskyrimo leidžiamiems atskaitymams ir kiti mokesčiai aspektai šiame darbe detalčiau neanalizuojami.

¹³⁶ Grynasis turtas reiškia turto ir išipareigojimų skirtumą (PMĮ 2 str. 30 d. komentaro 5 punkto 2009 m. gegužės 18 d. redakcija, P. 28).

¹³⁷ PMĮ 18 str. 10 d. komentaro 4 punkto 2009 m. gegužės 18 d. redakcija, P. 157.

¹³⁸ Picot G. Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration. Houndmills: Palgrave, 2002. P. 54.

priskiriama leidžiamiems atskaitymams tik prijungus veiklos bendrovę prie įgijėjo ar atvirksčiai arba juos sujungus (PMĮ 18 str. 10 d.).¹³⁹ Taigi *ex post* reorganizavimas Lietuvos mokesčių teisėje nėra laikomas mokesčių vengimo instrumentu *per se*. Tačiau, taikant mokesčių teisės normas įgijėjo prijungimo prie bendrovės kontekste, susiduriama su neaiškiu tokio prijungimo reglamentavimu bendrovių teisės normomis. Nors bendrovės prijungimas prie įgijėjo yra aiškiau reglamentuotas, jam gali būti taikomos supaprastintos reorganizavimo procedūros (ABĮ 70 str.), tačiau jis labiau trikdo bendrovės veiklą nei įgijėjo prijungimas prie bendrovės. Prijungiamos (taigi veiklą baigiančios) bendrovės turimų licencijų, gautų laidavimų ir garantijų, dalyvavimo viešųjų pirkimo procedūrose ir daugelio kitų veiklos aspektų tęstinumas kelia nemažai praktinių problemų. Todėl aiškus įgijėjo prijungimo prie bendrovės reglamentavimas svarbus kreditu finansuojamiems išpirkimams vykdyti. Tačiau vykdant tokį prijungimą tęsianti veiklą bendrovė gauna visas savo akcijas ar didžiąją jų dalį.¹⁴⁰ Tokiu atveju dėl skirtingo reguliavimo dalyko negali būti taikomas bendrovės teisės įsigyti savas akcijas institutas (ABĮ 54 str.). Tiesiog „recirkuliuoti“ akcijas, t.y. laikyti, kad įgijėjo, baigiančio veiklą, turimų bendrovės akcijų savininkais užbaigus prijungimą bus įgijėjo akcininkai, trukdo mokesčių įstatymų raidė. Siekiant, kad reorganizavimas būtų neutralus mokesčių požiūriu,¹⁴¹ baigiančio veiklą įgijėjo akcininkams turi būti išduodamos *naujos* akcijos.¹⁴²

¹³⁹ PMĮ 18 str. 10 d. komentaro 5-6 punktų 2009 m. gegužės 18 d. redakcija, P. 157-158.

¹⁴⁰ Plg. Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 114.

¹⁴¹ Įgijėjo prijungimo neutralumas mokesčių požiūriu reiškia, kad prijungiamo įgijėjo akcininkams mainais gavus bendrovės akcijų, turto vertės padidėjimas nelaikomas įgijėjo akcininkų pajamomis (plg. PMĮ 42 str. 1 d.).

¹⁴² plg. 1990 m. liepos 23 d. Tarybos direktyvos dėl bendrosios mokesčių sistemos, taikomos įvairių valstybių narių įmonių jungimuisi, skaidymui, turto perleidimui ir keitimuisi akcijomis (90/434/EEB), 2 str. (a) punktą, pagal kurį jungimusi laikoma operacija, kuria „*viena arba daugiau įmonių, kurios baigia savo veiklą be likvidavimo procedūros, perleidžia visą savo turtą ir įsipareigojimus kitai veikiančiai įmonei mainais už šių įmonių akcininkams išleistus*

Esant bendrovių teisės spragai, galėtų būti taikoma įstatymo nedraudžiama *sui generis* procedūra: įgijėjo turėtos bendrovės akcijos anuluojamos ir iškart išleidžiamas reikiamas skaičius naujų akcijų. Bet kuriuo atveju įgijėjo prijungimas prie bendrovės turėtų būti mokesčių administratoriaus aiškinamas taip pat, kaip bet kuris kitas prijungimas (PMĮ 41 str. 2 d. 1 p.), ir laikomas neutraliu mokesčių požiūriu.

2.1.3.2. SPV sistemos naudojimas

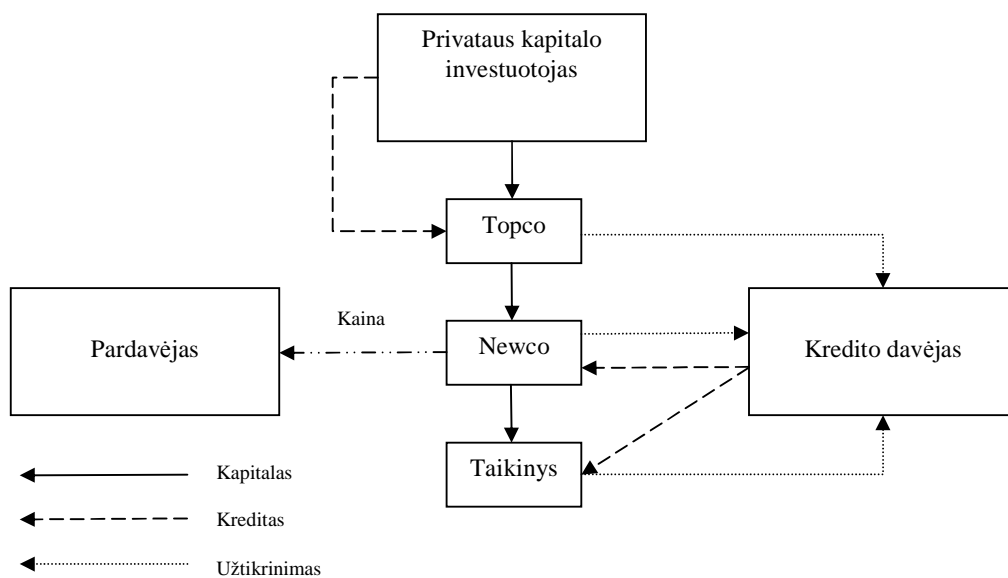
Didesniuose privataus kapitalo sandoriuose naudojamas ne vienas SPV, o SPV sistema.¹⁴³ Dviejų lygmenų SPV struktūroje SPV, kuris yra nominalusis tiesioginis taikinio akcijų įgijėjas, visos akcijos priklauso kitam SPV (žr. 6 pav. žemiau). Sandorių struktūrų nomenklatūroje pirmasis SPV paprastai įvardijamas kaip **Bidco** (santrumpa iš angl. *bidding company*, t.y. „siūlymą dėl akcijų įgijimo pateikianti bendrovė“) arba **Newco** (santrumpa iš angl. *new company*, t.y. „naujai įsteigta bendrovė“), o antrasis SPV – kaip **Topco** (santrumpa iš angl. *top company*, t.y. „viršutiniojo lygmens bendrovė“) arba **Holdco** (santrumpa iš angl. *holding company*, t.y. „holdingo bendrovė“).¹⁴⁴ Kredito davėjui priimtina, kad kapitalo investicija būtų atliekama į aukštesnio lygmens SPV, o įgijimo kreditas būtų suteikiamas žemesnio lygio SPV, dėl aukščiau aprašyto struktūrinio subordinavimo. Be to, tokia struktūra leidžia įkeisti kredito davėjui žemesnio lygio SPV akcijas, į kurias kredito davėjas galėtų nukreipti išieškojimą. Galimybė nukreipti išieškojimą į žemesnio lygio SPV akcijas, o ne tik į veiklos bendrovės akcijas, kredito davėjui naudinga tuo,

antrosios įmonės kapitalui atstovaujančius vertybinius popierius <...>“ (pabraukta autoriaus); ši direktyvos nuostata perkelta į PMĮ 41 str. 2 d. 1 p.).

¹⁴³ Speechley T. Acquisition finance. Imprint Haywards Heath: Tottel, 2008. Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 34.

¹⁴⁴ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 34.

kad žemesnio lygio SPV akcijų vertė gali būti didesnė nei veiklos bendrovės akcijų dėl šio SPV sukauptų mokestinių nuostolių ir turimų teisių pagal privataus kapitalo sandorio dokumentus (pvz., teisės pateikti reikalavimus akcijų pardavėjui dėl patvirtinimų ir garantijų pažeidimo, prognozuojamų nuostolių atlyginimo (angl. *indemnity*)). Investuotojui dviejų SPV struktūra patogi vėlesnio įmonių grupės reformavimo tikslais, pvz., organizuojant aukštesnio lygmens SPV akcijų (pirminį) viešą siūlymą (IPO) ar komercinį pardavimą¹⁴⁵ gali būti suformuojama aukštesnio lygmens SPV antrinių bendrovių (žemesnio lygio specialios paskirties vienetų) grupė.



6 pav. Dviejų lygmenų SPV sistema privataus kapitalo sandorio finansavimo struktūroje¹⁴⁶

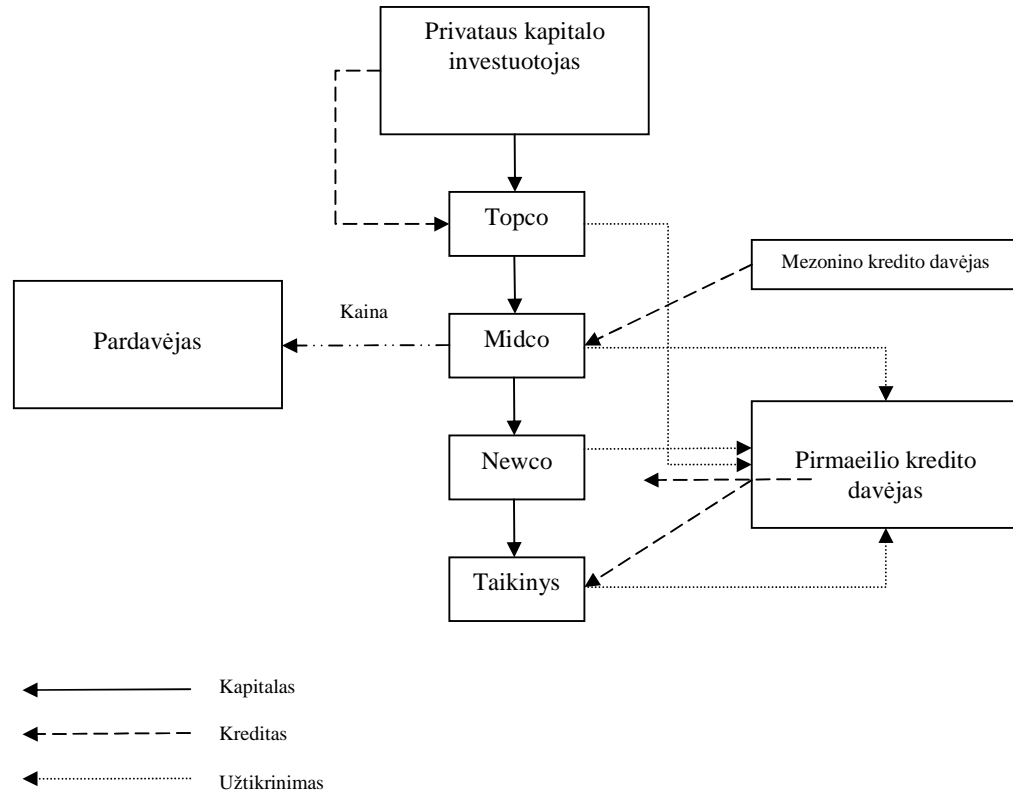
¹⁴⁵ Privataus kapitalo investuotojo pasitraukimo būdų apžvalga pateikiama 5.5.1 skyriuje.

¹⁴⁶ Parengta pagal Speechley T. Acquisition finance. Imprint Haywards Heath: Tottel, 2008.

Sudėtinguose didelės vertės ir masto privataus kapitalo sandoriuose, kuriuose, pvz., dalyvauja keletas kapitalo davėjų ir (ar) kredito davėjų, pateikiančių skirtingų lygmenų kreditą keleto veiklos bendrovių akcijoms įgyti, naudojama ir daugiau kaip dviejų lygmenų SPV struktūra.¹⁴⁷ Gražinimo požiūriu žemesnio lygmens kreditas suteikiamas aukštesnio lygmens SPV (žr. 7 pav. žemiau). Sandorių struktūrų nomenklatūroje vidurinio lygmens SPV, esantis tarp aukščiausiojo lygmens SPV ir žemiausiojo lygmens SPV, gali būti įvardijamas kaip **Midco** (santrumpa iš angl. *middle company*, t.y. „viduriniojo lygmens bendrovė“).¹⁴⁸ Tokioje struktūroje aukščiausiojo lygio SPV veikia kaip pagrindinis įmonių grupės valdymo vienetas, o jo apskaitos dokumentuose konsoliduojama visa informacija, reikalinga stebėti veiklos bendrovių finansinę būklę.

¹⁴⁷ *Ibid.*

¹⁴⁸ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // *International Financial Law Review*, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 34.



7 pav. Daugiau kaip dviejų lygmenų SPV sistema privataus kapitalo sandorio finansavimo struktūroje¹⁴⁹

¹⁴⁹ Parengta pagal Speechley T. Acquisition finance. Imprint Haywards Heath: Tottel, 2008.

2.1.4. Įgijimo finansavimo heterogeniškumas

Nepaisant to, kad nusistovėjęs sandorių, kurie yra šios disertacijos nagrinėjimo dalykas, pavadinimas nurodo į kapitalą, kaip finansavimo šaltinį, kredito (angl. *debt*) naudojimas yra vienas esminių išpirkimo stadijos privataus kapitalo sandorio požymių.

Privataus kapitalo sandorio finansavimo struktūra susideda iš dviejų lygmenų – kredito ir kapitalo,¹⁵⁰ kuriuos, savo ruožtu, gali sudaryti smulkesni sub-lygmenys. Kredito ir kapitalo, kaip finansavimo šaltinių, skirtumai, taip pat jų sub-lygmenys nagrinėjami 3.1.2 skyriuje.

Būtina atkreipti dėmesį į tai, kad kreditas privataus kapitalo sandoryje skiriasi nuo kredito kaip savarankiško finansavimo šaltinio. Pastaruoju atveju bendrovė gauna kreditą pati, tuo tarpu privataus kapitalo sandorio kontekste kredito gavėjas yra SPV, ir kreditas galiausiai pasiekia bendrovę po jos jungimo su SPV. Kredito kaip savarankiško finansavimo šaltinio pagrindinė funkcija yra suteikti bendrovei apyvartinių lėšų, tuo tarpu kreditas privataus kapitalo sandoryje atlieka daugelį funkcijų, iš kurių svarbiausios yra finansuoti bendrovės akcijų įgijimą ir didinti investuotojo grąžą. Kredito vaidmuo privataus kapitalo sandorio kontekste detaliau aptariamas 3.1.3 skyriuje.

¹⁵⁰ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 399.

2.1.5. Investuotojo aktyvumas, nukreiptas į investicijos bei investuotojo pasitraukimo apsaugą

Kai kurių autorių nuomone, privataus kapitalo sandorių vienas būdingų požymių yra investuotojo siekis įgyti taikinio kontrolę.¹⁵¹

Kontrolės įgijimas siaurąja prasme, t.y. daugumą balsų taikinio visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių akcijų įgijimas, nėra būtinas privataus kapitalo sandorio požymis. Juolab investuotojo tikslas nėra įgyti visas bendrovės akcijas, nes investuotojui naudingiau reikšmingą jų dalį rezervuoti savo nominuotiems ar liekantiems dirbti bendrovės vadovams, siekiant suderinti jų interesus su investuotojo interesais.¹⁵² Taigi mažumos akcininko buvimas gali būti naudingas investuotojui siekiant užtikrinti bendrovės vertės didinimą. Dažniausiai toks mažumos akcininkas yra vadovas, liekantis bendrovės akcininku, turintis daug žinių apie bendrovę, ūkio sektorių, kuriame veikia bendrovė; autoritetą bendrovės darbuotojams; vertingą *know-how*, komercinius ryšius (su tiekėjais, klientais, konkuruojančiais ūkio subjektais ir kt.).¹⁵³

Tačiau kontrolės įgijimas plačiąja prasme (apibrėžiamas žemiau) svarbus investuotojui siekiant labiau prognozuojamos investicinės grąžos.

Investuotojas ir taikinio vadovai turi skirtingus interesus taikinio veiklos atžvilgiu. Investuotojas suinteresuotas rasti priemonių kaip, turint ribotas, palyginus su vadovais, žinias apie taikinio veiklą, užtikrinti, kad būtų aptarnaujamas įgijimo kreditas, o bendrovės vertės augimas būtų kuo labiau

¹⁵¹ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 348. Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 3.

¹⁵² Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 8. Tokio interesų derinimo klausimai detaliam aptariami 4.5 skyriuje.

¹⁵³ Cooke D. J. et al. Private Equity Law and Practice. London: Sweet and Maxwell, 2008. n. 28.

kontroliuojamas ir prognozuojamas.¹⁵⁴ Taip pat investuotojui svarbu kontroliuoti, kas turi SPV ir bendrovės akcijų nuosavybės teisę, taigi turi galimybę gauti naudą iš taikinio vertės didėjimo.¹⁵⁵ Kadangi privataus kapitalo investuotojo verslo esmė yra gauti naudą iš taikinio vertės didėjimo pasitraukimo metu, investuotojui itin svarbu, kad pasitraukimas galėtų būti netrukdomai ir mokestiniu požiūriu efektyviai įvykdytas tinkamu momentu.¹⁵⁶ Šiuos investuotojo interesus apibendrinus galima įvardinti kaip **siekį apsaugoti investiciją**. Bendrovės vadovas, priešingai, siekia organizuoti kasdienę bendrovės veiklą be nepagrįstų suvaržymų ir kišimosi iš investuotojo (akcininko) pusės,¹⁵⁷ kadangi privalo vykdyti savo fiduciarines pareigas bendrovei, o akcininko ir bendrovės tikslai ne visuomet sutampa. Taip pat vadovas suinteresuotas gauti adekvatų atlyginimą, o jei šis siejamas su SPV ar veiklos bendrovės akcijomis – užtikrinti, kad tokio atlyginimo vertė būtų mokestiniu požiūriu efektyviai realizuota.¹⁵⁸

Kontrolė plačiaja prasme privataus kapitalo sandorio kontekste įgyvendinama aktyvaus investuotojo pasitelkiamomis bendrovių teisės ir sutarčių teisės priemonėmis. Investuotojo atstovai dažnai yra bendrovės valdybos nariai, turintys galimybę laiku gauti investuotojui būtiną žinoti informaciją apie bendrovės būklę dalyvaudami valdybos posėdžiuose ir gaudami finansinių duomenų bei kitos su bendrovės veikla susijusios informacijos ataskaitas.¹⁵⁹ Įprastinės sutarčių teisės priemonės yra investicijos

¹⁵⁴ Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 409. Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // *International Financial Law Review*, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 34.

¹⁵⁵ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // *International Financial Law Review*, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 34.

¹⁵⁶ *Ibid.*

¹⁵⁷ *Ibid.*

¹⁵⁸ *Ibid.*

¹⁵⁹ Cheffins B. R. et al. *The Eclipse of Private Equity*. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 9. Cooke D. J. et al. *Private Equity Law and Practice*. London: Sweet and Maxwell, 2008. n. 28.

apsaugos priemonių įtvirtinimas akcininkų sutartyje tarp investuotojo ir liekančių taikinio akcininkų, taip pat sutartyse tarp investuotojo ir taikinio vadovų dėl su akcijomis siejamo atlyginimo. Išimtiniais atvejais, jei bendrovės vadovų profesionalumas nepateisina investuotojo lūkesčių, investuotojas gali operatyviai tokius vadovus pakeisti ir pats imtis strateginio bendrovės veiklos planavimo.¹⁶⁰ Tačiau paprastai investuotojas prisiima tik patarėjo vaidmenį, naudodamasis savo ankstesne patirtimi reformuojant įgytas bendroves ir ryšiais, užmegztais su profesionaliais verslo, finansų, teisės ir kitais konsultantais, kurių paslaugos gali būti naudingos bendrovei.¹⁶¹ Investuotojas taip pat dažnai ieško išorės vadovų, kurie galėtų sustiprinti esamų vadovų komandą.¹⁶² Tipiškas privataus kapitalo investuotojas (kompleksinis darinys, susidedantis iš privataus kapitalo fondo ir jo valdytojo), įgydamas keletą taikinių tam tikrame ūkio sektoriuje ir bendradarbiaudamas su jų vadovais, gausina savo žinias apie rinką ir gerina savo pozicijas konkurencinėje kovoje su kitais fondais dėl investicijų iš fondo investuotojų.¹⁶³ Kita vertus, kuo daugiau taikinių valdo (prižiūri) investuotojas, tuo mažiau laiko ir dėmesio jis gali skirti kiekvienam iš jų.¹⁶⁴ Tačiau tiesioginė priežiūra gali būti efektyviai pakeista vadovų motyvavimo priemonėmis.¹⁶⁵

¹⁶⁰ Cheffins B. R. et al. *The Eclipse of Private Equity*. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 9. Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 407.

¹⁶¹ Cheffins B. R. et al. *The Eclipse of Private Equity*. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 9.

¹⁶² *Ibid.*

¹⁶³ Lamon H. *Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice*. Brussels: Larcier, 2005. P. 4.

¹⁶⁴ Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 412. Šis ir kiti galimi investuotojo ir bendrovės interesų konfliktai detaliau aptariami 4.3.2 skyriuje.

¹⁶⁵ Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 412. Investuotojo ir bendrovės vadovų interesų derinimo klausimai detaliau aptariami 4.5 skyriuje.

Aukščiau aptartais aktyviais veiksmais tipiškas privataus kapitalo investuotojas daro tiesioginę reikšmingą įtaką veiklos bendrovės valdymui (angl. *corporate governance*).¹⁶⁶

Taip pat svarbu tai, kad investuotojo aktyviems veiksams taikomi profesinės etikos reikalavimai.¹⁶⁷

Privataus kapitalo investicijos apsaugos priemonių grupės – bendrovės veiklos priežiūros užtikrinimas, akcijų nuosavybės struktūros kontrolė ir investuotojo pasitraukimo apsauga – detaliau aptariamos 5 skyriuje.

¹⁶⁶ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 11. Šiuo klausimu taip pat žr., pvz.: Acharya V. V. et al. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. 2009-01 // <http://ssrn.com/abstract=1324016> [2009-05-31]; Achleitner A. et al. Private Equity Investors as Corporate Governance Mechanism in Continental Europe. 2009-01 // <http://ssrn.com/abstract=1319836> [2009-05-31]; Adler B. E. et al. Debt, Leveraged Buyouts, and Corporate Governance. // Cato Policy Analysis No. 120, 1989; Cornelli F. Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards? // <http://www.ecgi.org/competitions/rof/programme.php> [2009-05-31]; Masulis R. et al. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. <http://ssrn.com/abstract=1207858> [2009-05-31]; Nikoskelainen E. V. et al. The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Increase in Leveraged Buyouts. 2006-11 // <http://ssrn.com/abstract=877233> [2009-05-31]; OECD. The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a survey of empirical research. // <http://www.oecd.org> [2009-05-31]; OECD. The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research. 2007-07 // <http://www.oecd.org> [2009-05-31]; OECD. The role of private pools of capital in corporate governance: summary and main findings. 2007-05 // <http://www.oecd.org> [2009-05-31]; Steger U. et al. Corporate Governance in Private Equity Companies: Can it add value? // http://www.imd.ch/research/publications/upload/PFM122-LR_Steger-Frigast.pdf [2009-05-31]; Thompson S. et al. Corporate Governance: The Role of Restructuring Transactions. The Economic Journal, Vol. 105, No. 430, 1995; World Economic Forum. Globalization of Alternative Investments. The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008 // http://www.weforum.org/pdf/cgi/pe/Full_Report.pdf [2009-05-31].

¹⁶⁷ Žr., pvz., BVCA Etikos kodekso 4 punktą, kuris nustato, kad „*narystė BVCA implikuoja nario aktyvų dalyvavimą bendrovėje, į kurią jis investuoja, ir šis dalyvavimas turi būti konstruktyvus bei naudingas tai bendrovei*” (BVCA. BVCA Code of Conduct // <http://www.bvca.co.uk/Membership/BVCACodeofConduct> [2009-06-15]).

2.1.6. Investuotojo ir taikinio vadovų interesų derinimo siekis

Vadybos mokslininkas D. McGregor 1960 m. suformulavo dvi klasikines individo motyvacijos teorijas: teoriją X ir teoriją Y.¹⁶⁸ Teorija X remiasi prielaida, kad individai yra tingūs, pasyvūs, neturi vidinės motyvacijos dirbti ir turi būti kontroliuojami, kad veiktų organizacijos naudai. Teorijos Y, pagrindas, priešingai, yra prielaida, kad individai nėra pasyvūs, geba prisiimti atsakomybę, jaučia vidinę motyvaciją, ir jiems reikia sukurti tokį veiklos kontekstą, kad jie galėtų pasiekti savo tikslus nukreipdami pastangas į organizacijos tikslų pasiekimą.

Šios bazinės teorijos padeda suvokti ekonomikos ir vadybos mokslų teorijas, svarbias bendrovių teisei vertinant bendrovės akcininkų ir vadovų santykius – atstovavimo teoriją ir valdytojo teoriją.¹⁶⁹ Abiejų teorijų objektas yra vadinamoji **atstovavimo problema** (angl. *agency problem*). **Atstovavimas** (angl. *agency*) ekonomikos ir vadybos diskurse apibrėžiamas kaip santykis (sutartis) tarp vieno ar daugiau subjektų (atstovaujamojo ar atstovaujamojų), kurie pasitelkia kitą subjektą (atstovą) jų vardu atlikti tam tikrus veiksmus, deleguodami jam tam tikrą galią priimti sprendimus.¹⁷⁰ Atstovavimo problema pasireiškia dviem pagrindiniais aspektais.¹⁷¹ Pirma, atstovaujamojo ir atstovo pageidavimai ir tikslai gali skirtis, o atstovaujamojam gali būti sunku ar brangu nustatyti, kaip atstovas elgiasi. Antra, atstovaujamojo ir atstovo interesai gali skirtis dėl skirtingo rizikos toleravimo laipsnio (rizikos pasidalinimo aspektas).

¹⁶⁸ Tosi H. L. et al. An Empirical Exploration of Decision-making under Agency Controls and Stewardship Structure. // *Journal of Management Studies*, Vol. 40, No. 8, 2003. P. 2054.

¹⁶⁹ *Ibid.* P. 2053-2056.

¹⁷⁰ Jensen M. C. et al. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. // *Journal of Financial Economics*. Vol. 305, No. 3, 1976. P. 5.

¹⁷¹ Eisenhardt K. M. Agency theory: An assessment and review. // *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, 1989. P. 58.

Atstovavimo teorija (angl. *agency theory*),¹⁷² grindžiama X teorija, teigia, kad bendrovės vadovai veikia pirmiausia savo, o ne bendrovės interesais, todėl akcininkai turi kontroliuoti vadovus tam, kad šie veiktų bendrovės naudai. **Valdytojo teorija** (angl. *stewardship theory*),¹⁷³ grindžiama Y teorija, teigia, kad akcininkų ir vadovų interesai sutampa, nes vadovai suvokia, jog pro-organizacinis, kolektyvistinis elgesys naudingesnis už savanaudišką, individualistinį elgesį. Vadovai jaučia vidinę motyvaciją stengtis dėl bendrovės sėkmės, nes tai leidžia jiems patenkinti savo asmenybės augimo ir tikslų pasiekimo poreikius. Todėl vadovai veiks bendrovės interesais ne patirdami akcininkų kontrolę, o sukūrus tokį veiklos kontekstą, kuriame jie jausis prisiėmę įsipareigojimą veikti ir išitraukę į veiklą.¹⁷⁴

Bendrovės akcijos, kaip vertybiniai popieriai, patvirtinantys jų turėtojų (investuotojų) reikalavimo teises, susijusias su bendrove (CK 1.102 str., CK 2.45 str., ABĮ 40 str. 1 d.), leidžia investuotojams prisiimti bendrovės veiklos riziką neprisiimant pareigos valdyti bendrovės kasdienę veiklą.¹⁷⁵ Tačiau šis akcijų privalumas sukuria fundamentalų interesų konfliktą tarp subjektų, kurie patiria riziką (investuotojų), ir subjektų, kurie ją valdo (bendrovės vadovų).¹⁷⁶ Akcininko, linkusio toleruoti didesnę riziką, interesas – bendrovės maksimalus pelnas, yra priešingas jautraus veiklos rizikai vadovo interesui išlaikyti savo

¹⁷² Žr., pvz., Fama, E.F. et al. Agency Problems and Residual Claims. // Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, 1983.

¹⁷³ Žr., pvz., Donaldson L. et al. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. // Australian Journal of Management, Vol. 16, No. 1, 1991. Davis J. H. et al. Toward a stewardship theory of management. // Academy of Management Review, Vol. 22, No. 1, 1997.

¹⁷⁴ Lietuvos ekonomikos literatūroje valdytojo teorijos poveikiu, pvz., aiškinama aplinkybė, kad 2000 m. ABĮ redakcijoje nebeliko 1994 m. ABĮ redakcijoje buvusio reikalavimo bendrovės valdybai gauti akcininkų pritarimą priimant sprendimus dėl tam tikrų esminių bendrovės sandorių sudarymo (Čerka P. Nuosavybės ir valdymo atskyrimo problematika akcinėse bendrovėse. // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai, Nr. 37. Vytauto Didžiojo universitetas, 2006. P. 53).

¹⁷⁵ Jensen M. C. Eclipse of the Public Corporation. // Harvard Business Review, Vol. 67, No. 5, 1989. P. 64.

¹⁷⁶ *Ibid.* Bendrovės akcininkų ir vadovų interesų konfliktai detaliau aptariami 4.3.1 skyriuje.

darbo vietą, gauti stabilų atlyginimą, taip pat maksimizuoti savo prestižą, galią, ir apsaugoti reputaciją.¹⁷⁷ Tokiu būdu bendrovėje pasireiškia atstovavimo problema ir patiriami vadinamieji atstovavimo kaštai. **Atstovavimo kaštai** (angl. *agency costs*) – tai kaštai, patiriami dėl atstovavimo problemos buvimo ir jos sprendimo veiksmų.¹⁷⁸

1. stebėsenos kaštai (angl. *monitoring costs*), kuriuos patiria atstovaujамasis (pvz., stebėdamas atstovo veiklą, kad būtų užkertamas kelias nepageidaujamiems atstovo veiksams; nustatydamas jam privalomas elgesio taisykles, skatindamas atstovą);
2. patikinimo kaštai (angl. *bonding costs*), kuriuos patiria atstovas, siekdamas patikinti atstovaujамąjį, kad nesiims šiam žalingų veiksmų ar kad už tokius veiksmus atstovaujамam bus kompensuota (pvz., atstovas gali sutikti, kad dalis jo atlyginimo būtų atidėta ar susieta su tam tikrų sąlygų įvykdymu); ir
3. atstovaujamojo patiriamas, net šalims optimaliai įvykdžius aprašytus stebėsenos ir patikinimo veiksmus, likutinis nuostolis (angl. *residual loss*), lygus piniginei išraiškai nesutapimo tarp sprendimų, kuriuos priima atstovas ir sprendimų, kurie maksimaliai padidintų atstovaujamojo gerovę.

Privataus kapitalo sandoris – vienas iš būdų remiantis atstovavimo teorija spręsti atstovavimo problemą ir optimizuoti atstovavimo kaštus. Pirma, privataus kapitalo sandorio padarinys yra akcijų nuosavybės ir bendrovės veiklos kontrolės koncentravimas vienoje institucijoje,¹⁷⁹ t.y. jų perdavimas

¹⁷⁷ Čerka P. Nuosavybės ir valdymo atskyrimo problematika akcinėse bendrovėse. // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai, Nr. 37. Vytauto Didžiojo universitetas, 2006. P. 51.

¹⁷⁸ Jensen M. C. et al. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. // Journal of Financial Economics. Vol. 305, No. 3, 1976. P. 5-6.

¹⁷⁹ Diamond S. Beyond the Berle and Means Paradigm: Private Equity and the New Capitalist Order. // <http://ssrn.com/abstract=1004234> [2009-05-31]. P. 19.

privataus kapitalo investuotojui, kuris, turėdamas reikšmingą akcijų nuosavybės dalį, yra pajėgus aktyviais veiksmais prižiūrėti ir kontroliuoti bendrovės vadovų elgesį, prireikus pakeisti esamus vadovus gabetesniais.¹⁸⁰ Antra, privataus kapitalo sandorio būdingas požymis yra investuotojo aktyvūs veiksmai siekiant suderinti akcininko (investuotojo) ir bendrovės vadovų interesus taikant motyvavimo priemones, kurių teikiama vadovui nauda priklauso nuo bendrovės veiklos rezultatų.¹⁸¹ Tokių priemonių pavyzdys yra su bendrovės veiklos rezultatais siejamas papildomas atlyginimas pinigais (pvz., premijos), taip pat su akcijomis siejamas vadovo atlyginimas. Trečia, atstovavimo kaštus padeda optimizuoti vadovus disciplinuojantis kredito poveikis (žr. 3.1.3 skyrių).

Investuotojo ir bendrovės vadovų interesų derinimo su akcijomis siejamu atlyginimu problemos detaliau aptariamos 4.5 skyriuje.

¹⁸⁰ Masulis R. et al. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. <http://ssrn.com/abstract=1207858> [2009-05-31]. P. 10-11.

¹⁸¹ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 249. Vagts D. F. The Leveraged Buyout and Management's Share. // 25 Wake Forest Law Review, Vol. 25, No. 129, 1990. P. 135.

2.1.7. Pasitraukimas kaip investicijos realizavimo priemonė po apibrėžto investavimo laikotarpio

Privataus kapitalo sandorio būdingas požymis yra aiškus investuotojo siekis pasitraukti po tam tikro apibrėžto laikotarpio ir tada gauti pajamas iš turto (akcijų) vertės padidėjimo.¹⁸² T.y. skirtingai nuo tipiško strateginio investuotojo tikslo įsigyjant bendrovės akcijas – įgijimu išplėsti savo veiklą ir (ar) gauti naudą iš sinergijos (pvz., integruojant taikinį į savo veiklos struktūrą, pvz., įmonių grupę), privataus kapitalo investuotojo tikslas paprastai yra padidinti taikinio kaip atskiro verslo vertę, kad ši būtų didesnė už pirkimo kainą.¹⁸³ **Pasitraukimas** (angl. *exit*) gali būti bendriausia prasme apibrėžiamas kaip investuotojo turimų visų ar dalies bendrovės akcijų perleidimas, kuriuo siekiama sumažinti investuotojo rizikos apimtį (angl. *risk exposure*) ir transformuoti nelikvidžią investiciją į realizuotą grąžą.¹⁸⁴ Ribotas privataus kapitalo investavimo laikotarpis daro reikšmingą įtaką tiek bendrovės vadovų, tiek investuotojo veiklai.¹⁸⁵ Privataus kapitalo investuotoją nuo kitų uždaro tipo bendrovių akcijų įgijėjų skiria aiški pasitraukimo strategija,¹⁸⁶ kuri lemia specifinę portfelio bendrovių valdymo kultūrą – valdymas vykdomas turint

¹⁸² European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 9.

¹⁸³ Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007. P. 3.

¹⁸⁴ Bergfeld D. Leveraged buyouts (LBO) in private equity deals - Deal Structure, Risk Structure and Governance Implications in LBO Transactions. GRIN Verlag, 2008. P. 10.

¹⁸⁵ Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 10.

¹⁸⁶ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1161. **Pasitraukimo strategija** gali būti apibrėžiama kaip investuotojo turimų bendrovės akcijų likvidavimo strategija pagal planą, kuriuo siekiama užtikrinti didžiausią grąžą (plg. 2008 m. rugpjūčio 6 d. Komisijos reglamento (EB) Nr. 800/2008, skelbiančio tam tikrų rūšių pagalbą suderinama su bendrąja rinka taikant Sutarties 87 ir 88 straipsnius (Bendrasis bendrosios išimties reglamentas), 28 str. 7 p.).

omenyje siektiną pelningą bendrovės akcijų pardavimą apibrėžtoje ateityje.¹⁸⁷ Investavimo laikotarpio ribotumas stiprina bendrovės vadovų turimų bendrovės akcijų motyvuojamąjį efektą, nes garantuoja vadovams akcijų likvidumą ateityje – galimybę gauti akcijų rinkos vertę atitinkančią kainą investuotojo pasitraukimo metu.¹⁸⁸ Pareiga realizuoti investiciją per tam tikrą laikotarpį mobilizuoja investuotoją kuo operatyviau parengti bendrovę pardavimui: jei fondo valdytojas užtikrina pelningą pasitraukimą nepasibaigus investavimo laikotarpiui, jis premijuojamas didesne galimybe gauti naujų lėšų tolesnėms investicijoms.¹⁸⁹

Akademinė diskusija dėl privataus kapitalo investicijos trukmės, prasidėjusi XX a. devintojo dešimtmečio pabaigoje, gali būti apibendrinta nurodant į dvi kraštutines pozicijas. M. Jensen 1989 m. laikė „kreditu finansuojamo išpirkimo asociaciją“ (angl. *LBO association*) – privataus kapitalo investicijos sampratos pirmtaką – ilgalaike valdymo struktūra, kuri galiausiai turėtų tapti dominuojančia organizacine forma, išstumdama tradicinę viešosios bendrovės koncepciją.¹⁹⁰ Remiantis kita kraštutine nuomone (A. Rappaport,¹⁹¹ 1990 m.), kreditu finansuojamas išpirkimas yra “šoko terapija”, suteikianti galimybę greitai ir intensyviai reformuoti nenašias bendroves tam, kad po to būtų grįžtama į viešosios bendrovės organizacinę formą. S. Kaplan, 1991 m. nustatęs medianinį privačios akcijų nuosavybės laikotarpį kreditu

¹⁸⁷ Masulis R. et al. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. <http://ssrn.com/abstract=1207858> [2009-05-31]. P. 6. Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 9.

¹⁸⁸ *Ibid.* P. 10. Bet žr. 4.3.2 skyrių, kur apžvelgiamas galimas interesų konfliktas, pasireiškiantis tuo, kad vadovai, žinantys apie bendrovę daugiau nei investuotojas, gali manyti, jog pasitraukimas per ankstyvas.

¹⁸⁹ Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 10.

¹⁹⁰ Jensen M. C. Eclipse of the Public Corporation. // Harvard Business Review, Vol. 67, No. 5, 1989 (revised 1997).

¹⁹¹ Rappaport A. The Staying Power of the Public Corporation. // Harvard Business Review, Vol. 68, No. 1, 1990.

finansuojamo išpirkimo būdų įgytose bendrovėse, lygų 6,8 metų, priėjo išvados, kad kreditu finansuojamas išpirkimas yra „nei trumpalaikė, nei nuolatinė“ struktūra.¹⁹² Šie istoriniai postulatai turėtų būti vertinami iš šiandienos privataus kapitalo rinkos perspektyvų. Antrinių išpirkimų rinkos plėtra¹⁹³ rodo, kad privataus kapitalo sandoris tampa labiau ilgalaikė organizacine forma.¹⁹⁴

Privataus kapitalo investavimo laikotarpis priklauso nuo investuotojo strategijos (pvz. verslo plano turinio), bendrovės veiklos etapo, ūkinės veiklos sektoriaus ir kitų veiksnių.¹⁹⁵ Pvz., tipiškas investavimo laikotarpis bendrovės vėlyvesniajame („brandžiajame“) veiklos etape yra 3-5 metai.¹⁹⁶ Jei bendrovė pradėjo veiklą neseniai ar veikia aukštųjų technologijų sektoriuje, investavimo laikotarpis dažnai yra ilgesnis, pvz., 5-7 metai.¹⁹⁷ Taigi investuotojo pasitraukimas po apibrėžto – vidutinio ar ilgo – investavimo laikotarpio yra vienas būdingų privataus kapitalo sandorio požymių.

Du pagrindiniai investuotojo pasitraukimo būdai yra **komercinis pardavimas** (angl. *trade sale*) ir **akcijų (pirminis) viešas siūlymas** (angl. *flo(a)tation* arba (*initial*) *public offering (IPO)*).

Komercinis pardavimas – tai bendrovės akcijų pardavimas iš privataus kapitalo investuotojo strateginiam investuotojui arba finansiniam

¹⁹² Kaplan S. N. The Staying Power of Leveraged Buyouts. // National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3653, 1991.

¹⁹³ Gilligan J. et al. Private Equity Demystified. An explanatory Guide. The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), Corporate Finance Faculty, 2008. // <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/privateequity.pdf> [2009-06-01]. P. 42.

¹⁹⁴ Stroemberg P. The new demography of private equity. Swedish Institute for Financial Research, 2007. // [http://www.sifr.org/PDFs/stromberg\(demography2008\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/stromberg(demography2008).pdf) [2009-06-01]. P. 4.

¹⁹⁵ European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 12.

¹⁹⁶ *Ibid.*

¹⁹⁷ *Ibid.*

investuotojui.¹⁹⁸ Akcijų viešas siūlymas atliekamas vadovaujantis vertybinių popierių teisės normomis ir plačiau šiame darbe neanalizuojamas, nors turi didelę reikšmę privataus kapitalo sandorio rinkai.

Investuotojo pasitraukimo rūšimis gali būti laikomos ir tokios procedūros, kaip bendrovės esminės turto dalies ar veiklos dalies pardavimas, bendrovės reorganizavimas, kurio metu bendrovė prijungiama prie kitos bendrovės ar su ja sujungiama, taip pat – nesėkmingos investicijos atveju – SPV ar bendrovės likvidavimas ar jų akcijų nuosavybės teisės perdavimas kredito davėjams.¹⁹⁹

Investuotojas gali atgauti visą ar dalį investuotos sumos ir nepasitraukdamas iš bendrovės, dividendų rekapitalizavimo keliu. **Dividendų rekapitalizavimas** – tai procesas, kurio metu portfelio bendrovė po privataus kapitalo sandorio užbaigimo paima naują kreditą, ir iš gautų lėšų išmoka specialų dividendą privataus kapitalo investuotojui bei likusiems bendrovės akcininkams, jei tokių yra.²⁰⁰ Investuotojai naudoja šį metodą kaip pasitraukimo alternatyvą arba siekdami atgauti visas ar dalį nuosavų lėšų, panaudotų įgyti bendrovės akcijų paketą.²⁰¹ Komentatorių nuomone, rekapitalizavimo galimybė nesuderinama su fondo investuotojo interesais, nes skatina fondo valdytoją anksti gauti gražą, kartu apsunkinant bendrovę nauju

¹⁹⁸ Bank for International Settlements, Working Group established by the Committee on the Global Financial System chaired by Henk Brouwer of the Netherlands Bank. Private equity and leveraged finance markets. 2008. P. 18. European Commission, Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 16.

¹⁹⁹ Beddow S. Private equity and buyouts: overview. Legal & Commercial Publishing Limited, 2006. P. 6. Gilligan J. et al. Private Equity Demystified. An explanatory Guide. The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), Corporate Finance Faculty. 2008 // <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/privateequity.pdf> [2009-06-01]. P. 40. Testa, Huwitz & Thibeault. Drag-along rights. 2003. // <http://www.altassets.net/private-equity-knowledge-bank/learning-curve/article/nz3989.html> [2009-05-23].

²⁰⁰ Bank for International Settlements, Working Group established by the Committee on the Global Financial System chaired by Henk Brouwer of the Netherlands Bank. Private equity and leveraged finance markets. 2008. P. 18.

²⁰¹ *Ibid.*

kreditu.²⁰² Fondo investuotojo ir valdytojo interesų konfliktas gali būti sprendžiamas sutarčių teisės priemonėmis uždraudžiant valdytojui vykdyti rekapitalizavimą be investuotojo sutikimo.

²⁰² *Ibid.*

2.2. Privataus kapitalo sandorio apibrėžimas

Atsižvelgdami į aukščiau aptartus privataus kapitalo sandorio požymius, galime suformuluoti kompleksinį jo apibrėžimą. **Privataus kapitalo sandoris – tai bendrovės, kurios akcijos neplatintos viešai, akcijų dalies ar visų akcijų įgijimas, paprastai per specialiosios paskirties vienetą, naudojant mišrų finansavimą kreditu ir kapitalu atliekamas profesionalaus investuotojo, kuris aktyviai kontroliuoja bendrovę ir motyvuoja jos vadovus, siekdamas kuo didesnės gražos pasitraukęs po apibrėžto laikotarpio.**

Iš apžvelgtų privataus kapitalo sandorio požymių tik uždara bendrovės-taikinio pobūdį galime laikyti būtinuoju privataus kapitalo sandorio požymiu. Atskirti privataus kapitalo sandorį nuo elementarios uždaro tipo bendrovės akcijų pirkimo-pardavimo sutarties padeda kiti aptartieji požymiai, kuriuos galima įvardyti kaip fakultatyvius. Atskirai paėmus, fakultatyvieji požymiai privataus kapitalo sandorio neapibūdina. Pvz., vadovų motyvavimas galimas ir bendrovėje, kuri nėra taikiny, arba galime įsivaizduoti privataus kapitalo sandorį, finansuojamą vien iš neskolintų lėšų. Tačiau vienas ar keli fakultatyvieji požymiai padeda kvalifikuoti akcijų įgijimo sandorį kaip privataus kapitalo sandorį. Kai sandorį apibūdina visi fakultatyvieji požymiai ar jų dauguma, galime kalbėti apie tipiską privataus kapitalo sandorį. Būtiną ir fakultatyviųjų požymių visumą sudaro kompleksinę, teisės praktika ir doktrina grindžiamą privataus kapitalo sandorio sampratą.

Kaip minėta 1 skyriuje, aptariant privataus kapitalo sampratą, šioje disertacijoje terminas „privatus kapitalas“ vartojamas siaurąja prasme ir apima tik išpirkimo stadiją. Atitinkamai, aukščiau suformuluotas privataus kapitalo sandorio apibrėžimas siejamas tik su šia stadija. Skirtingai nuo rizikos kapitalo sandorių ir plėtos kapitalo sandorių, kurių pagrindinis tikslas yra gauti naudą iš perspektyvios bendrovės akcijų vertės padidėjimo prieš tai suteikus bendrovės veiklos vystymui būtiną kapitalą, išpirkimas yra priemonė siekti to

paties tikslo – bendrovės akcijų vertės padidėjimo – bendrovę restruktūrizuojant:²⁰³ vykdant išpirkimą vienu metu keičiamos bendrovės akcijų nuosavybės, finansinė ir vadovų motyvavimo sistemos.²⁰⁴

²⁰³ Cooke D. J. et al. Private Equity Law and Practice. London: Sweet and Maxwell, 2008. P. 17. Restruktūrizavimas (angl. *restructuring*) šiuo atveju suprantamas plačiąja prasme, t.y. kaip bendrovės veiklos pertvarka (reformavimas), bet, žinoma, ne kaip sąlygų laikinų finansinių sunkumų turinčioms bendrovėms išvengti bankroto sudarymas pagal Lietuvos Respublikos įmonių restruktūrizavimo įstatymą.

²⁰⁴ Cooke D. J. et al. Private Equity Law and Practice. London: Sweet and Maxwell, 2008. P. 17. Thompson S. et al. Corporate Governance: The Role of Restructuring Transactions. // The Economic Journal, Vol. 105, No. 430, 1995. P. 690.

2.3. Privataus kapitalo sandorių (išpirkimo sandorių) rūšys

Išpirkimo stadijos privataus kapitalo sandoriai gali būti klasifikuojami pagal tris pagrindinius kriterijus – sandorį organizuojantį subjektą, sandorio finansavimo pobūdį ir pardavėjo statusą.

Pagal sandorį organizuojantį subjektą (akcijų įgijėjo statusą) išpirkimai skirstomi į tris pagrindines grupes:

1. Instituciniai išpirkimai;
2. Vidinių vadovų organizuojami išpirkimai;
3. Išorinių vadovų organizuojami išpirkimai.

Institucinis išpirkimas (angl. *institutional buyout*; angl. sutr. *IBO*) – tai privataus kapitalo investuotojo organizuojamas veiklos bendrovės akcijų išpirkimas siekiant įgyti visas bendrovės akcijas ar reikšmingą procentinę jų dalį.²⁰⁵ Po sandorio užbaigimo esami bendrovės vadovai paliekami vykdyti savo pareigas arba pakeičiami kitais investuotojo pasitelktais vadovais.²⁰⁶ Vadovams pasilikus jiems gali būti sudaroma galimybė įsigyti dalį bendrovės akcijų, tačiau skirtingai nuo žemiau aprašomų vidinių vadovų organizuojamų išpirkimų (MBO), kuriuose vadovai akcijų dalį įgyja kaip akcijų įgijėjo komandos nariai, IBO atveju akcijos, visų pirma, yra vadovų atlyginimo paketo komponentas.²⁰⁷

Vidinių vadovų organizuojamas išpirkimas (angl. *management buyout*; angl. sutr. *MBO*) – tai esamų bendrovės vadovų organizuojamas

²⁰⁵ BVCA. A Guide to Private Equity, 2004-08. // <http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/AGuidetoPrivateEquity> [2009-06-08]. P. 18.

²⁰⁶ Simons T. et al. Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, (August 2005). ECGI - Finance Working Paper No. 94/2005 // <http://ssrn.com/abstract=796047> [2009-06-01]. P. 3.

²⁰⁷ *Ibid.*

veiklos bendrovės akcijų išpirkimas, jiems siekiant įgyti reikšmingą procentinę dalį bendrovės akcijų.²⁰⁸ Likusias akcijas MBO atveju įgyja privataus kapitalo investuotojas, kurio finansinė ir organizacinė parama būtina bendrovėms vadovams, kad MBO galėtų būtų užbaigtas.²⁰⁹ MBO paprastai organizuoja bendrovės aukščiausiojo lygio vadovai; MBO, kuriame greta šių vadovų aktyviai dalyvauja ir svarbūs bendrovės veiklai žemesnio lygio vadovai ir darbuotojai, kartais vadinami **vadovų ir darbuotojų organizuojamais išpirkimois** (angl. *management-employee buyout*; angl. sutr. *MEBO*).²¹⁰

Išorinių vadovų organizuojamas išpirkimas (angl. *management buy-in*; angl. sutr. *MBI*) – tai profesionalių vadovų, kurie nėra bendrovės-taikinio vadovai, organizuojamas bendrovės akcijų išpirkimas.²¹¹ Įvykdžius MBI, išoriniai vadovai turi reikšmingą procentinę dalį bendrovės akcijų ir yra skiriami vietoje esamų bendrovės vadovų vykdyti bendrovės valdymą. Pagrindinis skiriamasis MBO ir MBI sandorių požymis yra daug mažesnis išorinių vadovų komandos turimos bendrovės valdymui reikšmingos komercinės informacijos kiekis. MBI taikinyje paprastai yra bendrovė, kurios vadovai nesugeba ar nenori maksimaliai realizuoti bendrovės vertės potencialo.

MBO sandoriai sukuria daugiau bendrovių teisės problemų nei kitos privataus kapitalo sandorių rūšys, todėl šiame darbe atskirai aptariami kai kurie

²⁰⁸ Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 400. Silvestri M. *The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective*. // *European Business Organization Law Review*, No. 6, 2005. P. 105.

²⁰⁹ Vadinamieji “grynieji” MBO, kuriuos organizuoja vieni vadovai, o privataus kapitalo investuotojas nedalyvauja (Stroemberg P. *The new demography of private equity*. Swedish Institute for Financial Research, 2007. // [http://www.sifr.org/PDFs/stromberg\(demography2008\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/stromberg(demography2008).pdf) [2009-06-01]. P. 13) šiame darbe neaptariami.

²¹⁰ Cooke D. J. et al. *Private Equity Law and Practice*. London: Sweet and Maxwell, 2008. n.18.

²¹¹ Ferran E. *Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe*. // *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84*, 2007. P. 2. Silvestri M. *The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective*. // *European Business Organization Law Review*, No. 6, 2005. P. 105. Simons T. et al. *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, (August 2005). ECGI - Finance Working Paper No. 94/2005 // <http://ssrn.com/abstract=796047>. [2009-06-01]. P. 3.

probleminiai MBO aspektai. Siekiant geriau suvokti MBO sampratą, tikslinga apibūdinti šią privataus kapitalo sandorio rūšį jos naudingumo skirtingiems MBO sandorio, kaip proceso, dalyviams – bendrovės akcijų pardavėjui, investuotojui ir esamiems bendrovės vadovams – požiūriu.

Bendrovės akcijų pardavėjui MBO sandorio modelis naudingas tais atvejais, kai pardavėjas, likdamas bendrovės mažumos akcininku, pageidauja, kad konfidenciali komercinė informacija pradėjus sandorio procesą, bet jo neužbaigus, nebūtų perduota investuotojui (ypač strateginiam investuotojui, kuris gali konkuruoti su bendrove).²¹² Akcijų pardavėjui MBO taip pat yra patraukli išeitis tuo atveju, kai potencialaus išorinio akcijų pirkėjo nėra ar su juo nepavyksta pasiekti kompromiso dėl sandorio sąlygų.

Investuotojui naudinga dalyvauti MBO tuomet, kai valdant bendrovę po sandorio užbaigimo ir siekiant kuo didesnės investicijos į bendrovės akcijas gražos, reikalingos specialios su bendrove susijusios žinios, ryšiai su kitais subjektais vietinėje rinkoje²¹³ ir pan. Vidinių vadovų dalyvavimas MBO leidžia investuotojui skirti mažiau dėmesio bendrovės valdymo resursams po sandorio užbaigimo (pagrindiniai valdymo sprendimai bus priimami vadovų, turinčių specifinės patirties konkrečiame ūkinės veiklos sektoriuje) ar net įvertinti administracinio aparato mažinimo galimybes.²¹⁴ Be to, reikšminga vadovų turima bendrovės akcijų procentinė dalis reiškia ir didesnę akcininkų bei vadovų interesų derinimo apimtį, o tai lemia geresnius finansinius bendrovės veiklos rezultatus.²¹⁵

Bendrovės vadovui, pageidaujančiam įgyti reikšmingą jo valdomos bendrovės akcijų dalį, MBO yra vienintelė išeitis, kai užbaigti sandorio

²¹² Sabine M. Corporate finance: going public and issuing new equity and takeovers, mergers and disposals. London: Butterworth, 1987. P. 291.

²¹³ *Ibid.*

²¹⁴ Parkinson J. E. Corporate power and responsibility: issues in the theory of company law. Oxford: Clarendon press, 1993. P. 124.

²¹⁵ Dwyer M. Management buyouts. London: Sweet and Maxwell, 1997. P. 5. Investuotojo ir bendrovės vadovų interesų derinimo problemos detaliau nagrinėjamos 4.5 skyriuje.

savarankiškai vadovas negalėtų, pvz., kai bendrovės vertė didelė; bendrovė turi mažai sukauptų pinigų, kurie galėtų būti panaudoti įgijimo finansavimui ir pan.²¹⁶

MBO modelis gali būti priimtinas ir bendrovės kreditoriams bei darbuotojams.²¹⁷ Išpirkimą organizuojantys bendrovės vadovai gali būti sąžiningai įsitikinę, kad su jais kaip potencialus įgijėjas konkuruojantis trečiasis asmuo, nors ir pasirengęs pasiūlyti didesnę akcijų pirkimo kainą, po sandorio užbaigimo siektų perleisti dalį bendrovės turto, atsisakyti tam tikrų bendrovės veiklos rūšių (ypač jei trečiasis asmuo – potencialiai ar realiai konkuruojantis su bendrove strateginis investuotojas), sumažinti darbuotojų skaičių ir t.t. Tuo tarpu vidiniai bendrovės vadovai, ir veikdami kaip vadovai, ir veikdami kaip įgijėjai, labiau suinteresuoti išlaikyti verslo stabilumą, kuris atitinka bendrovės darbuotojų ir kreditorių interesus.

Pagal sandorio finansavimo pobūdį privataus kapitalo sandoriai gali būti finansuojami daugiausia kapitalu arba finansuojami daugiausia kreditu. Privataus kapitalo sandoriai, kuriuose didžioji dalis akcijų įgijimo kainos apmokama kreditu, vadinami **kreditu finansuojamais išpirkimais** (angl. *leveraged buyouts*; angl. sutr. *LBO*).²¹⁸ Kreditu finansuojamas išpirkimas suprantamas ir kaip bendrovės kapitalo struktūros keitimo būdas, kai iš esmės pakeičiamas kredito ir kapitalo santykis bendrovėje – padidinama kredito dalis ir sumažinama kapitalo dalis.²¹⁹ Statistiškai didžiąją dalį privataus kapitalo sandorių sudaro būtent kreditu finansuojami išpirkimai. Pvz., privataus

²¹⁶ Fidrmuc J. P. Do Private Equity Investors Crowd Out Management Buyouts? 2008-02. // <http://ssrn.com/abstract=1101756> [2009-06-08].

²¹⁷ Dwyer M. Management buyouts. London: Sweet and Maxwell, 1997. P. 5.

²¹⁸ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 399.

²¹⁹ Adler B. E. et al. Debt, Leveraged Buyouts, and Corporate Governance. // Cato Policy Analysis No. 120, 1989.

kapitalo sandoriuose Jungtinėje Karalystėje kapitalas 2005 m. iš viso sudarė tik maždaug 33 proc. sandorių kainos.²²⁰

Pagal pardavėjo statusą išskiriami pirminiai išpirkimai ir antriniai išpirkimai. Minėta, kad komercinis pardavimas, kaip investuotojo pasitraukimo būdas – tai bendrovės akcijų pardavimas iš privataus kapitalo investuotojo strateginiam investuotojui arba finansiniam investuotojui (žr. investuotojo pasitraukimo būdų aprašymą 2.1.7 skyriuje). **Antrinis išpirkimas** (angl. *secondary buyout*) pasireiškia pastaruoju atveju, t.y. kai privataus kapitalo investuotojas įgyja bendrovės akcijas iš kito privataus kapitalo investuotojo (finansinio investuotojo). **Pirminis išpirkimas** (angl. *primary buyout*) – tai išpirkimas, kurio metu privataus kapitalo investuotojas įgyja bendrovės akcijas iš akcininkų, kurie nėra finansiniai investuotojai (pvz., iš bendrovės steigėjų, vadovų, strateginio investuotojo).

Privataus kapitalo sandoriai, kurių dalykas yra ne savarankiškos, o antrinės bendrovės akcijos, išskiriami kaip atskira sandorių rūšis – diviziniai išpirkimai (detaliau aptariami 2.4.1 skyriuje).

²²⁰ Wright M. et al. Management Buy-Outs 1986-2006. Past Achievements, Future Challenges. CMBOR, 2006. P. 14. Detalesnį kredito ir kapitalo proporcijų Jungtinėje Karalystėje 1985 m. – 2005 m. sudarytų privataus kapitalo sandorių finansavimo struktūroje aprašymą žr. 3.1.2.1 skyriuje.

2.4. Privataus kapitalo sandorio, kaip proceso, dalyviai

Atsižvelgiant į aukščiau aptartus fakultatyviusius privataus kapitalo sandorio požymius, galima išskirti privataus kapitalo sandorio, kaip proceso, pagrindinius dalyvius:²²¹

1. Privataus kapitalo investuotojas, kaip kompleksinis darinys, susidedantis iš privataus kapitalo fondo ir privataus kapitalo fondo valdytojo;²²²
2. Bendrovė-taikinys;
3. Bendrovės-taikinio vadovai;²²³
4. Kredito davėjai (pvz., bankai, kurie investuotojui suteikia kreditą).

Šalia šių pagrindinių grupių galima išskirti ir pasyviuosius akcininkus, t.y. liekančiuosius taikinio mažumos akcininkus. Svarbu, kad SPV ir taikinyje nuosavybės ir valdymo atskyrimas yra minimalus, kadangi tiek vadovai, tiek juos prižiūrintis aktyvusis investuotojas, tiek pasyvieji akcininkai yra kapitalo turėtojai (angl. *equity holders*).²²⁴

Svarbų, nors ir antraplanį, vaidmenį privataus kapitalo sandoriuose atlieka patarėjai (investiciniai bankai, teisininkai, auditoriai ir kt.).

²²¹ The Financial Services Authority (UK). Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. 2006. P. 19.

²²² SPV nelaikytinas proceso dalyviu, nes yra tik priemonė sandoriui sudaryti ir jį įvykdyti, nors ir turi teisinį subjektiškumą. Sandorio struktūros požiūriu, SPV tikslingiau sieti su taikiniu ir juos vertinti kaip vieną funkcinį vienetą, atsižvelgiant į įprastinį SPV ir taikinio jungimą po sandorio.

²²³ Taikinio ir jo vadovų išskyrimas kaip savarankiškų dalyvių šio darbo kontekste būtinas siekiant aiškiau atskleisti interesų konfliktus, kylančius tarp vadovų ir kitų sandorio dalyvių.

²²⁴ Gilson R.J. et al. Institutional Investors, Portfolio Performance, and Corporate Governance: A Brief for Professional Directors. // Sametz A. W. et al eds. Institutional investing: challenges and responsibilities of the 21st century. Homewood (Ill.): Business One Irwin, 1991. P. 195.

Investuotojas, kaip privataus kapitalo sandorio proceso dalyvis, apibūdinamas 2.1.2 skyriuje, kuriame aptariamas investuotojo profesionalumas kaip vienas skiriamųjų privataus kapitalo sandorio požymių. Bendrovės vadovų elgsena ir jų santykiai su investuotoju detalai analizuojami 4 skyriuje. Todėl šiame skyriuje toliau atskirai pateikiamas likusių dviejų privataus kapitalo sandorio dalyvių – bendrovės-taikinio ir kredito davėjo – apibūdinimas.

2.4.1. Bendrovė-taikinys

Privataus kapitalo investuotojas, ieškodamas tinkamų taikinių, siekia identifikuoti tam tikrus bendrovių ir jų veiklos požymius, kurie leistų daryti pagrįstą prielaidą, kad bendrovės veikla atneš turto vertės padidėjimo pajamų investuotojui pasitraukiant ateityje. Tokius požymius galima laikyti privataus kapitalo sandorio tipiško taikinio požymiais.

1. **Progresyvumas.** Daugelio smulkių bendrovių egzistavimo tikslas yra leisti jų akcininkams pasiekti tam tikrą gyvenimo lygį ir suteikti pasitenkinimą veikla; tokios bendrovės kartais vadinamos “gyvenimo stiliaus” bendrovėmis.²²⁵ Kita bendrovių rūšis yra vadinamosios “versliosios” (angl. *entrepreneurial*), progresyvios bendrovės, kurios, nepriklausomai nuo jų dydžio, turi didelį augimo potencialą, o jų vadovai ir personalas turi aspiracijų šį potencialą realizuoti. Būtent pastarosios rūšies bendrovės yra tipiškas privataus kapitalo sandorių taikinys, kadangi leidžia investuotojui pagrįstai tikėtis žymaus bendrovės vertės augimo per investavimo laikotarpį. Papildomas progresyvumo aspektas gali būti specialus konkurencinis pranašumas, unikalus pardavimo argumentas (angl. *Unique Selling Point*),²²⁶

²²⁵ BVCA. A Guide to Private Equity, 2004-08. // <http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/AGuidetoPrivateEquity> [2009-06-08]. P. 7.

²²⁶ *Ibid.* P. 8.

apibrėžta niša²²⁷ ar kiti specifiniai bendrovės veiklos požymiai, kurie leidžia tikėtis didesnio bendrovės vertės augimo lyginant su kitomis tame pačiame sektoriuje veikiančiomis bendrovėmis.

2. **Pertekliniai pinigai.** Bendrovė yra patrauklus privataus kapitalo sandorio taikiny, jei generuoja daugiau pinigų nei gali pelningai reinvestuoti į savo veiklą.²²⁸ Susikaupę pertekliniai pinigai gali būti panaudoti įgijimo kredito aptarnavimui,²²⁹ o kartais ir iškart, paskolinti investuotojui, panaudoti akcijų pirkimo kainai apmokėti.²³⁰ Kreditu finansuojamų išpirkimų koncepcijos šalininkų nuomone, perteklinių pinigų sunaudojimas įgijimo kreditui aptarnauti sumažina tikimybę, kad jie bus išiekvoti dėl organizacinio neefektyvumo ar investicijų į neperspektyvius projektus.²³¹

3. **Pinigų srautų stabilumas.** Jei iki sandorio sudarymo investuotojui ypatingą reikšmę turi aukščiau aptarti pertekliniai taikinio pinigai, sandorį užbaigus svarbu stabilūs pinigų srautai. Tipiškas privataus kapitalo sandorio taikiny vykdo neciklišką veiklą, kuri net recesijos metu leidžia aptarnauti įgijimo kreditą.²³² Patrauklus taikiny yra brandi bendrovė su reikšminga veiklos istorija, kadangi neseniai veiklą pradėjusios bendrovės apsunkinimas įgijimo kreditu yra neproduktyvus.²³³ Įgijimo kredito gražinimui gali būti

²²⁷ Fidrmuc J. P. Do Private Equity Investors Crowd Out Management Buyouts? 2008-02. // <http://ssrn.com/abstract=1101756> [2009-06-08]. P.1.

²²⁸ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 403. Achleitner A. et al. Private Equity Investors as Corporate Governance Mechanism in Continental Europe. 2009-01 // <http://ssrn.com/abstract=1319836> [2009-05-31]. P. 1.

²²⁹ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 403.

²³⁰ Tokiais atvejais kylančios finansinės pagalbos problemos analizuojamos 3.2 skyriuje.

²³¹ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 403. P. 407.

²³² *Ibid.* P. 403.

²³³ Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 165.

naudojamos ir lėšos, gautos pardavus bendrovės nepagrindinį turta,²³⁴ t.y. turta, kuris nebūtinai bendrovės veiklai arba kurio investuotojas nelinkęs laikyti bendrovėje.²³⁵ Toks turtas paprastai yra jautrus ekonomikos cikliškumui turtas, keliantis grėsmę taikinio pinigų srautų stabilumui,²³⁶ arba perteklinis, neproduktyvus bendrovių, veikiančių silpnėjančiuose ūkio sektoriuose, turtas.²³⁷ Privataus kapitalo sandoriai, kurių įvykdymui panaudoto kredito aptarnavimas numatomas parduodant dalį bendrovės turto ar veiklos, kartais vadinami “išpirkimais su tikslu išskaidyti” (angl. *break-up LBOs* arba *bust-up LBOs*)²³⁸ arba “kontroliuojamu likvidavimu”.²³⁹ Tačiau įsivaizdavimas, kad privataus kapitalo investuotojas, kaip taisyklė, įgyja bendrovės akcijas tam, kad vėliau parduotų bendrovės turta,²⁴⁰ neteisingas. Vertingo turto šalinimas iš bendrovės neatsižvelgiant į ilgalaikį tokių veiksmų poveikį bendrovės veiklai ir siekiant gautas pajamas paskirstyti tarp akcininkų (angl. *asset stripping*),²⁴¹ privataus kapitalo investuotojo požiūriu, nėra tikslingas, nes mažina bendrovės

²³⁴ Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 105.

²³⁵ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 404.

²³⁶ *Ibid.*

²³⁷ *Ibid.* P. 407. Sabine M. Corporate finance: going public and issuing new equity and takeovers, mergers and disposals. London: Butterworth, 1987. P. 222.

²³⁸ Haas J. J. Corporate Finance in a Nutshell. West Group Publishing: 2003. P. 400.

²³⁹ Sabine M. Corporate finance: going public and issuing new equity and takeovers, mergers and disposals. London: Butterworth, 1987. P. 222.

²⁴⁰ Žr., pvz., 2008 m. rugsėjo 23 d. Europos Parlamento rezoliucijos, kuria Komisijai pateikiamos rekomendacijos dėl rizikos draudimo fondų ir privataus kapitalo (2007/2238(INI)), 1 priedo 3 rekomendaciją (kuria Komisijos prašoma „apžvelgus esamą nacionalinę ir Bendrijos teisinę bazę pasiūlyti reikiamas harmonizuotas papildomas priemonės ES lygmenyje, siekiant užkirsti kelią nepagrįstam turto šalinimui iš bendrovių-taikinių“).

²⁴¹ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 251.

vertę, o investuotojo tikslas – gauti naudos iš bendrovės vertės padidėjimo.²⁴² Jei investuotojas išvelgia komercinę logiką parduoti dalį bendrovės turto ar veiklos, taip dažniausiai būna dėl to, kad tokia turto ar veiklos konglomeracija iš pat pradžių stokojo komercinės logikos.²⁴³ Nors empiriniais tyrimais parodytas deinvestavimo²⁴⁴ apimties padidėjimas bendrovėse po jų akcijų įgijimo privataus kapitalo sandorių pagrindu,²⁴⁵ tačiau kartu parodytas ir portfelio bendrovių vykdomų investicijų augimas.²⁴⁶ Bendras rezultatas leidžia daryti išvadą, kad privataus kapitalo investuotojas rekonfigūruoja portfelio bendrovės siekdamas padidinti, o ne sumažinti jų vertę.²⁴⁷

Išskiriami ir kiti tipiško privataus kapitalo taikinio požymiai, pvz., didelė pelno mokesčio bazė, nesuderinti akcininkų ir vadovų interesai ir t.t.²⁴⁸

Kaip minėta, esama nuomonių, kad privataus kapitalo sandorio taikiny gali būti tiek uždaro tipo, tiek atviro tipo bendrovė (žr. 2.1.1 skyrių). Pastaruoju atveju privataus kapitalo sandorio tikslas yra atviro tipo bendrovę reformuoti į uždaro tipo bendrovę (t.y. pagal Lietuvos teisę – supirkus visas akcijas ar pakankamą jų dalį, suteikiančią teisę priimti reikiamus sprendimus, pertvarkyti į uždarąją akcinę bendrovę arba akcinės bendrovės akcijas išbraukti

²⁴² Private Equity Council. Private Equity: Fact and Fiction // <http://www.privateequitycouncil.org/> [2009-06-08].

²⁴³ *Ibid.*

²⁴⁴ Privataus kapitalo rinkoje **deinvestavimas** (angl. *divestment* arba *divestiture*) – tai turto pardavimas kaip investavimo strategijos dalis (plg. Investopedia. Divestment // <http://www.investopedia.com/terms/d/divestment.asp> [2009-06-19]).

²⁴⁵ Davis S. J. et al. Private Equity and Employment. US Census Bureau Center for Economic Studies Paper No. CES-WP-08-07. 2008-03// <http://ssrn.com/abstract=1107175> [2009-06-20].

²⁴⁶ Acharya V. V. et al. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. 2009-01 // <http://ssrn.com/abstract=1324016> [2009-05-31].

²⁴⁷ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 17.

²⁴⁸ Achleitner A. et al. Private Equity Investors as Corporate Governance Mechanism in Continental Europe. 2009-01 // <http://ssrn.com/abstract=1319836> [2009-05-31]. P. 1-2.

iš prekybos reguliuojamoje rinkoje, panaikinant bendrovės kaip emitento statusą ir nutraukiant VPI taikymą jos atžvilgiu).²⁴⁹ Tokie sandoriai vadinami „privatinimo išpirkimais“ (angl. *public-to-private buyouts* arba *taking private buyouts*).²⁵⁰ Tačiau tokio tipo sandorių vertė 2007 m. Europos Sąjungos valstybėse narėse CMBOR, *Barclays Private Equity*, *Deloitte* ir Europos vertybinių popierių biržų federacijos (FESE) duomenimis sudarė vos 0,07 proc. reguliuojamų rinkų kapitalizacijos.²⁵¹ CMBOR duomenimis, 2001 – 2005 m. privatinimo išpirkimai sudarė apie 4 proc. visų išpirkimo sandorių Jungtinėje Karalystėje.²⁵²

Taikinys gali būti ir valstybės kontroliuojama bendrovė, tačiau šiame darbe privatizavimo klausimai neanalizuojami.²⁵³

Taikinys gali būti tiek savarankiška (angl. *stand-alone*) bendrovė, tiek antrinė bendrovė (pvz., užsiimanti periferine konglomerato veikla²⁵⁴). Privataus kapitalo sandoris, kurio dalykas yra antrinės bendrovės akcijos, vadinamas **diviziniu išpirkimu** (angl. *divisional buyout*).²⁵⁵ Divizinio išpirkimo atveju pagrindinė bendrovė kartais investuoja į SPV, siekdama palengvinti sandorio sudarymą arba netiesiogiai išlaikyti dalį taikinio kapitalo,

²⁴⁹ Cheffins B. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 8.

²⁵⁰ *Ibid.* P. 5.

²⁵¹ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 34.

²⁵² Wright M. et al. Management Buy-Outs 1986-2006. Past Achievements, Future Challenges. CMBOR, 2006. P. 11.

²⁵³ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 13.

²⁵⁴ *Ibid.*

²⁵⁵ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 399.

pvz., glaudiams komerciniams santykiams su bendrove palaikyti.²⁵⁶ Pagrindinė bendrovė gali būti tiek uždaro, tiek atviro tipo bendrovė.²⁵⁷

Taikinys (savarankiška ar antrinė bendrovė), savo ruožtu, gali turėti antrinių bendrovių – tokių atveju visa įmonių grupė vadinama **taikinio grupe** (angl. *target group*).

Bendrovė – potencialus taikinys – gali vykdyti kelių rūšių veiklą; kai kurios veiklos rūšys gali būti perspektyvesnės ir konkurencingesnės negu kitos. Dėl šių ar kitų komercinių motyvų investuotojui gali būti tikslinga įgyti tik dalį bendrovės veiklos. Siekiant vykdyti tokios formos sandorius, kai investuotojas siekia įgyti tik dalį taikinio veiklos atitinkančias akcijas, dažnai taikoma atskyrimo (angl. *spin-off*) procedūra (ABĮ 71 str.), kaip priemonė privataus kapitalo sandorio dalykui (įgyjamoms akcijoms) paruošti.

²⁵⁶ *Ibid.* Thompson S. et al. Corporate Governance: The Role of Restructuring Transactions. // The Economic Journal, Vol. 105, No. 430 (May, 1995). P. 693.

²⁵⁷ Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 5.

2.4.2. Kredito davėjai

Finansavimą kreditu aukščiau apibūdinome kaip vieną iš būdingų privataus kapitalo sandorio požymių (žr. 2.1.4 skyrių), todėl kredito davėjai vaidina svarbų vaidmenį kaip sandorio proceso dalyviai. Privataus kapitalo investuotojas, identifikavęs potencialų taikinį, kreipiasi į kredito davėjus, kad šie pateiktų finansavimą kreditu sandorio finansavimo struktūrai galutinai suformuoti.²⁵⁸ Reikšmingą didelio masto privataus kapitalo sandorių finansavimo kreditu dalį sudaro finansavimas sindikuotu kreditu, t.y. finansavimas kreditu, pateikiamas kredito davėjų grupės, ir struktūrizuojamas, organizuojamas bei administruojamas vieno ar daugiau komercinių ar investicinių bankų, vadinamų bankais-administratoriais (angl. *arrangers*).²⁵⁹ Reikia pažymėti, kad privataus kapitalo sandorių finansavimas kreditu sukelia kredito davėjų ir investuotojų interesų konfliktą. Šio konflikto pasireiškimo formos ir sprendimo būdai nagrinėjami 3.1.3 skyriuje.

Kredito davėjų vaidmenį vykdant kreditu finansuojamus išpirkimus galima vertinti trijuose laiko kontekstuose:

1. Laikotarpiu iki išpirkimo užbaigimo;
2. Laikotarpiu nuo išpirkimo užbaigimo iki investuotojas pradeda ruošti pasitraukimui;
3. Laikotarpiu nuo investuotojo pasirengimo pasitraukti pradžios iki pasitraukimo.

²⁵⁸ The Financial Services Authority (UK). Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. 2006. P. 19.

²⁵⁹ Standard & Poor. A Guide to the Loan Market. October 2008. // <http://www.lcdcomps.com/press/LoanMarketguide.pdf> [2009-06-08] P. 7. Išsamiau apie sindikuotą finansavimą kreditu, žr., pvz., Mugasha A. The law of multi-bank financing: syndicated loans and the secondary loan market. Oxford: Oxford university press, 2007.

Laikotarpiu iki išpirkimo užbaigimo pagrindinė kredito davėjo funkcija yra investuotojui pateikti bendrovės akcijų pardavėjui skirtą **įsipareigojimo raštą** (angl. *commitment letter*), kuriame nustatomos įgijimo kredito sąlygos, ir pagal raštą pateikti įgijimo kreditą išpirkimo užbaigimo momentu.²⁶⁰ Akcijų pardavėjui reikalaujant papildomo patikinimo, kad investuotojas turės lėšų išpirkimo užbaigimo metu, kredito davėjas taip pat gali parūpinti **laikinąjį finansavimą kreditu** (angl. *bridge financing, interim financing* arba *intermediate financing*) – finansavimą kreditu, kurį kredito davėjas investuotojui pateikia laikotarpiui tarp privataus kapitalo sandorio sudarymo ir užbaigimo, ir kuris po sandorio užbaigimo refinansuojamas pigesniu kreditu. Tokio pobūdžio finansavimas būdingas rinkai, kurioje dominuoja akcijų pardavėjai ir yra aukšta kredito pasiūla.²⁶¹

Laikotarpiu nuo išpirkimo užbaigimo iki investuotojas pradeda ruošti pasitraukimui, įgijimo kreditas gali ženkliai apriboti investuotojo galimybes kontroliuoti bendrovės veiklą dėl kredito davėjo nustatytų **kredito sąlygų** (angl. *debt covenants*). Skiriamos **teigiamos kredito sąlygos** (angl. *affirmative debt covenants*) ir **neigiamos kredito sąlygos** (angl. *negative debt covenants*).²⁶² Teigiamos sąlygos nustato skolininkui pareigą atlikti aktyvius veiksmus, pvz., tam tikru periodiškumu teikti kredito davėjui ataskaitas apie

²⁶⁰ Ivashina V. et al. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. 2008-10 // <http://ssrn.com/abstract=1017857> [2009-06-08] P. 11.

²⁶¹ Whitehead S. Interim funding – what is the hurry? // Lovells. The Alternative Assets Network, <http://www.privateequityonline.com> [2009-06-09]. DePamphilis D. M. Mergers, acquisitions, and other restructuring activities. Boston: Elsevier Academic Press, 2008. P. 199-200. Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 85.

²⁶² Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 105. Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 19. Dwyer M. Management buyouts. London: Sweet and Maxwell, 1997. P. 141. International Financial Law Review: August 2007 News. Cold feet mean cov-loose. Investors fight back on loan covenants // <http://www.iflr.com/> [2006-06-08]. Bethell-Jones R. et al. Covenant-lite in leveraged credit agreements. Allen & Overy, 21 June 2007 // <http://www.allenoverly.com/> [2009-06-08]. Plačiau žr., pvz.: Paglia J. K. An overview of covenants in large bank loans. // The Risk Management Association (RMA) Journal, Vol. 90, No. 1, 2002.

savo finansinę būklę. Neigiamos sąlygos nustato skolininkui pareigą susilaikyti nuo tam tikrų veiksmų, jei, pvz., nėra duotas kredito davėjo sutikimas arba jei tam tikri bendrovės finansinės būklės kintamieji, pvz., grynujų pinigų srautų ir gražinamo kredito dalies bei mokamų palūkanų santykis (t.y. kredito aptarnavimo santykis, angl. *debt service cover ratio*), yra žemesni nei nustatyta riba. Neigiamų sąlygų pavyzdžiai yra skolininko pareiga neprisiimti skolinių įsipareigojimų, neužtikrinti savo ar kitų asmenų prievolių įvykdymo („negatyviojo įkeitimo“ sąlyga, angl. *negative pledge covenant*), neatlikti tam tikrų mokėjimų (pvz., dividendų, to paties ar žemesnio lygmens kredito gražinimo trečiajam asmeniui prieš terminą), neperleisti tam tikro turto.

Įgijimo kredito sutartis paprastai numato kredito davėjo teisę reikalauti gražinti kreditą prieš terminą skolininko kontrolės pasikeitimo atveju.²⁶³ Tai reiškia, kad kredito davėjas turi galimybę daryti įtaką investuotojo pasitraukimui. Investuotojas suinteresuotas sutarčių teisės priemonėmis apriboti tokią kredito davėjo galimybę: užsitikrinti teisę laisvai pasirinkti įgijimo kredito refinansavimo šaltinį,²⁶⁴ kuo labiau apriboti kredito gražinimo prieš terminą mokesčio (angl. *prepayment fee*) taikymą²⁶⁵ ir t.t. Užuot refinansavus įgijimo kreditą, antrinio išpirkimo atveju jo naudojimas gali būti pratęstas, t.y., kredito davėjas, remdamasis jau nustatytomis bendrovės-skolininko prievolių įvykdymo užtikrinimo priemonėmis, padidina įgijimo kreditą tam tikra suma, kurią perduoda antriniam investuotojui. Antrinis investuotojas naudoja šią sumą atsiskaityti su pirminiu investuotoju už parduodamas bendrovės akcijas.²⁶⁶

²⁶³ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 19.

²⁶⁴ Sabine M. Corporate finance: flotations, equity issues and acquisitions. London: Butterworth, 1993. P. 261.

²⁶⁵ Lawler P. What Private Equity Firms Want in a Lender. Commercial Lending Review. 2007-01 // <http://www.commerciallendingreview.com> [2009-06-08]. P. 11.

²⁶⁶ Ereira D. et al. Brenntag shows private equity houses the advantages of extending bank facilities for acquisitions. // International Financial Law Review, Vol. 25, No. 11, 2006,

3. Finansinė pagalba

3.1. Bendrieji privataus kapitalo sandorio finansavimo klausimai

3.1.1. Įvadas

Privataus kapitalo sandorių finansavimas – ne bendrovių teisės, o finansavimo sandorių teisės klausimas. Todėl sandorių finansavimo problemos, įskaitant įvairius sandorių praktikoje taikomų finansavimo modelių klausimus, nėra šios disertacijos nagrinėjimo dalykas.

Tačiau, kaip minėta 2.1.4 skyriuje, heterogeniška įgijimo finansavimo struktūra yra vienas iš būdingų privataus kapitalo sandorių požymių. Siekiant tinkamai atskleisti privataus kapitalo sandorio sampratą, būtina suvokti kredito ir kapitalo santykį sandorio kontekste, taip pat kredito vaidmenį privataus kapitalo sandoryje. Šie klausimai bendrais bruožais apžvelgiami, atitinkamai, 3.1.2 ir 3.1.3 skyriuose. Finansinės pagalbos institutas – vienas kontraversiškesnių bendrovių teisės institutų – svarbus kreditu finansuojamiems išpirkimams (LBO) vykdyti, ir detaliau analizuojamas 3.2 skyriuje.

<http://www.iflr.com/Article/1977533/Acquisition-finance-Just-extend-your-loans.html> [2009-06-08].

3.1.2. Kredito ir kapitalo sampratų santykis įgijimo finansavimo struktūroje

Privataus kapitalo sandorio finansavimo struktūra susideda iš dviejų pagrindinių lygmenų – kredito ir kapitalo,²⁶⁷ kuriuos, savo ruožtu, gali sudaryti smulkesni sub-lygmenys. Įgijimo finansavimo teisinis klasifikavimas į kreditą ir kapitalą nėra vien teorinis klausimas. Šis atskyrimas svarbus tinkamai buhalterinei apskaitai, taip pat finansavimo apmokestinimui (kaip palūkanų, turto vertės padidėjimo pajamų ar dividendų).²⁶⁸ Iškart būtina atkreipti dėmesį į tai, kad šioje disertacijoje nagrinėjama privataus kapitalo, kaip finansavimo proceso, išpirkimo (angl. *buyout*) stadija. Dėl šios priežasties šiame skyriuje aptariami bendrieji finansavimo kreditu ir kapitalu klausimai turi būti vertinami privataus kapitalo išpirkimo stadijos požiūriu. Pvz., skirtingai nuo rizikos kapitalo stadijos, finansavimas kreditu ir kapitalu išpirkimo stadijoje didžiaja dalimi teikiamas ne tiesiogiai bendrovei. Tiek finansavimas kreditu, tiek finansavimas kapitalu didžiaja dalimi teikiamas SPV, kuris gautas lėšas perduoda akcijų pardavėjui. Kreditas bendrovę pasiekia po SPV ir bendrovės jungimo.

Kredito (angl. *debt*) samprata, vartojama privataus kapitalo sandorių kontekste, gali būti išvedama iš paskolos sutarties sampratos – tai lėšos, kredito davėjo perduodamos skolininkui (įgijėjui, taikiniui ir (ar) portfelio bendrovei) pagal sutartį, kuria skolininkas įsipareigoja gražinti kredito davėjui tokią pat pinigų sumą bei, paprastai, mokėti palūkanas (plg. CK 6.870 str. 1 d.). **Kapitalas** (angl. *equity*) – tai lėšos, kurias kapitalo davėjas sutarties pagrindu

²⁶⁷ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 399.

²⁶⁸ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 22. Plačiau žr., pvz., Polito A. P. Useful Fictions: Debt and Equity Classification in Corporate Tax Law. // Arizona State Law Journal, Vol. 30, No. 761, 1998; Sprayregen J. et al. Recharacterization from debt to equity: lenders beware. // American Bankruptcy Institute Journal, Vol. 30, 2003.

perduoda bendrovei mainais už jos akcijas (rizikos kapitalo ir plėtos kapitalo stadijoje) ar bendrovės akcijų pardavėjui mainais už parduodamas akcijas (išpirkimo stadijoje) siekdamas gauti bendrovės pelno ir sutikdamas patirti nuostolius, taip pat sutikdamas pasidalinti pelną ir nuostolius su kitais kapitalo davėjais, jei tokių yra.²⁶⁹ Atitinkamai, finansavimas kreditu (angl. *debt financing*) ir finansavimas kapitalu (angl. *equity financing*) gali būti apibrėžiami kaip kredito pateikimas skolininkui ir kapitalo pateikimas bendrovei ar jos akcijų pardavėjui.

Skiriami šie pagrindiniai kredito ir kapitalo, pateiktų bendrovei, skirtumai:²⁷⁰

1. Bendrovės mokėjimai kredito davėjui privalomi nepaisant to, kad bendrovė turi nuostolių, o dividendų mokėjimai kapitalo davėjui galimi tik esant paskirstytinojo pelno (ABĮ 59 str. 3 d.).²⁷¹
2. Kapitalo davėjui nėra užtikrinamas investicijos atgavimas, o kredito davėjas turi teisę po nustatyto laikotarpio atgauti savo investiciją kartu su palūkanomis.
3. Kapitalo davėjas turi turtines ir neturtines akcininko teises, o kredito davėjas savo teises bendrovės atžvilgiu įgyvendina pagal sutartį, kurios pagrindu perdavė kreditą.
4. Likviduojant bendrovę kredito davėjas turi pirmumą gauti bendrovės turto prieš kapitalo davėją (ABĮ 73 str.).

²⁶⁹ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 22. Investuotojo požiūriu, kapitalas gali būti laikomas visuma su bendrove susijusių investuotojo teisių ir pareigų, kurias suteikia bendrovės akcijų turėjimas nuosavybės teise (plg. CK 2.45 str.; 2008 m. rugpjūčio 6 d. Komisijos reglamento (EB) Nr. 800/2008, skelbiančio tam tikrų rūšių pagalbą suderinama su bendrąja rinka taikant Sutarties 87 ir 88 straipsnius (Bendrasis bendrosios išimties reglamentas), 28 str. 1 p.).

²⁷⁰ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 23.

²⁷¹ *Ibid.* P. 84.

5. Kapitalo grąža priklauso nuo bendrovės veiklos rezultatų, o kredito davėjo grąžai tokia priklausomybė nebūdinga (pvz., su pelnu siejama paskola (angl. *profit-participating loan*) gali būti klasifikuojama kaip kapitalas²⁷²).
6. Mokėjimai kredito davėjui yra bendrovės sąnaudos, o dividendų mokėjimai kapitalo davėjui – paskirstytojo pelno dalis.²⁷³

Aukščiau apibūdinti kriterijai padeda apibrėžti **hibridinius finansinius instrumentus**, t.y. instrumentus, kurie turi ir kredito, ir kapitalo požymių. Pvz., konvertuojamosios obligacijos ir subordinuota paskola yra kreditas, turintis kapitalo požymių, o privilegijuotos akcijos – kapitalas, turintis kredito požymių.²⁷⁴

Atskirai būtina aptarti investuotojo ir bendrovės interesų konfliktą kredito ir kapitalo atžvilgiu. Finansavimas kreditu mažiau rizikingas investuotojui nei finansavimas kapitalu, tačiau bendrovė patiria didesnę riziką, kai jos įgijimas finansuojamas kreditu, o ne kapitalu, kadangi palūkanos mokamos ir pagrindinė kredito dalis grąžinama iš bendrovės pinigų srautų.²⁷⁵ Tuo tarpu kapitalo grąžinimas ir dividendai gali būti labiau suderinti su bendrovės poreikiais ir galimybėmis.²⁷⁶

²⁷² Žr., pvz., Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2003 m. gruodžio 9 d. nutarimu Nr. 1575 patvirtintų Pajamų ir išmokų apibūdinimo iš naujo taisyklių 8 punktą, pagal kurį su Lietuvos vieneto pelno, pajamų ar panašiu veiklos kriterijaus dydžiu (pavyzdžiui, apyvarta) susijusios mokamos palūkanos ir palūkanos, mokamos pagal skolinius reikalavimus, kurie suteikia skoliniojo teisę pakeisti jo teisę į palūkanas teise į skolininko pelną arba jo dalį, laikomos nesusijusiomis su pajamų uždirbimu ir apskaičiuojant kontroliuojamo Lietuvos vieneto apmokestinamąjį pelną neatskaitomos iš Lietuvos vieneto pajamų.

²⁷³ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 84.

²⁷⁴ Bruchou E. et al. Argentine capital rules: Funding freedom. // International Financial Law Review, Vol. 25, No. 11, 2006.

²⁷⁵ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 76.

²⁷⁶ BVCA. A Guide to Private Equity, 2004-08. // <http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/AGuidetoPrivateEquity> [2009-06-08]. P. 26.

3.1.2.1. Kreditas ir jo sub-lygmenys

Kreditas gali būti dviejų pagrindinių formų: paskolos (angl. *loan*) ir obligacijos (angl. *bond*). Atskiriamas tarp paskolos ir kreditavimo sutarčių, nors teisiškai reikšmingas civilinės teisės požiūriu, privataus kapitalo sandorio kontekste, lyginant finansavimo kreditu ir finansavimo kapitalu sampratas neanalizuojamas. Pagrindiniai paskolos ir obligacijos skirtumai – obligacijos, kaip vertybinio popieriaus perleidžiamumas, ir obligacijos, kaip kolektyvinio instrumento, skirto padalinti riziką tarp obligacijų turėtojų, pobūdis.²⁷⁷ Finansavimas kreditu gali būti vykdomas įvairiais metodais, nebūtinai taip akivaizdžiai atitinkančiais kredito sampratą, kaip įprastinė paskolos sutartis ar obligacija. Pvz., akcijų pardavėjas, sutikdamas atidėti akcijų pardavimo kainos dalies gavimą, suteikia akcijų pirkėjui kreditą paskolos forma (angl. *vendor loan*).²⁷⁸

Privataus kapitalo sandorio kontekste svarbus ne tik kredito formų, bet ir jo lygmenų (angl. *debt layers*) klasifikavimas.

Tipiška privataus kapitalo sandorio finansavimo struktūra susideda iš trijų arba keturių lygmenų.²⁷⁹

1. Pirmaeilio kredito;
2. Mezonino kredito (didesnio masto išpirkimo sandoriuose);
3. Subordinuoto kredito; ir
4. Kapitalo.

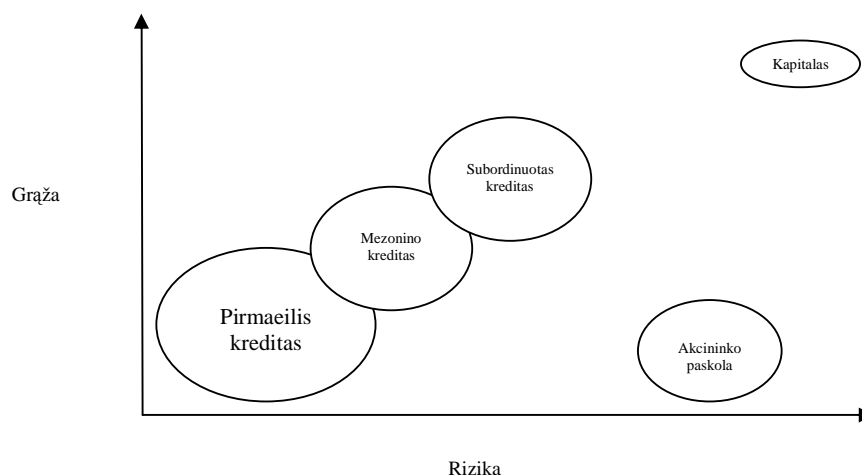
²⁷⁷ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 85. Kreditoriaus reikalavimo teisės pagal paskolos sutartį taip pat gali būti perleidžiamos, tačiau perleidžiamumas yra būdingas obligacijos bruožas – obligacija skirta cirkuliuoti (*Ibid.*).

²⁷⁸ Wood P. R. Project finance, securitisations, subordinated debt. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 182. Howard J. Private equity transactions: debt finance aspects. Legal & Commercial Publishing Limited, 2003. P. 33.

²⁷⁹ Plg. Wood P. R. International loans, bonds, guarantees, legal opinions. London: Sweet and Maxwell, 2007; Ivashina V. et al. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. 2008-10 // <http://ssrn.com/abstract=1017857> [2009-06-08].

Kredito ir kapitalo proporcijos privataus kapitalo sandorių finansavimo struktūroje pasižymi ciklišku. ²⁸⁰ Pvz., CMBOR, *Barclays Private Equity* ir *Deloitte* duomenimis, ²⁸¹ pirmaeilio kredito vidutinė proporcija privataus kapitalo sandoriuose Jungtinėje Karalystėje 1985 – 2005 m. svyravo nuo maždaug 60 proc. 1985 m. iki 38 proc. 1992 m., o 2005 m. duomenimis sudarė 51 proc. Vidutinė kapitalo dalis 1985 m. sudarė vos 25 proc., o 2000 m. – beveik 50 proc., viršydama pirmaeilio kredito dalį. 2005 m. kapitalu buvo finansuojama maždaug 33 proc. sandorio kainos.

8 pav. parodytas elementarus privataus kapitalo sandorio finansavimo lygmenų išsidėstymas gražos ir rizikos požiūriu. Toliau trumpai aprašomi kredito sub-lygmenys.



8 pav. Privataus kapitalo sandorio finansavimo lygmenų išsidėstymas gražos ir rizikos požiūriu ²⁸²

²⁸⁰ Ivashina V. et al. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. 2008-10 // <http://ssrn.com/abstract=1017857> [2009-06-08]. P. 11.

²⁸¹ Wright M. et al. Management Buy-Outs 1986-2006. Past Achievements, Future Challenges. CMBOR, 2006. P. 14.

²⁸² Parengta pagal Gilligan J. et al. Private Equity Demystified. An explanatory Guide. The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), Corporate Finance

Pirmaeilis kreditas. Pirmaeilis kreditas (angl. *senior debt*) – tai kreditas, gražinamas pirmiau kitų lygmenų kredito, kuris jam yra subordinuotas. Pirmaeilis kreditas naudingas investuotojui, kadangi už naudojimąsi juo skaičiuojamos žemiausios iš visų kredito lygmenų palūkanos.²⁸³ Taip yra todėl, kad pirmaeilis kreditas mažiausiai rizikingas kreditoriui, kuris turi pirmumo teisę išieškojimo iš skolininko turto atveju dėl pirmosios eilės užtikrinimo priemonių ir subordinavimo.²⁸⁴ Kita vertus, pirmaeilio kredito sutartyje numatytos kredito sąlygos ir kitos nuostatos gali ženkliai apriboti taikinio veiklą.²⁸⁵ Pirmaeilį ir subordinuotą kreditą gali teikti tas pats arba keli skirtingi kredito davėjai.²⁸⁶

Mezonino kreditas. Mezonino kreditas (angl. *mezzanine debt*) yra kreditas, turintis kapitalo požymių, gražinimo požiūriu esantis tarp pirmaeilio kredito ir subordinuoto kredito.²⁸⁷ Mezonino kredito turimi kapitalo požymiai yra kompensacija už papildomą riziką, kurią patiria mezonino kreditoriai, būdami subordinuoti pirmaeilio kreditoriaus atžvilgiu.²⁸⁸ Mezonino kreditu galima laikyti, pvz., konvertuojamąsias obligacijas,²⁸⁹ subordinuotą kreditą, turintį kapitalo elementų (pvz., kreditą, kurį lydi garantas arba opcionas

Faculty. 2008 // <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/privateequity.pdf> [2009-06-01]. P. 47.

²⁸³ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 88.

²⁸⁴ *Ibid.*

²⁸⁵ *Ibid.*

²⁸⁶ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 400.

²⁸⁷ Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 109.

²⁸⁸ *Ibid.*

²⁸⁹ *Ibid.*

taikinio akcijų atžvilgiu²⁹⁰). Prie mezonino kredito kartais priskiriamos ir kai kurios kapitalo rūšys, turinčios kredito požymių, pvz., privilegijuotosios akcijos.²⁹¹

Mezonino kreditorius gali pasirinkti naudotis viena iš dviejų priešingų mezonino kredito savybių: sąlyginai saugiu kredito instrumento statusu (t.y. teise suėjus terminui atgauti nominalią kredito vertę ir gauti palūkanas) arba galimybe gauti naudą iš bendrovės vertės didėjimo, kadangi per tam tikrą laikotarpį po termino toks kreditas gali būti konvertuojamas į bendrovės akcijas (žr., pvz., ABĮ 56 str. 1 d., ABĮ 56 str. 4 d. 4 p.).²⁹² Mezonino kreditas gali būti užtikrintas priemonėmis, subordinuotomis pirmaeilio kredito užtikrinimo priemonėmis (pvz., antriniu įkeitimu).²⁹³ Investuotojo interesus atitinka mezonino kredito refinansavimas pirmaeilium kreditu, kuris, kaip minėta, investuotojui pigesnis.²⁹⁴

Subordinuotas kreditas. Subordinuotas kreditas (angl. *subordinated debt* arba *junior debt*) yra kreditas, kuris jo gražinimo požiūriu yra žemiausiame lygmenyje, po pirmaeilio ir mezonino kredito. Subordinuotas kreditas plačiaja prasme gali būti suprantamas kaip bet kurio lygmens kreditas, kuris jo gražinimo požiūriu yra žemesnio lygmens nei kitas kreditas, kuris jo atžvilgiu pirmaeilis. Subordinuotas kreditas nuo mezonino kredito skiriasi tuo, kad jo graža yra tik palūkanos, t.y. subordinuotas kreditas nesuteikia kredito konvertavimo į kapitalą teisių; jo užtikrinimo priemonės ir subordinavimas yra

²⁹⁰ Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 99.

²⁹¹ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 33.

²⁹² Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 109.

²⁹³ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 88.

²⁹⁴ Sabine M. Corporate finance: flotations, equity issues and acquisitions. London: Butterworth, 1993. P. 261.

žemesnio lygmens; jo grąžinimo terminas paprastai yra vėlesnis.²⁹⁵ Subordinuoto kredito davėjas gali būti tiek trečiasis asmuo (akcininko ir bendrovės santykių atžvilgiu), pvz., kredito įstaiga, tiek bendrovės akcininkas (pvz., kai suteikiama akcininko paskola).²⁹⁶ Kaip ir mezonino kreditas, subordinuotas kreditas gali būti įformintas kaip paskolos sutartis ar kaip obligacija (tai nesudaro skirtumo ekonominiu požiūriu).²⁹⁷ Kadangi bendrovės mokamos palūkanos apskritai yra priskiriamos prie leidžiamų atskaitymų (PMĮ 17 str. 1 d.),²⁹⁸ investuotojui naudinga keisti kapitalą subordinuotu kreditu tiek, kiek mokestinės naudos neriboja mažos kapitalizacijos (angl. *thin capitalization*) (pajamų ir išmokų apibūdinimo iš naujo) taisyklės.²⁹⁹ Subordinuoto kredito tikslingumo klausimas svarbus ir iki privataus kapitalo sandorio sudarymo. Matydamas realią galimybę užbaigus privataus kapitalo sandorį suteikti bendrovei ir su palūkanoms atgauti akcininko paskolą, investuotojas gali pasiūlyti didesnę bendrovės akcijų pirkimo kainą negu nematydamas tokios galimybės.³⁰⁰

²⁹⁵ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 87.

²⁹⁶ Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 84. Vis dėlto rizikos ir grąžos santykio požiūriu trečiojo asmens ir bendrovės akcininko pateiktas subordinuotas kreditas paprastai skiriasi (žr. 8 pav. aukščiau).

²⁹⁷ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 87.

²⁹⁸ Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos. Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymo komentaras (2009 m. gegužės 18 d. redakcija). 6.24.1 pastraipa, P. 146.

²⁹⁹ Wood P. R. Project finance, securitisations, subordinated debt. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 180. Plg. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2003 m. gruodžio 9 d. nutarimu Nr. 1575 patvirtintos Pajamų ir išmokų apibūdinimo iš naujo taisyklės // Valstybės žinios. 2003, Nr. 116-5289.

³⁰⁰ Wood P. R. Project finance, securitisations, subordinated debt. London: Sweet and Maxwell, 2007. P. 179.

3.1.2.2. Kapitalas ir jo sub-lygmenys

Kapitalas yra gražinimo požiūriu žemiausias finansavimo lygmuo, esantis žemiau subordinuoto kredito. Kapitalą privataus kapitalo sandoryje paprastai sudaro privataus kapitalo fondo lėšos.³⁰¹ Nedidelė dalis kapitalo MBO sandoryje gali būti pateikiama bendrovės vadovų, už tai jiems įsigyjant dalį bendrovės akcijų.³⁰² Kredito rinkoje, kurioje kredito pasiūla aukšta, nedidelę dalį bendrovės akcijų gali tiesiogiai įgyti kredito davėjas.³⁰³ Toks procesas žinomas kaip **laikinis finansavimas kapitalu** (angl. *equity bridge financing*) – kredito davėjui įgijus akcijas, per tam tikrą laikotarpį po sandorio užbaigimo privataus kapitalo investuotojas turi išimtinę teisę nurodyti kredito davėjo turimų akcijų pirkėją. Investuotojui to nepadarius, kredito davėjas įgyja teisę akcijas laisvai parduoti. Kredito davėją suteikti tokio pobūdžio finansavimą motyvuoja siekis konkuruoti su kitais kredito davėjais dėl paskyrimo teikti gerai apmokamas banko-administratoriaus paslaugas organizuojant sindikuotą kreditą.

Kapitalas, kaip privataus kapitalo sandorio finansavimo instrumentas, investuotojo požiūriu, pasižymi neribota potencialia nauda iš vertės padidėjimo ir ribotais potencialiais nuostoliais. Kai tik bendrovės vertė viršija kredito dydį, visa perteklinė bendrovės sukuriama vertė tenka akcininkams. Jei bendrovės vertė mažesnė už kredito dydį, visa vertė tenka kredito davėjams, tačiau jų reikalavimai gali būti visa apimtimi ir nepatenkinti dėl ribotos akcininkų atsakomybės. Tai reiškia, kad kapitalo davėjai patiria didesnę riziką nei kredito

³⁰¹ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 399.

³⁰² Beddow S. Private equity and buyouts: overview. Legal & Commercial Publishing Limited, 2006. P. 11.

³⁰³ Cummings N. Very risky business: the problems with equity bridges. // International Financial Law Review, Vol. 26, No. 6, 2007.

davėjai, tačiau jų gražos potencialas taip pat didesnis. Kredito davėjai patiria mažesnę riziką, tačiau jų potenciali graža apsiriboja palūkanomis.³⁰⁴

Investuodamas kapitalą, privataus kapitalo investuotojas prisiima didesnę riziką nei kredito davėjai, tačiau linkęs prisiimti mažesnę riziką nei vidiniai investuotojai, t.y. bendrovės vadovai MBO sandoryje.³⁰⁵ Siekiant optimizuoti atstovavimo kaštus, vadovams turėtų būti leidžiama gauti turtinę naudą iš buvimo bendrovės akcininkais tik po to, kai investuotojai gavo planuotą gražą. Vienas iš būdų pasiekti šį tikslą yra suteikti investuotojui preferencinę teisę į dividendus ir preferencinę likvidumo teisę.³⁰⁶ Šiuo atveju investuotojo, kurio papildomos teisės patvirtinamos privilegijuotomis akcijomis ar numatytos susitarime tarp akcininkų, pvz., akcininkų sutartyje,³⁰⁷ pateikiamas kapitalas gali būti laikomas aukštesniuoju kapitalo sub-lygmeniu, lyginant su kitų akcininkų, neturinčių papildomų teisių, pateikiamu kapitalu.³⁰⁸

Preferencinė teisė į dividendus pasireiškia nustatytu dividendų dydžiu (ABĮ 42 str. 6 d.), prioritetu įgyvendinant teisę į dividendą (ABĮ 42 str. 2 d.) ir kaupiamojo dividendo neišmokėtos sumos perkėlimu į kitus finansinius metus (ABĮ 42 str. 9 d.). **Preferencinė likvidumo teisė** (angl. *liquidation preference*) yra investuotojo teisė įvykus likvidumo įvykiui (angl. *liquidation event*) gauti tam tikrą dalį naudos prieš tai, kai teisė į likusią naudos dalį suteikiama kitiems akcininkams. Likvidumo įvykiai paprastai apibrėžiami kaip bendrovės visų ar reikšmingos dalies akcijų ar turto pardavimas, reorganizavimas, savanoriškas ar priverstinis likvidavimas.³⁰⁹ Lietuvos bendrovių teisės normose

³⁰⁴ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 75-76.

³⁰⁵ *Ibid.* P. 77.

³⁰⁶ *Ibid.*

³⁰⁷ Analogiško turinio dokumentas rizikos kapitalo ir plėtros kapitalo stadijose dažnai įvardijamas kaip „investavimo sutartis“.

³⁰⁸ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 77.

³⁰⁹ Christopoulos N. Liquidation preference in private equity. // Ondernemingsrecht, Vol. 14, 2005. P. 479.

preferencinės likvidumo teisės požymių yra ABĮ 73 str. 13 d., nustatančioje, be kita ko, kad sukauptas dividendas privilegijuotųjų akcijų su kaupiamuoju dividendu savininkams išmokamas prieš dalijant likusį likviduojamos bendrovės turtą kitiems akcininkams. Pagal ABĮ 73 str. 13 d. atsiskaičius su kreditoriais likęs likviduojamos bendrovės turtas padalijamas akcininkams proporcingai jiems nuosavybės teise priklausančių akcijų nominaliai vertei. Tačiau ši teisės norma nenumato draudimo akcininkams iš anksto ar *post factum* susitarti dėl turto kitokio padalijimo. Nors skirtingų klasių akcijų suteikiamos teisės turi būti nurodytos bendrovės įstatuose (ABĮ 40 str. 4 d.), ši norma neturi būti aiškinama kaip draudžianti įstatuose tik įvardyti pačias teises, o detalizuoti jas susitarime tarp akcininkų. Investuotojo preferencinės teisės, įtvirtintos tik susitarime tarp akcininkų, neminint šių teisių bendrovės įstatuose, taip pat turi būti laikomos įgyvendinamomis (šiuo atveju nesvarbu, ar investuotojas yra privilegijuotųjų akcijų savininkas ar visos bendrovės akcijos yra vienodos klasės, kadangi teisės siejamos su konkrečiu asmeniu). Pvz., kadangi investuotojas gali pageidauti išsaugoti savo preferencinės likvidumo teisės konfidencialumą, ši teisė visa apimtimi gali būti įtvirtinama susitarime tarp investuotojo ir kitų akcininkų, bet ne įstatuose.³¹⁰ Preferencinės teisės investuotojui paprastai suteikiamos rizikos kapitalo stadijoje.

³¹⁰ *Ibid.* P. 482.

3.1.3. Kredito vaidmuo privataus kapitalo sandoryje

Kreditas privataus kapitalo sandoryje atlieka šias pagrindines funkcijas:

1. **Finansavimo funkcija.** Galimybė pasinaudoti skolintomis lėšomis investuotojui yra palengvinanti sandorio įgyvendinimą aplinkybė, o daugeliu atvejų yra būtina sąlyga sandoriui sudaryti apskritai, ypač tais atvejais, kai sandorį siekia sudaryti vienas ar keli smulkesni investuotojai.³¹¹

2. **Investavimo gražos didinimo funkcija.** Kredito naudojimas yra priemonė pasiekti kuo didesnę bendrovės nuosavo kapitalo rentabilumą (angl. *return on equity*; angl. sutr. *ROE*).³¹² Nuosavo kapitalo rentabilumas – tai bendrovės grynojo pelno santykis su vidutiniu nuosavu kapitalu per tam tikrą laikotarpį.³¹³ Kitaip tariant, nuosavo kapitalo rentabilumas parodo, kaip efektyviai bendrovė pelnui uždirbti naudoja į jos veiklą investuotas lėšas. Pirma, bendrovės balanso požiūriu, kuo didesnė kredito (įsipareigojimų) proporcija, tuo santykinai mažesnė nuosavo kapitalo proporcija. Antra, bendras apmokestinimo principas yra laikyti kreditoriams mokamas palūkanas leidžiamais atskaitymais, o dividendus – neleidžiamais atskaitymais. Tačiau jei bendrovė prisiima per daug kredito įsipareigojimų, didėja skolinimosi kaštai, nes nauji kreditoriai reikalauja didesnės rizikos premijos (pvz., didesnių palūkanų už bendrovei suteikiamą papildomą kreditą), ir dėl to nuosavo kapitalo rentabilumas mažėja.

3. **Disciplinavimo funkcija.** Įgijimo kredito pagrindinės sumos gražinimas ir palūkanų mokėjimas yra privalomi veiksmai, tuo tarpu dividendų

³¹¹ Ferran E. *Company law and corporate finance*. Oxford: Oxford university press, 1999. P. 64.

³¹² Smith M. *Asset-based lending in buy-out transactions: Key issues for borrowers and lenders*. // Testa, Hurwitz & Thibeault. *The Alternative Assets Network*, <http://www.privateequityonline.com> [2009-06-08].

³¹³ Pagal Woolridge J. R. et al. *Applied Principles of Finance*. Kendall Hunt Pub Co, 2006.

mokėjimas – fakultatyvus.³¹⁴ Šie faktoriai, taip pat grėsmė, kad vadovas gali būti per bankroto procedūrą nušalintas nepatenkintų kreditorių iniciatyva, skatina vadovo savikontrolę.³¹⁵ Investuotojui vertingi sutartiniai bendrovės veiklos suvaržymai, nustatyti kreditorių naudai,³¹⁶ ir vadovų pareiga reguliariai teikti kreditoriams informaciją, kuri būtina kreditoriams siekiant stebėti, kaip laikomasi minėtų suvaržymų.³¹⁷ Suvaržymai skatina vadovų rūpestingumą ir veikia kaip atsvara papildomai rizikai, kurią investuotojas patiria po to, kai kreditas patenka į bendrovės finansavimo struktūrą.³¹⁸ Savidisciplina lemia tiek pasyvų, tiek aktyvų vadovų elgesį, orientuotą į vertės kūrimą. Pvz., užkertamas kelias vadovams bendrovės vardu eikvoti bendrovės pinigus neperspektyviems projektams; priimti per didelį darbuotojų skaičių, nustatyti perteklines papildomas darbuotojų garantijas (privilegijas); vykdyti neekonomiškus įmonių įgijimus, siekti komerciškai nepagrįsto bendrovės veiklos diversifikavimo.³¹⁹ Skatinamo aktyvaus elgesio pavyzdys yra vadinamojo “finansavimo iš vidinių resursų” (angl. *bootstrap finance*) metodai, pvz., vadovai reikalauja, kad tiekėjai leistų bendrovei atidėti mokėjimus ir kad, kita vertus, klientai mokėtų avansu; atleidžiami pertekliniai darbuotojai; parduodamas nereikalingas turtas, nuomojami, o ne perkami įrenginiai.³²⁰

³¹⁴ Ferran E. *Company law and corporate finance*. Oxford: Oxford university press, 1999. P. 62. Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 415. Reikia pažymėti, kad privataus kapitalo investuotojas siekia visų pirma pajamų iš bendrovės vertės padidėjimo, o ne pajamų iš dividendų (Stedman G. et al. *Shareholders’ agreements*. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 164).

³¹⁵ Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 408.

³¹⁶ Žr. kredito sąlygų apibūdinimą 2.4.2 skyriuje.

³¹⁷ Ferran E. *Company law and corporate finance*. Oxford: Oxford university press, 1999. P. 62.

³¹⁸ *Ibid.*

³¹⁹ Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 409, 414. Thompson S. et al. *Corporate Governance: The Role of Restructuring Transactions*. // *The Economic Journal*, Vol. 105, No. 430, 1995. P. 694.

³²⁰ Long W.F. et al. *Decade of Debt: Lessons from LBOs in the 1980s* // Blair M. M. *The deal decade: what takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance*. Washington

Finansavimas kreditu nustato vadovui „intuityvų nuolatinį tikslą generuoti pinigų srautus, kurie viršytų kredito aptarnavimo kaštus“.³²¹

4. **Vadovų motyvavimo stiprinimo funkcija.** Finansavimas kreditu sumažina bendrovės nuosavo kapitalo kiekį, todėl bendrovės vadovai turi galimybę įsigyti didesnę nuosavo kapitalo dalį atitinkantį akcijų skaičių, o tai didina vadovų su akcijomis siejamo atlyginimo motyvuojamąjį poveikį.³²²

5. **Atstovavimo kaštų mažinimo funkcija.** Disciplinuodamas vadovus ir stiprindamas jų motyvaciją, kreditas švelnina interesų konfliktus tarp investuotojo ir vadovų, ir su šiais konfliktais susijusius atstovavimo kaštus.³²³

6. **Signalizavimo funkcija.** Vadovai apie bendrovės veiklos perspektyvas žino daugiau negu investuotojas. Neprieštaraudami, kad bendrovei būtų taikoma kreditorių priežiūra, vadovai įtikinamai parodo esamam ar potencialiam investuotojui, kad yra tikri dėl bendrovės veiklos perspektyvų.³²⁴ Po to, kai bendrovė jau apsunkinta kreditu, kredito aptarnavimo reikalavimai veikia kaip ankstyvojo įspėjimo sistema, leidžianti laiku pastebėti kylančias pinigų srautų problemas.³²⁵

(D.C.): Brookings institution, 1993. P. 235. Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 409, 414. Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 69, 126.

³²¹ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 11.

³²² Jensen M. C. Eclipse of the Public Corporation. // Harvard Business Review, Vol. 67, No. 5, 1989. P. 69. Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 412.

³²³ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 11.

³²⁴ Ferran E. Company law and corporate finance. Oxford: Oxford university press, 1999. P. 63.

³²⁵ Long W.F. et al. Decade of Debt: Lessons from LBOs in the 1980s // Blair M. M. The deal decade: what takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance. Washington (D.C.): Brookings institution, 1993. P. 235.

Tačiau žymus kredito naudojimas kreditu finansuojamuose išpirkimuose gali turėti ir neigiamą poveikį.³²⁶ Žemiau apžvelgiami pagrindiniai argumentai, pateikiami kreditu finansuojamų išpirkimų koncepcijos kritikų.

1. **Rizikingos veiklos skatinimas.** Finansavimas kreditu skatina investuotoją siekti, kad bendrovė prisiimtų didelę riziką vykdant bendrovės veiklą, kadangi pats investuotojas rizikuoja tik nedidele savo investuoto kapitalo dalimi kreditu finansuojamo išpirkimo struktūroje.³²⁷ Jei toks lošimas nepavyktų, didžioji nuostolių dalis tektų bendrovės kreditoriams.³²⁸ Tačiau, kreditu finansuojamų išpirkimų koncepcijos šalininkų nuomone, tokio elgesio tikimybę mažina grėsmė susigadinti reputaciją: investuotojas, pagarsėjęs neatsakinga rizika, susidurtų su sunkumais ieškodamas finansavimo šaltinių tolesnėms investicijoms.³²⁹ Be to, už riziką, kurią patiria kreditoriai, kompensuojama didesne palūkanų norma.³³⁰

2. **Veiklos lankstumo mažinimas.** Kredito našta mažina lankstumą, kurį vadovai galėtų pademonstruoti atsakydami į bendrovės konkurentų

³²⁶ Žr., pvz., 2008 m. rugsėjo 23 d. Europos Parlamento rezoliucijos, kuria Komisijai pateikiamos rekomendacijos dėl rizikos draudimo fondų ir privataus kapitalo (2007/2238(INI)), preambulės Y dalį (kurioje nurodoma, kad „bendrovėms, itin apsunkintoms kreditu, būdinga daugiau rizikų“). Reaguodama į šią poziciją, EVCA nurodė, kad kredito našta *de facto* kontroliuojama teisės normomis, kuriomis reguliuojama kredito davėjų veikla, ir mokesčių teisės normomis, nustatančiomis „mažos kapitalizacijos“ taisyklę, negalimumą traukti įgijimo kredito palūkanas į leidžiamus atskaitymus ar įgyvendinančiomis kitas mokesčių politikos priemones (EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 41-42).

³²⁷ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 443.

³²⁸ *Ibid.*

³²⁹ *Ibid.* P. 413. Cotter J. F. et al. The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist. 1999-07 // <http://jfe.rochester.edu/99364.pdf> [2009-05-31] P. 14. Aptariama prielaida patvirtinta empiriniais tyrimais: žr., pvz., Atanasov V. A. et al. The Effect of Litigation on Venture Capitalist Reputation. 2008-12 // <http://ssrn.com/abstract=1343981> [2009-05-31].

³³⁰ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 443.

iššūkius ir pokyčius rinkoje.³³¹ Pvz., nedaug kreditu apsinkintai bendrovei lengviau išplėsti savo veiklą kreditu suvaržytų konkurentų sąskaita ar sumažinti produktų kainas.³³² Toks bendrovės veiklos nelankstumas gali lemti rinkos dalių, kurias užima nežymiai kreditu apsinkintos bendrovės, didėjimą, lyginant su kreditu finansuojamų išpirkimų taikinių užimamomis rinkos dalimis.³³³ Tačiau kai prisitaikyti prie rinkos būtina sumažinti išlaidas ar reformuoti bendrovės veiklą, kreditu apsinkinta bendrovė tą gali padaryti operatyviau dėl efektyvesnio jos valdymo modelio.³³⁴

3. Kaštų mažinimo žala ilgalaikėje perspektyvoje. Ilgalaikio turto įsigijimo išlaidų ir kitų išlaidų, kurias patiriant siekiama vystyti bendrovės veiklą ateityje, mažinimas, būtinas užtikrinti kredito aptarnavimą, gali didinti bendrovės vertę, tačiau ilgalaikėje perspektyvoje gali susilpninti bendrovės konkurencingumą.³³⁵ Tokios pasekmės ypač tikėtinos tais atvejais, kai siekiant užtikrinti kredito aptarnavimą mažinamos, pvz., mokslinių tyrimų ir eksperimentinės plėtros darbų išlaidos³³⁶ (toliau sutrumpintai vadinamos mokslinių tyrimų išlaidomis) ar rinkodaros išlaidos.³³⁷ Šią poziciją kritikai ginčija remdamiesi jau aptartu disciplinuojamuoju kredito poveikiu.³³⁸ Tačiau

³³¹ *Ibid.* P. 430. Rappaport A. The Staying Power of the Public Corporation. // Harvard Business Review, Vol. 68, No. 1, 1990. P. 97. Kaplan S. N. The Staying Power of Leveraged Buyouts. // National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3653, 1991. P. 1.

³³² Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 432, 433.

³³³ *Ibid.*

³³⁴ Thompson S. et al. Corporate Governance: The Role of Restructuring Transactions. // The Economic Journal, Vol. 105, No. 430 (May, 1995). P. 694.

³³⁵ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 444.

³³⁶ Blair M. M. Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century. Washington (D.C.): Brookings institution, 1995. P. 106.

³³⁷ Sabine M. Corporate finance: flotations, equity issues and acquisitions. London: Butterworth, 1993. P. 261.

³³⁸ Adler B. E. et al. Debt, Leveraged Buyouts, and Corporate Governance. // Cato Policy Analysis No. 120, 1989.

empiriniais tyrimais patvirtinta, kad bendrovė po jos akcijų įgijimo kreditu finansuojamo išpirkimo būdu dažniausiai mažina mokslinių tyrimų išlaidas.³³⁹ Laikoma, kad kreditu finansuojamo išpirkimo finansavimo struktūra netinkama bendrovėms, kurioms reikalingas pinigų srautų lankstumas finansuoti mokslinius tyrimus ar konkuruoti sparčiai augančiose rinkose.³⁴⁰ Būtent *stabilios* rinkos apibūdinamos kaip kreditu finansuojamų išpirkimų taikinių „natūralus arealas“.³⁴¹ Teigiama, kad kreditu finansuojamo išpirkimo taikinyt kaip vertę kurianti bendrovė gali veikti nespecializuotos gamybos ir paslaugų rinkose, kuriose vertės kūrimo pagrindinis šaltinis yra nedaugelio asmenų vadybos ir verslumo gabumai, bet ne rinkose, kuriose gamyba ar paslaugos specializuotos, remiasi inovacijomis.³⁴² Tačiau kreditu finansuojamų išpirkimų statistika pasauliniu mastu rodo, kad toks požiūris yra pasenęs: pvz., 1970 – 1989 m. mažmeninės prekybos įmonės sudarė 13,8 proc. taikinių, o 2000 – 2007 m. – tik 5,7 proc. (tuo tarpu įmonės, kurių pagrindinė veikla – programinės įrangos kūrimas – atitinkamai 3,1 proc. ir 6,2 proc.³⁴³). Privataus kapitalo sandorių pasiskirstymo pagal ūkinės veiklos sektorius pokyčiai paaiškinami kompleksiškai – tiek ekonomikos sektorių gausėjimu ir jų reikšmės kitimu, tiek privataus kapitalo investuotojų pastangomis išplėsti savo interesų sritį.³⁴⁴ Racionalus privataus kapitalo investuotojas, siekdamas savo pagrindinio tikslo – gauti pajamų iš bendrovės vertės padidėjimo –

³³⁹ Blair M. M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington (D.C.): Brookings institution, 1995. P. 106.

³⁴⁰ Gilson R.J. et al. *Institutional Investors, Portfolio Performance, and Corporate Governance: A Brief for Professional Directors*. // Sametz A. W. et al eds. *Institutional investing: challenges and responsibilities of the 21st century*. Homewood (Ill.): Business One Irwin, 1991. P. 195.

³⁴¹ *Ibid.* P. 196.

³⁴² Blair M. M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington (D.C.): Brookings institution, 1995. P. 288.

³⁴³ Stroemberg P. *The new demography of private equity*. Swedish Institute for Financial Research, 2007. // [http://www.sifr.org/PDFs/stromberg\(demography2008\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/stromberg(demography2008).pdf). [2009-06-01]. Lentelė 2C.

³⁴⁴ *Ibid.* P. 12.

pasirinkdamas finansavimo kreditu ir finansavimo kapitalu proporcijas atsižvelgs į aukščiau aptartą neigiamą kredito poveikį bendrovės konkurencingumui ilgalaikėje perspektyvoje ir dėl to tikėtiną nepatenkinamą bendrovės vertės didėjimo mastą.

Būtina pakartoti, kad šiame darbe nagrinėjama privataus kapitalo, kaip finansavimo proceso, išpirkimo stadija, o pastraipoje aukščiau akcentuojami kreditu finansuojami išpirkimai. Kai kapitalas naudojamas tiesiogiai finansuoti veiklą pradedančias aukštųjų technologijų įmones (rizikos kapitalo stadijoje, be žymaus finansavimo kreditu), jis yra vienas svarbiausių tokioms įmonėms finansavimo šaltinių.³⁴⁵

4. **Atsparumo finansiniams sunkumams mažinimas.** Kreditu žymiai apsunkinta bendrovė labiau imli ekonominiams sukrėtimams nei bendrovė, turinti mažai išsiskolinimų, ir dėl to labiau tikėtina, kad taps nemoki nepriklausomai nuo vadovų pastangų, kad tas neįvyktų. Tačiau jei nemokiš bendrovės, kuri tęsia veiklą, potenciali vertė didesnė nei likvidacinė vertė, suinteresuotųjų šalių – investuotojo, bendrovės kreditorių ir pačios bendrovės – interesus atitiks bendrovės veiklos tąsa. Šalims, kurioms tokį bendrą sutarimą pasiekti sudėtinga, bankroto grėsmė gali būti paskata derėtis ir pasiekti kompromisą. Jei nemoki bendrovė padalijama siekiant jos atskirtų dalių didesnio veiklos efektyvumo, toks padalijimas nebūtinai yra nulemtas nemokumo ar kredito poveikio. Jei bendrovės vertė didesnė ją padalinus, nei reformavus ir tęsiant jos, kaip vieno vieneto, veiklą, vadinasi ji anksčiau ar vėliau būtų padalinta, net jei įsipareigojimų jos balanse būtų mažai ir ji galėtų tinkamai vykdyti savo prievolės visiems kredito davėjams.³⁴⁶

5. **Disciplinavimo neigiamas šalutinis poveikis vadovams.** Minėta, bendrovės vadovų disciplinavimas yra svarbi kredito funkcija. Tačiau greta disciplinavimo palankaus poveikio, komentatoriai mini ir neigiamą šalutinį

³⁴⁵ Žr., pvz., Keršys M. Ekonominių veiksmų įtaka inovacijoms versle: Lietuvos atvejis. (daktaro disertacija). Kaunas, 2008. P. 36.

³⁴⁶ Adler B. E. et al. Debt, Leveraged Buyouts, and Corporate Governance. // Cato Policy Analysis No. 120, 1989.

poveikį, kurį patiria kreditu apskuntų bendrovių vadovai. Neproporcingai didelio kredito finansinis spaudimas neleidžia vadovams skirti viso dėmesio kasdinei bendrovės veiklai, traumuoja psichologiškai ir nepalieka galimybės daryti klaidų, kurių išvengti dažnai neįmanoma.³⁴⁷

6. Kreditorių ir investuotojų interesų konfliktas. Kredito davėjo ir investuotojo interesai nebūtinai sutampa. Pvz., kreditorius gali siekti, kad bendrovė būtų suvaržyta sutartiniais įsipareigojimais nesiimti rizikingų projektų, kurie, jei būtų sėkmingai įvykdyti, duotų didelę grąžą akcininkui, tačiau, nesėkmės atveju, sutrikdytų kredito aptarnavimą.³⁴⁸ Todėl investuotojui tikslinga bendrovės kapitalo struktūrą pildyti kreditu tol, kol kontrolės mechanizmų, kuriuos suteikia finansavimas kreditu, kaštai taps didesni už atnešamą investuotojui naudą.³⁴⁹ Tačiau kredito apimtys, naudojamos tipiškame kreditu finansuojamame išpirkime, šią ribą aiškiai viršija.³⁵⁰ Kodėl tuomet kreditorių veiksmai nesužlugdo bendrovių, kurių akcijos įgytos kreditu finansuojamo išpirkimo būdu, veiklos? Kodėl, nepaisant šio interesų konflikto, investuotojas geba aktyviai reguliuoti bendrovės veiklą?³⁵¹ Esama nemažai priežasčių, dėl kurių kredito davėjai nelinkę vykdyti intensyvios bendrovių, kurių akcijos įgytos kreditu finansuojamo išpirkimo būdu, stebėsenos, pvz.:³⁵²

³⁴⁷ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 448, 452.

³⁴⁸ Ferran E. Company law and corporate finance. Oxford: Oxford university press, 1999. P. 63.

³⁴⁹ *Ibid.* P. 62.

³⁵⁰ Žr. 3.1.2.1 skyrių, kuriame nurodoma į Jungtinės Karalystės privataus kapitalo sandorių rinkos statistiką, pagal kurią 2005 m. kapitalu buvo finansuojama vidutiniškai tik maždaug 33 proc. sandorio kainos.

³⁵¹ Investuotojo aktyvumas 2.1.5 skyriuje minimas kaip vienas iš privataus kapitalo sandorio būdingų požymių.

³⁵² Ferran E. Company law and corporate finance. Oxford: Oxford university press, 1999. P. 485-487.

1. konkurencija tarp kredito davėjų (klientų sprendimą nesirinkti konkretaus kredito davėjo gali nulemti tai, kad šis žinomas kaip linkęs nepagrįstai kištis į skolininkų veiklą);
2. kredito davėjas negauna naudos iš skolininko (bendrovės) vertės padidėjimo, todėl nėra suinteresuotas apmokėti savo darbuotojų stebėti skolininką daugiau nei to minimaliai reikia, siekiant užtikrinti, kad skolininkas vykdytų savo kredito įsipareigojimus;
3. kredito davėjas turi rizikos valdymo alternatyvų, pvz., paskolų portfelio diversifikavimas;
4. vykdydamas intensyvią skolininko veiklos priežiūrą, kredito davėjas gali susipažinti su konfidencialia informacija (nors ir neturėtų tokio tikslo), o tai gali trukdyti kredito davėjui teikti konsultacijų paslaugas, nes gali sukurti interesų konfliktą kitų potencialių kredito davėjo klientų atžvilgiu.

Rinkos savireguliacijos mechanizmai švelnina kredito davėjų ir investuotojų interesų konfliktus ir kitais būdais. Egzistuoja informacijos asimetrija tarp to, ką apie bendrovę žino pati bendrovė ir investuotojas, ir ką žino kredito davėjas, pvz., bankas: pastarojo žinios labiau ribotos. Bankininkystės ir vadybos literatūroje sutariama, kad sumažinus šią asimetriją, bankas gali pasiūlyti bendrovei ar investuotojui palankesnes finansavimo sąlygas.³⁵³ Empiriniais tyrimais parodyta, kad bendradarbiaudami su konkrečiais investuotojais, bankai patiria mažesnius kaštus stebėdami ir tikrindami bendrovę (galutinį skolininką), kadangi gali pasinaudoti investuotojo finansinių, komercinių, teisinių ir kitų patikrinimų medžiaga, investuotojo surinkta informacija apie projektuojamas bendrovės veiklos kryptis, darbuotojų atlyginimų sistemą ir kita informacija, vertinga priimti

³⁵³ Ivashina V. et al. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. 2008-10 // <http://ssrn.com/abstract=1017857> [2009-06-08]. P. 6. Plačiau žr., pvz., Boot, A. W. A. Relationship Banking: What Do We Know? // Journal of Financial Intermediation, Vol. 9, No. 1, 2000.

sprendimui dėl finansavimo. Kita vertus, neturėdamas akstino bendradarbiauti su bankais, investuotojas būtų linkęs investuoti į rizikingus projektus, kurie keltų grėsmę banko interesams. Siekdamas ir ateityje palankiomis sąlygomis gauti finansavimą, investuotojas sieks saugoti savo reputaciją, pvz., investuos į mažiau rizikingus projektus, skolins nuosavas lėšas bendrovei, kai tai būtina ir t.t. Apibendrinant, patirdamas mažesnius kaštus dėl paprastesnės stebėsenos ir priežiūros bei žinodamas apie investuotojo siekį branginti savo reputaciją, bankas konkurencingoje kredito davėjų rinkoje gali būti lankstesnis derybose su bendrove ar investuotoju dėl finansavimo sąlygų ir siūlytis jas geresnes.³⁵⁴

Bankui gali būti naudinga siūlyti investuotojui palankias finansavimo sąlygas ir atsižvelgiant į papildomų pajamų ateityje tikimybę. Laimėjęs aukcioną (ar kitu būdu įgijęs išimtinę teisę investuoti), investuotojas tipiškame didelės apimties privataus kapitalo sandoryje paskiria vadovaujantį banką (angl. *lead bank*), kuris sindikuoja įgijimo kreditą.³⁵⁵ Už šį darbą vadovaujančiajam bankui investuotojas moka mokestį, kuris paprastai sudaro maždaug 1,5-2 proc. bendros įgijimo kredito sumos. Kadangi vadovaujantysis bankas gauna mokestį tik jei investuotojas, su kuriuo jis dirba, laimi aukcioną, bankas linkęs siūlyti investuotojui kuo palankesnes sąlygas dalyvavimui aukcione, kad investuotojas turėtų daugiau galimybių laimėti. Greta mokesčių ir palūkanų, kuriuos bankas gauna įsipareigojęs finansuoti sandorį, bankas gali tikėtis gauti papildomų pajamų iš paslaugų, kurias teiktų investuotojui ar bendrovei, kurios akcijos būtų įgytos užbaigus sandorį (pvz., iš konsultavimo vykdant susijungimus ir įsigijimus, viešą akcijų siūlymą). Daugelis privataus kapitalo valdymo įmonių kaupia istorinius duomenis apie mokamus bankams

³⁵⁴ Ivashina V. et al. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. 2008-10 // <http://ssrn.com/abstract=1017857> [2009-06-08]. P. 6-7.

³⁵⁵ *Ibid.* P. 11. Plačiau apie finansavimą sindikuotu kreditu žr., pvz., Mugasha A. The law of multi-bank financing: syndicated loans and the secondary loan market. Oxford: Oxford university press, 2007.

už konsultavimą mokesčius, ir šią informaciją naudoja vėliau derėdamosi su bankais dėl naujo finansavimo sąlygų.³⁵⁶

³⁵⁶ Ivashina V. et al. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. 2008-10 // <http://ssrn.com/abstract=1017857> [2009-06-08]. P. 11-12.

3.2. Finansinė pagalba ir jos liberalizavimo ribos

3.2.1. Įvadas

Nuo 2008 m. liepos 1 d., pavėluotai įgyvendinus Direktyvą 2006/68/EB,³⁵⁷ pakeičiančią Antrąją Įmonių Direktyvą 77/91/EEB³⁵⁸ (toliau šiame skyriuje vadinamą „Direktyva“), Lietuvoje išlieka finansinės pagalbos draudimas, nepaisant to, kad Direktyva suteikė įstatymų leidėjui galimybę pakeisti draudimą liberalizuota procedūra. Pirmajame ABĮ pakeitimo įstatymo projekte³⁵⁹ buvo numatyta pasinaudoti šia galimybe, tačiau priimtuose įstatymo pakeitimuose iš esmės nebeliko nuorodos į finansinę pagalbą, ir jos reguliavimas nebuvo pakeistas.

Finansinės pagalbos sampratos užuomazgos kildinamos iš XIX a. britų teismų praktikos, pripažinusios draudimą bendrovėms įsigyti savo akcijas be teismo leidimo.³⁶⁰ Jungtinės Karalystės Bendrovių įstatymo nuostatos, įtvirtinusios finansinės pagalbos draudimą kaip savarankišką institutą, įsigaliojo 1929 m., ir netrukus tapo viena pagrindinių bendrovių teisės problemų. 1976 m., nepaisant abejotinos britų patirties, draudimas buvo

³⁵⁷ 2006 m. rugsėjo 6 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2006/68/EB, iš dalies keičianti Tarybos direktyvos 77/91/EEB nuostatas, susijusias su ribotos atsakomybės akcinių bendrovių steigimu ir jų kapitalo palaikymu ir keitimu // OJ L 264, 25.9.2006, p. 32–36.

³⁵⁸ 1976 m. gruodžio 13 d. Antroji Tarybos direktyva 77/91/EEB dėl apsaugos priemonių, kurių valstybės narės, siekdamos tokias priemones suvienodinti, reikalauja iš Sutarties 58 straipsnio antroje pastraipoje apibrėžtų akcinių bendrovių, jų narių ir kitų interesų apsaugai, bendroves steigiant, palaikant ir keičiant jų kapitalą, koordinavimo // OJ L 26, 31.1.1977, p. 1–13.

³⁵⁹ Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 13, 15, 20, 24, 28, 34, 38, 39, 44, 49, 51, 52, 53, 54, 56, 59 ir 60 straipsnių pakeitimo ir papildymo, papildymo 45(1) ir 57(1) straipsniais ir Įstatymo priedo papildymo įstatymo projektas. Nr. XP-2785, 2007 m. gruodžio 19 d. // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_1?p_id=311403.

³⁶⁰ Plg. Jungtinės Karalystės teismų praktiką byloje *Trevor v. Whitworth* [1887] 12 App Cas 409.

įtrauktas į pirmąjį priimtąjį Direktyvos tekstą. 1981 m. Jungtinės Karalystės teisės aktai buvo pakeisti numatant procedūrą, kuri leido uždaro tipo bendrovėms teikti finansinę pagalbą akcininkų pritarimu ir direktoriams patvirtinus bendrovės mokumą. Prireikė beveik 30 metų analogiškai pakeisti Direktyvą. Tuo tarpu privataus kapitalo sandorių skaičius Europoje rodė, kad prevencinis Direktyvos 23 straipsnio, numatančio finansinės pagalbos draudimą, efektas nereikšmingas. Naujieji finansinės pagalbos reguliavimo pakeitimai sąlygoti viešosios nuomonės, kuri vis mažiau vertina kreditu finansuojamus išpirkimus kaip abejotinus sandorius, ir vis labiau išvelgia jų potencialą kurti vertę.³⁶¹

Suvokti finansinės pagalbos sampratą, kuri nebuvo analizuota Lietuvos teisinėje literatūroje, svarbu siekiant tinkamai reguliuoti Lietuvos privataus kapitalo rinką. Toliau šiame skyriuje nagrinėjama finansinės pagalbos samprata, specialaus reguliavimo pagrindimas, finansinės pagalbos teisės pažeidimų pasekmės ir apibendrinami argumentai už visišką finansinės pagalbos reguliavimo panaikinimą.

Darbe neaptariama procedūra, kurios laikantis leidžiama teikti finansinę pagalbą pagal Direktyvos 23 str. 1 d. 2 p. Autorius ketino analizuoti šią procedūrą atsižvelgdamas į atitinkamus ABĮ pakeitimus. Kadangi tai neįmanoma, analizė bus tikslingesnė vėlesniu Lietuvos bendrovių teisės vystymosi laikotarpiu.

³⁶¹ Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, 2007, Law Working Paper No. 84. P. 20. Ferran E. Simplification of European Company Law on Financial Assistance. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 93. King B. W. An old idea whose time has passed. // International Financial Law Review, Vol. 26, No. 9, 2007. Pettet B. Company law. Harlow: Pearson education, 2001. P. 314.

3.2.2. Finansinės pagalbos samprata

Ar galime laikyti pavyzdžius, pateiktus Direktyvos 23 str. 1 d. ir perkeltus į ABĮ 44 str. 9 d. (draudimą tiesiogiai ar netiesiogiai iš anksto mokėti lėšas, suteikti paskolą ar užtikrinti prievolių įvykdymą, jeigu tuo siekiama sudaryti sąlygas tretiesiems asmenims įgyti bendrovės akcijų), išsamiau finansinės pagalbos būdų sąrašą? Įdomu, kad žodžių junginio “finansinė pagalba”, implikuojančio platų *bet kokios* pagalbos įgyjant bendrovės akcijas supratimą, Direktyvoje nebuvo nuo jos priėmimo iki pat minėtų vėliausiųjų 2006 m. pakeitimų. Ar tai juridinės technikos trūkumai ar sąmoningai susiaurinta sąvoka? Pirmoji prielaida atrodo racialesnė, kadangi laikantis antrosios būtų nesunku apeiti visą normų sistemą tiesiog sugalvojus sandorio mechanizmą, kuris formaliai neatitiktų nė vieno iš minėtų trijų finansinės pagalbos pavyzdžių. Taigi bet kokie veiksmai, kuriais taikiny siekia suteikti akcijų įgijėjui lėšų įgyti taikinio akcijų, turėtų būti laikomi finansine pagalba.³⁶² Kadangi nei Direktyvoje, nei ABĮ nėra finansinės pagalbos apibrėžimo, finansinės pagalbos sampratą galima atskleisti pasitelkiant pavyzdžius iš Jungtinės Karalystės ir kitų valstybių, kurių bendrovių teisė modeliuojama pagal britiškąjį pavyzdį, teismų praktika. Joje kaip finansinės pagalbos pavyzdžiai pateikiami tokie sandoriai.³⁶³

1. Bendrovės-taikinio suteikta paskola taikinio akcijų įgijėjui ar sandoriai, kurių turinys atitinka tokius paskolos santykius, pvz.,

³⁶² Lumsden C. G. M. Financial Assistance Problems in Management Buy-outs. // Journal of Business Law, No. 3, 1987. P. 113. Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobniig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 737.

³⁶³ Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 revisited. // Journal of Business Law, No. 5, 2002. P. 274, 276. Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // Company Lawyer, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 9. Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobniig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 727.

mokėjimo atidėjimas, skolos vertybinių popierių pasirašymas. Paskola *taikiniui* nelaikytina finansine pagalba, nors bendrovė ir prisiima išsipareigojimą gražinti paskolą su palūkanomis, nebent šios žymiai viršija rinkos lygį.

2. Trečiojo asmens išsipareigojimų įvykdymo užtikrinimas. Užtikrinimo būdų sampratą šiuo atveju reikia aiškinti siaurinamai, apimant tik įstatymo aiškiai numatytus daiktinius ir asmeninius užtikrinimo būdus (pvz., įkeitimą, garantiją, laidavimą). Finansinė pagalba neturėtų apimti kitų užtikrinimo būdų, tokių kaip taikinio prisiimtas negatyviojo įkeitimo išsipareigojimas įgijėjo naudai.³⁶⁴
3. Turto įgijimas iš įgijėjo, kad šis galėtų panaudoti gautas lėšas akcijų įgijimui, pvz., įgijėjo akcijų pasirašymas.
4. Dovanojimas įgijėjui, pvz., jo atleidimas nuo prievolės įvykdymo.
5. Prievolės įgijėjui įvykdymas už taikinio akcininką ar kitą asmenį, pvz., taikinio pagrindinės bendrovės paskolos gražinimas įgijėjui.
6. Lėšų mokėjimas iš anksto (Direktyvos 23 str. 1 d.).

Analizuojant finansinės pagalbos sampratą reikšmingi ir kiti klausimai, pvz.:

1. Finansinė pagalba gali būti teikiama įgijėjui tiek kai jis siekia įgyti akcijas iš esamo akcininko, tiek kai siekia įgyti akcijas pasirašymo būdu.³⁶⁵ Įstatymas neįtvirtina tiesioginio draudimo teikti finansinę pagalbą įgyjant vertybinius popierius, suteikiančius teises į akcijas (pvz., konvertuojamąsias obligacijas, opcionus),³⁶⁶ tačiau jie taip pat

³⁶⁴ Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 89. Žr. 2.4.2 skyriuje pateikiamą negatyviojo įkeitimo sąlygos apibrėžimą.

³⁶⁵ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // Company Lawyer, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 6.

³⁶⁶ Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 90.

laikytini finansinės pagalbos objektu, nes šiuo atveju tėra mechanizmas akcijų įgijimui atidėti laiko požiūriu.

2. Finansinės pagalbos teikimas gali pakenkti taikiniui, tačiau gali ir atnešti naudos, ypač preziumuojant, kad finansinės pagalbos sandorio šalys taiko rinkos sąlygas (plg. Direktyvos 23 str. 1 d. 2 p.). Pvz., jei taikins gaus rinkos palūkanas už įgijėjui suteiktą paskolą, taikiniui finansinė pagalba bus šiuo atžvilgiu naudinga.³⁶⁷
3. Bendrovė teikdama finansinę pagalbą turi siekti palengvinti įgijimą, t.y. siekti sumažinti kainą, kurią pirkėjas sumokėtų už akcijas ar siekti sumažinti pirkėjo finansavimo kaštus (pvz., garantija, taikinio suteikta bankui, ketinančiam suteikti paskolą pirkėjui, gali sumažinti mokėtinas už tokią paskolą palūkanas).³⁶⁸ Tiesa, taip samprotaujant gali būti nepagrįstai išplečiama pagalbos sąvoka, pvz., pagalba laikomas atskyrimas (angl. *spin-off*) ar reorganizavimas skaidymo būdu, iki sandorio sudarymo atliekami tuomet, kai potencialus įgijėjas pageidauja įgyti tik apibrėžtą dalį bendrovės veiklos. Tokie veiksmai, nors ir sumažina akcijų kainą³⁶⁹ (nes įgyjama ne visa bendrovės veikla, o tik jos dalis), turėtų būti laikomi pirkimo-pardavimo sutarties objekto paruošimu (žr. 2.4.1 skyrių), kurį atlieka taikinio akcininkas, o ne finansine pagalba.
4. Finansinė pagalba po įgijimo (*ex post*) konstatuojama tuomet, kai įgijėjas ar kitas asmuo yra prisiėmęs prievolę, susijusią su įgijimu, ir taikins sumažina ar įvykdo šią prievolę po jo įgijimo.³⁷⁰ Palikus

³⁶⁷ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // *Company Lawyer*, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 8.

³⁶⁸ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // *Company Lawyer*, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 6-7.

³⁶⁹ Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. *Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*. Tuebingen, 1998. P. 727.

³⁷⁰ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // *Company Lawyer*, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 6.

pagalbą po įgijimo už finansinės pagalbos sampratos ribų, pirkėjas galėtų nesunkiai apeiti finansinės pagalbos normas,³⁷¹ pvz., iki įgijimo paimdamas paskolą, kuri būtų gražinama iš lėšų, pasiskolintų iš taikinio po įgijimo; perskolindamas paskolą taikiniui po įgijimo; pasirūpindamas, kad taikinyis užtikrintų įgijimo kredito, kurį refinansuoja tas pats ar kitas kreditorius, gražinimą.³⁷²

5. Tipiški *netiesioginės* finansinės pagalbos pavyzdžiai yra aukščiau minėtas trečiojo asmens prievolės įvykdymas ar įvykdymo užtikrinimas įgijėjo naudai.³⁷³ Netiesioginė finansinė pagalba taip pat gali būti išreikšta kaip novacija ar reikalavimo teisės perleidimas, pvz., taikinyis perleidžia savo, kaip kreditoriaus, teises pagal kreditavimo sutartį trečiajam asmeniui, kuris išmoka lėšas pirkėjui.³⁷⁴ Finansinę pagalbą atitinkantys veiksmai, atliekami taikinio antrinės įmonės, turėtų būti laikomi (netiesiogine) finansine pagalba tik jei pagrindinė bendrovė pasirūpina, kad antrinė bendrovė galėtų teikti finansinę pagalbą (pvz., bendrovė šiuo tikslu perleidžia tam tikrą turtą savo antrinei bendrovei) arba antrinė bendrovė įsteigiama siekiant apeiti finansinės pagalbos normas.³⁷⁵ Tiesa, pagrindinės bendrovės prisidėjimą prie antrinės bendrovės turto naudojimo gali būti sunku įrodyti, ypač jeigu finansinės pagalbos sandoriai pagal taikytiną teisę ir antrinės bendrovės steigimo dokumentus gali būti sudaromi be antrinės bendrovės akcininko

³⁷¹ Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 735.

³⁷² Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 92.

³⁷³ Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 revisited. // Journal of Business Law, No. 5, 2002. P. 274.

³⁷⁴ *Ibid.* P. 275.

³⁷⁵ Plg. Jungtinės Karalystės teismų praktiką byloje *Arab Bank plc v. Mercantile Holdings Ltd.* [1994] Ch. 71.

pritarimo.³⁷⁶ Įgijėjas taip pat gali netiesiogiai *priimti* finansinę pagalbą.³⁷⁷ pvz., taikinys gali suteikti finansinę pagalbą sumokėdamas įgijėjo antrinei ar pagrindinei bendrovei, su sąlyga, kad įgijėjas galiausiai gauna lėšas ir panaudoja jas akcijų įgijimui.³⁷⁸

3.2.3. Siaurinamasis finansinės pagalbos sampratos aiškinimas

Nors nei ABĮ, nei Direktyva nepateikia sandorių, kurie nelaikomi finansine pagalba, pavyzdžių, siaurinamasis finansinės pagalbos instituto aiškinimas būtinas dėl to, kad jį sudarančios normos yra išimtinio pobūdžio.³⁷⁹ Tam, kad taikinio veiksmus būtų galima kvalifikuoti kaip finansinę pagalbą, bent vienas iš tų veiksmų tikslų turi būti bendrovės akcijų įgijimo palengvinimas.³⁸⁰ Tokiu atveju egzistuoja priežastinis ryšys tarp taikinio veiksmų ir jo akcijų įgijimo. Vadinasi, finansinė pagalba negali kilti iš nekryptingų taikinio veiksmų, kurie tik susiję su įgijimu, bet jais nėra siekiama

³⁷⁶ Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 revisited. // Journal of Business Law, No. 5, 2002. P. 274. Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 90. Ewing-Chow M. et al. Providing Assistance for Financial Assistance. // Singapore Journal of Legal Studies, 2006. P. 468. Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, 2007, Law Working Paper No. 84. P. 25. Pettet B. Company law. Harlow: Pearson education, 2001. P. 317-318. Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 740.

³⁷⁷ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // Company Lawyer, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 9.

³⁷⁸ Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 revisited. // Journal of Business Law, No. 5, 2002. P. 275.

³⁷⁹ Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 735.

³⁸⁰ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // Company Lawyer, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 6.

sudaryti sąlygas įgijimui³⁸¹ (plg. Direktyvos 23 str. 1 d.). Pagal Jungtinės Karalystės teismų praktiką bendrovė B gali to nesiekdama atsidurti padėtyje, kurioje jai neleidžiama įgyti bendrovės A akcijų (net iš *bona fide* komercinių paskatų), dėl to, kad pardavė tam tikrą turtą bendrovei A iš *bona fide* komercinių paskatų, ir gavo lėšų akcijoms įsigyti.³⁸² Lietuvos teismai turėti vengti tokios samprotavimo logikos. Labiau pagrįsta būtų kiekvienu konkrečiu atveju vertinti, ar turto pardavimo tikslas buvo suteikti finansinę pagalbą.

Net nustačius minėtą priežastinį ryšį, finansine pagalba neturėtų būti laikomi formaliai atitinkantys finansinę pagalbą veiksmai, jeigu taikinyš jų imasi sąžiningai manydamas, kad tai atitinka bendrovės interesus, o finansinė pagalba yra tik atsitiktinis bendrovės “svarbesniųjų tikslų” elementas.³⁸³ Tokių svarbesniųjų tikslų pavyzdžiai galėtų būti akcininkų aklavietės išsprendimas ar taikinio veiklos finansavimas. Pvz., po įgijimo įgijėjas sudaro paskolos sutartį, kurios pagrindu refinansuojamas įgijimo kreditas ir taikiniui suteikiamos apyvartinės lėšos; naujasis kreditorius reikalauja, kad taikinyš užtikrintų paskolos grąžinimą. Jei svarbesnysis bendrovės tikslas yra gauti apyvartinių lėšų, o įgijimo kredito refinansavimas – tik antrinis paskolos sutarties tikslas, bendrovės suteiktas užtikrinimas neturėtų būti laikomas finansine pagalba.³⁸⁴

Be to, įstatymų leidėjas turėtų aiškiai pašalinti tam tikrus sandorius iš finansinės pagalbos sampratos dėl jų prigimties, pvz.:

1. Paskola, kurią taikinyš gavo iš įgijėjo iki šio ketinimų įgyti taikinio akcijas atsiradimo ir kurios grąžinimo terminas suėjęs.³⁸⁵ Taip pat

³⁸¹ Plg. Ewing-Chow M. et al. Providing Assistance for Financial Assistance. // Singapore Journal of Legal Studies, 2006. P. 468.

³⁸² Pettet B. Company law. Harlow: Pearson education, 2001. P. 314.

³⁸³ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // Company Lawyer, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 10. Plg. Jungtinės Karalystės teismų praktiką byloje *Brady v. Brady* [1989] A.C. 755.

³⁸⁴ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // Company Lawyer, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 11.

³⁸⁵ *Ibid.* P. 16.

jeigu įgijėjas įgyja paskolą, kurios skolininkas yra taikiny, ir perima taikinio suteiktą paskolos užtikrinimą, taikiny neteikia finansinės pagalbos gražindamas tokią paskolą ar leisdamas išieškoti iš užtikrinimo.³⁸⁶ Finansine pagalba neturėtų būti laikomi jokie privalomi taikinio veiksmai, pvz., teisės aktų numatytos prievolės išmokėti išaitinę išmoką vykdymas ar sąžiningai prisiimtos prievolės padidinti darbo užmokestį darbuotojui vykdymas, net jei gautos lėšos naudojamos akcijoms įgyti.³⁸⁷

2. Taikinio dividendų išmokėjimas pardavėjui, siekiant sumažinti akcijų pardavimo kainą, ar įgijėjui, šiam tapus akcininku.³⁸⁸ Išimtis turėtų būti taikoma ir skirstant kapitalą kitais teisėtais būdais, pvz., mažinant įstatinį kapitalą ar taikiniui įgyjant savo akcijas, kadangi tai leidžiama tik taikant viešą procedūrą, skirtą apsaugoti trečiųjų asmenų interesus.³⁸⁹
3. Įgijėjo išiskolinimas taikiniui, šalims įprastai užsiimant verslu³⁹⁰ (plg. komercinio kreditavimo sampratą CK 6.885 str.).
4. Pagal Direktyvos 23 str. 2 d., kuri neperkelta į ABĮ, sandoriai, kuriuos sudarė bankai ir kitos finansų įstaigos įprastai užsiimdamos verslu, ir sandoriai, kuriais siekiama sudaryti sąlygas bendrovės ar su ja susijusios bendrovės darbuotojams įgyti akcijų, nelaikomi finansine pagalba. Pvz., bankas, suteikdamas sąskaitos kredito

³⁸⁶ *Ibid.* P. 8. Sealy L. J. Cases and materials in company law. Cambridge, 2008. P. 407.

³⁸⁷ Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 revisited. // Journal of Business Law, No. 5, 2002. P. 278. Dwyer M. Management buyouts. London, Sweet and Maxwell, 1997. P. 21.

³⁸⁸ Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 89.

³⁸⁹ Roberts C. Financial assistance for the acquisition of shares. Oxford, 2005. P. 121. Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 737-738.

³⁹⁰ Ewing-Chow M. et al. Providing Assistance for Financial Assistance. // Singapore Journal of Legal Studies, 2006. P. 471.

pervirši (angl. *overdraft*), neteikia finansinės pagalbos vien todėl, kad paskolos gavėjas nusprendžia panaudoti gautas lėšas banko akcijomis įgyti.³⁹¹ Antrosios išimties tikslas yra palengvinti darbuotojų motyvavimą, pvz., suteikiant paskolas darbuotojams, kad jie galėtų įgyti bendrovės akcijų.³⁹²

5. Jeigu taikiny napatiria išlaidų (realių, pvz., suteikdamas paskolą, ar potencialių, pvz., suteikdamas garantiją), nėra ir finansinės pagalbos, net jeigu įgijėjas gauna naudą iš taikinio veiksmų. Pvz., taikiny sudaro paskolos sutartį, kurios pagrindu jo išsiskolinimas įgijėjui refinansuojamas pigesne paskola, gauta iš trečiojo asmens.³⁹³

3.2.4. Finansinės pagalbos suteikimo teisinės pasekmės

Kai kurios jurisdikcijose, pvz., Belgijoje, finansinės pagalbos taisyklių pažeidimas, dėl jų reikšmingumo ekonomikai, laikomas viešosios tvarkos pažeidimu.³⁹⁴ Nors Lietuvos teisė nenumato baudžiamosios ar administracinės atsakomybės už finansinės pagalbos teikimą, finansinės pagalbos sandoriai gali būti laikomi niekiniais kaip prieštaraujantys imperatyvioms įstatymo normoms (CK 1.80 str.).

Nors kitų valstybių teisės doktrinoje išsakoma nuomonė, kad finansinės pagalbos sandorio šalys turi teisę reikalauti viena iš kitos nuostolių

³⁹¹ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // *Company Lawyer*, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 13.

³⁹² Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. *Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*. Tuebingen, 1998. P. 725.

³⁹³ Plg. Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // *Company Lawyer*, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 8.

³⁹⁴ Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. *Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*. Tuebingen, 1998. P. 728.

atlyginimo,³⁹⁵ tokių reikalavimų pagrįstumas pagal Lietuvos teisę būtų abejotinas dėl to, kad abi šalys vykdė neteisėtus veiksmus, ir dėl nukentėjusios šalies kaltės (CK 6.253 str. 5 d., 6.259 str.). Pažeidimo padariniai neturėtų pažeisti sąžiningų trečiųjų asmenų interesų (CK 1.80 str. 3 d., 6.153 str.). Pvz., jeigu bendrovė suteikia garantiją bankui, išduodančiam paskolą, kuria bus finansuojamas tos bendrovės akcijų įgijimas, bankas, kuris nežino ir neturi žinoti apie tikslą, kuriam bus panaudotos paskolos lėšos, turi teisę reikalauti, kad bendrovė sumokėtų pagal garantiją. Analogiškai, jeigu taikiny suteikia paskolą įgijėjui, o prieš tai šiai paskolai reikalingoms lėšoms gauti yra sudaręs paskolos sutartį su banku ir įkeitęs tam tikrą savo turtą, banko suteikta paskola ir jos užtikrinimas vien dėl to nėra niekiniai sandoriai, nes nėra finansinė pagalba. Tačiau jeigu bankas žinojo arba turėjo žinoti apie tikslą, kuriam bus panaudotos jo paskolintos lėšos, banko interesai neturėtų būti ginami.³⁹⁶

Bendrovė – finansinės pagalbos sandorio šalis – taip pat jos bankroto administratorius, turi teisę reikalauti iš bendrovės valdymo organų narių atlyginti nuostolius, bendrovės patirtus dėl finansinės pagalbos sandorio.³⁹⁷

3.2.5. Finansinės pagalbos reguliavimo pagrindimas

Finansinės pagalbos draudimas (ar – po Direktyvos pakeitimų – išliekantis specialus reguliavimas) grindžiami tokiais pagrindiniais argumentais:

³⁹⁵ Sealy L. J. Cases and materials in company law. Cambridge, 2008. P. 412.

³⁹⁶ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // Company Lawyer, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 16-17.

³⁹⁷ Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001. P. 92. Sealy L. J. Cases and materials in company law. Cambridge, 2008. P. 413. Vietor D. et al. Ambiguity Remains for Dutch Buyouts. // International Financial Law Review, Vol. 25, No. 6, 2006. P. 29. Plg. CK 2.87 str. 7 d. (pagal kurią juridinio asmens valdymo organo narys, nevykdantis arba netinkamai vykdantis savo, kaip organo nario, pareigas, nurodytas CK 2.87 str. ar steigimo dokumentuose, privalo padarytą žalą atlyginti juridiniam asmeniui visiškai, jei įstatymai, steigimo dokumentai ar sutartis nenumato kitaip).

1. **Siekiu apsaugoti taikinio turta.**³⁹⁸ Kreditoriai turi teisę ginčyti taikinio sandorius remdamiesi tuo, kad šie pažeidžia kreditorių interesus (CK 6.66 str. (*actio Pauliana*)), todėl kreditorių interesų apsauga papildomomis finansinės pagalbos normomis yra perteklinė.³⁹⁹ Dėl nesuprantamų priežasčių finansinės pagalbos taisyklės taikomos net tada, kai bendrovė neturi kreditorių, arba kai visi kreditoriai sutinka su finansinės pagalbos sandoriu (pvz., dėl to, kad jie yra akcijų įgijėjai ir pageidauja finansinės pagalbos), arba kai bendrovė turi pakankamai išteklių įvykdyti visas savo prievoles.⁴⁰⁰ Priešingai, būtų logiška, jeigu kreditoriaus, kuris sutiko tapti taikinio kreditoriumi ar nesiekė papildomos apsaugos (pvz., papildomo prievolių įvykdymo užtikrinimo) po to, kai jam buvo atskleistas numatomas finansinės pagalbos sandoris, pareikštas Pauliano ieškinys nebūtų tenkinamas, kadangi toks kreditorius prisiima riziką ir negali būti laikoma, kad finansinė pagalba pažeidžia jo interesus (CK 6.66 str. 1 d.).⁴⁰¹
2. **Siekiu užkirsti kelią bendrovės valdymo organams įtakoti bendrovės akcininkų struktūrą.**⁴⁰² Ši problema galėtų būti sprendžiama įpareigojant taikinio valdymo organus suteikti taikinio akcininkams pakankamai informacijos apie finansinės pagalbos

³⁹⁸ Griffiths G. ed. *International acquisition finance: law and practice*. Oxford, 2006. P. 359. Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. *Festschrift fuer Ulrich Drobzig zum siebzigsten Geburtstag*. Tuebingen, 1998. P. 732.

³⁹⁹ Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // *European Business Organization Law Review*, No. 6, 2005. P. 118.

⁴⁰⁰ King B. W. An old idea whose time has passed. // *International Financial Law Review*, Vol. 26, No. 9, 2007.

⁴⁰¹ Plg. Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // *European Business Organization Law Review*, No. 6, 2005. P. 119.

⁴⁰² Griffiths G. ed. *International acquisition finance: law and practice*. Oxford, 2006. P. 359.

sandorį, kad akcininkai galėtų priimti apgalvotą sprendimą dėl akcijų pardavimo.⁴⁰³

3. **Siekiu užkirsti kelią įsigyti bendrovės akcijas naudojant jos pačios turtą.** Šio argumento paviršutiniškumas akivaizdus. Įgyjama bendrovė visada yra įgijimo finansavimo pagrindas; bendrovė paprastai įgyjama įvertinus grynujų pinigų srautus, kuriuos ji, tikėtina, sugeneruos ateityje – priešingu atveju įgijimas nebūtų tikslingas komerciniu požiūriu.⁴⁰⁴

Finansinės pagalbos draudimo ar specialaus reguliavimo pagrindimas daugeliu atveju stokoja nuoseklumo ir logikos, pvz.:

1. Bendroji finansinės pagalbos draudimo prielaida yra nuostata, kad pagalba teikiama įgijėjo iniciatyva. Tačiau taikinio valdymo organai gali teikti paskolą įgijėjui sąžiningai įsitikinę, kad naujo bendrovės akcininko atsiradimas atitinka jos strateginius interesus.⁴⁰⁵
2. Neaišku, kodėl siekis neleisti valdymo organams neapdairiai suteikti paskolų taikinio vardu reikalauja specialaus reguliavimo, jeigu paskolos bus panaudotos taikinio akcijoms įgyti, tuo tarpu kitais atvejais užtenka valdymo organų bendrųjų fiduciarinių pareigų. Finansinės pagalbos draudimas yra blogas pavyzdys to, kaip bendrovės elgesio problemos vertinamos kapitalo pakankamumo požiūriu.⁴⁰⁶ Šiuo požiūriu finansinės pagalbos sandoriai nesiskiria nuo kitų sandorių, pvz., atvejų, kai taikiny s įgyja tam tikrą turtą ar

⁴⁰³ Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 133.

⁴⁰⁴ Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobniġ zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 745.

⁴⁰⁵ *Ibid.* P. 744-745.

⁴⁰⁶ Wymeersch E. Reforming the Second Company Law Directive. // Financial Law Institute, 2006, Working Paper No. 15. P. 10.

suteikia paskolą savo akcininkui, valdymo organo nariui ar kitam asmeniui.⁴⁰⁷ Finansinės pagalbos draudimo padariniai gali būti paradoksalūs: pvz., geros finansinės būklės bendrovė, neturinti kreditorių, neturi teisės suteikti 10 000 eurų paskolos patikimo kreditingumo akcininkui, jeigu lėšos bus panaudotos įgyti bendrovės akcijas, tačiau nėra draudžiama prastos finansinės būklės bendrovei, turinčiai daug kreditorių, suteikti 100 mln. eurų paskolą nepatikimo kreditingumo akcininkui, jeigu tik lėšos bus panaudotos kitam tikslui.⁴⁰⁸ Be fiduciarinių prievolių, kreditoriai gali apsaugoti savo interesus sutartinėmis priemonėmis, pvz., reikalauti, kad taikiny išlaikytų tam tikrą skolinto ir nuosavo kapitalo santykį, ribotų dividendų išmokėjimą ar turto pardavimą, papildomai užtikrintų savo prievolių įvykdymą,⁴⁰⁹ arba nustatyti reikalavimų akceleravimą taikinio kontrolės pasikeitimo atveju (angl. *poison put*).⁴¹⁰ Nesofistikuoti kreditoriai (pvz., darbuotojai, valstybė, daugelis tiekėjų ir klientų) tokių sutartinių priemonių susikurti nepajėgūs, tačiau gali pasinaudoti profesionalių kreditorių jau sukurtomis priemonėmis (angl. *free riding*).⁴¹¹ Silpnieji kreditoriai gali apsaugoti savo interesus ir įstatymo numatytais priemonėmis, pvz.,

⁴⁰⁷ Boschma H. et al. The Reform of Dutch Private Company Law: New Rules for the Protection of Creditors. // European Business Organization Law Review, No. 8, 2007. P. 588. King B. W. An old idea whose time has passed. // International Financial Law Review, Vol. 26, No. 9, 2007. Vietor D. et al. Ambiguity Remains for Dutch Buyouts. // International Financial Law Review, Vol. 25, No. 6, 2006. P. 28.

⁴⁰⁸ King B. W. An old idea whose time has passed. // International Financial Law Review, Vol. 26, No. 9, 2007.

⁴⁰⁹ Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 123.

⁴¹⁰ Armour J. Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law. // Modern Law Review, Vol. 63, No. 3, 2000. P. 375.

⁴¹¹ Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 130.

tiekėjas gali sustabdyti savo prievolės vykdymą, reikalauti apmokėjimo iš anksto⁴¹² (plg. CK 6.220 str. 1 d.).

3. Nedraudžiama taikiniui skolintis po jo įgijimo ir paskirstyti gautas lėšas naujesiems akcininkams dividendų forma ar sumažinus įstatinį kapitalą.⁴¹³

Finansinės pagalbos draudimas ne tik nelogiškas ir bereikalingas, bet ir žalingas, nes gali apsunkinti ar net padaryti neįmanomus teisėtus, ekonomiškai tikslingus sandorius, ypač privataus kapitalo rinkoje.⁴¹⁴ Draudimas iš esmės užkerta kelią kreditu finansuojamiems išpirkimams, kurių ekonominei struktūrai būtina galimybė naudoti įgytos bendrovės turtą įgijimo finansavimui užtikrinti.⁴¹⁵ Tokiems išpirkimams būdingo *ex ante* ir *ex post* efektyvumo (pasireiškiančio visų pirma taikinio vadovų disciplinavimu, atitinkamai, prieš ir po įgijimo, bei dėl to didėjančiu veiklos pelningumu) vaisiais netiesiogiai naudojasi ir taikinio kreditoriai.⁴¹⁶ Gausūs finansinės pagalbos taisyklių neaiškumai daugelyje jurisdikcijų sukūrė dirbtinę teisės ir finansų konsultacijų rinką,⁴¹⁷ gali būti naudojami taktiniam bylinėjimuisi, kurio tikslas sutrukdyti

⁴¹² *Ibid.*

⁴¹³ Wymeersch E. Reforming the Second Company Law Directive. // Financial Law Institute, 2006, Working Paper No. 15. P. 10. Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, 2007, Law Working Paper No 84. P. 24.

⁴¹⁴ Wymeersch E. European Company Law: The “Simpler Legislation for the Internal Market” (SLIM) Initiative of the EU Commission. // Financial Law Institute, Working Paper No. 9, 2000. P. 4. Ferran E. Simplification of European Company Law on Financial Assistance. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 94.

⁴¹⁵ Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007. P. 20.

⁴¹⁶ Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 revisited. // Journal of Business Law, No. 5, 2002. P. 287. Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 121.

⁴¹⁷ Pz., išlaidos, susijusios su leidžiamos finansinės pagalbos procedūrų (angl. *whitewash*) vykdymu, Jungtinėje Karalystėje 2000 m. siekė 20 mln. svarų (Defries G. et al. United Kingdom: Liberating LBOs. // International Financial Law Review, Vol. 28, No. 2, 2008).

įgijimo procesui; reikalauja stebėsenos ir administravimo sąnaudų siekiant užtikrinti finansinės pagalbos taisyklių laikymąsi.⁴¹⁸

Apibendrinant, teisinis reguliavimas, siekiant finansinės pagalbos draudimo tikslų, nėra beprasmis. Tačiau šie tikslai gali būti pasiekti naudojantis priemonėmis, kurias suteikia bendrovių teisės nuostatos dėl valdymo organų fiduciarinių pareigų (įskaitant pareigas vengti interesų konflikto ir įvertinti finansinės pagalbos teikimo riziką), mažumos akcininkų ir kreditorių interesų gynimo, taip pat bankroto teisė (numatanti, pvz., bankroto administratoriaus teisę ginčyti bendrovei nenaudingus sandorius⁴¹⁹ (plg. Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymo 11 str. 3 d. 8 p.)). Pažymėtina, kad JAV nėra specialaus finansinės pagalbos draudimo, ir kylančios problemos sprendžiamos remiantis fiduciarinėmis pareigomis bei nesažiningo turto perleidimo doktrina (angl. *fraudulent conveyance*).⁴²⁰ Nesažiningo turto perleidimo doktrina, turinti bendrą su Pauliano ieškiniu istorinį pagrindą, JAV pasiteisino kaip priimtina kreditorių interesų apsaugos *ex post* priemonė, besiremianti elgesio standartais, nesant *ex ante* apsaugos, besiremiančios griežtomis taisyklėmis, tokiomis kaip finansinės pagalbos taisyklės Europoje.⁴²¹

⁴¹⁸ Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007. P. 32. Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 121.

⁴¹⁹ Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007. P. 30.

⁴²⁰ Boschma H. et al. The Reform of Dutch Private Company Law: New Rules for the Protection of Creditors. // European Business Organization Law Review, No. 8, 2007. P. 583.

⁴²¹ Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 118, 120.

3.2.6. Santykis tarp finansinės pagalbos ir *ex post* reorganizavimo

Taikinio ir įgijėjo, šiam įgijus bendrovės akcijas, jungimas – įprastinis veiksmas po įgijimo. Po jungimo, įgijimo kreditas gražinamas iš veiklą tęsiančios bendrovės turto, kuris yra įkeistas kredito gražinimui užtikrinti. Pateikiama keletas argumentų, kodėl finansinės pagalbos režimas neturėtų būti taikomas *ex post* reorganizavimui.⁴²²

1. Taikinytis nesuteikė finansinės pagalbos. To, kad įgijėjas pats pasirūpino įgijimo finansavimu, nepaneigia kredito gražinimas iš veiklą tęsiančios bendrovės turto.

2. Kai taikinytis prijungiamas prie įgijėjo ir liaujasi egzistavęs, nieko, kas atliekama vėliau, negalima laikyti taikinio teikiama finansine pagalba.

3. Viešumas ir ekspertų dalyvavimas, kaip reorganizavimo formalumų dalis, yra veiksmingi finansinės pagalbos taisyklių, skirtų taikinio akcininkų ir kreditorių interesų apsaugai, pakaitalai.

Teisėkūra, kuria siekiama aktyvinti kreditu finansuojamų išpirkimų rinką, turi užtikrinti, kad finansinės pagalbos taisyklės nebūtų taikomos jokiems *ex post* reorganizavimo atvejams – nei taikinio prijungimui prie įgijėjo (angl. *upstream merger*), nei įgijėjo prijungimui prie taikinio⁴²³ (angl. *downstream merger*).

⁴²² Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007. P. 23. Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 738.

⁴²³ Šiuo atveju finansinę pagalbą suteikęs asmuo – taikinytis – tęsia veiklą, todėl tokio prijungimo atvejai turi būti aiškiai legalizuoti (Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007. P. 23).

3.2.7. Kritinė reformos analizė

Naujausieji Direktyvos pakeitimai atspindi politinę valią, kryptingai nuo absoliutaus finansinės pagalbos draudimo prie lankstesnio modelio, leidžiančio efektyviai keisti bendrovių nuosavybės struktūras. Kita vertus, pakeistoji Direktyva, suteikdama valstybėms narėms teisę atsisakyti visišką finansinės pagalbos draudimo, leidžia draudimą palikti neliestą. Pastarąja galimybe pasinaudojo Lietuvos įstatymų leidėjas. Tokia prieštaringa Direktyvoje įtvirtinta pozicija gali turėti neigiamą įtaką įsisteigimo laisvei ir laisvam kapitalo judėjimui.⁴²⁴

Reikšmingas žingsnis į priekį link šiuolaikinės bendrovių teisės principų Lietuvoje būtų žengtas apskritai atsisakius finansinės pagalbos taisyklių taikymo *uždarosioms* akcinėms bendrovėms. Uolūs įstatymų leidėjai pamiršta, kad Direktyva netaikoma uždaro tipo bendrovėms.⁴²⁵ Finansinės pagalbos draudimo uždarosioms bendrovėms nuo 2008 m. spalio 1 d., po Jungtinės Karalystės bendrovių įstatymo atitinkamų pakeitimų įsigaliojimo, nebeliko Jungtinėje Karalystėje – valstybėje, kurioje finansinė pagalba susiformavo kaip institutas. Įdomu, kad tokio draudimo nėra kaimyninėje Latvijoje, ir finansinė pagalba įgyjant uždarytų bendrovių akcijas aktyviai naudojamosi.⁴²⁶ Deja, specialus finansinės pagalbos, kurią teikia *viešosios* bendrovės, reguliavimas negali būti panaikintas, kol bus atitinkamai pakeista Direktyva. Kreditorių interesų apsaugos požiūriu skirtingas viešųjų ir uždarytų bendrovių traktavimas nepagrįstas, nes problemos, būdingos santykiams tarp viešųjų bendrovių, jų

⁴²⁴ Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007. P. 25. Wymeersch E. Reforming the Second Company Law Directive. // Financial Law Institute, Working Paper No. 15, 2006. P. 21.

⁴²⁵ Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007. P. 22.

⁴²⁶ Robinson S. The European mergers & acquisitions review. London: Law business research, 2007. P. 128.

valdymo organų, akcininkų ir kitų teisių turėtojų gali pasireikšti ir uždarosiose bendrovėse, neretai dar labiau, pvz., dėl liberalesnio bendrovių valdymo reguliavimo.⁴²⁷ Taigi jeigu uždarosioms bendrovėms finansinės pagalbos taisyklės gali būti netaikomos, tokia pat logika derėtų vadovautis ir reguliuojant viešųjų bendrovių elgesį.⁴²⁸ Finansinės pagalbos taisyklių viešosioms bendrovėms panaikinimas taip pat leistų išvengti papildomų paskatų užsiimti dirbtiniu viešųjų bendrovių pertvarkymu į uždarąsias siekiant pasinaudoti palankesniu reguliavimu.⁴²⁹

⁴²⁷ Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobniig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998. P. 735, 745. Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005. P. 141.

⁴²⁸ Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // Company Lawyer, Vol. 28, No. 1, 2007. P. 5.

⁴²⁹ Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 revisited. // Journal of Business Law, No. 5, 2002. P. 284. Vietor D. et al. Ambiguity Remains for Dutch Buyouts. // International Financial Law Review, Vol. 25, No. 6, 2006. P. 28.

4. Interesų konfliktai privataus kapitalo sandoryje

4.1. Bendrieji klausimai

Interesų konfliktai būdingi visų privataus kapitalo rinkos dalyvių veiklai.⁴³⁰

Interesų konfliktas tarp fondo valdytojo ir jo vadovų bei fondo investuotojų gali kilti, pvz., tuomet, kai valdytojas ar jo vadovai sutarties su fondo investuotojais pagrindu turi teisę greta fondo investuoti tiesiai į bendrovę (angl. *co-investment*).⁴³¹ Kai tokia galimybė suteikta tik kai kurių valdytojo portfelio bendrovių atžvilgiu, valdytojas ir jo vadovai gali būti linkę daugiau dėmesio skirti būtent tokioms portfelio bendrovėms kitų portfelio bendrovių sąskaita. Tai nebūtinai didina bendrą portfelio vertę, taigi nenaudinga fondo investuotojams.⁴³²

Interesų konfliktai tarp fondų investuotojų gali kilti, pvz., tuomet, kai vienas valdytojas valdo kelis fondus, į kuriuos yra investavę skirtingi investuotojai, o šie fondai yra investavę į tą pačią veiklos bendrovę. Fondai gali būti skirtingos stadijos (pvz., vienas – neseniai suformuotas, kito – besibaigiantis investavimo terminas). Pirmojo fondo investuotojai

⁴³⁰ The Financial Services Authority (UK). Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. 2006. P. 72. Plg. KISĮ 7 str. 1 d. 10 p. (pagal kurią valdymo įmonė turi turėti tokią organizacinę struktūrą, kad būtų išvengta valdymo įmonės interesų konflikto su klientais, klientų tarpusavio interesų konflikto, kolektyvinio investavimo subjekto dalyvių ir klientų interesų konflikto ar kolektyvinio investavimo subjektų dalyvių interesų tarpusavio konflikto).

⁴³¹ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 63.

⁴³² The Financial Services Authority (UK). Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. 2006. P. 72.

suinteresuoti, kad valdytojas ilgiau išlaikytų investiciją į veiklos bendrovę, o antrojo fondo investuotojai pageidautų investiciją realizuoti.⁴³³

Investuotojui nusprendus įgyti veiklos bendrovės akcijų, pasireiškia interesų konfliktai tarp privataus kapitalo sandorių dalyvių, pvz.:

1. tarp bendrovės vadovų⁴³⁴ ir investuotojo (potencialaus akcijų pirkėjo);
2. tarp kreditorių (kredito davėjų) ir kitų sandorio dalyvių;
3. tarp bendrovės vadovų ir pačios bendrovės;
4. teisių turėtojų grupių viduje, t.y. tarp akcininkų, tarp vadovų ir tarp kreditorių.

Bendrovių valdymo organų ir akcininkų, taip pat kitų teisių turėtojų interesų konfliktai yra vienas svarbiausių ir daugiausiai analizuotų bendrovių teisės klausimų.⁴³⁵ Tačiau šiame darbe nagrinėjami tik specifiniai, privataus kapitalo sandorių kontekste aktualūs tokių konfliktų pasireiškimo aspektai.

⁴³³ *Ibid.* P. 73. Plačiau apie interesų konfliktus tarp fondų investuotojų ir tarp investuotojo bei valdytojo žr., pvz., Birdthistle W. A. et al. One Hat Too Many? Investment Desegregation in Private Equity. 2008-08 // <http://ssrn.com/abstract=1263964> [2009-06-12].

⁴³⁴ Lietuvos teisinėje sistemoje galima išskirti tris kategorijas asmenų, kuriuos užsienio (daugiausia JAV ir Jungtinės Karalystės) autoriai, gvildendami su akcijomis siejamo atlyginimo ir kitus sandorių teisės klausimus, paprastai turi omenyje kaip bendrovės vadovus: tai bendrovės valdybos – kolegialaus valdymo organo – nariai (ABĮ 33 str.), bendrovės vadovas – vienasmenis valdymo organas (ABĮ 37 str.), ir svarbias bendrovės veiklai vadovaujamas pareigas einantys kiti bendrovės darbuotojai (pvz., skyrių vadovai). Pastarosios kategorijos vadovas gali būti susijęs su bendrove darbo, paslaugų ar kitais santykiais, tačiau tokį asmenį kaip vadovą apibūdina tai, kad jo veiksmai svarbūs bendrovei, jis turi svarbios informacijos apie bendrovę ar kitais būdais gali daryti jai reikšmingą įtaką. Šios kategorijos vadovas neturi fiduciarinių pareigų bendrovei, tačiau jo pareigos gali būti nustatytos darbo, paslaugų, autorinėje ar kitose sutartyse su bendrove. Be abejo, šios kategorijos vadovui taikomos ir bendrosios teisės aktų normos dėl komercinių paslapčių apsaugos.

⁴³⁵ Žr., pvz., Hollander S. et al. *Conflicts of interest*. London: Sweet and Maxwell, 2008. Cheffins B. R. *Company law: theory, structure, and operation*. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 47-125.

Laiko požiūriu interesų konfliktus tarp privataus kapitalo sandorio dalyvių galima išskirti į dvi grupes pagal tai, ar jie pasireiškia iki privataus kapitalo sandorio sudarymo ar po jo.⁴³⁶ Remiantis šiuo kriterijumi sugrupuoti interesų konfliktai analizuojami, atitinkamai, 4.2 ir 4.3 skyriuose. Kai bendrovės vadovas ketina įgyti bendrovės akcijų kartu su investuotoju – MBO sandorio atveju – vadovo, akcijų pardavėjo ir bendrovės interesų konfliktai įgyja tam tikrų ypatumų, kurie atskirai aptariami 4.4 skyriuje. 4.5 skyriuje analizuojamas su akcijomis siejamas atlyginimas kaip opiausių – investuotojo ir bendrovės vadovų – interesų konfliktų sprendimo priemonė.

⁴³⁶ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 346.

4.2. Interesų konfliktai iki sandorio sudarymo

4.2.1. Bendrovės vadovų ir akcininkų (pardavėjų) interesų konfliktai

Bendrovės vadovų ir akcininkų interesų konfliktas, kylantis dėl planuojamo privataus kapitalo sandorio iki jo sudarymo, yra susijęs su tuo, kad vadovas gali siekdamas asmeninės naudos sudaryti su investuotoju sutartis, kurių tikslas yra palengvinti akcijų įgijimą. Vadovo asmeninė nauda gali būti, pvz., sudarymas sąlygų toliau eiti bendrovės vadovo pareigas, paskyrimas SPV valdymo organo nariu, atlyginimo padidinimas.⁴³⁷ Pagrindinės tokių sutarčių rūšys pasaulinėje sandorių praktikoje yra išimtinumo sutartys (angl. *exclusivity agreements* arba *no-shop agreements*), rezervavimo sutartys (angl. *lock-up agreements*) ir sutartys, kurių pagrindu investuotojui teikiama finansinė pagalba. Šių sutarčių sukeliamas interesų konfliktas aštresnis rengiantis sudaryti MBO sandorį, kuriuo vadovas siekia ne tiek gauti naudos iš savo veiklos bendrovėje tęstinumo, kiek įgyti bendrovės akcijų.⁴³⁸

4.2.1.1. Išimtinumo sutartys

Pagal išimtinumo sutartį viena šalis – bendrovė-taikinys arba akcijų pardavėjas įsipareigoja terminuotai laikyti kitos šalies – investuotojo pateiktą pasiūlymą išimtinu ir neatlikti aktyvių veiksmų ieškant kitų pasiūlymų pirkti

⁴³⁷ *Ibid.* P. 363.

⁴³⁸ Oesterle D. A. et al. Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth? // *Vanderbilt Law Review*, Vol. 41, No. 207, 1988. P. 239.

bendrovės-taikinio akcijas.⁴³⁹ Išimtinumo sutartimi gali būti nustatytos ir tam tikros organizacinės pareigos investuotojo atžvilgiu, tačiau tipiška išimtinumo sutartis yra vienašalė sutartis. Išimtinumo įsipareigojimai gali būti išreikšti ir kaip vienašalis sandoris, dažnai vadinamas “išimtinumo laišku” (angl. *letter of exclusivity*).

Išimtinumo sutarčių vykdymas gali būti užtikrinamas bauda (angl. *break-up fee*⁴⁴⁰), kurios dydis, pvz., JAV praktikoje yra maždaug 1-3 proc. akcijų pardavimo kainos, išskyrus itin didelius sandorius, kuriuose baudos procentinė išraiška mažesnė.⁴⁴¹ Bauda gali būti išreikšta kaip konkreti suma arba kaip skirtumo dengimo suma (angl. *topping fee* arba *top-up fee*)⁴⁴² ir (arba) kaip suma, lygi išlaidoms, kurias investuotojas pagrįstai patyrė teikdamas siūlymą pirkti akcijas (pvz., mokestis finansuotojui už įsipareigojimą pateikti finansavimą, patarėjų honorarai).⁴⁴³ Kartais pardavėjas sutinka, kad bauda būtų nustatyta mainais už investuotojo siūlomos akcijų pirkimo kainos padidinimą. Teigiama, kad tokiais atvejais laipsnis, kuriuo bendrovės vadovas pažeidžia savo fiduciarines pareigas bendrovės vardu prisiimdamas išimtinumo įsipareigojimą, yra mažesnis.⁴⁴⁴

Sandorių pagal Lietuvos teisę praktikoje išimtinumo sutartys sudaromos tarp pardavėjo ir investuotojo, todėl bendrovės-taikinio vadovo ir akcijų

⁴³⁹ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // *European Company and Financial Law Review*, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 363.

⁴⁴⁰ *Ibid.*

⁴⁴¹ Herzel L. et al. *Bidders and targets: mergers and acquisitions in the US*. Oxford, 1990. P. 70.

⁴⁴² T.y. akcijų pardavėjas privalo sumokėti investuotojui A visą ar dalį skirtumo tarp kainos, suderėtos su investuotoju A, ir didesnės kainos, suderėtos su investuotoju B, kuriam akcijos parduotos pažeidžiant išimtinumo sutartį (*Ibid.*).

⁴⁴³ Lederman L. et al. *Representing a Public Company in a Leveraged Buyout Transaction*. // Amihud Y. ed. *Leveraged management buyouts: causes and consequences*. Homewood, 1989. P. 131, 135. Manigart S. et al. *Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company*. Gent: Larcier, 2004. P. 95.

⁴⁴⁴ Herzel L. et al. *Bidders and targets: mergers and acquisitions in the US*. Oxford, 1990. P. 70.

pardavėjo interesų konflikto problema Lietuvos teisinėje sistemoje šiuo atveju neaktuali. Tačiau kai tas pats asmuo yra pirkėjas, taikinio vadovas ir taikinio pagrindinės bendrovės vadovas (t.y. tuo atveju, kai pagrindinė bendrovė ketina parduoti antrinės bendrovės akcijas), interesų konflikto problema išlieka. Pvz., vadovas turi interesą toliau eiti bendrovės-taikinio vadovo pareigas (pasikeitus daugumos akcininkui) arba – MBO sandorio atveju – įsigyti bendrovės akcijų, todėl sutinka pardavėjo (pagrindinės bendrovės) vardu prisiimti išimtinumo įsipareigojimą, nors pardavėjo interesas yra gauti kuo daugiau pasiūlymų įgyti akcijų. Esant pagrindinės bendrovės akcininkų konsensusui, interesų konfliktą jie gali išspręsti pašalindami iš pagrindinės bendrovės vadovo pareigų asmenį, kuris yra potencialus akcijų įgijėjas, ir per naujai paskirtą lojalų vadovą nuspręsti, ar pagrindinės bendrovės, kaip pardavėjo, interesus atitinka išimtinumo įsipareigojimų prisiėmimas. Interesų konfliktą išspręstų ir pagrindinės bendrovės įstatų ar akcininkų sutarties nuostata, reikalaujanti akcininkų išankstinio pritarimo išimtinumo įsipareigojimams bendrovės vardu prisiimti.

4.2.1.2. Rezervavimo sutartys

Sutarties dalyko požiūriu skiriamos dvi rezervavimo sutarčių rūšys – akcijų rezervavimo sutartis ir turto rezervavimo sutartis.⁴⁴⁵ Pagal akcijų rezervavimo sutartį (angl. *stock lock-up agreement*) viena šalis – investuotojas turi teisę už nustatytą kainą įsigyti iš kitos šalies – akcijų pardavėjo tam tikrą dalį bendrovės-taikinio akcijų iškart po to, kai trečiasis asmuo įsigis tam tikrą procentinę dalį bendrovės akcijų, o akcijų pardavėjas privalo investuotojui akcijas parduoti. Pagal turto rezervavimo sutartį (angl. *asset lock-up agreement*) viena šalis – investuotojas turi teisę už nustatytą kainą įsigyti iš

⁴⁴⁵ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 363.

kitos šalies – bendrovės-taikinio tam tikrą dalį bendrovės-taikinio turto iškart po to, kai trečiasis asmuo įsigis tam tikrą procentinę dalį bendrovės akcijų, o bendrovė privalo investuotojui turtą parduoti.

Teigiama, kad išimtinumo ir rezervavimo sutartys lemia mažesnę akcijų pardavimo kainą, nes sumažina galimų pasiūlymų įsigyti akcijas skaičių.⁴⁴⁶ Taip yra todėl, kad šios sutartys didina pasiūlymo pateikimo kaštus. Rezervavimo sutartys, be to, dar ir neleidžia įgyti visų bendrovės akcijų. Pasiūlymo pateikimo papildomi kaštai, kuriuos su investuotoju konkuruojantis įgijėjas patiria dėl išimtinumo sutarties buvimo, yra, pvz., bauda už išimtinumo sutarties pažeidimą, kurią akcijų pardavėjas privalo sumokėti investuotojui, ir kurią pardavėjas prašo kompensuoti konkuruojantį įgijėją, nustatydamas tai kaip sąlygą akcijų pardavimui.⁴⁴⁷ Tiesa, tokie papildomai kaštai sušvelnina vadovo fiduciarinių pareigų pažeidimą, nes tokiu atveju žalą dėl baudos sumokėjimo patiria ne bendrovė-taikinys (ar jos pagrindinė bendrovė – pardavėjas), o konkuruojantis įgijėjas.⁴⁴⁸ JAV sandorių praktikoje laikoma, kad fiduciarinių pareigų pažeidimą sušvelnina ir akcijų pirkimo-pardavimo sutarties nuostatos (angl. *fiduciary-out*), kurios suteikia teisę pardavėjui nutraukti sutartį, jei iki sandorio užbaigimo gaunamas geresnis pasiūlymas, arba nuostatos, pagal kurias sandorį kaip naudingą pardavėjui turi patvirtinti nepriklausomas finansų ekspertas.⁴⁴⁹

Išimtinumo ir rezervavimo sutartys gali trukdyti nustatyti, ar akcijų pardavimo kaina yra teisinga, taip pat, ar galėjo būti pateiktas geresnis pasiūlymas.⁴⁵⁰

⁴⁴⁶ *Ibid.* P. 363, 365.

⁴⁴⁷ Herzel L. et al. *Bidders and targets: mergers and acquisitions in the US*. Oxford, 1990. P. 69.

⁴⁴⁸ Lederman L. et al. *Representing a Public Company in a Leveraged Buyout Transaction*. // Amihud Y. ed. *Leveraged management buyouts: causes and consequences*. Homewood, 1989. P. 144.

⁴⁴⁹ Tokia eksperto išvada, esant geresniam konkuruojančiam pasiūlymui dėl akcijų įgijimo, vargu ar įmanoma (*Ibid.* P. 147).

⁴⁵⁰ *Ibid.* P. 143, 144.

Vadovo fiduciarinių pareigų pažeidimas ypač akivaizdus tais atvejais, kai bendrovė sudaro rezervavimo sutartį su investuotoju šiam dar tvirtai neįsipareigojus pirkti akcijų: tokiu atveju investuotojui faktiškai neatlygintinai suteikiamas opcionas pirkti.⁴⁵¹ Rezervavimo sutartys pripažintos pažeidžiančiomis vadovų fiduciarines pareigas daugelyje JAV teismų sprendimų.⁴⁵²

Kadangi pagal Lietuvos teisę bendrovės valdymo organų nariai nepriima sprendimų dėl bendrovės įstatinį kapitalą sudarančių akcijų perleidimo, interesų konflikto sudarant *akcijų* rezervavimo sutartis klausimas Lietuvos teisinėje sistemoje iš esmės nėra aktualus. Interesų konfliktas šiuo atveju būtų galimas nebent tuomet, jei pagrindinės bendrovės vadovas pagrindinės bendrovės vardu sudarytų antrinės bendrovės akcijų rezervavimo sutartį MBO sandorio kontekste. Turto rezervavimo sutartimi vadovas bendrovės vadu gali įsipareigoti perleisti bendrovės turtą (bendrovės-taikinio turtą ar pagrindinės bendrovės turimas bendrovės-taikinio akcijas) dėl savo asmeninių interesų, kurie nebūtinai sutampa su bendrovės interesais. Ši interesų konfliktą, kaip ir išimtinumo sutarčių atveju, padėtų išspręsti bendrovės įstatuose ar akcininkų sutartyje nustatytas reikalavimas akcininkams pritarti turto rezervavimo sutarties sudarymui bendrovės vardu.

⁴⁵¹ *Ibid.* P. 148.

⁴⁵² Gaughan P. A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Hoboken (N.J.): Wiley, 2007. P. 300. Herzel L. et al. *Bidders and targets: mergers and acquisitions in the US*. Oxford, 1990. P. 71. Žr., pvz., *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986); *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisitions, Inc.*, 781 F.2d 264 (2d Cir. 1986); *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (1989); *Robert M. Bass Group, Inc. v. Evans*, 552 A.2d 1227, 1241-43 (Del. Ch. 1988). Išsamiau žr., pvz., Coates IV, J. C. et al. *A Buy-Side Model of Lockups: Theory and Evidence*. // Harvard Law School, Law-Econ Discussion Paper No. 274, 2000. // <http://ssrn.com/abstract=204251> [2006-05-25].

4.2.1.3. Finansinė pagalba

Finansinės pagalbos teikimas investuotojui yra interesų konflikto, pasireiškiančio tiek iki privataus kapitalo sandorio užbaigimo, tiek po jo, pavyzdys.⁴⁵³ Vadovo sprendimui bendrovės vardu teikti finansinę pagalbą investuotojo naudai gali daryti įtaką vadovo suinteresuotumas įgyti bendrovės akcijų (MBO atveju) arba išsaugoti darbo vietą investuotojui tapus bendrovės naujuoju kontroliuojančiuoju akcininku.⁴⁵⁴ Tačiau tai, ar vadovas suteikdamas finansinę pagalbą pažeidė fiduciarines pareigas bendrovei, neturėtų būti vertinama griežčiau vien dėl sandorio – finansinės pagalbos – pobūdžio. Kaip detaliau aptarta 3.2 skyriuje, finansinė pagalba turi būti vertinama taip pat, kaip bet kurie kiti bendrovės sandoriai, dėl kurių bendrovė patiria išlaidų. Todėl akcininkų atliekama finansinės pagalbos teikimo kontrolė, kaip ir išimtinumo bei rezervavimo sutarčių atveju, sušvelnina aptariamą interesų konfliktą.

⁴⁵³ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 347. Žr. 3.2.2 skyrių, kuriame apibrėžiama *ex ante* ir *ex post* finansinė pagalba.

⁴⁵⁴ Queenan Jr. J. F. The Collapsed Leveraged Buyout and the Trustee in Bankruptcy. // Cardozo Law Review, Vol. 11, No. 1, 1989. P. 20.

4.2.2. Interesų konfliktai tarp kredito davėjo ir kitų sandorio dalyvių

Kadangi privataus kapitalo rinka suteikia galimybę gauti kredito davėjams (paprastai bankams) daug pajamų, ir ne tik iš kredito pateikimo, bet ir kitų paslaugų, pvz., konsultavimo sandorių vykdymo klausimais, jie gali būtų linę iki ir po sandorio užbaigimo elgtis taip, kaip paprastai nesielgtų, patirdami įvairių interesų konfliktų, pvz.:⁴⁵⁵

1. Banko verslo klientas, iš privataus kapitalo investuotojo gavęs pasiūlymą parduoti akcijas, gali kreiptis į banką dėl konsultacijų, o tas pats privataus kapitalo investuotojas gali kreiptis į tą patį banką dėl pagalbos įgyjant šias akcijas. Dar konfliktiškesnė tokia situacija yra tuomet, kai privataus kapitalo investuotojas yra paties banko antrinė bendrovė (priklausomas valdytojas ir jo valdomas fondas).⁴⁵⁶
2. Tarp banko klientų gali būti privataus kapitalo investuotojų, numačiusių investuoti į tą patį taikinį. Kokių eiliškumu bankas turėtų siūlyti savo paslaugas šiems klientams? Pirmenybę bankas linkęs teikti savo priklausomam valdytojui arba tokiems privataus kapitalo investuotojams, kuriems reikalingas ne tik įgijimo kreditas, bet ir kitos su sandoriu susijusios paslaugos, pvz., taikinio transformavimas po sandorio užbaigimo, pagalba bendrovei vykdant vėlesnę susijungimų ir įsigijimų veiklą.
3. Kai bankas teikia paslaugas keliems klientams tame pačiame sandoryje, jis turi nuspręsti, kuriam klientui paskirti didesnę dalį ribotų banko žmogiškųjų išteklių, pvz., kuriam klientui priskirti daugiausiai žinių apie taikinį turinčią specialistų komandą.

⁴⁵⁵ The Financial Services Authority (UK). Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. 2006. P. 74-75.

⁴⁵⁶ Priklausomo valdytojo sąvoka apibrėžiama 2.1.2 skyriuje.

4. Pardavėjo prašymu suformavęs potencialiems privataus kapitalo investuotojams standartinio finansavimo paketą,⁴⁵⁷ bankas gali atsidurti konfliktinėje situacijoje, vėliau derindamas konkrečias paketų sąlygas su atskirais investuotojais. Pvz., su vienu investuotoju bankui gali pavykti suderėti sau naudingas sąlygas arba toks investuotojas gali būti banko priklausomas valdytojas, ir bankas bus suinteresuotas tokio investuotojo sėkme potencialių įgijėjų aukcione. Tokiai sėkmei užtikrinti bankas, pvz., gali šališkai konsultuoti pardavėją dėl to, kuris potencialaus įgijėjo pasiūlymas geriausias, ar sudaryti sąlygas, kad informacija apie tai, kokie yra pardavėjo lūkesčiai dėl akcijų kainos, nutekėtų investuotojui-favoritui.⁴⁵⁸

Kredito davėjų veiklos reguliavimas, kaip pagrindas spręsti aukščiau trumpai apibūdintus interesų konfliktus, yra bankininkystės teisės klausimas, aktualus daug platesniame kontekste nei privataus kapitalo sandoriai,⁴⁵⁹ todėl atskirai šiame darbe nenagrinėjamas.

⁴⁵⁷ **Standartinio finansavimo paketas** (angl. *staple financing package*) – tai pardavėjo pasitelkto banko iki potencialių įgijėjų aukciono pradžios parengtas banko siūlomų įgijimo finansavimo sąlygų rinkinys, skirtas pateikti potencialiems įgijėjams (plg. Investopedia. Staple Financing. <http://www.investopedia.com/terms/s/staplefinancing.asp> [2009-06-07]). Tinkamą standartinio finansavimo paketą gali parengti bankas, kuris žino, kokią įgijimo kreditą taikins pajėgus aptarnauti (Gaughan P. A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Hoboken (N.J.): Wiley, 2007. P. 373).

⁴⁵⁸ Gaughan P. A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Hoboken (N.J.): Wiley, 2007. P. 374.

⁴⁵⁹ The Financial Services Authority (UK). Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. 2006. P. 86.

4.3. Interesų konfliktai po sandorio sudarymo

4.3.1. Investuotojo, bendrovės vadovų ir kreditorių interesų konfliktai

Bendrovių teisės teorijoje laikoma, kad akcininkui būdinga pakęsti didelį bendrovės veiklos rizikos laipsnį.⁴⁶⁰ Taip yra todėl, kad akcininkas, kaip protingas investuotojas, diversifikuoja savo investicijas (formuoja investicijų portfelį). Tuo tarpu vadovo žmogiškasis kapitalas nėra diversifikuotas, nes investuotas į bendrovę, kuriai jis vadovauja. Jeigu vadovas, be to, turi bendrovės akcijų, bendrovės veiklos rezultatai veiks vadovo turto vertę.⁴⁶¹ Dėl vadovo žmogiškojo ir finansinio kapitalo koncentravimo vienoje bendrovėje vadovas nelinkęs patirti nei sisteminės, nei su konkrečia bendrove susijusios rizikos, tuo tarpu akcininkas nelinkęs patirti tik sisteminės rizikos.⁴⁶² Tokiu būdu kyla konfliktas tarp dviejų interesų: akcininko (investuotojo) intereso, kad bendrovė gautų maksimalų pelną, ir vadovo intereso išlaikyti savo darbo vietą, gauti stabilų atlyginimą ir siekti pelno tiek, kiek tai naudingiausia pačiam vadovui, atsižvelgiant į jo turimų bendrovės akcijų kiekį,⁴⁶³ taip pat

⁴⁶⁰ Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 123.

⁴⁶¹ *Ibid.*

⁴⁶² Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 249. **Sisteminė rizika** – tai trikdžių ar nuostolių rizika visoje sistemoje, priešinant ją su nuostolių rizika atskirose sistemose dalyse. Sisteminė rizika pasireiškia kaip nuostoliai, kuriuos vienu metu vienoje valstybėje, keliose valstybėse ar pasaulio mastu, tikėtina, gali patirti bankai (bankų sektoriaus sisteminė rizika), valiutos turėtojai (sisteminė rizika dėl galimo valiutos nuvertėjimo), vertybinių popierių turėtojai (vertybinių popierių rinkų sisteminė rizika dėl galimo vertybinių popierių kainų mažėjimo) ir t.t. (plg. Kaufman G. G. Banking and Currency Crisis and Systemic Risk: A Taxonomy and Review. // Financial Markets, Institutions, and Instruments. 2000, Vol. 9, No. 2. P. 92-93).

⁴⁶³ *Ibid.*

maksimizuoti savo prestižą, galią ir apsaugoti reputaciją.⁴⁶⁴ Siekdamas užtikrinti bendrovės veiklos tęsą vadovas linkęs imtis veiksmų, kurie gali neatitikti rizikuoti linkusio akcininko interesų, pvz.:⁴⁶⁵

1. Vengti potencialiai itin pelningų, nors ir rizikingų projektų.⁴⁶⁶
2. Vengti reformuoti bendrovę, pvz., atskirti dalį bendrovės veiklos ir ją parduoti, parduoti nereikalingą bendrovės turtą, nors tai būtų naudinga siekiant pelno.
3. Siekti, kad bendrovė kuo daugiau lėšų investuotų įsigydama kitas įmones (kai kurie komentatoriai teigia esant vadovų “endeminį polinkį į korporatyvinę ekspansiją”,⁴⁶⁷ vadovams tikint, kad vadovavimas didelei įmonių grupei pateisina didesnę atlyginimą).⁴⁶⁸
4. Formuoti diversifikuotą bendrovės investicijų portfelį, t.y. siekti, kad bendrovė įgytų įvairių veiklos rūšių įmonių⁴⁶⁹ (akcininkas diversifikuoja savo investicijas pats, ir tokia diversifikacija bendrovės lygmenyje jam gali būti nereikalinga).

Tačiau vadovo santūrus požiūris į riziką atitinka bendrovės kreditorių interesus.⁴⁷⁰ Kreditoriams svarbu ne tai, kad bendrovė gautų kuo didesnę pelną,

⁴⁶⁴ Čerka P. Nuosavybės ir valdymo atskyrimo problematika akcinėse bendrovėse. Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. Vytauto Didžiojo universitetas, 2006 m., Nr. 37. P. 51.

⁴⁶⁵ Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 123.

⁴⁶⁶ *Ibid.* P. 124.

⁴⁶⁷ Jensen M. C. Eclipse of the Public Corporation. // Harvard Business Review, Vol. 67, No. 5, 1989 (revised 1997). P. 66.

⁴⁶⁸ Vagts D. F. The Leveraged Buyout and Management's Share. // 25 Wake Forest Law Review, Vol. 25, No. 129, 1990. P. 134.

⁴⁶⁹ Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 124.

⁴⁷⁰ *Ibid.*

o kad užtikrintai gautų tiek pajamų, kad galėtų gražinti pasiskolintas lėšas ir sumokėti palūkanas.

Bendrovei patiriant finansinių sunkumų, nelinkusio rizikuoti vadovo elgesys keičiasi, ir interesų konfliktai apverčiami “aukštyn kojomis”. Vadovui pasidaro naudinga rizikuoti, jei tik pasiektas rezultatas išgelbėtų bendrovę ir kartu vadovo darbo vietą bei jo, kaip kompetentingo vadovo, reputaciją.⁴⁷¹ Tokioje situacijoje vadovo ir akcininkų interesai iš esmės sutampa, tačiau atsiranda prieštaravimas tarp vadovo ir kreditorių interesų. Pateikiama nuomonių, kad privataus kapitalo investuotojo kontroliuojamas vadovas tokiomis atvejais nesiims kreditoriams pavojingos rizikos dėl to, kad tokiu būdu pablogintų investuotojo reputaciją ir tuo apsunkintų jo galimybes gauti finansavimą kreditu ateityje.⁴⁷² Privataus kapitalo sandorio modelis taip pat pasižymi tuo, kad pagrindinis bendrovės-taikinio kreditorius – įgijimo kredito davėjas neretai ne tik pateikia kreditą, bet ir, pvz., kartu investuoja į bendrovės kapitalą (angl. *strip financing*),⁴⁷³ turi garantų ar opcionų bendrovės akcijų atžvilgiu (žr., pvz., mezonino kredito aprašymą 3.1.2.1 skyriuje) arba išimtiniais atvejais suteikia laikinąjį finansavimą kapitalu (žr. 3.1.2.2 skyrių). Tokia finansavimo struktūra suartina investuotojo ir kredito davėjų interesus.⁴⁷⁴

Pagrindinė priemonė suderinti vadovo ir akcininkų interesus yra motyvavimo priemonės, kurių atnešama vadovui nauda priklauso nuo

⁴⁷¹ *Ibid.* Masulis R. et al. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. 2008. <http://ssrn.com/abstract=1207858> [2009-05-31]. P. 21.

⁴⁷² Masulis R. et al. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. 2008. <http://ssrn.com/abstract=1207858> [2009-05-31]. P. 21.

⁴⁷³ Jensen M.C. Corporate Control and the Politics of Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1991. Vol. 4, No. 2. P. 25.

⁴⁷⁴ Masulis R. et al. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. <http://ssrn.com/abstract=1207858> [2009-05-31]. P. 3, 39.

bendrovės veiklos rezultatų.⁴⁷⁵ Tokių priemonių pavyzdys yra su bendrovės veiklos rezultatais siejamas papildomas atlyginimas pinigais (pvz., premijos), taip pat su akcijomis siejamas vadovo atlyginimas. Siekiant vadovo ir akcininkų interesų derinimo, pagrindinės problemos yra su akcijomis siejamo atlyginimo ir įprastinio, fiksuoto atlyginimo santykis, taip pat su akcijomis siejamo atlyginimo išdėstymas laiko požiūriu.

Vadovo ir akcininkų interesus galima suderinti tik nustačius tinkamą su akcijomis siejamo atlyginimo ir fiksuoto atlyginimo proporciją. Jeigu vadovas turi per mažai bendrovės akcijų, jis gali būti nepakankamai, akcininko požiūriu, suinteresuotas siekti maksimalaus bendrovės pelno. Be to, toks vadovas gaus naudą (fiksuotą, su akcijomis nesiejamą atlyginimą) net bendrovei patiriant nuostolius. Jeigu vadovas turi per daug bendrovės akcijų, jo investicijų portfelis nepakankamai diversifikuotas, ir jis vėlgi vengs rizikuoti dėl bendrovės pelno.⁴⁷⁶ Akcininko (investuotojo) uždavinys yra nustatyti tokį balansą tarp minėtų dviejų vadovo atlyginimo rūšių, kad vadovas būtų suinteresuotas rizikuoti ir siekti pelno kiek įmanoma labiau.

Laiko požiūriu su akcijomis siejamas atlyginimas turi būti išdėstytas tokiu būdu, kad ilgą laiką palaikytų vadovo polinkį rizikuoti ir siekti pelno. Jeigu vadovui bus sudaroma galimybė gauti naudą iš bendrovės akcijų per trumpą laiką, vadovas bus orientuotas siekti trumpalaikio bendrovės veiklos pelningumo.⁴⁷⁷ Dėl to akcininkas linkęs leisti vadovui gauti papildomą asmeninę naudą tik jei bendrovės rezultatai yra geri tam tikrą ilgesnį laikotarpį. Tačiau jei laikotarpis bus per ilgas, akcijų motyvuojamoji funkcija susilpnės.⁴⁷⁸ Privataus kapitalo sandoriuose per ilgo motyvavimo laikotarpio problema

⁴⁷⁵ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 249. Vagts D. F. The Leveraged Buyout and Management's Share. // 25 Wake Forest Law Review, Vol. 25, No. 129, 1990. P. 135.

⁴⁷⁶ *Ibid.*

⁴⁷⁷ Vagts D. F. The Leveraged Buyout and Management's Share. // Wake Forest Law Review, Vol. 25, No. 129, 1990. P. 135.

⁴⁷⁸ *Ibid.*

paprastai nekyla dėl to, kad privataus kapitalo investicijai būdingas aiškus laiko horizontas – planuojamas investuotojo pasitraukimas, kurio metu vadovui suteikiama teisė parduoti turimas bendrovės akcijas kartu su investuotoju (angl. *tag-along right*).⁴⁷⁹

Investuotojo ir bendrovės vadovų interesų derinimas privataus kapitalo sandoryje pasitelkiant su akcijomis siejamą vadovo atlyginimą detaliau aptariamas 4.5 skyriuje.

4.3.2. Interesų konfliktai tarp investuotojo ir bendrovės

Kai kurie autoriai įvardija specifinius konfliktus tarp privataus kapitalo investuotojo ir bendrovės-taikinio. Pvz., investuotojas gali būti suinteresuotas skirti savo ribotus investicijų valdymo resursus valdyti kitas savo investicijų portfelio bendrovės nei konkretus taikiny.⁴⁸⁰ Kita galima konfliktinė situacija susijusi su investuotojo pasitraukimu. Pasitraukimas iš bendrovės tinkamu laiku – privataus kapitalo investuotojo verslo esmė. Tačiau bendrovės interesas gali būti kitas, pvz., bendrovės interesų požiūriu, pirmasis viešas jos akcijų siūlymas ar akcijų pardavimas kitam investuotojui tam tikru momentu gali būti per ankstyvas.⁴⁸¹ Sprendimą dėl valdymo resursų skyrimo ir dėl pasitraukimo iš bendrovės investuotojas priima vienašališkai, todėl minėtais atvejais vadovas neturi galimybių ginti bendrovės interesus, ir bendrovės interesų negindamas nepažeistų savo fiduciarinių pareigų bendrovės atžvilgiu. Praktiniu požiūriu, vadovo interesai šiuo atveju suderinami su investuotojo interesais numatant minėtą vadovo teisę investuotojo pasitraukimo metu parduoti turimas akcijas kartu su investuotoju (prisijungimo teisę).

⁴⁷⁹ Ši teisė, autoriaus įvardijama kaip prisijungimo teisė, detaliau apibrėžiama 5.4.3 skyriuje.

⁴⁸⁰ Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007. P. 11.

⁴⁸¹ *Ibid.* P. 10.

Kai fondo valdytojo darbuotojas, valdymo organo narys ar partneris tuo pat metu yra ir bendrovės valdymo organo narys, gali kilti interesų konfliktas jam vykdant pareigas bendrovei ir fondo valdytojui bei fondo investuotojams, pvz.:⁴⁸²

1. Fondas yra investavęs į kelias bendroves vienu metu, todėl jo valdytojas privalo skirti dalį laiko kiekvienai iš šių bendrovių (dėmesio išskirstymo problema). Be to, gali skirtis ir pačių portfelio bendrovių interesai, ypač jei jos veikia viename ūkinės veiklos sektoriuje.
2. Jei fondo kapitalas – po refinansavimo – susigražintas iš bendrovės ir gauta dalis pelno, valdytojui gali būti naudingiau skirti savo ribotus resursus kitoms portfelio bendrovėms, nei stengtis gauti kuo daugiau papildomos naudos iš refinansuotos bendrovės.
3. Valdytojo interesai bendrovių portfelio, kaip visumos, atžvilgiu gali nesutapti su konkrečios portfelio bendrovės interesais. Pvz., gali susiklostyti tokia situacija, kai fondo nauda būtų maksimali vienai portfelio bendrovei įgijus kitą, tačiau šiai tai reikštų darbo vietų mažinimo būtinybę.
4. Valdytojais kartais suteikia paskolas bendrovių vadovams įsigyti dalį bendrovės akcijų. Kadangi valdytojas – paskolos davėjas turi galimybę daryti didelę įtaką vadovui, vadovas dėl to gali būti suinteresuotas veikti ne bendrovės, o valdytojo naudai.
5. Valdytojas gali būti suinteresuotas nulemti, kad bendrovė mokėtų įvairias išmokas (pvz., premijas) bendrovėms vadovams, kurie tuo pačiu metu yra valdytojo darbuotojai, valdymo organų nariai ar partneriai. Tokios išmokos gali mažinti bendrovės ir į ją investuoto

⁴⁸² EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 86. The Financial Services Authority (UK). Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. 2006. P. 73-74.

fondo vertę, bei suteikti naudą vien valdytojui, apeinant fondo investuotojus.

Pagrįsta nuomonė, kad investuotojo, skiriančio savo atstovus į taikinio valdymo organus, interesų konfliktai nėra specifiniai lyginant su interesų konfliktais, patiriamais bet kurio kito akcininko, kurio atstovas yra bendrovės valdymo organo narys.⁴⁸³ Bet kurios bendrovės valdymo organo nario interesų konfliktai sprendžiami remiantis bendrovių teisės normomis, pvz., įpareigojančiomis nedalyvauti priimant konkrečius organo sprendimus.⁴⁸⁴

Vis dėlto privataus kapitalo investuotojams taikomos profesinės etikos taisyklės gali specialiai nustatyti pareigą vengti interesų konflikto.⁴⁸⁵ Svarbu, kad investuotojai suinteresuoti laikytis profesinės etikos taisyklių, ir dėl to joms atlieka svarbų vaidmenį užkertant kelią privataus kapitalo investuotojo interesų konfliktams ir švelninant jų pasekmes. Išskiriami trys pagrindiniai privataus kapitalo investuotojų profesinės etikos taisyklių laikymosi užtikrinimo mechanizmai:⁴⁸⁶

⁴⁸³ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Private Equity. Final Report. May 2008. P. 54. EVCA. EVCA's Response to the IOSCO Technical Committee Consultation Report on Private Equity. Position Paper, 20 February 2008. P. 4. EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 30.

⁴⁸⁴ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 86.

⁴⁸⁵ Žr., pvz., EVCA Etikos kodekso 3.3 punktą (kuriame EVCA nariui rekomenduojama rūpestingai identifikuoti interesų konfliktus ir atskleisti juos suinteresuotoms šalims) (EVCA. EVCA Code of Conduct. 2008 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 4), EVCA Bendrovių valdymo gairių 4.4 punktą (kuriame investuotojui rekomenduojama užtikrinti, kad jo nominuotas valdymo organo narys neturėtų interesų konflikto, susijusio su jo, kaip valdymo organo nario, vaidmeniu) (EVCA. EVCA Corporate Governance Guidelines. 2005 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 7).

⁴⁸⁶ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 46-47.

1. Fondų investuotojų vykdoma priežiūra.
2. Savivaldos institucijų vykdoma priežiūra.
3. Nepriklausomų ekspertų vykdoma priežiūra.

Profesinės etikos taisyklių nesilaikantis investuotojas visų pirma betarpiškai rizikuoja gauti mažiau lėšų iš fondų investuotojų. Žymų prevencinį poveikį turi ir galimos sankcijos iš savivaldos institucijų, kurių narys yra investuotojas. Pvz., skundai dėl EVCA narių, patvirtinti EVCA Profesinės etikos komiteto, gali būti net pagrindas EVCA valdybai šalinti investuotoją iš asociacijos, o tai kompromituotų investuotojo veiklos perspektyvas. Aktyvi nepriklausomų ekspertų vykdoma priežiūra taip pat gali būti labai efektyvi. Pvz., Jungtinėje Karalystėje registruotoms privataus kapitalo valdymo įmonėms taikomų darbo įžangoje minėtų „Walker‘io gairių“ – rekomendacijų paviešinti tam tikrus privataus kapitalo valdymo įmonių ir didžiausių jų kontroliuojamų bendrovių Jungtinėje Karalystėje duomenis – laikymąsi prižiūri speciali nepriklausoma stebėsenos grupė, kuri 2009 m. balandžio mėn. (t.y. praėjus maždaug pusantrų metų po gairių publikavimo 2007 m. lapkričio mėn.), nenustatė jokių esminių gairių nesilaikymo atvejų.⁴⁸⁷ Investuotojus laikytis neprivalomų taisyklių šiuo atveju skatina ne tiek grėsmė būti pašalintiems iš savivaldos institucijos (BVCA), kiek neigiama viešoji nuomonė, kuri susiformuotų apie investuotoją, stebėsenos grupei paviešinus informaciją, kad investuotojas taisyklių nesilaiko.

⁴⁸⁷ Walker Guidelines Monitoring Group. Update Report, April 2009 // <http://walker-gmg.co.uk/?section=11125> [2009-06-20]. P. 1.

4.3.3. Interesų konfliktai tarp kitų teisių turėtojų

4.3.3.1. Bendrieji klausimai

Bendrovių teisės teorijoje išskiriami interesų konfliktai ne tik tarp vienos teisių turėtojų grupės narių (pvz., juridinio asmens dalyvių) ir kitos teisių turėtojų grupės narių (pvz., valdymo organų narių), bet ir “vidiniai” interesų konfliktai tarp tos pačios interesų grupės narių. Toliau trumpai apžvelgiami privataus kapitalo sandoriams aktualūs interesų konfliktai bendrovės akcininkų, kreditorių ir vadovų grupių viduje.

4.3.3.2. Interesų konfliktai tarp bendrovės akcininkų

Trintis tarp bendrovės akcininkų tikėtina tuomet, kai vienas akcininkas ar jų grupė turi kontrolinį akcijų paketą.⁴⁸⁸ Mažumos akcininkas paprastai kontroversiškais laikys tokius kontroliuojančiojo akcininko veiksmus, kaip sandoriai tarp bendrovės ir kontroliuojančiojo akcininko, sprendimai perkelti dalį bendrovės veiklos į kitą akcininko grupės bendrovę ir t.t.⁴⁸⁹

Užbaigus privataus kapitalo sandorį bendrovė gali turėti daugiau negu vieną akcininką arba bendrovės vienintelis akcininkas – SPV – gali turėti daugiau negu vieną akcininką. Mažumos akcininkas gali likti bendrovėje dėl to, kad iš esamų akcininkų superkamos ne visos akcijos, arba atsirasti bendrovėje ar SPV dėl to, kad bendrovės vadovai gauna bendrovės ar SPV akcijų kaip atlyginimo dalį. Pirmuoju atveju patiriami įprastiniai akcininkų mažumos egzistavimo kaštai – pvz., visuotinio akcininkų susirinkimo

⁴⁸⁸ Cheffins B. R. *Company law: theory, structure, and operation*. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 64.

⁴⁸⁹ *Ibid.* 65.

sprendimų priėmimo administravimas, mažumos akcininko taktinio bylinėjimosi su bendrove grėsmė ir t.t. – reguliuojami privataus kapitalo investuotojo taikomomis investicijos apsaugos priemonėmis (žr. 5 skyrių). Antruoju atveju, bendrovės vadovų ir akcininkų interesų derinimui palaikyti būtinas optimalus su akcijomis siejamo atlyginimo organizavimas (žr. 4.5 skyrių). Bylinėjimasis – kraštutinė interesų konfliktų sprendimo priemonė.⁴⁹⁰

Privataus kapitalo sandoryje, kuriame privataus kapitalo investuotojo vaidmenį bendradarbiaudami atlieka keli investuotojai (valdymo įmonės, investuojančios kiekviena savo valdomų fondų lėšas, ir jų fondų investuotojai) (angl. *club deal*), tarp investuotojų – SPV akcininkų – kyla specifiniai interesų konfliktai,⁴⁹¹ pvz., vieno investuotojo nesąžiningas pasinaudojimas kito investuotojo pasiekimais (pvz., pasinaudojimas jo atliekama bendrovės valdymo priežiūra), nesutarimas dėl bendrovės valdymo politikos ar jos pakeitimo, ypač kai bendrovės veiklos rezultatai nepatenkinami. Tokie konfliktai gali būti reguliuojami detalai reglamentuojant investuotojų santykius akcininkų sutartyje, pvz., SPV lygmenyje.

4.3.3.3. Interesų konfliktai tarp bendrovės kreditorių

Privataus kapitalo sandoriams būdingi ne tik kreditorių ir kitų sandorio dalyvių interesų konfliktai iki ir po sandorio sudarymo (žr., atitinkamai, 4.2.2 ir

⁴⁹⁰ Pastebima, kad privataus kapitalo investuotoją nuo bylinėjimosi veiksmingai sulaiko reputacijos sugadinimo grėsmė (Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001. P. 1174). Investuotojas vengia bylinėtis su taikinio liekančiais mažumos akcininkais (akcijų pardavėjais) ir kitais privataus kapitalo sandorio, kaip proceso, dalyviais, nenorėdamas įgyti „agresyvaus“ investuotojo reputacijos, kuri sumažintų galimybes rinktis tarp bendrovių, kurių akcininkai pageidautų parduoti jam savo akcijas, ir galbūt kliudytų ateityje rinkti lėšas iš fondo investuotojų.

⁴⁹¹ Masulis R. et al. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. <http://ssrn.com/abstract=1207858> [2009-05-31]. P. 22-23. Šiuo klausimu dar žr., pvz.: Officer M.S. et al. Club Deals in Leveraged Buyouts. 2008-10. // <http://ssrn.com/abstract=1128404> [2009-05-31]; Boone A. L. et al. Do Private Equity Consortiums Facilitate Collusion in Takeover Bidding? 2009-02. // <http://ssrn.com/abstract=1104224> [2009-05-31].

4.3.1 skyrius), bet ir interesų konfliktai tarp atskirų kreditorių klasių.⁴⁹² Žemesnės eilės kreditoriui svarbus bendrovės apsunkinimas įgijimo kreditu, kadangi tai – išieškojimo iš bendrovės pinigų ir kito turto apsunkinimas. Pvz., kreditu finansuojamas išpirkimas pažeidžia obligacijų turėtojų interesus, kadangi jų reikalavimai yra žemiau eilėje už įgijimo kreditą, dėl ko įgijimo kreditu apsunkintos bendrovės išleistų obligacijų vertė mažesnė nei tokiu būdu neapsunkintos bendrovės išleistų obligacijų vertė.⁴⁹³ Obligacijų turėtojai gali užkirsti kelią tokiai situacijai sutarčių teisės priemonėmis, pvz., užsitikrinę, kad turės teisę parduoti obligaciją atgal bendrovei pasikeitus bendrovės kontrolei, arba bendrovių teisės priemonėmis, pvz., įgydami į akcijas konvertuojamas obligacijas.⁴⁹⁴ Tuo tarpu aukštesnės eilės kreditoriui, turinčiam įkeitimo teisę bendrovės turto atžvilgiu, bendrovės apsunkinimas įgijimo kreditu nėra toks svarbus.⁴⁹⁵

Taikiniui patiriant finansinius sunkumus, sutaps akcininkų ir žemesnės eilės kreditorių interesus, kad bendrovė laikytųsi rizikingos verslo strategijos, jei tik sėkmė atneš pakankamai lėšų padengti kreditoriaus įsiskolinimui.⁴⁹⁶ Aukštesnės eilės kreditoriaus interesus tokiu atveju, priešingai, yra baigti bendrovės veiklą, užkertant kelią bendrovės vertės mažėjimui, ir kuo skubiau išieškoti iš esamo bendrovės turto.⁴⁹⁷

⁴⁹² Cheffins B. R. *Company law: theory, structure, and operation*. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 80.

⁴⁹³ Herzel L. et al. *Bidders and targets: mergers and acquisitions in the US*. Oxford, 1990. P. 71. Plg. JAV teismų praktiką byloje *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁴⁹⁴ Romano R. *Foundations of corporate law*. New York, 1993. P. 133.

⁴⁹⁵ Cheffins B. R. *Company law: theory, structure, and operation*. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 79-80.

⁴⁹⁶ *Ibid.* P. 80.

⁴⁹⁷ *Ibid.*

Svarbi kreditorių interesų konfliktų reguliavimo priemonė – tarp kreditorių nustatomas specialusis sutartinis subordinavimas (žr. sąvokos apibrėžimą 2.1.3.1.2 skyriuje).

4.3.3.4. Interesų konfliktai tarp bendrovės vadovų

Bendrovės vadovų interesų bendrumas pasireiškia tuo, kad visi jie turi pareigų bendrovės atžvilgiu (fiduciarinių, jei vadovas yra valdymo organo narys, ir sutartinių, jei vadovas palaiko sutartinius santykius su bendrove).⁴⁹⁸ Tačiau kiekvieno iš vadovų asmeninės aspiracijos ir poreikiai skirtingi, o kartas ir prieštaringi. Pvz., vienas gali būti jaunas, įsitikinęs savo galimybėmis ilgą laiką siekti karjeros; antras gali būti beveik pasiekęs senatvės pensijos amžių; trečias gali patirti sveikatos problemų iškart po sandorio užbaigimo ir būti nepajėgus prisidėti prie bendrovės veiklos didinimo.⁴⁹⁹ Šie asmeninėmis vadovų savybėmis grindžiami interesų konfliktai sprendžiami paruošiant vadovams skirtingos struktūros papildomo atlyginimo paketus. Pvz., atsižvelgiant į asmenines vadovo savybes gali būti nustatomas skirtingas paketo sudėtinių dalių (fiksuoto atlyginimo, premijų, akcijų, opcijų ir t.t.) santykis ar skirtingi tokių sudėtinių dalių požymiai (pvz., skirtingas vienam ir kitam vadovui suteiktų opcijų įgyvendinimo laikotarpis). Taip pat gali būti nustatytas vadovo, kuris nebegali prisidėti prie bendrovės vertės didinimo (dėl ligos, asmeninio pasirinkimo pasitraukti iš bendrovės ar kitų priežasčių), akcijų privalomas pardavimas. Detaliau šie klausimai nagrinėjami 4.5.8 skyriuje.

⁴⁹⁸ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 156.

⁴⁹⁹ *Ibid.*

4.4. Interesų konfliktai MBO sandoriuose

4.4.1. Interesų konfliktų MBO specifika

Minėta, MBO vadinamas privataus kapitalo sandoris, kuriame kaip įgijėjas dalyvauja bendrovės-taikinio vadovas, paprastai kaip reikšmingos SPV akcijų dalies turėtojas.⁵⁰⁰ MBO būdingi interesų konfliktai, nebūdingi įprastiniams privataus kapitalo sandoriams:

1. Bendrovės vadovų ir akcininkų (akcijų pardavėjų) interesų konfliktai dėl akcijų pardavimo kainos;
2. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, nulemti vadovų sutartinių įsipareigojimų;
3. Bendrovės vadovo, kaip akcijų įgijėjo, galimybė daryti įtaką akcijų pardavėjo priimamiems sprendimams;
4. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su akcijų pardavėjo teikiamomis garantijomis;
5. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su bendrovės įprastine veikla laikotarpiu tarp sandorio sudarymo ir užbaigimo;
6. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su akcijų pardavimo kainos koregavimu po sandorio užbaigimo.

Bendrovės vadovo interesų konfliktą implikuoja pati MBO samprata, kadangi vadovas vienu metu yra ir pirkėjas, ir pardavėjas, arba, tiksliau, pirkėjo – SPV – dalies akcijų turėtojas (taip pat pirkėjo atstovas, jei yra pirkėjo vadovas) ir pardavėjų – bendrovės akcininkų – atstovas (agentas) ekonomine prasme.⁵⁰¹ Bendrovės vadovas, kartu su privataus kapitalo investuotoju

⁵⁰⁰ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 400.

⁵⁰¹ Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 45. Vadovas tokiu atveju gali būti pardavėjo atstovas ir teisine prasme, pvz., jei

įsigyjantis bendrovės akcijų, patiria interesų konfliktą dėl to, kad pageidauja, jog akcijas įgytų būtent jis – vadovas, ir privataus kapitalo investuotojas, bet ne kuris nors trečiasis asmuo (kitas potencialus įgijėjas). Trečiojo asmens būsimas elgesys, vadovo požiūriu, menkai prognozuojamas: galbūt trečiasis asmuo norės nušalinti vadovą ir vietoj jo paskirti sau lojalų asmenį arba nebus linkęs suteikti vadovui motyvavimo priemonių.⁵⁰² Todėl vadovas linkęs daryti viską, kad jis ir investuotojas, su kuriuo vadovas bendradarbiauja vykdant MBO, įgytų bendrovės akcijų, o visi kiti potencialūs investuotojai jų neįgytų. Pagal CK 2.87 str. 3 d. juridinio asmens valdymo organo narys privalo vengti situacijos, kai jo asmeniniai interesai prieštarauja ar gali prieštarauti juridinio asmens interesams. MBO galima laikyti būtent tokia situacija. XX a. devintajame dešimtmetyje JAV vykstant kreditu finansuojamų išpirkimų bumui, pateikta nemažai pasiūlymų sugriežtinti MBO reguliavimą,⁵⁰³ pvz., nustatyti privalomą potencialių akcijų įgijėjų aukcioną, jei tarp jų figūruoja ar procesą inicijavo bendrovės vadovas,⁵⁰⁴ arba net visiškai uždrausti vadovams dalyvauti išpirkimo sandoriuose.⁵⁰⁵ Draudimo idėja JAV spaudoje atgavinta 2006 m. ir tokių pasiūlymų vystantis privataus kapitalo rinkoms gali būti pateikiama vis daugiau.⁵⁰⁶ Tačiau MBO – teisėtas sandoris, kurį sudaryti

bendrovės-taikinio akcijas parduoda jos pagrindinė bendrovė, ir jų abiejų vadovas yra tas pats asmuo (Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // *European Company and Financial Law Review*, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 352. Shaw B. Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts. // *Hofstra Law Review*, Vol. 19, No. 143, 1990. P. 146).

⁵⁰² Gilson R. J. et al. *The law and finance of corporate acquisitions*. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 427.

⁵⁰³ Cheffins B. R. et al. *The Eclipse of Private Equity*. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 51.

⁵⁰⁴ Žr., pvz., Lowenstein L. *Management Buyouts*. // *Columbia Law Review*, Vol. 85, No. 730, 1985. DeMott D. A. *Directors' Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations*. // *Ohio State Law Journal*, Vol. 49, No. 517, 1988.

⁵⁰⁵ Brudney V. et al. *A Restatement of Corporate Freezeouts*. // *Yale Law Journal*, Vol. 87, No. 1354, 1978.

⁵⁰⁶ Cheffins B. R. et al. *The Eclipse of Private Equity*. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 51.

pageidauja tiek pirkėjas, tiek pardavėjas. Todėl interesų konfliktai, kaip neišvengiamas MBO elementas, turi būti tinkamai suvokiami, įvertinami ir valdomi.

4.4.2. Informacijos asimetrija

MBO sampratoje slypi bendrovės akcininko ir vadovo turimos informacijos apie bendrovę asimetrija.⁵⁰⁷ Vadovui žinoma komercinė, finansinė ir kita informacija apie bendrovę, kuri nėra žinoma bendrovės akcininkams (potencialiems bendrovės akcijų pardavėjams) ir tretiesiems asmenims (potencialiems bendrovės akcijų įgijėjams).⁵⁰⁸ Tokia informacijos asimetrija yra vienas iš motyvų, dėl kurių vadovui patrauklu dalyvauti MBO sandoryje.⁵⁰⁹

Tačiau ar vadovas apskritai turi teisę naudotis turima informacija apie bendrovę savo interesais? Juridinio asmens valdymo organo narys neturi teisės naudoti informacijos, kurią jis gauna būdamas juridinio asmens organo nariu, asmeninei naudai gauti be juridinio asmens dalyvių sutikimo (CK 2.87 str. 4 d.).⁵¹⁰ Vadovo dalyvavimas MBO negavus bendrovės akcininkų sutikimo gali būti pagrindas nutraukti darbo, paslaugų ar kitus santykius tarp vadovo ir

⁵⁰⁷ *Ibid.*

⁵⁰⁸ Lederman L. et al. Representing a Public Company in a Leveraged Buyout Transaction. // Amihud Y. ed. Leveraged management buyouts: causes and consequences. Homewood, 1989. P. 113.

⁵⁰⁹ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 427.

⁵¹⁰ Kai kurių autorių nuomone, kadangi juridinis asmuo yra savo konfidencialios informacijos savininkas, sutikimą turėtų duoti ir jis pats, išskyrus atvejus, kai vadovas – potencialus įgijėjas – yra taikinio vienasmenis valdymo organas, nes tokiu atveju sutaptų sutikimo davėjas ir gavėjas. (Plg. Hollander S. et al. Conflicts of interest. London: Sweet and Maxwell, 2008. P. 160, 161).

bendrovės, taip pat pagrindas bendrovei reikalauti nuostolių atlyginimo dėl fiduciarinių pareigų pažeidimo⁵¹¹ (CK 2.87 str. 7 d.). Pasidomėti, ar buvo gautas minėtas sutikimas, suinteresuotas ir privataus kapitalo investuotojas bei kredito davėjas. Nesant tokio sutikimo, jie sandoriui sudaryti naudotų neteisėtai gautą konfidencialią informaciją, o turint omenyje investuotojo ir kredito davėjo esminį vaidmenį sudarant sandorį, galėtų būti pripažįstami skatinę vadovą perduoti jiems tokią informaciją.⁵¹²

Kai MBO taikinys yra antrinė bendrovė, ir taikinio vadovas yra kartu ir pagrindinės bendrovės vadovas, jis turi prieigą prie pardavėjo (pagrindinės bendrovės) informacijos apie taikinį ir apie pagrindinės bendrovės pageidaujamas sandorio sąlygas. Naudodamas pagrindinės bendrovės informaciją savo, kaip potencialaus taikinio akcijų įgijėjo, naudai ar perduodamas ją potencialiam investuotojui, vadovas pažeistų savo, kaip pagrindinės bendrovės vadovo, fiduciarines pareigas.⁵¹³

Bendrovės akcininkų ir vadovų informacijos asimetrijos problemos sprendimo būdai aptariami 4.4.3.1, 4.4.3.4 ir 4.4.3.6 skyriuose, kuriuose nagrinėjami bendrovės akcininkų ir vadovų interesų konfliktai, atitinkamai, dėl akcijų pardavimo kainos, dėl pardavėjo teikiamų garantijų ir dėl kainos koregavimo po sandorio užbaigimo. Būtent šiuose interesų konfliktuose informacijos asimetrija pasireiškia aiškiausiai.

⁵¹¹ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 2.

⁵¹² *Ibid.* P. 16.

⁵¹³ Hollander S. et al. Conflicts of interest. London: Sweet and Maxwell, 2008. P. 139, 160.

4.4.3. Interesų konfliktų MBO sandoriuose rūšys

4.4.3.1. Bendrovės vadovų ir akcininkų interesų konfliktai dėl akcijų pardavimo kainos

Pasinaudodamas aukščiau aptartu informaciniu pranašumu, vadovas gali nulemti, kad esami akcininkai parduotų savo akcijas vadovui ir jo remiamam investuotojui už mažesnę nei rinkos kainą.⁵¹⁴ Vadovas gali siekti tokio rezultato įvairiais veiksmais, pvz.:

1. mažinti bendrovės vertę, pvz., priimdamas netinkamus verslo sprendimus ar nepasinaudodamas patraukliomis komercinėmis galimybėmis;⁵¹⁵
2. trukdyti apskaičiuoti teisingą akcijų kainą, nuslėpdamas tai, kad bendrovės vertė didesnė nei siūloma akcijų kaina. Pvz., vadovas gali neatskleisti esamų ar numatomų komercinių laimėjimų tam tikrose bendrovės veiklos srityse, pvz., didėjančią rinkos dalį, naujų produktų parengimą pateikimui į rinką,⁵¹⁶ didesnius numatomus grynujų pinigų srautus nei būtų galima prognozuoti pagal rinkos sąlygas.⁵¹⁷ Galiausiai vadovas turi galimybę manipuliuoti bendrovės buhalterine apskaita, pvz., tokiu būdu, kad bendrovės realios pajamos būtų dirbtinai sumažintos.⁵¹⁸

⁵¹⁴ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 352.

⁵¹⁵ *Ibid.* Shaw B. Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts. // Hofstra Law Review, Vol. 19, No. 143, 1990. P. 148.

⁵¹⁶ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 352, 355.

⁵¹⁷ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 416.

⁵¹⁸ *Ibid.* P. 419.

Antrinės bendrovės MBO atveju interesų konfliktas pasireiškia tuo, kad, viena vertus, pagrindinės bendrovės vadovas turi užtikrinti antrinės bendrovės akcijų pardavimą už kuo didesnę kainą, o kaip pirkėjas jis suinteresuotas įsigyti akcijas už kuo mažesnę kainą, ir dėl to suinteresuotas neieškoti kitų pirkėjų, o jam žinomus – slėpti nuo pardavėjo.⁵¹⁹ Tiesa, kainos klausimas gali ir nebūti lemiamas. Kaip minėta 2.3 skyriuje aptariant MBO sandorio galimą naudą bendrovės darbuotojams ir kreditoriams, vadovas gali sąžiningai manyti, kad pagrindinės bendrovės interesus atitinka tai, kad akcijas įsigis jis, kad ir už mažesnę kainą nei pasiūlytų kitas pirkėjas. Pvz., vadovas gali būti pagrįstai įsitikinęs, kad kitas pirkėjas ketina uždaryti dalį bendrovės padalinių, atleisti darbuotojų,⁵²⁰ ir atlikti panašius, jo manymu, bendrovei nenaudingus veiksmus. Minėta, akcininkų interesai nebūtinai sutampa su bendrovės interesais, todėl įrodyti vadovo fiduciarinių pareigų bendrovei pažeidimą vykdant MBO tokiomis aplinkybėmis būtų sudėtinga.

Prielaida, kad bendrovės vadovui iki MBO naudinga imtis bendrovės vertę mažinančių veiksmų ar bent veiksmų, kuriais bendrovės vertė parodoma mažesnė nei yra iš tikrųjų, kritikuojama. Teigiama, kad, priešingai, MBO perspektyva skatina vadovą valdyti bendrovę taip, kad ji būtų patrauklesnė potencialiems investuotojams ir kredito davėjams.⁵²¹ Be to, jei minėta prielaida būtų teisinga, neužbaigus pradėto MBO sandorio bendrovės rezultatai turėtų pagerėti, tačiau empiriniai tyrimai neparodė tokio dėsningumo pasireiškimo po nepavykusių MBO.⁵²²

⁵¹⁹ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 3, 6, 31.

⁵²⁰ *Ibid.* P. 5, 31.

⁵²¹ DeMott D. A. Directors' Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations. // Ohio State Law Journal, Vol. 49, No. 517, 1988. P. 538.

⁵²² Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 427.

Net jei aptartos prielaidos pasitvirtintų, egzistuoja pakankamai teisinių instrumentų problemai spręsti.

Vadovo veiksmai, nukreipti į bendrovės vertės mažinimą, prieštarauja vadovo fiduciarinėms pareigoms bendrovės atžvilgiu. Esant interesų konflikto situacijai vadovo veiksmai turi būti ypač atidžiai vertinami jų atitikimo vadovo fiduciarinėms pareigoms požiūriu.⁵²³

Vadovo veiksmų, kuriais jis trukdo apskaičiuoti teisingą akcijų kainą, keliamas problemas siūloma spręsti nustatant vadovui pareigą pateikti informaciją akcininkams ir pasitelkiant nepriklausomus ekspertus.

Vadovo pareiga pateikti informaciją akcininkams. Bendrovės akcininkas gali pareikalauti iš bendrovės vadovo pateikti informaciją, kuri reikšminga teisingai akcijų pardavimo kainai apskaičiuoti, ir nurodyti, kad informacijos pateikimas yra sandorio sudarymo sąlyga. Tokia informacija galėtų būti pagrindimas, kodėl pirkėjo siūloma kaina atitinka rinkos lygį; kainos apskaičiavimo procedūros aprašymas; eksperto nuomonė dėl akcijų rinkos kainos, jei tokia nuomonė buvo pateikta pirkėjui.⁵²⁴ Kai MBO taikyns yra antrinė bendrovė, ir taikinio vadovas yra kartu taikinio ir pagrindinės bendrovės vadovas, būtų taikoma CK 2.87 str. 6 d., be kita ko, nustatanti, kad vadovas privalo pranešti apie sandorį, sudarytą su juridiniu asmeniu, kurio organo narys jis yra, juridinio asmens dalyviams. Tačiau pagal šią normą informaciją apie sandorį vadovas privalo pateikti tik sandorį jau sudarius, be to, nedetalizuojama, kokia informacija turėtų būti pateikta. Todėl, praktiniu požiūriu, pardavėjui tikslingiau reikalavimą vadovui dėl informacijos pateikimo nustatyti pasitelkiant sutarčių teisės priemones, pvz., ketinimų protokole dėl akcijų pirkimo-pardavimo sutarties sudarymo arba pačioje akcijų

⁵²³ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // *European Company and Financial Law Review*, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 355. Plg. JAV teismų praktiką byloje *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

⁵²⁴ *Ibid.* P. 355.

pirkimo-pardavimo sutartyje.⁵²⁵ Pardavėjas turėtų atidžiai atsižvelgti į vadovo interesų konflikto situaciją, pvz., analizuoti suinteresuoto vadovo pateiktą informaciją apie bendrovę su patarėjų pagalba ir su didesniu išankstiniu nusistatymu nei tą darytų analizuodamas informaciją, gautą iš nesuinteresuoto vadovo.⁵²⁶ Be to, suvokdamas savo turimos informacijos apie bendrovę trūkumą, pardavėjas MBO sandoryje suinteresuotas teikti kuo siauresnes garantijas, motyvuodamas konfliktine vadovo-pirkėjo situacija. Jei investuotojas atsisakytų sudaryti sandorį be platesnių garantijų, pardavėjas suinteresuotas pareikalauti, kad vadovas šias garantijas patikrintų ir kontrasignuotų.⁵²⁷

Nepriklausomo eksperto dalyvavimas. Bendrovės akcininkas kaip sandorio sudarymo sąlygą taip pat gali nustatyti nepriklausomo eksperto dalyvavimą vertinant, ar pirkėjo siūloma akcijų pirkimo kaina atitinka rinkos lygį. Ekspertui turi būti sudarytos sąlygos susipažinti su visa informacija, kuri jam būtina pateikti nuomonę dėl pirkėjo siūlymo adekvatumo (angl. *fairness opinion*).⁵²⁸ Pasak kai kurių komentatorių, ekspertui pateikus savo nuomonę, kad akcijų kaina adekvati, vadovo sąžiningumo prezumpcija turi būti laikoma patvirtinta, o akcijų kainos neadekvatumo įrodinėjimo pareiga pripažįstama suinteresuotam asmeniui (pvz., pardavėjui).⁵²⁹ Ekspertui rengiant ir pateikiant savo nuomonę taip pat susidaro interesų konflikto situacija. Ekspertas gali siekti vadovo palankumo, nes yra teikęs paslaugas taikiniui praeityje ar viliasi

⁵²⁵ Vadovų sutartinių įsipareigojimų akcininkams MBO kontekste klausimai detaliau aptariami 4.4.3.2 skyriuje.

⁵²⁶ Picot G. Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration. Houndmills: Palgrave, 2002. P. 123.

⁵²⁷ Problemos, susijusios su vadovo atsakomybe dėl pardavėjo garantijų prisiėmimo, aptariamos 4.4.3.4 skyriuje.

⁵²⁸ Farrar J. Corporate governance: theories, principles, and practice. Melbourne, 2005. P. 381.

⁵²⁹ Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 357.

jas teikti ateityje (o tuo atveju, kai eksperto nuomonė rengiama taikinio užsakymu, ekspertas pačios nuomonės rengimo metu teikia paslaugas taikiniui).⁵³⁰ Dėl panašių priežasčių pardavėjas negali patikimai remtis tokiais šaltiniais, kaip informacija apie bendrovę, pateikta taikinio personalo, pvz., buhalterių, teisininkų, nes jie gali turėti lūkesčių išsaugoti darbo vietą taikinyje ar įsidarbinti bendrovėje, kuri yra pirkėjas ar jį kontroliuojanti holdingo bendrovė.⁵³¹

Tačiau net jei ekspertas skrupulingai laikosi profesinės etikos, savo nuomonę jam dažnai tenka grįsti informacija, kurią didžiąja dalimi pateikė suinteresuotasis bendrovės vadovas.⁵³² Eksperto nuomonė laikoma brangia priemone tikrinti, ar vykdomos vadovo fiduciarinės pareigos, ypač turint omenyje eksperto nusistatomą savo atsakomybės apribojimą dėl nuomonės turinio.⁵³³

Komentatoriai nurodo į keletą priemonių, kuriomis gali būti užtikrinamas eksperto nuomonės nešališkumas:

1. sandorio šalims turėtų būti atskleista santykių tarp eksperto ir akcijų pirkėjo istorija (pvz., ar ekspertas jam yra teikęs paslaugas);⁵³⁴

⁵³⁰ *Ibid.*

⁵³¹ Lederman L. et al. Representing a Public Company in a Leveraged Buyout Transaction. // Amihud Y. ed. Leveraged management buyouts: causes and consequences. Homewood, 1989. P. 118.

⁵³² Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007. P. 357. Shaw B. Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts. // Hofstra Law Review, Vol. 19, No. 143, 1990. P. 151.

⁵³³ Gaughan P. A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Hoboken (N.J.): Wiley, 2007. P. 22. Eksperto nuomonės bendroji problematika detalai aptariama, pvz., Bebchuk L.A. Fairness Opinions: How Fair are They and What Can Be Done About it? // Duke Law Journal, Vol. 27, 1989.

⁵³⁴ Lederman L. et al. Representing a Public Company in a Leveraged Buyout Transaction. // Amihud Y. ed. Leveraged management buyouts: causes and consequences. Homewood, 1989. P. 120.

2. eksperto atlyginimas neturėtų būti siejamas su tuo, ar sandoris bus užbaigtas;⁵³⁵
3. pardavėjas turėtų vykdyti aktyvias derybas su pirkėju nepaisant eksperto nuomonės pateikimo fakto, akelai nesivadovaudamas šia nuomone,⁵³⁶ ypač jei galima padaryti prielaidą, kad nuomonė parengta skubotai, neįsigilinus⁵³⁷ (nors tokius trūkumus ir galima vertinti kaip eksperto profesinės etikos pažeidimus), arba jei ekspertas nurodė, kad jam nebuvo pateikta visa informacija, reikalinga akcijų pirkimo kainos adekvatumui nustatyti (pvz., nepateikta informacija apie tikėtiną išžvalgytų naftos atsargų kiekį vertinant naftos perdirbimo bendrovės akcijų kainos adekvatumą).⁵³⁸

4.4.3.2. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, nulemti vadovų sutartinių įsipareigojimų

Galimybės vadovui dalyvauti MBO sandoryje gali apriboti dvejopo pobūdžio sutartiniai įsipareigojimai:

1. konkretūs vadovo įsipareigojimai padėti bendrovės akcininkams parduoti jų akcijas;

⁵³⁵ *Ibid.* P. 120, 123. Plg. JAV teismų praktiką byloje *Dynamics Corp. of America v. CTS Corp.*, 794 F.2d 250 (7th Cir. 1986).

⁵³⁶ *Ibid.* P. 123. Plg. JAV teismų praktiką bylose *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisitions, Inc.*, 781 F.2d 264 (2d Cir. 1986), ir *Dynamics Corp. of America v. CTS Corp.*, 794 F.2d 250 (7th Cir. 1986).

⁵³⁷ *Ibid.* P. 121. Plg. JAV teismų praktiką byloje *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

⁵³⁸ *Ibid.* P. 122. Plg. JAV teismų praktiką byloje *Joseph v. Shell Oil Co.*, 482 A.2d 335 (Del. Ch. 1984).

2. pareigos, kurios vadovui nustatomos neturint tikslo įpareigoti vadovą padėti bendrovės akcininkams parduoti jų akcijas, tačiau turi tokį šalutinį efektą.

Vadovas neturi teisinės pareigos padėti akcininkui parduoti jo akcijas kuo naudingesnėmis akcininkui sąlygomis, nes tai, kas atitinka akcininko, ketinančio parduoti savo akcijas, interesus, nebūtinai atitinka bendrovės interesus.⁵³⁹ Tačiau jei vadovas įsipareigoja patarti akcininkui, tą jis turi daryti tinkamai, sąžiningai, bendradarbiaudamas su akcininku (CK 6.200 str.), pvz., nenuslėpti jam žinomų konkuruojančių pasiūlymų pirkti akcininko akcijas.⁵⁴⁰

Taigi akcininkas gali sutarties ar ikisutartinio dokumento pagrindu reikalauti, kad vadovas informuotų apie visus jam žinomus pasiūlymus įgyti akcininko akcijas ir aktyviai ieškotų potencialių įgijėjų. Toks vadovo įsipareigojimas gali būti numatytas, pvz., ketinimų protokole dėl akcijų pirkimo-pardavimo sutarties sudarymo arba pačioje akcijų pirkimo-pardavimo sutartyje (kaip patvirtinimas, kad vadovas iki sutarties pasirašymo yra pateikęs akcininkui-pardavėjui visą pareikalautą informaciją). Atlyginimas už šias vadovo paslaugas galėtų būti implikuojamas kaip akcijų pardavimo kainos dalis arba vadovo veiksmai galėtų būti atliekami pagrįstai neatlygintinai, kadangi jais yra vykdoma įstatymo numatyta pareiga (pagal CK 6.163 str. 4 d. šalys privalo atskleisti viena kitai joms žinomą informaciją, turinčią esminės reikšmės sutarčiai sudaryti).

Teisinėje literatūroje minimi ir atvejai, kai bendrovės vadovas laikomas pažeidžiančiu savo pareigas, prisiimtas bendrovės atžvilgiu, jei dalyvauja MBO sandoryje, nors šios pareigos ir nebuvo nustatytos siekiant įpareigoti vadovą padėti bendrovės akcininkams parduoti savo akcijas. Pvz., vadovas pažeistų savo darbo pareigas, skirdamas bendravimui su investuotojui ir kitam

⁵³⁹ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 3. Plg. Jungtinės Karalystės teismų praktiką byloje *Dawson International v. Coats Paton* [1989] BCLC 23.

⁵⁴⁰ *Ibid.*

pasirengimui MBO laiką, kurį turėtų skirti darbo pareigų vykdymui.⁵⁴¹ Vadovo bendravimas su potencialiais MBO investuotojais, kredito davėjais (taip pat su bendrovės klientais ir tiekėjais aiškinantis, ar jie pritaria MBO idėjai), siūlymas kitiems vadovams prisidėti prie MBO ir kiti panašūs veiksmai gali būti laikomi pareigos nekonkuruoti su darbdaviu atliekant darbo pareigas pažeidimu.⁵⁴²

Apibendrinant galima teigti, kad vadovo sutartiniais įsipareigojimais sukurti interesų konfliktai valdomi aiškiai formuluojant šiuos sutartinius įsipareigojimus ir pripažįstant juos teismų bei arbitražo praktikoje.

⁵⁴¹ *Ibid.* P. 13.

⁵⁴² *Ibid.* P. 14.

4.4.3.3. Bendrovės vadovo, kaip akcijų įgijėjo, galimybė daryti įtaką akcijų pardavėjo priimamiems sprendimams

Pagal Lietuvos teisę sprendimą dėl turimų akcijų pardavimo priima tik pats akcininkas, todėl taikinio vadovo įtakos šio sprendimo priėmimui klausimas iš esmės nėra aktualus. Lietuvos kontekste taikinio vadovo įtaka akcininko sprendimui parduoti akcijas ir su tuo susijęs interesų konfliktas aktualūs specifiniu atveju: kai tas pats asmuo yra pirkėjas, taikinio vadovas ir taikinio pagrindinės bendrovės vadovas (t.y. tuo atveju, kai pagrindinė bendrovė ketina pagal MBO sandorį parduoti antrinės bendrovės akcijų). Jeigu viena bendrovė turi kitos bendrovės akcijų, pagal Lietuvos teisę šios akcijos nelaikomos turtu, dėl kurio perleidimo turėtų būti priimtas valdybos ar akcininkų sprendimas. Taigi bendrovės vadovas gali vienašališkai nuspręsti dėl bendrovės turimų kitos bendrovės akcijų perleidimo. Kai nagrinėjame minėtą specifinę situaciją, turime pripažinti, kad asmuo, kuris suinteresuotas pagal MBO sandorį įgyti akcijas, gali įtakoti pagrindinės bendrovės sprendimo perleisti akcijas priėmimą.

Situacija panaši ir tais atvejais, kai pagal pagrindinės bendrovės įstatus reikalingas valdybos sprendimas parduoti pagrindinės bendrovės turimas antrinės bendrovės akcijas, ir vienas ar daugiau valdybos narių yra vadovai-pirkėjai.

Leisti suinteresuotam valdybos nariui tokiais atvejais dalyvauti priimant sprendimą parduoti pagrindinės bendrovės turimas antrinės bendrovės akcijas, ir, jam pažeidus savo fiduciarines pareigas, kelti atsakomybės klausimą, būtų neveiksminga.⁵⁴³ Valdybos narys turi iš anksto atskleisti savo suinteresuotumą valdybai, akcininkams ir vadovui, ir susilaikyti nuo balsavimo ar kito dalyvavimo priimant pagrindinės bendrovės sprendimus dėl akcijų

⁵⁴³ Farrar J. Corporate governance: theories, principles, and practice. Melbourne, 2005. P. 380.

pardavimo.⁵⁴⁴ Vis dėlto paprasčiausias būdas apsaugoti pardavėjo interesus aptariamam specifiniam atveju yra pagrindinės bendrovės įstatuose nustatyti reikalavimą, kad bendrovės turimoms akcijoms perleisti turi būti priimtas akcininkų sprendimas. Toks reikalavimas ypač svarbus tais atvejais, kai kitos bendrovės akcijos yra svarbiausias pagrindinės bendrovės turtas. Tokiais atvejais sprendimas perleisti akcijas gali iš esmės būti sprendimas pakeisti pagrindinės bendrovės veiklos pobūdį.

4.4.3.4. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su pardavėjo teikiamomis garantijomis

Patvirtinimai ir garantijos (angl. *representations and warranties*) – reikšmingas privataus kapitalo sandoriams sutarčių teisės klausimas. Šiame darbe apsiribojama bendrovių teisės aspektų analize, todėl patvirtinimų ir garantijų problemos nėra nagrinėjamos.⁵⁴⁵ Tačiau interesų konflikto situacija, kurioje atsiduria vadovas MBO sandoryje dėl to, kad yra teikiamos garantijos – bendrovių teisės klausimas, turintis praktinę reikšmę sandorio sudarymo metu.

Garantijomis pardavėjas, be kita ko, patvirtina, kad nėra tam tikrų aplinkybių, kurios gali turėti įtakos nustatant teisingą akcijų kainą. Taikinio vadovas paprastai geriau nei pardavėjas žino, ar akcijų pardavimo kaina yra teisinga (galimos išimtys, pvz., kai taikinytis yra didelės įmonių grupės dalis arba pardavėjas yra buvęs bendrovės vadovu ilgiau nei esamas vadovas).⁵⁴⁶

Tačiau investuotojui reikia garantijų iš pardavėjo, o ne iš vadovo, nes būtent pardavėjas turi patvirtinti parduodamo daikto kokybę ir paprastai būtų pajėgesnis už vadovą patenkinti reikalavimą dėl garantijų pažeidimo. Be to, priimdamas garantijas iš vadovo, kurį planuoja palikti vadovauti bendrovei po

⁵⁴⁴ *Ibid.*

⁵⁴⁵ Nenagrinėjamas ir patvirtinimų bei garantijų sąvokų santykis, ir kitur tekste, paprastumo dėlei, vartojamas terminas „garantija“.

⁵⁴⁶ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 49.

sandorio (pvz., dėl to, kad vadovas itin svarbus bendrovės vertei didinti), investuotojas kirstų šaką, ant kurios sėdi, nes pateikdamas reikalavimą dėl garantijų pažeidimo savo paties įsigytos bendrovės vadovui atitrauktų jo dėmesį nuo bendrovės vertės didinimo.⁵⁴⁷

Kaip pardavėjas gali pateikti investuotojui garantijas apie tai, ką geriau žino trečiasis asmuo – taikinio vadovas? Praktiškai šią problemą pardavėjas sprendžia reikalaujamas, kad vadovas susipažintų su garantijomis, kurias ketina pateikti pardavėjas, ir nurodytų neatitikimus (angl. *disclosure*).⁵⁴⁸ Vadovas neturi teisinės pareigos tikrinti tokius neatitikimus, tačiau praktiškai tokį darbą dažnai sutinka atlikti dėl nušalinimo grėsmės ir kitų neteisinio pobūdžio aplinkybių.

Ieškodamas garantijų neatitikimų vadovas atsiduria interesų konflikto situacijoje. Kaip pirkėjui, vadovui naudinga siekti, kad garantijose nebūtų nurodyta išimčių, kurios šalintų galimą pardavėjo atsakomybę ateityje už garantijų atitikimą tikrovei. Atidėjus akcijų pirkimo kainos dalies mokėjimą siekiant užtikrinti tokį atitikimą tikrovei ir vėliau išaiškėjus neatitikimui (kurį vadovas žinojo, bet nenurodė kaip garantijų išimties), akcijų įgijėjai (tarp jų – ir pats vadovas) turėtų teisę nemokėti likusios kainos dalies. Kita vertus, vadovui naudinga pasinaudoti tam tikrais abejotinais bendrovės finansiniais rodikliais, kurie, vadovo žiniomis, netrukus pagerės, pvz., siekti kuo daugiau įsiskolinimų bendrovei pripažinti beviltiškais (nors vadovui gali būti žinoma, kad įsiskolinimai nėra beviltiški), ir siekti pirkimo kainos mažinimo šių įsipareigojimų suma.

Vadovui nuslėpus sandoriui reikšmingą informaciją galima konstatuoti esant ikisutartinę atsakomybę (CK 6.163 str. 4 d.), o akcijų pirkimo-pardavimo sutartį jau sudarius – esminį sutarties pažeidimą. Abiem atvejais vadovas-pirkėjas privalėtų atlyginti nuostolius, pardavėjo patirtus dėl to, kad nuslėpus

⁵⁴⁷ Angear T. R. et al eds. *How to buy a company*. Cambridge: Director books, 1989. P. 84.

⁵⁴⁸ Dwyer M. *Management buyouts*. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 60. Angear T. R. et al eds. *How to buy a company*. Cambridge: Director books, 1989. P. 83.

tam tikrą informaciją ar ją pateikus neatitinkančią tikrovės buvo nustatyta neteisinga akcijų pardavimo kaina.⁵⁴⁹

4.4.3.5. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su bendrovės įprastine veikla laikotarpiu tarp sandorio sudarymo ir užbaigimo

Kai nustatomas tam tikras laikotarpis tarp privataus kapitalo sandorio pasirašymo ir jo užbaigimo, pirkėjas suinteresuotas tuo, kad šiuo tarpiniu laikotarpiu būtų vykdoma įprastinė bendrovės veikla (angl. *ordinary course of business*).⁵⁵⁰ Jei ši sąlyga bus vykdoma, pirkėjas gali tikėtis, kad įsigis daugmaž tokios pačios vertės akcijas, kurias susitarė įsigyti.⁵⁵¹ Be to, sudarius privataus kapitalo sandorį įprasta koreguoti akcijų pardavimo kainą pagal sandorio užbaigimo dienos duomenis. Pasirašydamos akcijų pirkimo-pardavimo sutartį, šalys žino bendrovės finansinę būklę vėliausiai pasirašymo dienai. Iki sandorio užbaigimo dienos ši būklė gali iš esmės pasikeisti, ir sutartyje numatyta akcijų pardavimo kaina gali nebeatitikti šalių sutartos vertės. Dėl to sutartyje numatomas akcijų pirkimo kainos koregavimo (angl. *purchase price adjustment*) mechanizmas, kurio esmė yra pagal iš anksto nustatytas taisykles pagal užbaigimo dienos duomenis sumažinti akcijų kainą, jeigu bendrovės būklė pablogėjo (pvz., sumažėjo apyvartinis kapitalas – konkrečiai apibrėžtas trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų

⁵⁴⁹ Restitucija pripažinus sandorį negaliojančiu dėl apgaulės (CK 1.91 str. 5 d.) šiuo atveju gali būti nepakankamas pardavėjo teisių gynimo būdas. Bendrovės akcijos – specifinis pirkimo-pardavimo sutarties dalykas, kurio vertė iki jo grąžinimo restitucijos pagrindais gali būti iš esmės sumažėjusi (tiek dėl pirkėjo kaltės, pvz., bendrovės netinkamo valdymo, tiek ne dėl pirkėjo kaltės, pvz., pokyčių rinkoje).

⁵⁵⁰ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 72.

⁵⁵¹ *Ibid.*

skirtumas, padidėjo įsipareigojimai ir pan.), arba padidinti akcijų kainą, jeigu bendrovės būklė pagerėjo.⁵⁵²

Tačiau MBO atveju pirkėjas (bendrovės vadovas) turi galimybę kontroliuoti bendrovės kasdienę veiklą.⁵⁵³ Vadovas patiria interesų konfliktą: kaip pirkėjas, jis suinteresuotas mokėti kuo mažesnę akcijų pardavimo kainą, o kaip taikinio vadovas turi fiduciarinę pareigą užtikrinti pelningą bendrovės veiklą.

Paprastai privataus kapitalo sandorio šalis, kuriai svarbu, kad bendrovė vykdytų įprastinę veiklą yra pirkėjas. Pvz., pirkėjas suinteresuotas, kad pardavėjas tarpiniu laikotarpiu bendrovės vardu neparduotų tam tikro turto, jei tai nebūtų įprastinė bendrovės veikla. Gauti už turtą pinigai padidintų bendrovės apyvartinio kapitalo sumą, ir akcijų pardavimo kaina taikant koregavimo mechanizmą būtų padidinta.⁵⁵⁴

MBO sandoryje situacija priešinga – įprastine veikla suinteresuotas pardavėjas, nes būtent pirkėjas (bendrovės vadovas) turi daugiau galimybių manipuluoti finansiniais rodikliais tarpiniu laikotarpiu. Pvz., vadovas gali veikti taip, kad sutartys, galinčios atnešti daug pajamų bendrovei, būtų pasirašytos ar pradėtos vykdyti vėliau, nei jos būtų pasirašytos ar pradėtos vykdyti vykdam įprastinę veiklą.⁵⁵⁵ Dėl to pajamos pasiektų bendrovę jau po sandorio užbaigimo ir akcijų pardavimo kaina taikant kainos reguliavimo mechanizmą nebūtų didinama. Priešingai, vadovas gali tarpiniu laikotarpiu bendrovės vardu prisiimti įsipareigojimų, į kuriuos atsižvelgiant akcijų pardavimo kaina būtų mažinama.

⁵⁵² Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 212.

⁵⁵³ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 72.

⁵⁵⁴ Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 212. DePamphilis D. M. Mergers, acquisitions, and other restructuring activities. Boston: Elsevier Academic Press, 2008. P. 452.

⁵⁵⁵ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 73-74.

Kainos reguliavimo mechanizmas atlieka svarbų vaidmenį nustatant teisingą kainą, bet dėl aptarto interesų konflikto būtinos papildomos pardavėjo interesų gynybos priemonės. Pažeistų teisių gynyba teisme ar arbitraže (pvz., Pauliano ieškinys pardavėjui pardavus turtą, netiesioginis ieškinys pirkėjui delsiant sudaryti komercines sutartis) nepriimtina tiek dėl laiko sąnaudų, tiek dėl to, kad šalims, nepaisant galimo manipuliavimo, dažniausiai naudinga užbaigti sandorį. Privataus kapitalo sandorių praktikoje aptariama problema dažnai sprendžiama akcijų pirkimo-pardavimo sutarties pasirašymą ir sandorio užbaigimą vykdant vienu metu. Tokiu būdu paliekama tik hipotetinė tikimybė, kad pirkėjas (vadovas) manipuluos finansiniais rodikliais dar nepasirašęs sutarties, bet būdamas tikras, kad ji bus pasirašyta. Tačiau manipuluoti tokioje situacijoje mažiau patogiu, nei jau pasirašius sutartį, nes pardavėjui atsisakyti užbaigti sandorį sudėtingiau nei atsisakyti jį pasirašyti.

4.4.3.6. Bendrovės vadovų interesų konfliktai, susiję su akcijų pardavimo kainos koregavimu po sandorio užbaigimo

Jeigu užbaigus MBO sandorį bendrovės veiklos rezultatai pagerėja,⁵⁵⁶ pardavėjo požiūriu, tai gali reikšti, kad vadovas-pirkėjas pasinaudojo savo informaciniu pranašumu derybose dėl akcijų kainos ir sumokėjo kainą, kuri buvo mažesnė nei akcijų vertė.⁵⁵⁷ Kaip pardavėjui apsaugoti savo interesus?

Privataus kapitalo sandorių praktikoje šiuo tikslu kartais naudojamas **išdirbis** (angl. *earnout*) – akcijų pardavimo kainos dalis, kurios sumokėjimas atidedamas ir kuri apskaičiuojama atsižvelgiant į bendrovės veiklos rezultatus per tam tikrą laikotarpį po sandorio užbaigimo.⁵⁵⁸ Pvz., akcijų pirkimo-pardavimo sutarties nuostata dėl išdirbio (angl. *earnout clause* arba *claw-back*

⁵⁵⁶ *Ibid.* P. 84.

⁵⁵⁷ *Ibid.*

⁵⁵⁸ *Ibid.* Išdirbis kaip vadovo – akcijų pardavėjo motyvavimo priemonė trumpai aptariamas 4.5.2 skyriuje.

clause) gali būti suformuluota kaip reikalavimas sumokėti tam tikro dydžio priedą prie akcijų pardavimo kainos, jei bendrovės EBITDA (pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją) vidurkis per dvejus vienas po kito einančius finansinius metus bus ne mažesnis nei nustatytas dydis.⁵⁵⁹ Akcijų pirkėjo požiūriu, išdirbis atlieka mokėjimo atidėjimo funkciją, taip pat rizikos valdymo funkciją (pvz., išdirbio mokėjimai gali būti įskaitomi į sumas, kurias pardavėjas turėtų mokėti pirkėjui kaip netesybas, nuostolių atlyginimą už garantijų pažeidimą ar prognozuojamų nuostolių atlyginimą (angl. *indemnity*)). Akcijų pardavėjo požiūriu, išdirbis teoriškai turėtų jam papildomai kompensuoti už jo ankstesnes pastangas bendrovės labui, kurių vaisių pardavėjas nelinkęs visa apimtimi atiduoti akcijų įgijėjui, pardavėjui nepavykus išsiderėti didesnės pardavimo kainos. Taip pat išdirbis teoriškai turėtų apsaugoti pardavėją nuo to, kad bendrovės vadovas (akcijų įgijėjas MBO sandoryje) pardavėjui skaičiuojant akcijų kainą nuslėps nuo jo bendrovės vertę realiai ar potencialiai didinančias aplinkybes (pvz., numatomą naudą iš perspektyvių projektų), ir šią naudą leis bendrovei realizuoti tik po to, kai pats bus įgijęs akcijas. Abi pardavėjo intencijos gali būti sunkiai įgyvendinamos praktiškai, nes akcijų įgijėjas suinteresuotas mokėti kuo mažesnę išdirbį. Kadangi MBO sandoryje akcijų įgijėjas (bendrovės vadovas) gali daryti reikšmingą įtaką bendrovės kasdinei komercinei veiklai, tai bendrovės rodikliai, kurių pagrindu skaičiuojamas išdirbis, gali būti dirbtinai „menkinami“ tol, kol tęsiasi laikotarpis, už kurį skaičiuojamas išdirbis.⁵⁶⁰ Tai prieštarauja ne tik minėtoms pardavėjo intencijoms, bet, kas svarbu bendrovių teisės požiūriu, sukuria interesų konfliktą su akcininkais, kurie nėra akcijų įgijėjai pagal sandorį (pagal kurio nuostatas mokamas išdirbis), ir kurie suinteresuoti kuo pelningesne bendrovės veikla visą laiką. Kai akcijų įgijėjas –

⁵⁵⁹ Miller Jr. E. L. *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 112. DePamphilis D. M. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. Boston: Elsevier Academic Press, 2008. P. 453.

⁵⁶⁰ Miller Jr. E. L. *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 112.

vadovas savo interesais mažina išdirbio bazę, jis ir pats patiria interesų konfliktą, nes privalo vykdyti savo fiduciarines pareigas bendrovei ir užtikrinti įprastinę bendrovės veiklą siekiant pelno. Problema gali būti sprendžiama nustatant kompleksinius išdirbio kriterijus (pvz., skaičiuojant išdirbį atsižvelgti ir į bendrovės pelną, ir į pajamas), taip pat pakankamai ilgą laikotarpį, kurio duomenys yra pagrindas išdirbiui skaičiuoti. Bėgant laikui, vadovo kaip pirkėjo interesai vis labiau silpnės lyginant su vadovo kaip akcininko interesais, t.y. pirkėjo interesą sumokėti kuo mažiau išdirbio atsvers akcininko interesas kiek įmanoma didinti bendrovės vertę, numatant kuo pelningesnę visų ar dalies turimų akcijų pardavimą.

Taigi išdirbis yra prieštaringa ir abejotina priemonė aukščiau aprašytoms problemoms spręsti. MBO sandorių praktikoje taikomi ir kiti būdai kompensuoti akcijų pardavėjui už vadovo-pirkėjo informacinę pranašumą derybose dėl akcijų kainos. Pvz., pirkėjas gali įsipareigoti sumokėti pardavėjui dalį kainos, gautos už akcijų tolesnį pardavimą trečiajam asmeniui per tam tikrą laikotarpį po jų įgijimo iš pardavėjo (vadinamoji „**komforto sąlyga**“, angl. *non-embarrassment clause*); pardavėjui likęs po sandorio užbaigimo mažumos akcijų paketas praėjus tam tikram laikotarpiui gali būti padidinamas pagal akcijų pirkimo-pardavimo sutartyje numatytą dalies keitimo (angl. *ratchet*) procedūrą,⁵⁶¹ pvz., pardavėjui leidžiama kapitalizuoti jo paskolas, dar iki sandorio sudarymo suteiktas bendrovei.⁵⁶²

⁵⁶¹ Detalesnį aprašymą, kaip dalies didinimas taikomas šiuo tikslu, žr. 4.5.6 skyriuje. Nurodytame skyriuje taip pat aprašoma dalies keitimo procedūra, taikoma kaip akcijų pardavėjo, kuris yra bendrovės vadovas, motyvavimo priemonė.

⁵⁶² Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 83.

4.5. Su akcijomis siejamas atlyginimas kaip investuotojo ir vadovų interesų derinimo priemonė

4.5.1. Įvadas

Fundamentalus privataus kapitalo rinkos veikimo principas yra jos dalyvių interesų suderinimas per vertės grandinę.⁵⁶³

1. fondo valdytojo ir jo vadovų interesai suderinami su fondo investuotojų interesais;
2. fondo investuotojų, valdytojo ir jo vadovų interesai suderinami su bendrovės valdymo organų (vadovų) ir kredito davėjų interesais.

Pagrindinės fondo valdytojo ir jo vadovų interesų derinimo su fondo investuotojų interesais priemonės yra valdytojo dalis, valdymo mokestis ir valdytojo įnašas į fondą⁵⁶⁴ (žr. trumpą šių priemonių apžvalgą 2.1.2 skyriuje).

Bendrovės akcininkų ir valdymo organų interesų derinimas – viena pagrindinių bendrovių teisės problemų.⁵⁶⁵ Ji svarbi tiek atviro, tiek uždaro tipo bendrovėms, taip pat nepriklausomai nuo to, ar jų akcijos yra įgijimo objektas.⁵⁶⁶ Tačiau specialiai organizuotas bendrovės-taikinio vadovų

⁵⁶³ EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. P. 63.

⁵⁶⁴ *Ibid.*

⁵⁶⁵ Kraakman R. et al. The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. Oxford: Oxford university press, 2004. P. 22.

⁵⁶⁶ Bendrovių valdymo organų atlyginimo problemos aktualumą patvirtina G-20 valstybių vadovų susitikimo Pitsburge (JAV) 2009 m. rugsėjo 24-25 dienomis baigiamojoje deklaracijoje patvirtinta nuostata reguliuoti vadovų atlyginimą finansų sektoriuje, be kita ko,

motyvavimas yra vienas esminių privataus kapitalo sandorių skiriamųjų požymių. Tipiškame privataus kapitalo sandoryje akcijų įgijėjo (investuotojo) ir vadovų interesų derinimas turi ypatingą reikšmę: taikinio veiklos efektyvumo didinimas būtinas tiek bendrovės, tiek investuotojo interesams, siekiant užtikrinti įgijimo kredito grąžinimą ir kuo didesnę investavimo grąžą. Investuotojo ir vadovų interesai gali būti geriau suderinti būtent uždaro, o ne atviro tipo bendrovėje, nes uždaro tipo bendrovės paprastai pasižymi didesne akcijų nuosavybės koncentracija, taigi ir investuotojo galimybe aktyviai prižiūrėti taikinio vadovų veiklą.⁵⁶⁷ Vadovų motyvavimas reikalauja akcininko aiškaus valinio sprendimo, o privataus kapitalo investuotojas pajėgus priimti sprendimus ryžtingiau nei atviro tipo bendrovės akcininkai. Be to, uždaro tipo bendrovės vadovai gali pagrįstai praturtėti be galimos neigiamos reklamos, kurią sukelia viešo tipo bendrovių vadovų didelės pajamos.⁵⁶⁸ Galiausiai privataus kapitalo sandoriams būdinga tai, kad motyvavimo priemonės planuojamos dar rengiant sandorio struktūrą, ir įdiegiamos sudarant ar

siejant jo dydį su įvykdymo planais ir ilgalaikės vertės kūrimu (Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit. September 24-25, 2009 // <http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm> [2009-12-28]). Žr. taip pat: Europos Komisijos pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, pakeičiančios direktyvas 2006/48/EB ir 2006/49/EB dėl kapitalo reikalavimų kapitalo knygai ir investicijoms į antrinius vertybinius popierius bei atlyginimo politikos priežiūros ir peržiūros // SEC (2009) 975; 2009 m. balandžio 30 d. Europos Komisijos rekomendacija dėl finansinių paslaugų sektoriaus atlyginimų politikos // COM (2009) 581; 2009 m. balandžio 30 d. Europos Komisijos rekomendacija, kuria papildomos rekomendacijos 2004/913/EB ir 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos // COM (2009) 581; 2009 m. balandžio 30 d. Europos Komisijos pranešimas, pridedamas prie dokumentų: Europos Komisijos rekomendacija, kuria papildomos rekomendacijos 2004/913/EB ir 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos, ir Europos Komisijos rekomendacija dėl finansinių paslaugų sektoriaus atlyginimų politikos // COM(2009) 211.

⁵⁶⁷ European Commission. Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 12.

⁵⁶⁸ Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23]. P. 8. Bank for International Settlements, Working Group established by the Committee on the Global Financial System chaired by Henk Brouwer of the Netherlands Bank. Private equity and leveraged finance markets. 2008. P. 18.

užbaigiant sandorį kaip neatsiejama jo dalis.⁵⁶⁹ Privataus kapitalo investuotojas, kaip profesionalus investuotojas, turi realių galimybių detaliomis sutartimis išspręsti savo ir bendrovės vadovų interesų konflikto situacijas ar užkirsti joms kelią.⁵⁷⁰

Taikinių veiklos efektyvumo didinimas motyvuojant jų vadovus laikomas vienu pagrindinių privataus kapitalo sandoriais kuriamų socialinių gėrių. Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacijos (EVCA) nuomone, teisinė ir mokesčių aplinka Europos valstybėse turi skatinti gabių vadovų ir darbuotojų lojalumą bendrovėms po to, kai į jas investuojama.⁵⁷¹

Toliau apžvelgiami su akcijomis siejamo atlyginimo, kaip bendrovių vadovų motyvavimo priemonės privataus kapitalo sandoriuose, sampratos teisiniai aspektai. Analizuojamos su akcijomis siejamo atlyginimo rūšys, jų efektyvumo problemos (4.5.2 – 4.5.6 skyriai), taip pat apmokestinimo pagrindai (4.5.7 skyrius). Su akcijomis siejamo atlyginimo motyvuojamajam poveikiui užtikrinti būtina išspręsti problemas, kylančias vadovui pasitraukiant iš bendrovės: šios problemos analizuojamos 4.5.8 skyriuje.

4.5.2. Su akcijomis siejamo atlyginimo samprata

Vadovų atlyginimas gali būti siejamas su akcininkų interesais tiesiogiai arba netiesiogiai.⁵⁷² Tiesiogiai su akcininkų interesais siejamos vadovų

⁵⁶⁹ European Commission. Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006. P. 12.

⁵⁷⁰ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Private Equity. Final Report. May 2008. P. 54. EVCA. EVCA's Response to the IOSCO Technical Committee Consultation Report on Private Equity. Position Paper, 20 February 2008. P. 4.

⁵⁷¹ European Venture Capital and Private Equity Association. Benchmarking European Tax and Legal Environments. 2006. P. 10.

⁵⁷² Ferrarini G. et al. Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives. // Ferrarini G. et al eds. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford university press, 2004. P. 273.

atlyginimo formos yra akcijos, akcijų opcionai, vadovo dalies keitimas ir “virtualios” akcijos. Netiesiogiai su akcininkų interesais siejamos vadovų atlyginimo formos yra, pvz., išdirbis,⁵⁷³ piniginė premija ar pajamos natūra,

⁵⁷³ **Išdirbis** (angl. *earnout*) kaip vadovų motyvavimo priemonė – tai dalis taikinio akcijų kainos, mokėtina bendrovės vadovui (dalies savo akcijų pardavėjui) ateityje su sąlyga, kad per tam tikrą laikotarpį taikiny s įvykdys nustatytus planus (Miller Jr. E. L. *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 112-113). Kadangi vadovas, pardavęs dalį akcijų, toliau aktyviai dalyvauja valdant bendrovę, jo gaunamas išdirbis gali būti laikomas su akcijos siejama atlyginimu, nes motyvuoja valdyti bendrovę kiek įmanoma efektyviau. Tačiau kaip ir tuomet, kai atlieka akcijų kainos reguliavimo funkciją (žr. 4.4.3.6 skyrių), išdirbis, atliekantis motyvavimo funkciją, sukuria interesų konflikto situaciją. Vadovas turi fiduciarines pareigas veikti bendrovės naudai, tačiau kaip pardavėjas suinteresuotas gauti kuo didesnę išdirbį ir gali veikti taip, kad finansiniai rodikliai, kurie yra pagrindas skaičiuoti išdirbį, būtų kuo aukštesni, nors jie ir nebūtų naudingi bendrovei ilgalaikėje perspektyvoje. Pvz., jei išdirbis siejamas su pelnu – atidėti išlaidas, kurios komercinio tikslingumo požiūriu neturėtų būti atidėtos; rizikuojant bendrovės reputacija pateikti į rinką neparuoštus produktus; nustatyti didelę pelno maržą, nors mažesnė padėtų įtvirtinti produktą rinkoje ir pan. Jei išdirbis siejamas su pajamomis – mažinti produktų kainas tiek, kad pardavimų apimtis būtų kuo didesnė, nors bendrovė patirtų nuostolį parduodama kiekvieną produktą ir pan.

Interesų konfliktas gali būti švelninamas nustatant kompleksinius išdirbio kriterijus, pvz., skaičiuojant išdirbį atsižvelgiant ir į bendrovės pelną, ir į pajamas. Tačiau nustatyti, kokie kriterijai komerciniu požiūriu ilgą laikotarpį tinkami ne tik pirkėjui ir pardavėjui, bet ir pačiai bendrovei, gali būti taip sunku, kad išdirbio kaip motyvavimo priemonės dažnai atsisakoma. (Plačiau apie išdirbį žr., pvz., DePamphilis D. M. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. Boston: Elsevier Academic Press, 2008. P. 451).

Kai išdirbis atlieka su akcijos siejamo atlyginimo funkciją, kyla ir apmokestinimo problema – ar išdirbį vertinti kaip su darbo santykiais susijusias pajamas (panašias į premiją, siejamą su planų įvykdymu) ar kaip pajamas iš akcijų vertės padidėjimo. Pagal Jungtinėje Karalystėje taikomas taisykles išdirbis nelaikomas su darbo santykiais susijusiomis pajamomis, kai, be kitų, tenkinamos šios sąlygos: (Lamon H. *Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice*. Brussels: Larcier, 2005. P. 150, 152)

1. Iš akcijų pirkimo-pardavimo sutarties turinio turi būti aišku, kad išdirbis yra akcijų kainos dalis.
2. Išdirbio vertė atitinka rinkos vertę tos akcijų dalies, už kurią atsiskaitoma išdirbiu.
3. Išdirbiu nėra kompensuojama akcijų pardavėjui už tai, kad jo, kaip bendrovės vadovo, atlyginimas yra mažesnis nei už analogiškas pareigas mokamas darbo rinkoje.
4. Išdirbiui išmokėti nėra nustatyta sąlyga, kad pardavėjas (vadovas) privalo dirbti bendrovei ilgiau nei būtina (taikant protingumo kriterijų) taikinio vertei išsaugoti.

siejamos su įvykdymo planais.⁵⁷⁴ Šiame darbe aptariamos tik tiesiogiai su akcininkų interesais siejamos vadovų atlyginimo priemonės, kitaip vadinamos **su akcijomis siejamu atlyginimu** (angl. *equity-based compensation*).⁵⁷⁵

Su akcijomis siejamas atlyginimas savo ruožtu skirstomas į susijusį su akcijų perleidimu (akcijos, opcionai, vadovo dalies keitimas) ir nesusijusį su juo (“virtualios akcijos”).⁵⁷⁶

Vadovo atlyginimo siejimas su akcijomis grindžiamas tokiais pagrindiniais argumentais:

1. **Bendrovės veiklos efektyvumo didinimas.** Empiriniais tyrimais⁵⁷⁷ parodytas bendrovių, kurios buvo kreditu finansuojamo išpirkimo objektai, veiklos efektyvumo padidėjimas po išpirkimo, ir nustatyta, kad tai buvo reikšminga dalimi susiję su tuo, kad bendrovės vadovai įsigijo jos akcijų.⁵⁷⁸

Analogiškos taisyklės galėtų būti numatytos ir Lietuvos teisėje. Tai, ar išdirbio mokėjimus atlieka vadovo darbdavys (t.y. bendrovė) ar investuotojas (pvz., per SPV – akcijų įgijėją), neturėtų būti reikšminga. Šiuo metu išdirbio apmokestinimo klausimas Lietuvos teisės aktuose nereglamentuotas. Atsižvelgiant į tai, kad mokesčių administratorius su akcijomis siejamą atlyginimą, išmokamą pinigais (pvz., išmokas už „virtualias akcijas“), kaip toliau aprašoma 4.5.7.2 skyriuje, laiko su darbo santykiais susijusiomis pajamomis, neatmestina galimybė, kad taip pat būtų apmokestinamas ir išdirbis.

⁵⁷⁴ **Įvykdymo planas** (angl. *performance target*) gali būti suprantamas kaip rezultatas, kurio turi pasiekti vadovas ar darbuotojas per tam tikrą laiką, veikdamas bendrovės (darbdavio) interesais (konkretaus veiklos kriterijaus reikalaujamas lygis) (plg. Thorpe R. et al eds. *Performance Management. Multidisciplinary Perspectives*. Palgrave Macmillan, 2008. P. 32). P.vz., vadovui gali būti nustatytas įvykdymo planas pasiekti, kad konkrečiu būdu apskaičiuojamas bendrovės pelnas per finansinius metus viršytų tam tikrą sumą.

⁵⁷⁵ Kitaip tariant, darbe neanalizuojamos vadovų skatinimo priemonės, kurios, nors ir taikomos investuotojo privataus kapitalo sandoryje, siejamos ne su bendrovės akcijomis, o tik su įvykdymo planais (ar juolab nesiejamos ir su pastaraisiais), pvz., gyvybės draudimo planai, bendrovės automobilis, lengvatinės paskolos ir pan. Tokios priemonės negali būti laikomos susijusiomis su akcininkų interesais bendrovių teisės prasme, t.y. negali būti laikomos mažinančiomis atstovavimo kaštus dėl to, kad stiprina vadovo kaip akcininko statusą.

⁵⁷⁶ OECD. *Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing*. 2004. P. 6.

⁵⁷⁷ Žr., pvz., Kaplan, S. N. The effects of management buyouts on operating performance and value. // *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, 1989. Smith A. Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts. // *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.

⁵⁷⁸ Core J. E. Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. // *Economic Policy Review*, Vol. 9, No. 1, 2003. P. 23.

2. **Akcininkų ir vadovų interesų derinimas.** Su akcijomis siejamas atlyginimas padeda užtikrinti, kad bendrovė bus valdoma akcininkų interesais dėl vadovų egoizmo.⁵⁷⁹ Dėl šios priežasties didesnis motyvuojamasis su akcijomis siejamo atlyginimo poveikis pastebimas bendrovėse, kurių vadovai turi galimybę daryti didesnę įtaką bendrovės veiklai (pvz., tokiose, kurios vykdo mokslinių tyrimų ar investicinę veiklą).⁵⁸⁰ Empiriškai patvirtinta, kad su akcijomis siejamas atlyginimas skatina vadovus daugiau rizikuoti, o tai atitinka akcininkų interesus dėl jų ribotos atsakomybės.⁵⁸¹ Kita vertus, tam tikros su akcijomis siejamo atlyginimo rūšys gali paskatinti vadovą rizikuoti per daug net akcininko požiūriu. Pvz., opciono turėtojas gali gauti iš rizikos naudą, bet, skirtingai nuo akcijų turėtojo, negali dėl rizikos patirti tiesioginių nuostolių.⁵⁸² Tačiau vadovo polinkį rizikuoti natūraliai silpnina tai, kad jo žmogiškasis kapitalas paprastai susietas tik su viena bendrove.⁵⁸³

3. **Taikinio veiklos stebėseną.** Finansiniam investuotojui gali būti sudėtinga tiesiogiai stebėti taikinio vadovų veiklą; su akcijomis siejamas

⁵⁷⁹ Siems M. M. *Convergence in shareholder law*. Cambridge: Cambridge university press, 2008. P. 188.

⁵⁸⁰ Bettis C. et al. *Equity grants with performance-based vesting conditions*. // AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=972424> [2009-03-29]. P. 17.

⁵⁸¹ *Ibid.* P. 17, 19. Williams M. A. et al. *CEO Stock Options and Equity Risk Incentives (2000)*. // <http://ssrn.com/abstract=239640> [2009-03-29].

⁵⁸² Johnson C. H. *Why Stock and Stock-Option Compensation are Such a Terrible Idea*. // The University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper No. 003, 2003. P. 1, 11. Booth R. A. *Five Decades of Corporation Law - From Conglomeration to Equity Compensation*. // Villanova University School of Law, Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2008-10, 2008. P. 19. Ferrarini G. et al. *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives*. // Ferrarini G. et al eds. *Reforming company and takeover law in Europe*. Oxford: Oxford university press, 2004. P. 286, 296.

⁵⁸³ Cheffins B. R. *Company law: theory, structure, and operation*. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 123. Booth R. A. *Five Decades of Corporation Law - From Conglomeration to Equity Compensation*. // Villanova University School of Law, Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2008-10, 2008. P. 19. Johnson C. H. *Why Stock and Stock-Option Compensation are Such a Terrible Idea*. // The University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper No. 003, 2003. P. 11.

atlyginimas verčia vadovus laikytis savidisciplinos.⁵⁸⁴ Su akcijomis siejamas atlyginimas taip pat gali pasitarnauti kaip efektyvus instrumentas nustatyti sankcijas vadovui, nevykdančiam prisiimtų įsipareigojimų, pvz., įsipareigojimo teikti investuotojui informaciją apie bendrovę (žr. 5.2.2 skyrių).

4. **Vadovo mokestinė nauda.** Ateityje gausimo su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimas vadovui gali būti priimtinesnis nei įprastinio atlyginimo apmokestinimas einamuoju laikotarpiu.⁵⁸⁵ Su akcijomis siejamas atlyginimas ar bent jo dalis gali būti pagrįstai laikomi turto vertės padidėjimo, o ne darbo pajamoms, o tai reiškia palankesnę apmokestinimo režimą.⁵⁸⁶

5. **Galimybė mokėti atlyginimą nenaudojant pinigų.** Su akcijomis siejamas atlyginimas – svarbus kompensavimo būdas bendrovėje, kuriai trūksta pinigų, tačiau kuri, tikimasi, turi potencialo:⁵⁸⁷ privataus kapitalo sandorio taikinyms dažnai atitinka tokį bendrovės apibūdinimą.⁵⁸⁸

6. **Vadovų atranka.** Didelė su akcijomis siejamo atlyginimo dalis bendrame vadovo atlyginimo pakete trukdo investuotojui pritraukti vadovus dėl to, kad tokiu būdu mažinamas vadovo pajamų šaltinių diversifikavimas.⁵⁸⁹ Tačiau jei potencialus su akcijomis siejamas atlyginimas bus iš esmės didesnis nei garantuotasis atlyginimas, jis gali būti itin patrauklus, ypač vidurinio

⁵⁸⁴ Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995. P. 412.

⁵⁸⁵ Core J. E. Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. // Economic Policy Review, Vol. 9, No. 1, 2003. P. 20.

⁵⁸⁶ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 129.

⁵⁸⁷ Core J. E. Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. // Economic Policy Review, Vol. 9, No. 1, 2003. P. 19.

⁵⁸⁸ Walker D.I. Is Equity Compensation Tax Advantaged? // Boston University School Of Law. Working Paper Series, Law And Economics. Working Paper No. 04-01, 2004. P. 567.

⁵⁸⁹ Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 689.

lygmens vadovams, kuriems lengviau keisti darbdavį nei aukščiausiojo lygio vadovams.⁵⁹⁰

7. **Vadovų išlaikymas bendrovėje.** Atlyginimo atidėjimas gali padidinti kaštus, kuriuos patirtų vadovas, pasitraukdamas iš bendrovės.⁵⁹¹ Privataus kapitalo sandoriams vadovo pasitraukimo faktorius yra esminis, nes gali būti pakankamas pagrindas atsisakyti sudaryti sandorį ar derybų metu keisti jo sąlygas, pvz., mažinti kainą.⁵⁹² Su akcijomis siejamas atlyginimas dažnai išreiškiamas kaip “premija už pasilikimą” (angl. *stay bonus*), t.y. ne tik atidedamas laiko požiūriu, bet ir išmokamas su sąlyga, kad esama sutartinių santykių tarp vadovo ir bendrovės.⁵⁹³

Laikoma, kad su akcijomis siejamas atlyginimas labiau motyvuoja vadovą dirbti akcininkų naudai, jei priklauso nuo planų įvykdymo.⁵⁹⁴ Išskiriami keli įvykdymo planų efektyvumo kriterijai.

1. **Įvykdymo planų bendras pobūdis.** Jeigu įvykdymo planai suformuluojami kaip užduotis pasiekti tam tikrą tikslą (pvz., vadovo turimo opciono atidedamoji sąlyga laikoma įvykdyta, kai kompetentinga institucija priima nagrinėti farmacijos bendrovės paraišką dėl naujo vaisto registravimo)⁵⁹⁵ arba tam tikrus rezultatus, kurie atsispindės konkrečiuose pelno ir nuostolių ataskaitos ar balanso straipsniuose, vadovas tuo gali būti

⁵⁹⁰ *Ibid.* P. 688.

⁵⁹¹ Bettis C. et al. Equity grants with performance-based vesting conditions. // AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=972424> [2009-03-29]. P. 18.

⁵⁹² Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 46.

⁵⁹³ *Ibid.* Picot G. Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration. Houndmills: Palgrave, 2002. P. 305.

⁵⁹⁴ Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 141-142. Bettis C. et al. Equity grants with performance-based vesting conditions. // AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=972424> [2009-03-29]. P. 9-10.

⁵⁹⁵ Bettis C. et al. Equity grants with performance-based vesting conditions. // AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=972424> [2009-03-29]. P. 14.

masinamas susikoncentruoti ties konkrečiais darbais ir nesirūpinti bendrovės bendru augimu.⁵⁹⁶ Tokių padarinių padeda išvengti įvykdymo planų siejimas su bendro pobūdžio matais, tokiais kaip EBITDA (pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją) tam tikru apibrėžtu laikotarpiu.⁵⁹⁷

2. Dauginiai ir tęstiniai įvykdymo planai. Įvykdymo planų efektyvumą didina jų išskirstymas laiko požiūriu. Pvz., įvykdymo planų gali būti ne vienas, o keli; su jais siejamas opcionas gali būti įgyvendinamas dalimis, palaipsniui, po kiekvieno iš planų įvykdymo. Taip pat iš vadovo gali būti reikalaujama planą įvykdyti ne vienam konkrečiam laiko momentui, o išlaikyti planą įvykdytą kurį laiką, pvz., užtikrinti, kad bendrovės pardavimai nesumažėtų daugiau nei nustatytas dydis du vienas po kito einančius metų

⁵⁹⁶ Behrens S. The key to structuring management and leveraged buyouts. // *International Tax Review*, Vol. 14, No. 7, 2003. P. 15.

⁵⁹⁷ Buhalterinės apskaitos kriterijai, nors komentatorių pripažįstami geriausia iš alternatyvų, taip pat gali būti tam tikrais atžvilgiais neefektyvūs, pvz.: (Ferrarini G. et al. *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives*. // Ferrarini G. et al eds. *Reforming company and takeover law in Europe*. Oxford: Oxford university press, 2004. P. 283; Cheffins B. R. *Company law: theory, structure, and operation*. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 684.)

1. Apskaitos rodikliai istoriniai ir neatspindi vadovo veiklos įtakos ateičiai.
2. Vadovas gali manipuliuoti apskaitos rodikliais.
3. Vadovui, siekiančiam kuo didesnės akcijų vertės tuo momentu, kai jam numatoma skirti su akcijomis siejamą atlyginimą, gali būti naudinga priimti sprendimus siekiant trumpalaikio teigiamo efekto konkreitiems apskaitos rodikliams, nepaisant investuotojo interesų ilgesniu laikotarpiu, pvz., nemažinti gamybos apimčių, nors tai gali būti naudinga bendrovei ilgalaikėje perspektyvoje, ar mažinti kaštus perkant prastesnės kokybės medžiagas, ribojant mokslinių tyrimų ar darbuotojų apmokymo išlaidas.
4. Nenumatytos aplinkybės gali iškreipti apskaitos rodiklius ir padaryti jų pasiekimą neįmanomą. Pvz., investuotojas gali daryti spaudimą vadovui investuoti į gamybos plėtimą ar vykdyti kitų įmonių įsigijimus; daug vertės kuriantis žemesnio lygio vadovas gali nutraukti santykius su bendrove; gali įvykti vadovo nekontroliuojami įvykiai, neigiamai paveikiantys visą ūkio sektorių. (Dwyer M. *Management buyouts*. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 119) Ši problema sprendžiama skiriant vadovui normalų fiksuotą atlyginimą – su akcijomis siejamo atlyginimo sąlyginis nenuspėjamumas yra vienas esminių šios atlyginimo rūšies požymių.

ketvirčius ar kitais apibrėžtais laikotarpiais, skaičiuojant pardavimų kiekį kiekvienam tokiam laikotarpiui iš naujo.⁵⁹⁸

3. Įvykdymo planų siejimas su kitų bendrovių rezultatais. Įvykdymo planai, siejami su paties vadovo ankstesnės veiklos rezultatais (pvz., reikalaujama, kad taikinio pelnas viršytų praeitų metų pelną ne mažiau kaip tam tikru dydžiu), laikomi mažiau efektyviais nei įvykdymo planai, siejami su kitų palyginamų bendrovių (pvz., to paties ūkio sektoriaus bendrovių) rezultatais.⁵⁹⁹ Pvz., net jeigu vadovas dirbo prastai lyginant su kitų sektoriaus įmonių vadovais, bendrovės akcijų vertė gali pakilti dėl to, kad kilo visas sektorius.⁶⁰⁰ Toks požiūris kritikuojamas atkreipiant dėmesį į tai, kad, nesant uždaro tipo bendrovių akcijų viešos rinkos, taip suformuluoti vadovų įvykdymo planus gali būti sudėtinga (tektų lyginti rodiklius pagal viešai prieinamus duomenis, pvz., finansines ataskaitas, tačiau tokie duomenys gali būti neaktualūs). Be to, įvairi bendrovių veikla ir mažas jų skaičius nedidelėse rinkose, tokiose kaip Lietuva, apunkina tikslaus sektoriaus indekso apskaičiavimą.⁶⁰¹ Dar daugiau, įvykdymo planų siejimas su situacija konkrečiame ūkio sektoriuje gali skatinti vadovą, kurio vadovaujama bendrovė sektoriuje nuolat pirmauja, nekeisti veiklos sektoriaus net jei tai būtų vertinga bendrovei ilgalaikėje perspektyvoje.⁶⁰²

4. Nekontroliojamų investavimo rezultatų ignoravimas. Esama nuomonių, kad skaičiuojant įvykdymo planus neturi būti atsižvelgiama į

⁵⁹⁸ Bettis C. et al. Equity grants with performance-based vesting conditions. // AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=972424> [2009-03-29]. P. 9-10.

⁵⁹⁹ Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 122-124.

⁶⁰⁰ *Ibid.* P. 171.

⁶⁰¹ Ferrarini G. et al. Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives. // Ferrarini G. et al eds. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford university press, 2004. P. 289. Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 685.

⁶⁰² *Ibid.*

taikinio ilgalaikių investicijų vertės padidėjimą, jei tokios investicijos nėra vadovo modifikuojamos ar kitaip įtakojamos.⁶⁰³ Tačiau nustatyti, kad vadovas neįtakojo tokio investavimo proceso gali būti sunku. Pvz., tai, kad vadovas prižiūri jau atliktas investicijas ir laiku priima sprendimą jas nutraukti, gali būti pakankamai vertinga investuotojui, kad šis leistų vadovui gauti naudą iš bendrovės akcijų vertės padidėjimo. Be to, jei su akcijomis siejamas vadovo atlyginimas modeliuojamas taip, kad galėtų ne tik didėti, bet ir mažėti priklausomai nuo bendrovės akcijų vertės pokyčių, vadovas prisiims taikinio investicijų riziką.

5. Neatsižvelgimas į atsitiktinę sėkmę. Vadovo papildomai nemotyvuoja atlyginimas, gautas iš bendrovės vertės padidėjimo dėl objektyvių veiksnių, tokių kaip pokyčiai rinkoje apskritai (pvz., vartotojų paklausos didėjimas; mažėjančios palūkanų normos⁶⁰⁴) ar tam tikruose ūkio sektoriuose (pvz., naftos kainos kilimas turi teigiamą poveikį naftos produktų rinkai; valiutų kursų kitimas gali turėti teigiamą poveikį rinkai, kuri orientuota į eksportą ar importą), ar dėl veiksnių, kuriems vadovas paprastai gali padaryti nedidelę įtaką (pvz., bendrovė gali gauti didelę naudą sudariusi taikos sutartį ar teismui patenkinus jos ieškinį).⁶⁰⁵

6. Atsižvelgimas į bendrovės skirstymą padaliniais. Įvykdymo planai, siejami su visos bendrovės veiklos rezultatais, gali būti neefektyvūs tiems vadovams, kurių funkcijos susijusios tik su bendrovės veiklos dalimi.⁶⁰⁶ Pvz., su akcijomis siejamas finansų direktoriaus atlyginimas gali sumažėti dėl prastos bendrovės rinkodaros, už kurią jis neatsakingas. Ši problema iš dalies

⁶⁰³ Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 125.

⁶⁰⁴ Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 682.

⁶⁰⁵ Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 122, 139.

⁶⁰⁶ Ferrarini G. et al. Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives. // Ferrarini G. et al eds. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford university press, 2004. P. 282, 284.

sprendžiama nustatant su akcijomis siejamą atlyginimą visų pagrindinių padalinių vadovams, tokiu būdu nepaliekant vadovų, kurie nebūtų specialiai motyvuojami.⁶⁰⁷ Panašiai įmonių grupėse vienos antrinės bendrovės vadovo įvykdymo planų neturėtų įtakoti kitos antrinės bendrovės vadovo įvykdymo planai.

4.5.3. Opcionu neapsunkintos akcijos

Paprasčiausias investuotojo ir taikinio vadovų interesų suderinimo būdas yra sudarymas galimybių vadovams įsigyti specialiosios paskirties vieneto (SPV) akcijų (prieš SPV įsigyjant taikinio akcijas ar po to), arba taikinio akcijų (pvz., pasiūlant vadovams įsigyti dalį investuotojo tiesiogiai turimų taikinio akcijų arba padidinant kapitalą ir perduodant vadovams dalį naujai išleistų akcijų ar visas tokias akcijas, atitinkamai leidžiant atitinkamai sumažėti investuotojų ir kitų akcininkų turimoms dalims).⁶⁰⁸

Akcijos paprastai perduodamos vadovui neatlygintinai ar mažiau nei už jų rinkos vertę. Šiuo atveju svarbu įvertinti ne tik mokestinius klausimus (žr. 4.5.7 skyrių), bet ir motyvuojamąjį tokių akcijų efektą. Nemokamai suteiktos akcijos faktiškai yra opcionas, kurio įgyvendinimo kaina lygi nuliui.⁶⁰⁹ Tai reiškia, kad tokių akcijų turintis vadovas gaus naudą iš jų pardavimo net jeigu jų vertė nukrito palyginus su jų verte jų suteikimo vadovui dieną, arba net jeigu vadovas dirbo prastai, lyginant su kitomis sektoriaus įmonėmis, bet akcijų

⁶⁰⁷ Cheffins B. R. *Company law: theory, structure, and operation*. Oxford: Clarendon press, 1997. P. 682-683.

⁶⁰⁸ Plg. Lamon H. *Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice*. Brussels: Larcier, 2005. P. 130.

⁶⁰⁹ Walker D.I. *Is Equity Compensation Tax Advantaged?* // Boston University School Of Law. Working Paper Series, Law And Economics. Working Paper No. 04-01, 2004. P. 569.

vertė pakilo dėl to, kad kilo visas sektorius⁶¹⁰ (plačiau apie tai, kaip ši problema sprendžiama pasitelkiant opciones, žr. 4.5.4.2 skyrių).

Toliau analizuojami akcijų opcionai, kaip labiau sofistikuota ir veiksmingesnė už opcionu neapsunkintas akcijas investuotojo ir taikinio vadovų interesų suderinimo priemonė.

4.5.4. Akcijų opcionai

4.5.4.1. Bendrieji akcijų opcionų klausimai

Akcijų opcionas⁶¹¹ kaip vadovo motyvavimo priemonė yra sutartis, pagal kurią viena šalis – **opciono gavėjas** (angl. *option grantee*) (bendrovės vadovas) įvykdęs tam tikrą sąlygą (ar jai įvykus) arba suėjus nustatytam terminui turi teisę nusipirkti (įgyvendindamas opcioną) sutartyje nustatyta bendrovės (**opciono emitento** (angl. *option issuer*)) akcijų (**opciono akcijų** (angl. *option shares*)⁶¹²) skaičių iš kitos šalies – **opciono davėjo** (angl. *option*

⁶¹⁰ Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 171.

⁶¹¹ Lietuvos bendrovių ar civilinė teisė opcionų specialiai nereglamentuoja, jiems taikomos sąlyginių ir terminuotų prievolių institutų bendrosios normos. Opcionai kaip išvestinės finansinės priemonės, į kurias investuoja kolektyvinio investavimo subjektai, reglamentuojami Kolektyvinio investavimo subjektų išvestinių finansinių priemonių naudojimo ir susijusių rizikų vertinimo tvarka, patvirtinta Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2004 m. lapkričio 5 d. nutarimu Nr. 20. Šioje tvarkoje vartojami ilgesni, sulietuvinti pirkimo opciono ir pardavimo opciono pavadinimai, atitinkamai, „pirkimo pasirinkimo sandoris“ ir „pardavimo pasirinkimo sandoris“ (plg. tvarkos 4.12-4.13 punktus, FPRĮ 3 str. 4 d. 4 p.). Dėl vartojimo patogumo ir aiškumo šiame darbe vartojamas Lietuvos ekonomikos ir vadybos akademinėje literatūroje įsitvirtinęs vienžodis terminas „opcionas“ (plg., pvz., Vasiliauskas G. Opcionų požiūrio integravimas į strategijos formavimo proceso modelį // Ekonomika ir vadyba-2005 = Economics and management-2005: tarptautinės konferencijos pranešimų medžiaga / Kauno technologijos universitetas. Ekonomikos ir vadybos fakultetas, Kaliningrado valstybinis technikos universitetas. Ekonomikos fakultetas. Kaunas: Technologija, 2005), taip pat vartojamas CK 1.101 str. 1 d. apibrėžiant vertybinius popierius.

⁶¹² Opciono akcijos dar vadinamos „bazinėmis akcijomis“ (angl. *underlying shares*).

grantor) (paprastai bendrovės akcininko) už tam tikrą kainą (**įgyvendinimo kainą**), o opciono davėjas privalo parduoti opciono gavėjui nustatytą opciono akcijų skaičių.⁶¹³ Taigi vadovo akcijų opcionas yra pirkimo-pardavimo sutartis su atidedamąja sąlyga (CK 6.30 str. 3 d.) ar atidedamuuju terminu (CK 6.33 str. 2 d.). Atidedamoji sąlyga gali būti suformuluota įvairiai, pvz., opciono gavėjas privalo tam tikrą laiką dirbti kaip opciono emitento ar tos pačios grupės įmonės darbuotojas arba per tam tikrą laikotarpį privalo pasiekti tam tikrą įvykdymo planą.⁶¹⁴ Atidedamasis terminas gali būti išreikštas kaip vienas laikotarpis ar suskirstytas į etapus, pvz., vadovas turi teisę įgyvendinti opcioną po ketverių metų ar po 25 procentus kiekvienais metais.⁶¹⁵ Laikoma, kad opcionai su atidedamąja sąlyga motyvuoja labiau negu opcionai su atidedamuuju terminu (kaip minėta, su akcijomis siejamas atlyginimas labiau motyvuoja vadovą dirbti, jei priklauso nuo tam tikrų sąlygų, pvz., veiklos planų, įvykdymo). Toliau nagrinėjami tik opcionai su atidedamąja sąlyga.

Investuotojui paprastai parankiausia, kad vadovo opciono atidedamoji sąlyga būtų laikoma įvykdyta ir opcionas galėtų būti įgyvendinamas tik investuotojui parduodant taikinio akcijas, t.y. vėliausiu momentu, kai investuotojas dar suinteresuotas motyvuoti vadovą.⁶¹⁶ Tačiau ilgalaikis ribojimas vadovui įgyvendinti opcioną gali demotyvuoti, nes toks opcionas gali atrodyti vadovui nepakankamai likvidus ir netenkinti jo poreikio diversifikuoti

⁶¹³ Plg. Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 67.

⁶¹⁴ Anabtawi I. Secret Compensation. // North Carolina Law Review, Vol. 82, No. 835, 2004. P. 839. Lawton A. Taxing Private Equity Carried Interest Using an Incentive Stock Option Analogy. // Harvard Law Review, Vol. 121, No. 3, 2008. OECD. Cross-border income tax issues arising from employee stock option plans. 2004. P. 5. OECD. Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing. 2004. P. 6.

⁶¹⁵ OECD. Cross-border income tax issues arising from employee stock option plans. 2004. P. 15.

⁶¹⁶ Kartais investuotojas gali būti suinteresuotas motyvuoti vadovą ir po to, kai investuotojas parduoda taikinio akcijas, pvz., jei vadovo darbo tęstinumo reikalauja investuotojo akcijų pirkėjas.

pajamų šaltinius.⁶¹⁷ Problema gali būti sprendžiama leidžiant vadovui įgyvendinti dalį opciono praėjus tam tikram laikui.⁶¹⁸ Tačiau nustatyti uždaro tipo bendrovės opciono akcijų rinkos vertę iki investuotojui parduodant taikinio akcijas gali būti sudėtinga.⁶¹⁹ Be to, jei vadovas turi galimybę pasirinkti opciono įgyvendinimo momentą, jis gali, neatsižvelgdamas į bendrovės ilgalaikes perspektyvas, veikti tokiu būdu, kad akcijų vertė trumpam padidėtų tuo metu, kai numato įgyvendinti opcioną.⁶²⁰ Todėl investuotojas suinteresuotas turėti galimybę kontroliuoti, kada vadovas gali ir turi įgyvendinti opcioną,⁶²¹ ir paprastai toks momentas bus investuotojo pasitraukimo momentas.⁶²²

Opciono dalykas gali būti tiek egzistuojančios, tiek būsimos akcijos.⁶²³

Akcijų pasirašymo opcionas (angl. *subscription option*) – tai opciono gavėjui suteikiama teisė pasirašyti būsimas bendrovės akcijas, kurios bus išleistos didinant bendrovės įstatinį kapitalą. Kadangi pirmumo teisės įsigyti bendrovės išleidžiamų akcijų atšaukimui reikalinga kvalifikuota akcininkų balsų dauguma, akcijų pasirašymo opciono sutarties šalimi – opciono davėju gali

⁶¹⁷ Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 176.

⁶¹⁸ *Ibid.*

⁶¹⁹ Uždaro tipo bendrovių akcijų vertės nustatymas yra daug nagrinėta problema: nėra viešos tokių akcijų rinkos, kuri yra palyginti patikimas viešo tipo bendrovių akcijų vertės matas (dėl šios problemos aspektų opcionų apmokestinimo kontekste žr., pvz., OECD. Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing. 2004. P. 8; Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 158).

⁶²⁰ Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 184. Šio darbo 4.5.2 skyriuje, aprašant išdirbį kaip motyvavimo priemonę, pateikti tokio elgesio pavyzdžiai.

⁶²¹ *Ibid.* P. 180.

⁶²² Gali būti ir specifinių aplinkybių, pvz., investuotojas suinteresuotas sutartimi nustatyti, kad opciono paveldėjimo atveju opcionas būtų iškart laikomas įgyvendintu.

⁶²³ Pagal CK 6.306 str. 1 d. pirkimo-pardavimo sutarties dalyku gali būti daiktai, kuriuos pardavėjas jau turi ar kurie gali būti sukurti ar pardavėjo įgyti ateityje.

būti tik reikalingą balsų daugumą turintis akcininkas ar akcininkų grupė.⁶²⁴ Kol suteiktas akcijų pasirašymo opcionas neįgyvendintas, jis yra visų bendrovės akcijų suvaržymas, ir gali sutrukdyti bendrovės akcijų perleidimui ar (pirminiam) viešam siūlymui (IPO), todėl opciono davėjas suinteresuotas turėti teisę reikalauti, kad prieš tokių aplinkybių atsiradimą opcionas būtų laikomas pasibaigusiu, jei iki tol opciono gavėjas neįgyvendino savo opciono.

Kai opciono dalykas yra egzistuojančios akcijos, opcionas yra jų suvaržymas, todėl suteikiamas atsižvelgiant į akcijų suvaržymo apribojimus, kurie gali būti numatyti akcininkų sutartyje ar kitoje sutartyje, kurios šalis yra opciono davėjas. Opciono akcijų perleidimas opciono gavėjui po opciono įgyvendinimo vykdomas atsižvelgiant į akcijų perleidimo apribojimus, kurie numatyti įstatyme ar gali būti numatyti bendrovės įstatuose ir akcininkų sutartyje.

Skiriami „amerikietiškieji“ opcionai ir „europietiškieji“ opcionai.⁶²⁵ Amerikietiškas opcionas suteikia teisę įgyti akcijų per tam tikrą laikotarpį (**įgyvendinimo laikotarpį**), pvz., bet kuriuo opciono gavėjo pasirinktu momentu per ketverius metus nuo opciono suteikimo. Europietiškas opcionas suteikia teisę įgyti akcijų tam tikru momentu, pvz., investuotojui parduodant visas taikinio akcijas. Gali būti nustatomas minimalus įgyvendinimo laikotarpis („blokavimo laikotarpis“), t.y. minimalus laikotarpis tarp opciono suteikimo ir momento, po kurio galima įgyvendinti opcioną.⁶²⁶ Opciono

⁶²⁴ Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 296-297. Tačiau įstatuose ar akcininkų sutartyse gali būti numatyta išimtis iš pirmumo teisės įsigyti bendrovės išleidžiamų akcijų tais atvejais, kai siekiama visas išleistas akcijas perduoti bendrovės vadovams motyvuoti, pvz., pagal bendrovės valdybos ar akcininkų patvirtintą motyvavimo planą (plg. Parnass G. Shareholder Preemptive Rights: Common Terms of Subscription Privileges. 2009-05-23 // <http://www.privateequitylawreview.com> [2009-06-15]; Wall P. Corporation Law: Exceptions to Stockholder's Preemptive Right. // University of Colorado Law Review, Vol. 35, No. 482, 1963. P. 486).

⁶²⁵ Poetgens F. Income from international private employment. Amsterdam: IBFD, 2006. P. 205. Black F. et al. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. // The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3., 1973. P. 637.

⁶²⁶ OECD. Cross-border income tax issues arising from employee stock option plans. 2004. P. 5. OECD. Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing. 2004. P. 6.

gavėjui gali būti nustatytos papildomos prievolės, vykdytinos po opciono įgyvendinimo, pvz., prievolė išlaukti tam tikrą minimalų laikotarpį tarp opciono įgyvendinimo ir opciono akcijų pardavimo.⁶²⁷

Pagal akcijų, su kuriomis siejamas opcionas, pobūdį, opcionai skirstomi į dvi rūšis:⁶²⁸

1. Akcininkų struktūrą keičiančius opcionus (angl. *dilutive options*) – vadovas pasirašo naujai išleidžiamas akcijas. Tokie opcionai taip pat vadinami garantais⁶²⁹ (angl. *warrants*) arba pasirašymo teisėmis (angl. *subscription rights*), ypač kai turi būti įgyvendami per trumpą laikotarpį ir nesuteikia teisės į dividendus.⁶³⁰
2. Akcininkų struktūros nekeičiančius opcionus (angl. *non-dilutive options*) – vadovams suteikiama teisė įsigyti anksčiau išleistų akcijų.

Opciono emitentas gali būti vadovo darbdavys (ar bendrovė, kurios organo narys yra vadovas) arba kita darbdavio grupės bendrovė, paprastai darbdavio pagrindinė bendrovė.⁶³¹ Opcionas, kurio dalykas yra pagrindinės bendrovės akcijos, skatina vadovą priimti sprendimus atsižvelgiant į visos grupės, o ne tik taikinio, interesus – taip kuriama sinergijos vertė įmonių

⁶²⁷ *Ibid.* P. 6.

⁶²⁸ *Ibid.* P. 7.

⁶²⁹ Plg. Pearce D. W. sud., Buračas A. ir kt. (vert.). Aiškinamasis ekonomikos anglų-lietuvių kalbų žodynas. Vilnius: TEV, 2006. P. 664. Sutarčių teisės požiūriu – tai turto, kurį pardavėjas įgis ateityje, pirkimo-pardavimo sutartis (CK 6.306 str. 1 d.).

⁶³⁰ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 72, 142.

⁶³¹ OECD. Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing. 2004. P. 7. Šiame darbe nenagrinėjama tokiais atvejais aktuali sandorių kainodaros (angl. *transfer pricing*) problema.

grupėje.⁶³² Galima teigti, kad tokiu būdu demotyvuojamas vadovas, manantis, jog jis prisidėjo prie pagrindinės bendrovės vertės didinimo daugiau nei kitų grupės įmonių vadovai, ir tokia nuomonė gali būti pagrįsta. Problema gali būti sprendžiama skatinant vadovų konkurenciją grupės viduje, pvz., vadovui, kurio vadovaujama grupės įmonė procentine išraiška labiausiai viršijo jai nustatytus įvykdymo planus, skiriamas papildomas atlyginimas.

4.5.4.2. Opciono vertės problema

Opciono įgyvendinimo kaina gali būti lygi opciono akcijų rinkos vertei opciono suteikimo dieną, būti mažesnė ar didesnė už šią vertę.⁶³³ Tokie opcionai atitinkamai vadinami tikrosios vertės (angl. *at-the-money*), nuvertintais (angl. *in-the-money*) ir pervertintais (angl. *out-of-the-money*) opcionais.

Jei vadovas turi tikrosios vertės ar nuvertintą opcioną, kurį galima įgyvendinti, pvz., per trejus metus nuo jo suteikimo, ir opciono emitento akcijų vertė pakyla per šį laikotarpį, vadovas gaus naudą net jei investuotojas dėl šio vertės padidėjimo realios vertės negaus (vadovo „nepelnytos naudos“ efektas (angl. *windfall effect*)).⁶³⁴ Problema gali būti sprendžiama numatant tam tikrą opciono įgyvendinimo kainos didinimo mechanizmą, pvz., suderintą su infliacijos lygiu.⁶³⁵ Kitas, ryžtingesnis problemos sprendimo būdas yra suteikti vadovui pervertintą opcioną. Empiriškai nustatyta, kad pervertinti opcionai

⁶³² OECD. Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing. 2004. P. 7.

⁶³³ Walker D.I. Is Equity Compensation Tax Advantaged? // Boston University School Of Law. Working Paper Series, Law And Economics. Working Paper No. 04-01, 2004. P. 567.

⁶³⁴ Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 161.

⁶³⁵ *Ibid.* Kita vertus, opciono emitento išmokami dividendai mažina opciono akcijų vertę, todėl opciono sutartyje vadovo naudai gali būti numatomas mechanizmas, pagal kurį opciono įgyvendinimo kaina mažinama atsižvelgiant į opciono emitento išmokėtus dividendus (angl. *razorback options*) (plačiau žr. Cheung J. Valuation of ‘Razorback’ Executive Stock Options: A Simulation Approach. 2002. // <http://ssrn.com/abstract=301781> [2009-06-03]).

skatina vadovą veikti aktyviau nei tikrosios vertės opcionai.⁶³⁶ Be to, vien investuotojas gaus naudą iš opciono akcijų vertės didėjimo iki įgyvendinimo kainos.⁶³⁷ Tiesa, vadovas gali neturėti lėšų sumokėti pervertinto (ar net tikrosios vertės) opciono kainą, o gauti finansavimą pareikalautų papildomų išlaidų.⁶³⁸ Problemą lengviau spręsti tipiško privataus kapitalo sandorio kontekste: opcionas įgyvendinamas tuomet, kai investuotojas parduoda taikinio akcijas, o vadovui sumokama opciono akcijų kaina, atskaičius opciono įgyvendinimo kainą (įskaitymas).

Teoriškai efektyvesnis pervertintas opcionas vadovų nemėgstamas: jis turi potencialią vertę, tačiau tai, kad vertei gauti reikės didelių papildomų pastangų, gali demoralizuoti.⁶³⁹ Todėl investuotojas turėtų kiekvienu konkrečiu atveju ieškoti balanso tarp pervertintų opcionių, kurie motyvuoja vadovą „pranokti save“, tačiau gali demotyvuoti, ir tikrosios vertės ar nuvertintų opcionių, kurie atneša vadovui nepelnytą naudą, bet kartu suteikia vadovui daugiau užtikrintumo dėl jo finansinės padėties.

⁶³⁶ Ferrarini G. et al. Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives. // Ferrarini G. et al eds. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford university press, 2004. P. 289. Johnson C. H. Why Stock and Stock-Option Compensation are Such a Terrible Idea. // The University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper No. 003, 2003. P. 4.

⁶³⁷ Ferrarini G. et al. Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives. // Ferrarini G. et al eds. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford university press, 2004. P. 289.

⁶³⁸ Be to, pagal ABĮ 44 str. 9 d. paskolai iš bendrovės šiuo atveju būtų taikomos finansinės pagalbos taisyklės ir apribojimai.

⁶³⁹ *Ibid.* P. 291. Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004. P. 165.

4.5.5. Virtualios akcijos

Privataus kapitalo sandorių praktikoje virtualiomis akcijomis (angl. *phantom stock*, *shadow stock* arba *virtual stock*)⁶⁴⁰ vadinama bendrovės vadovo teisė gauti pinigų sumą, lygią skirtumui tarp bendrovės akcijos kainos dviems skirtingais laiko momentais. Pvz., tai gali būti skirtumas tarp akcijos sutartinės vertės konkrečiu sutartyje numatytu momentu (pradinės kainos) ir akcijos kainos, kurią investuotojas gauna parduodamas turimas bendrovės akcijas ateityje, pasitraukimo metu.⁶⁴¹ Vadovui taip pat gali būti suteikiama teisė pasirinkti, ar gauti akcijas ar išmoką pinigais.⁶⁴²

Kaip aptarėme nagrinėdami tikrosios vertės, nuvertintus ir pervertintus opcionus, teoriškai efektyvu, kai vadovas gali gauti iš su akcijomis siejamo atlyginimo ne tik naudos, bet ir patirti nuostolių.⁶⁴³ Pvz., jeigu investuotojo gaunama parduodant turimas bendrovės akcijas kaina yra mažesnė už pradinę kainą, vadovas gautų mažiau, nei sumokėjo pirkdamas virtualias akcijas.

Investuotojo požiūriu, virtualios akcijos turi nemažai privalumų, pvz.:

1. išmokant vadovui virtualias akcijas atitinkančias pinigų sumas patirtos išlaidos neabejotinai trauktinos į leidžiamus atskaitymus;⁶⁴⁴
2. nepatiriamos išlaidos, reikalingos parengti detalią opcionų ar akcijų suteikimo schemą;⁶⁴⁵

⁶⁴⁰ Virtualios akcijos, nesuteikiančios teisės gauti dividendus, kartais vadinamos “teisėmis į akcijų vertės padidėjimą” (angl. *stock appreciation rights*).

⁶⁴¹ Miller Jr. E. L. *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 141.

⁶⁴² OECD. *Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing*. 2004. P. 7.

⁶⁴³ Picot G. *Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration*. Houndmills: Palgrave, 2002. P. 304.

⁶⁴⁴ Dezzani L. *The Italian way to LBOs*. // *International Tax Review*, 2007, Supplement (Mergers & Acquisitions 10th Edition).

3. neįtakojama akcininkų sudėtis (nedidinamas esamų akcininkų ar potencialių akcininkų – opciono gavėjų – skaičius) ir kitų akcininkų interesai.⁶⁴⁶

Virtualių akcijų trūkumai, investuotojo ir vadovo požiūriu, visų pirma susiję su virtualių akcijų apmokestinimu (plačiau žr. 4.5.7.2 skyrių).

⁶⁴⁵ Whitehouse C. et al. Revenue law: principles and practice. London: Butterworths, 1998. P. 774.

⁶⁴⁶ *Ibid.* Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008. P. 147.

4.5.6. Vadovo, kaip akcininko, dalies keitimas

Dalies keitimas (angl. *ratchet*, pažodžiui, „rekėtas“, t.y. įtaisas, leidžiantis judėjimą viena kryptimi, ir užkertantis kelią judėjimui priešinga kryptimi) privataus kapitalo sandorio kontekste yra susitarimas tarp investuotojo ir vadovo dėl akcijų dalių pasiskirstymo tarp investuotojo ir vadovo konkrečiu momentu ateityje (pvz., investuotojui parduodant taikinio akcijas ar vykdant taikinio akcijų (pirmini) viešą siūlymą).⁶⁴⁷

Skiriamos dvi dalies keitimo rūšys: **dalies padidinimas** (angl. *upwards ratchet*) – vadovo dalis padidinama iki tam tikro procentinio lygio, jeigu vadovas pasiekė nustatytus įvykdymo planus, ir **dalies sumažinimas** (angl. *downwards ratchet*, *reverse ratchet* arba *inverted ratchet*) – vadovo dalis sumažinama iki tam tikro procentinio lygio, jeigu vadovas nepasiekė nustatytų įvykdymo planų.⁶⁴⁸

Dalies keitimas privataus kapitalo sandoryje atlieka įvairias funkcijas, tačiau šio darbo kontekste aktualios šios funkcijos:⁶⁴⁹

1. **Vadovo motyvavimo priemonė.** Dalies keitimas gali būti vadovo su akcijomis siejamo atlyginimo struktūros elementas. Galimybė padidinti savo dalį motyvuoja vadovą dirbti našiau nei motyvuoja fiksuota turimų ar galimų turėti akcijų dalis, nors šios dalies vertė ir gali didėti dėl vadovo pastangų. Dalies sumažinimas paprastai vertinamas kaip galintis vadovą demotyvuoti. Motyvuojantis dalies keitimo efektas taip pat yra tuo mažesnis, kuo ilgesnis laikotarpis, kuriam pasibaigus sprendžiama, ar vadovas pasiekė įvykdymo planus, ir ar turi būti didinama jo dalis.

⁶⁴⁷ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 110.

⁶⁴⁸ *Ibid.* P. 112.

⁶⁴⁹ *Ibid.* P. 110-111, 119. Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 82.

2. **Akcijų vertė nustatymo priemonė.** Kai investuotojas perka akcijas iš taikinio vadovo, dalies keitimas gali padėti tiksliau nustatyti akcijų vertę, kai investuotojas ir vadovas dėl jos nesutaria. Investuotojui parduodama didesnė akcijų dalis nei vadovas norėtų parduoti už sutartą kainą, tačiau vadovui suteikiama galimybė atgauti dalį akcijų, jei sutartu būdu vėliau nustatoma, kad akcijų vertė padidėjo.

Pagal Lietuvos bendrovių teisę galimi du dalies keitimo būdai:⁶⁵⁰

1. **Naujų išleistų akcijų perdavimas tik vadovui.** Akcijos išleidžiamos didinant bendrovės įstatinį kapitalą iš bendrovės lėšų ir vadovo naudai atšaukiant visiems akcininkams pirmumo teisę įsigyti bendrovės išleidžiamų akcijų.⁶⁵¹ Šis būdas nesudaro galimybės investuotojui atgauti dalį savo investuotos sumos.
2. **Investuotojo akcijų išpirkimas.** Bendrovė turi teisę ABĮ 54 str. nustatyta tvarka supirkti dalį savo akcijų iš investuotojo ir jas anuliuoti. Tokiu būdu investuotojo dalis sumažėja, o vadovo – atitinkamai padidėja. Tačiau šiuo atveju turi būti laikomasi bendrovės savų akcijų pirkimo procedūros reikalavimų. Pvz., paprastai tokiai procedūrai reikės paskirstytino pelno (plg. ABĮ 54 str. 4 d.). Tokia procedūra, be kita ko, reiškia, kad investuotojui išmokami pinigai, ir į tai turi būti atsižvelgiama nustatant pradines šalių dalis. Be to, anuliuojant bendrovės įsigytas savas akcijas turėtų būti vykdoma įstatinio kapitalo mažinimo procedūra. Kita vertus, aptariamas dalies keitimo būdas gali būti patrauklus investuotojui, kadangi tuo pačiu metu sudaro galimybę atgauti dalį investuotos sumos ir motyvuoja vadovą.

⁶⁵⁰ Plg. Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 115. Investuotojui perleidus dalį savo akcijų vadovui (ar jų atžvilgiu suteikus vadovui opcioną pirkti) taip pat pasireikštų (potencialus) dalies didinimo efektas.

⁶⁵¹ Jei tokiu būdu pirmumo teisė būtų atšaukiama investuotojo naudai, būtų pasiektas aukščiau apibrėžto dalies sumažinimo efektas.

Apibendrinant galima teigti, kad vadovo dalies keitimas, kaip motyvavimo priemonė privataus kapitalo sandoryje, sudėtingas procedūros požiūriu ir mažiau lankstus nei akcijų opcionų sistema.

4.5.7. Su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimas

4.5.7.1. Akcijų opcionų apmokestinimas

4.5.7.1.1. De lege lata

Pajamų iš opcionų apmokestinimas nėra reguliuojamas specialiomis Lietuvos mokesčių teisės normomis. Iki 2009 m. mokesčių reformos mokesčių administratoriaus oficialūs išaiškinimai pajamų iš opcionų apmokestinimo klausimu atrodė itin liberalūs. Pvz., remiantis GPMĮ komentare pateiktu pavyzdžiu, pajamos, 2008 m. ir ankstesniais mokestiniais laikotarpiais gautos įgyvendinant opcioną įgijus akcijas už kainą, žemesnę nei jų rinkos kaina, nelaikomos pajamomis natūra.⁶⁵² Galima suprasti, kad tokiu būdu apmokestinimas buvo atidedamas iki vėlesnio akcijų perleidimo ir buvo turto vertės padidėjimo pajamų apmokestinimas, o ne su darbo santykiais susijusių pajamų apmokestinimas. Tiesa, nesant specialaus iš opcionų gaunamų pajamų apmokestinimo reguliavimo, toks aiškinimas nešalino rizikos, kad mokesčių administratorius ar teismai tam tikrais atvejais pritaikytų turinio viršenybės prieš formą principą (MAĮ 10 str., 69 str.). Pvz., pajamos, gautos vadovui pardavus nemokamai gautas opciono akcijas, galėtų būti pripažintos su darbo santykiais susijusiomis pajamomis, jei būtų įrodyta, kad galimybė įgyti akcijų nemokamai vadovui buvo suteikta siekiant išvengti didesnio su darbo

⁶⁵² Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo komentaras (Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos; 2008 m. gruodžio 31 d. redakcija). P. 97.

santykiais susijusių pajamų apmokestinimo. Tokios pozicijos mokesčių administratorius dar iki 2009 m. reformos laikėsi virtualių akcijų apmokestinimo atžvilgiu – t.y. išmokos už virtualias akcijas laikytos su darbo santykiais susijusiomis pajamomis.⁶⁵³

Po 2009 m. mokesčių reformos nuostatos dėl gyventojų pajamų, gautų natūra (visų pirma GPMĮ 9 str.), buvo pakeistos iš esmės: užuot vardinus, kokios pajamos laikomomis pajamomis, gautomis natūra,⁶⁵⁴ įstatyme išvardijamos pajamos, kurios nepripažįstamos gautomis natūra (GPMĮ 9 str. 1 d.). Tokiu būdu galima daryti išvadą, kad vadovo nauda, gauta įsigijus opciono akcijų, būtų laikoma pajamomis, gautomis natūra (GPMĮ 2 str. 15 d., 5 str. 1 d., 9 str.), ir su darbo santykiais susijusiomis pajamomis (GPMĮ 2 str. 31 d.). Nėra aišku, ar vadovo nauda, 2009 m. ar vėlesniais mokesčiais laikotarpiais gauta jam *suteikus* opcionalą (t.y. dar iki opciono įgyvendinimo), būtų laikoma pajamomis, gautomis natūra. Tokia išvada GPMĮ neprieštarautų, tačiau abejotina, ar būtų įgyvendinama, nesant nei konkrečių teisės aktų nuostatų, nei mokesčių administratoriaus išaiškinimų, ir turint omenyje sudėtingą pajamų skaičiavimą tokiu atveju.

Esamas su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimo reguliavimas nepalankus privataus kapitalo rinkos Lietuvoje vystymui. Žemiau pateikiami samprotavimai apie optimalų (privataus kapitalo rinkos skatinimo prasme) akcijų opcionalų apmokestinimą.

⁶⁵³ *Ibid.* P. 82-83. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2009 m. vasario 6 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A822-172/2009 UAB „Bitė Lietuva“ v. Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos (kurioje patvirtinta, kad darbuotojo pajamos iš opcionalo įgyvendinimo laikomos vertybinių popierių perleidimo pajamomis, tačiau piniginė išmoka, darbuotojo gauta už teisės įgyvendinti opcionalą atsisakymą, yra su darbo santykiais susijusios pajamos).

⁶⁵⁴ Lietuvos Respublikos finansų ministro 2002 m. spalio 30 d. įsakymas Nr. 339 “Dėl pajamų, gautų natūra, pripažinimo ir įvertinimo tvarkos patvirtinimo” // Valstybės žinios. 2002, Nr. 105-4708.

4.5.7.1.2. *De lege ferenda*

Vadovo ar kito darbuotojo gaunami akcijų opcionai dažnai laikomi su darbo santykiais susijusiomis pajamomis, kadangi jais gavėjui neva atlyginama už darbą. Be to, tokių opcionų įgyvendinimo atidedamosios sąlygos taip pat laikomos susijusiomis su darbo santykiais (pvz., su tam tikrų darbo tikslų pasiekimu).⁶⁵⁵ Privataus kapitalo sandorių kontekste toks aiškinimas nepriimtinas, kadangi investuotojas vadovui suteikia opcioną siekdamas motyvuoti vadovo veiklą ateityje, o ne kaip atlyginimą už praeityje atliktą darbą. Nors vadovas įgis opciono akcijas *po to*, kai įvykdys nustatytus planus, svarbu, kad investuotojas suteikia opcioną *prieš* vadovui pradėdant dirbti, ir *su sąlyga*, kad vadovas įvykdys nustatytus planus. Be to, vadovo sprendimas priimti opcioną vietoj atlyginimo pinigais yra sprendimas investuoti.⁶⁵⁶ Dėl šių priežasčių iš opciono gaunamos pajamos laikytinos pajamomis iš turto vertės padidėjimo, o ne su darbo santykiais susijusiomis pajamomis.⁶⁵⁷ Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos (OECD) finansinių reikalų komiteto nuomone, pajamos iš opciono laikytinos su darbo santykiais susijusiomis pajamomis, jeigu jos gaunamos iki opciono įgyvendinimo, ir pajamomis iš turto vertės padidėjimo, jeigu jos gaunamos po opciono įgyvendinimo.⁶⁵⁸

Autoriaus nuomone, optimalus yra visų pajamų iš opciono apmokestinimas taikant lengvatinį – vien turto vertės padidėjimo pajamų apmokestinimo režimą. Probleminiu laikytinas tik **opciono nuolaidos** (t.y. neigiamo skirtumo tarp opciono įgyvendinimo kainos ir opciono akcijų rinkos

⁶⁵⁵ European Commission, Enterprise Directorate General. Employee stock options: the legal and administrative environment for employee stock options in the EU. Final report of the Expert Group. 2003. P. 27.

⁶⁵⁶ *Ibid.*

⁶⁵⁷ *Ibid.*

⁶⁵⁸ OECD. Cross-border income tax issues arising from employee stock option plans. 2004. P. 9, 11.

vertės opciono suteikimo momentu) apmokestinimas.⁶⁵⁹ Teigiama, kad apmokestinant opciono nuolaidą kaip turto vertės padidėjimo pajamas, būtų skatinama kuo didesnę vadovo atlyginimo dalį įforminti kaip opcioną, tokiu būdu vengiant didesnio apmokestinimo, kuris būtų taikomas su darbo santykiais susijusioms pajamoms.⁶⁶⁰ Tačiau vadovo motyvacija tokiu būdu vengti mokesčių abejotina: su akcijomis siejamas atlyginimas yra neužtikrintas, todėl vadovas suinteresuotas gauti kuo didesnę fiksuotą atlyginimą pinigais. Problema, kad tokiu būdu mokesčių vengs investuotojas, gali būti išspręsta nustačius taisyklę, jog opciono nuolaida apmokestinama kaip turto vertės padidėjimo pajamos tik su sąlyga, kad vadovas gauna rinkos lygį atitinkančias su darbo santykiais susijusias pajamas, lyginant su panašiomis to paties ūkio sektoriaus bendrovėmis.⁶⁶¹ Tiesa, gali būti argumentuojama, kad nustatyti, koks yra vadovų atlyginimo rinkos lygis, sudėtinga. Informacija apie vadovų ABĮ prasme atlyginimus gali būti išvedama iš socialinio draudimo įstaigų bei Juridinių asmenų registro gaunamų duomenų; kitų vadovų atlyginimo lygiui nustatyti gali būti pasitelkiami nepriklausomi ekspertai. Atlyginimų rinkos lygio nustatymo vienos pagrindinių problemų, tikėtina, būtų atrinkti panašias bendroves ir gauti informaciją apie atlyginimų dydį, kuri paprastai yra konfidenciali. Tačiau ir atsižvelgus į aukščiau minėtas vertinimo problemas, nustatyti atlyginimų rinkos lygį gali būti ne sudėtingiau nei opciono nuolaidos vertę.

Taip pat galima prielaida, kad apmokestinant opciono nuolaidą kaip su darbo santykiais susijusias pajamas sumažės opcionų su nuolaida

⁶⁵⁹ Šiame darbe nėra nagrinėjama, kokį ekonominį poveikį (pvz., mokesčių surinkimui) turėtų opciono nuolaidos apmokestinimas taikant turto vertės padidėjimo pajamų, o ne su darbo santykiais susijusių pajamų apmokestinimo režimą. Atliekant tokią analizę būtina atsižvelgti į tai, kad vienas vadovų motyvavimo tikslų yra bendrovių pelningumo didinimas, kurio vienas padarinių yra pelno mokesčio bazės didėjimas.

⁶⁶⁰ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 129.

⁶⁶¹ SJ Berwin. Two Safe Harbours: A Passage to CGT Treatment for Management Equity Interests. 2003. // <http://www.sjberwin.co.uk> [2009-03-29] P. 3-4.

patrauklumas, o investuotojui tai naudinga, kadangi nuvertinti opcionai motyvuoja mažiau nei tikrosios vertės ar pervertinti opcionai (žr. 4.5.4.2 skyrių aukščiau). Tačiau investuotojui turėtų būti paliekama kiekvienu konkrečiu atveju savo nuožiūra įvertinti, ar tikėtinas nuvertintų opcionų motyvacinis efektas investuotojui pakankamas.

Kaip papildomą argumentą už opciono nuolaidos lengvatinių apmokestinimą galima paminėti aplinkybę, kad toks apmokestinimas iš dalies išsprendžia uždaro tipo bendrovių akcijų vertės nustatymo problemą: apmokestinamas pajamas iš opciono sudarytų skirtumas tarp opciono įgyvendinimo kainos ir kainos, vadovo gautos pardavus opciono akcijas. Tuo tarpu kiekvieną kartą suteikus opcioną nustatyti, ar yra opciono nuolaida, ir jei taip, kokia ji, būtų sudėtinga.

Siekiant teisinio aiškumo, mokesčių administratorius turėtų aiškinti teisės aktus tokiu būdu ir laikytis tokios praktikos, kad dėl žemiau nurodytų aplinkybių vadovo iš opciono gaunama nauda nebūtų apmokestinama kaip su darbo santykiais susijusios pajamos:

1. Opcionas neprivalo būti skiriamas visiems bendrovėms darbuotojams (ar didžiajai jų daugumai) panašiomis sąlygomis (angl. *broad-based plan*).⁶⁶² Investuotojui turi būti paliekama teisės savo nuožiūra spręsti, kokias išlaidas patirti vadovų motyvavimui, t.y. kuriems vadovams ir kokiomis sąlygomis suteikti opcioną.
2. Neturėtų būti reikalavimo, kad vadovas neperleistų akcijų, įgytų įgyvendinus opcioną, tam tikrą laikotarpį po opciono suteikimo ar įgyvendinimo (pvz., trejus metus po įgyvendinimo, kaip nustatyta pagal Airijos teisę,⁶⁶³ penkerius metus po įgyvendinimo – pagal Italijos

⁶⁶² European Commission, Enterprise Directorate General. Employee stock options: the legal and administrative environment for employee stock options in the EU. Final report of the Expert Group. 2003. P. 42. Whitehouse C. et al. Revenue law: principles and practice. London: Butterworths, 1998. P. 783.

⁶⁶³ European Venture Capital and Private Equity Association. Benchmarking European Tax and Legal Environments. 2008. P. 73.

- teisę⁶⁶⁴). Toks reikalavimas, jei jį nustatytų teisės aktai, trukdytų investuotojui pasirinktu momentu parduoti turimas bendrovės akcijas, kadangi investuotojas, pareikalavęs, kad vadovas parduotų akcijas, įgytas įgyvendinus opciją, kartu su investuotoju (angl. *drag-along right*),⁶⁶⁵ pagal sąžiningą sandorių praktiką turėtų padengti nuostolius, kuriuos vadovas patirtų dėl to, kad jo pajamos iš opciono akcijų būtų apmokestintos kaip su darbo santykiais susijusios pajamos.
3. Turto vertės padidėjimo apmokestinimo režimas turėtų būti taikomas visoms pajamoms iš opciono, o ne jų daliai (pvz., pagal Italijos teisę toks režimas taikomas tik toms pajamoms iš opciono, kurios neviršija darbuotojo kitų su darbo santykiais susijusių pajamų bruto už praėjusį mokestinį laikotarpį⁶⁶⁶). Tokie apribojimai galimi tais atvejais, kai nustatomos *papildomos* mokestinės lengvatos, pvz., tam tikra nedidelės bendrovės vadovo pajamų iš opciono dalis gali būti apskritai neapmokestinama (plg. Jungtinėje Karalystėje taikomą „Įmonių valdymo motyvavimo planą“ (angl. *Enterprise Management Incentive Plan, EMI*)).⁶⁶⁷
 4. Įvykdymo planai, nustatyti sutartyje tarp bendrovės (ar investuotojo) ir vadovo gali būti dėl ekonominių priežasčių keičiami bet kuriuo metu nuo opciono suteikimo iki jo įgyvendinimo.⁶⁶⁸
 5. Opciono įgyvendinimo sąlyga gali būti tiek vadovo darbas bendrovėje (ar kitoje grupės įmonėje), tiek veikla bendrovės organuose.⁶⁶⁹

⁶⁶⁴ *Ibid.* P. 78.

⁶⁶⁵ Ši investuotojo reikalavimo teisė, autoriaus įvardijama kaip prijungimo teisė, detaliau apibrėžiama 5.4.2 skyriuje.

⁶⁶⁶ European Venture Capital and Private Equity Association. *Benchmarking European Tax and Legal Environments*. 2008. P. 78.

⁶⁶⁷ European Commission, Enterprise Directorate General. *Employee stock options: the legal and administrative environment for employee stock options in the EU. Final report of the Expert Group*. 2003. P. 60.

⁶⁶⁸ Plg. Whitehouse C. et al. *Revenue law: principles and practice*. London: Butterworths, 1998. P. 782.

6. Opciono įgyvendinimo kaina gali būti nustatyta ir prieš suteikiant opcioną, ir bet kada vėliau, pvz., pagal nustatytą formulę apskaičiuojama prieš pat įgyvendinant opcioną.⁶⁷⁰ Tokia galimybė gali būti reikalinga siekiant atsižvelgti į opciono akcijų vertės pokyčius, pvz., dėl bendrovės išmokėtų dividendų,⁶⁷¹ ar į vadovo elgesį (žr. 4.5.6.2 skyrių dėl atsižvelgimo į pasitraukiančio vadovo kalbę).⁶⁷²
7. Opciono gavėjas gali būti įpareigotas parduoti opciono akcijas kartu su investuotoju, kai šis parduoda visas turimas bendrovės akcijas (vadinamoji prijungimo teisė, angl. *drag-along right*).⁶⁷³
8. Opciono akcijos gali sudaryti tiek uždaro, tiek atviro tipo bendrovės įstatinį kapitalą (atviro tipo bendrovė gali būti tiek listinguojama, tiek nelistinguojama).
9. Opciono akcijos gali sudaryti tiek vadovo darbdavio, tiek kitos tai pačiai įmonių grupei priklausančios bendrovės įstatinį kapitalą.
10. Opciono akcijas gali suteikti tiek investuotojas (t.y. tiesioginis ar netiesioginis vadovo darbdavio akcininkas), tiek darbdavys, tiek kita tai pačiai įmonių grupei priklausanti bendrovė.

Dalis pajamų iš opciono gali būti apskritai neapmokestinamos, remiantis teisės aktuose aiškiai nustatytais kriterijais (pvz., tokia papildoma mokestinė lengvata galėtų būti taikoma, kai opciono emitentas yra maža

⁶⁶⁹ *Ibid.* P. 783.

⁶⁷⁰ Lamon H. *Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice*. Brussels: Larcier, 2005. P. 67.

⁶⁷¹ *Ibid.* P. 72.

⁶⁷² Plg. Whitehouse C. et al. *Revenue law: principles and practice*. London: Butterworths, 1998. P. 783.

⁶⁷³ Plg. *Ibid.*

įmonė, kurios darbuotojų skaičius, grynosios pajamos ir (ar) kiti rodikliai neviršija tam tikrų teisės aktuose numatytų lygių).⁶⁷⁴

Lietuvos teisės aktuose nėra reglamentuotas teisių į su akcijomis siejamą atlyginimą perleidimo apmokestinimas. Vadovaujantis GPMĮ komentaru (taikomu apskaičiuojant ir deklaruojant 2008 m. ir ankstesnių mokesčių laikotarpių pajamas), jeigu darbuotojas, turintis teisę ateityje įsigyti akcijas už iš anksto sutartą kainą, šią teisę perleidžia kito asmens nuosavybėn (net jei tuo metu jau nėra bendrovės darbuotojas), laikoma, kad darbuotojas gavo su darbo santykiais susijusias pajamas, neatsižvelgiant į tai, ar šią teisę parduoda darbdaviui ar kitiems asmenims.⁶⁷⁵ Turint omenyje, kad opcionas yra (išvestinis) vertybinis popierius (CK 1.101 str. 1 d., 1.101 str. 4 d.), ar pajamos iš opciono perleidimo neturėtų būti apmokestinamos kaip turto vertės padidėjimo pajamos? Mokesčių administratoriaus pozicija apmokestinti opciono perleidimo pajamas kaip susijusias su darbo santykiais yra pagrįsta. Galimybė perleisti opcioną nesuderinama su motyvavimo tikslu, kurio siekia investuotojas suteikdamas opcioną, ir būtent šis visuomenei naudingas tikslas pateisina lengvatinio mokesčio režimo taikymą.⁶⁷⁶ Jei investuotojas sutartinėmis priemonėmis neriboja vadovo teisės gautą opcioną perleisti asmeniui, kuris negali didinti bendrovės vertės, investuotojas nebuvo nuoseklus motyvuodamas vadovą ir gali pagrįstai patirti neigiamas mokesčines pasekmes. Vadovui išmokėta suma tokiu atveju tėra išmoka darbuotojui, kuri pagal bendras taisykles turi būti apmokestinama kaip darbo užmokestis. Tačiau

⁶⁷⁴ Turto vertės pajamų apmokestinimo režimui būdinga, kad pajamos iš įstatyme apibrėžto nedidelio tam tikrą laikotarpį išlaikyto akcijų paketo yra neapmokestinamos, nebent paketas perleidžiamas akcijas išleidusiai bendrovei (plg. GPMĮ 17 str. 1 d. 30 p.). Todėl papildoma mokesčinė lengvata turėtų prasmės tik jei būtų trumpinamas akcijų paketo išlaikymo minimalus laikotarpis, didinama paketo sudaroma procentinė dalis bendrovės aciniame kapitale ar neatsižvelgiama į tai, kad paketas perleidžiamas akcijas išleidusiai bendrovei.

⁶⁷⁵ Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo komentaras (Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos; 2008 m. gruodžio 31 d. redakcija). P. 83.

⁶⁷⁶ European Commission, Enterprise Directorate General. Employee stock options: the legal and administrative environment for employee stock options in the EU. Final report of the Expert Group. 2003. P. 41.

pajamos iš opciono perleidimo kitam bendrovės vadovui ar darbuotojui turėtų būti apmokestinamos kaip turto vertės padidėjimo pajamos, nes taip perleistas opcionas lieka motyvavimo priemone.⁶⁷⁷

4.5.7.1.3. Apmokestinimo momentas

Pajamos iš akcijų opciono gali būti apmokestinamos įvairiais momentais, pvz., suteikus opcioną; atsiradus opciono atidedamajai sąlygai ar suėjus terminui; įgyvendinus opcioną; pašalinus apribojimus perleisti įgyvendinus opcioną įgytas akcijas; perleidus šias akcijas.⁶⁷⁸ Dalis pajamų (pvz., opciono nuolaida) gali būti apmokestinama vienu momentu (pvz., suteikus opcioną), o likusi dalis – vėliau (pvz., perleidus opciono akcijas).⁶⁷⁹ Lietuvos teisės aktuose su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimo momentas specialiai neaptariamas, todėl taikytinos bendrosios nuostatos, pagal kurias pajamos pripažįstamos jų gavimo momentu (GPMĮ 8 str. 1 d.). Nėra aišku, kaip, vadovaudamasis tokiu neapibrėžtu teisiniu reguliavimu, mokesčių administratorius vykdo su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimą. Iš mokesčio administratoriaus parengtų GPMĮ komentarų (taikomų apskaičiuojant ir deklaruojant 2008 m. ir ankstesnių mokesčių laikotarpių pajamas) galima daryti išvadą, kad, pvz., pajamos iš virtualių akcijų, laikytos gautomis gavus už jas pinigus, o ne numačius virtualias akcijas kaip motyvavimo priemonę sutartyje.⁶⁸⁰

⁶⁷⁷ Jei opcionas parduodamas atgal opciono davėjui, faktiškai įgyvendinamas virtualių akcijų režimas (jo apmokestinimas aptariamas 4.5.7.2 skyriuje).

⁶⁷⁸ Poetgens F. Income from international private employment. Amsterdam: IBFD, 2006. P. 31. OECD. Cross-border income tax issues arising from employee stock option plans. 2004. P. 6.

⁶⁷⁹ OECD. Cross-border income tax issues arising from employee stock option plans. 2004. P. 6.

⁶⁸⁰ Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo komentaras (Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos; 2008 m. gruodžio 31 d. redakcija). P. 82-83.

Privataus kapitalo rinkos skatinimo požiūriu, optimaliu laikytinas opciono apmokestinimas tuo mokestiniu laikotarpiu, kai vadovas parduoda opciono akcijas. Toks apmokestinimo mechanizmas patrauklus investuotojui ir paprastas administruoti: pvz., investuotojui nereikia suteikiant opcioną iškart numatyti lėšų sumokėti vadovo pajamų mokesčiui; mokesčių administratorius neturėtų pareigos gražinti mokesčio permokos investuotojui, kuris apskaičiavo vadovo pajamų mokestį opciono suteikimo metu, o akcijų vertė jų pardavimo metu po opciono įgyvendinimo buvo mažesnė nei opciono suteikimo metu. Vadovo požiūriu, mokestis už pajamas iš opciono akcijų perleidimo taip pat turėtų būti apskaičiuojamas tuo mokestiniu laikotarpiu, kai vadovas gauna pinigus už parduotas opciono akcijas, kadangi tik tuomet vadovas tikrai bus gavęs lėšų mokesčiui sumokėti.

4.5.7.2. Kitų su akcijomis siejamo atlyginimo rūšių apmokestinimas

Virtualių akcijų apmokestinimas. Virtualias akcijas galima laikyti darbuotojui mokėtina pinigine premija, apskaičiuojama atsižvelgiant į darbdavio įstatinį kapitalą sudarančių akcijų vertės padidėjimą.⁶⁸¹ Dėl šios priežasties pajamos iš virtualių akcijų daugelyje valstybių apmokestinamos kaip su darbo santykiais susijusios pajamos (pvz., Italijoje,⁶⁸² Lietuvoje⁶⁸³). Tačiau ekonomine prasme virtualios akcijos yra akcijų opcionas, kurį

⁶⁸¹ Whitehouse C. et al. Revenue law: principles and practice. London: Butterworths, 1998. P. 774.

⁶⁸² Dezzani L. The Italian way to LBOs. // International Tax Review, 2007, Supplement (Mergers & Acquisitions 10th Edition).

⁶⁸³ Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo komentaras (Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos; 2008 m. gruodžio 31 d. redakcija). P. 82-83; Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2009 m. vasario 6 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A822-172/2009 UAB „Bitė Lietuva“ v. Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos (kurioje patvirtinta, kad darbuotojo pajamos iš opciono įgyvendinimo laikomos vertybinių popierių perleidimo pajamomis, o pajamos, darbuotojo gautos už teisės įgyvendinti opcioną atsisakymą yra susijusios su darbo santykiais).

draudžiama perleisti ir su kuriuo siejamos akcijos parduodamos iškart (automatiškai) po opciono įgyvendinimo. Dėl to virtualias akcijas tikslingiau apmokestinti taip pat, kaip akcijų opcionus.

Dalies padidinimo apmokestinimas. Turint omenyje glaudų ryšį tarp dalies keitimo ir vadovo darbo bendrovei, vadovo dalies padidėjimas gali būti laikomas vadovo darbo užmokesčio dalimi.⁶⁸⁴ Pagal Jungtinėje Karalystėje taikomas taisyklės, siekiant išvengti, kad dalies padidėjimas būtų apmokestinamas kaip darbo užmokesčio dalis, vadovas turi arba (a) iškart įgyti visas akcijas, kurias jis turi teisę įgyti pagal dalies padidinimo nuostatas sutartyje tarp vadovo ir investuotojo (vadovui numatytu terminu neįvykdžius planų, dalis jo įgytų akcijų būtų paverčiamos į bevertes „atidėtasias“ akcijas (angl. *deferred shares*; Lietuvos teisėje analogiško instituto nėra)), arba (b) sumokėti tam tikrą papildomą sumą už teisę pagal dalies padidinimo nuostatas įgyti akcijų ateityje.⁶⁸⁵ Kritikų nuomone, pirmoji alternatyva verčia investuotoją ir vadovus kaip motyvavimo priemonę rinktis dalies sumažinimą vietoj dalies padidinimo, o pastarasis yra ne tik įprastas Jungtinės Karalystės praktikoje, bet ir labiau motyvuoja vadovus nei dalies sumažinimas. Antroji alternatyva nepriimtina dėl to, kad vadovas gali neturėti lėšų papildomai sumai sumokėti.⁶⁸⁶ 4.5.7.1.2 skyriuje pagrindžiama, kodėl pajamas iš opciono tikslinga apmokestinti tik kaip turto vertės padidėjimo pajamas. Vadovaujantis tais pačiais argumentais, su darbo santykiais susijusių pajamų apmokestinimo režimo taikymas dalies padidinimui taip pat yra nepriimtinas.

⁶⁸⁴ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 147.

⁶⁸⁵ *Ibid.* Memorandum of Understanding between the BVCA and Inland Revenue on the income tax treatment of managers' equity investments in venture capital and private equity backed companies, 2003, 6.2 punktas.

⁶⁸⁶ SJ Berwin. Two Safe Harbours: A Passage to CGT Treatment for Management Equity Interests. 2003. // <http://www.sjberwin.co.uk> [2009-03-29]. P. 4

4.5.8. Su akcijomis siejamo atlyginimo problemos vadovui pasitraukiant iš bendrovės

4.5.8.1. Vadovo akcijų nuosavybės kontrolė

Su akcijomis siejamas atlyginimas (toliau šiame skyriuje paprastumo dėlei vadinamas „akcijomis“), investuotojo požiūriu, turėtų atitekti tik tiems vadovams, kurių pastangos gali padidinti įmonės vertę.⁶⁸⁷ Dėl to, investuotojas turi visais atvejais išsaugoti pirmumo teisę įgyti vadovo perleidžiamas akcijas.⁶⁸⁸ Dar daugiau, vadovų motyvavimo tikslais investuotojui svarbu, kad vadovas, kuris baigia savo aktyvų dalyvavimą bendrovės veikloje, būtų įpareigotas (pvz., investuotojo opcionu pirkti) perleisti vadovo turėtas akcijas investuotojui ar jo nurodytam kitam asmeniui; šių akcijų įgijėjas valdytų akcijas tol, kol investuotojas nuspręstų, kaip paskirstyti šias motyvavimui skirtas akcijas.⁶⁸⁹ Jei vadovas palieka bendrovę tuo metu, kai jau yra įvykusi jo turimo opciono atidedamoji sąlyga, tačiau vadovas opciono dar nėra įgyvendinęs, investuotojo ir kitų – liekančių – vadovų interesams apsaugoti būtina opciono akceleracija (t.y. vadovo prievolė įgyvendinti opcioną anksčiau opciono įgyvendinimo datos) ir aukščiau apibrėžtas privalomas akcijų perleidimas. Privalomas akcijų perleidimas atitinka visų procese dalyvaujančių šalių interesus.⁶⁹⁰

⁶⁸⁷ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36.

⁶⁸⁸ Priešingai, investuotojas suinteresuotas, kad vadovas neturėtų pirmumo teisės įgyti investuotojo perleidžiamas akcijas, ir privalėtų parduoti akcijas kartu su investuotoju, šiam pasitraukiant iš bendrovės akcininkų struktūros (angl. *drag-along right*) (plg. Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 157). Akcijų nuosavybės struktūros kontrolės ir investuotojo pasitraukimo apsaugos klausimai plačiau analizuojami, atitinkamai, 5.3 ir 5.4 skyriuose.

⁶⁸⁹ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36.

⁶⁹⁰ *Ibid.* Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 151.

1. investuotojo ir bendrovės (vadovų motyvavimui skirtos akcijos turėtų visą laiką priklausyti tiems, kurie geba dirbti ir didinti bendrovės vertę);
2. pasitraukiančio vadovo (jis paprastai praranda galimybę daryti įtaką bendrovės veiklai ir gauti informaciją apie bendrovės veiklą bei finansinius rezultatus); ir
3. liekančių vadovų (jie nepageidautų, kad naudą iš jų kuriamos vertės gautų asmuo, kuris nebedalyvauja kuriant šią vertę).

Akcijos neturėtų būti privalomai perleidžiamos bendrovei ar liekantiems vadovams – investuotojas turėtų išlaikyti maksimalią taikinio akcininkų struktūros kontrolę. Be to, vadovai gali neturėti pakankamai lėšų akcijoms įsigyti, o bendrovės savų akcijų įsigijimui būtų taikoma įstatymo numatyta procedūra.⁶⁹¹ Kita vertus, ir pats investuotojas gali neturėti laisvų lėšų įgyti pasitraukiančio vadovo akcijas, nes vadovo pasitraukimo momentą ne visuomet galima numatyti. Pasitraukiančio vadovo akcijų įsigijimui palengvinti ekonomiškai tikslinga naudoti pačios bendrovės lėšas, nes bendrovė gautų naudą iš naujų ar liekančių vadovų motyvavimo šiomis akcijomis, tačiau tokiam lėšų naudojimui būtų taikomas finansinės pagalbos teisinis režimas.⁶⁹²

4.5.8.2. Atsižvelgimas į pasitraukiančio vadovo kaltę

Nuostatos dėl atsižvelgimo į pasitraukiančio vadovo kaltę (angl. *good-leaver / bad-leaver provisions*) yra sutarčių teisės priemonė, kuria nustatoma kaina akcijų, privalomai parduodamų vadovo prieš nutraukiant darbo ar kitus

⁶⁹¹ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 159. Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36.

⁶⁹² Plg. Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 161. Finansinės pagalbos teisinis režimas ir argumentai dėl jo nepagrįstumo analizuojami 3.2 skyriuje.

santykius su bendrove, atsižvelgiant į tai, ar yra vadovo kaltė dėl tokio santykių nutraukimo.⁶⁹³ Santykiai laikomi nutrauktais ne dėl vadovo kaltės (ir vadovas laikomas „nekaltu dėl savo pasitraukimo asmeniu“, angl. *good leaver*), jei vadovas miršta (kartais išskyrus savižudybę), pasiekia sutartą amžių, atleidžiamas darbdavio iniciatyva nesant darbuotojo kaltės ir t.t. Santykiai laikomi nutrauktais dėl vadovo kaltės (ir vadovas laikomas „kaltu dėl savo pasitraukimo asmeniu“, angl. *bad leaver*), jei vadovas atleidžiamas dėl darbo drausmės pažeidimo (kurio samprata gali būti gerokai platesnė už taikomą darbo teisėje); paties prašymu (kartais išskyrus atvejus, kai prašymas pateikiamas dėl bendrovės kaltės); dėl to, kad iš esmės pažeidė kitą sutartį, sudarytą su investuotoju (pvz., sutartį dėl bendro investavimo į bendrovę tvarkos MBO atveju) ir pan. Priklausomai nuo investuotojo derybinės pozicijos stiprumo, verslo etikos ir kitų veiksnių, tam tikros aplinkybės gali būti prilyginamos vadovo kaltei, pvz., aplinkybės, kad vadovas dėl ligos ilgą laiką negali dirbti arba tam tikrą ilgesnį laiko tarpą neįvykdo planų (net jei juos buvo neįmanoma įvykdyti dėl rinkos sąlygų).

Lietuvos teismų ir arbitražo praktikoje turėtų būti pripažįstama bet kokia investuotojo ir vadovo sutarta vadovo kaltės samprata, išskyrus atvejus, kai tokia samprata būtų nesuderinama su viešąja tvarka (CK 1.81 str., CK 1.137 str. 5 d., CK 6.3 str. 1 d., CK 6.31 str.).

Vadovui pasitraukiant nesant jo kaltės, privalomai vadovo parduodamų akcijų kaina paprastai yra jų rinkos kaina vadovo pasitraukimo momentu. Vadovui pasitraukiant dėl savo kaltės, privalomai vadovo parduodamų akcijų kaina gali būti jų rinkos kaina vadovo pasitraukimo momentu ar akcijų įgijimo momentu (priklausomai nuo to, kada kaina buvo mažesnė) arba dar mažesnė (pvz., jei vadovas atleidžiamas dėl to, kad nebuvo pasiekti įvykdymo planai ar pasitraukia netrukus po to, kai investuotojas įgyja taikinio akcijas).⁶⁹⁴ Akcijų

⁶⁹³ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // *International Financial Law Review*, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36.

⁶⁹⁴ *Ibid.*

kainos nustatymas pastaruoju būdu faktiškai reiškia netesybų taikymą vadovui. Tačiau netesybos gali būti netaikomos vadovui, kuris dirbo bendrovės labai pakankamai ilgą laiką (pvz., vienerius metus ar daugiau po to, kai investuotojas įgijo taikinio akcijas), nors vėliau vadovo ir bendrovės santykiai buvo nutraukti dėl vadovo kaltės. Kitaip tariant, praeityje nusipelnusiam vadovui gali būti leidžiama (ir turėtų būtų leidžiama, siekiant nedemoralizuoti kitų vadovų) parduoti akcijas už rinkos vertę vadovo pasitraukimo momentu. Tačiau, kaip minėta, nustatyti uždaro tipo bendrovių akcijų vertę sudėtinga, kadangi nėra tokių akcijų viešos rinkos.⁶⁹⁵ Rinkos vertė gali būti sutariama šalių, nustatoma bendrovės auditoriaus ar nepriklausomo turto vertintojo.⁶⁹⁶ Nustatant akcijų vertę būtų protinga netaikyti vadinamosios mažumos nuolaidos (angl. *minority discount*), t.y. neatsižvelgti į tai, kad vadovo turimos akcijos yra mažumos paketas.⁶⁹⁷ Jei pagal bendrovės akcininkų sutartį vadovui suteikiamos tam tikros teisės daryti įtaką bendrovės ir jos organų veiklai nepaisant to, kad vadovas turi tik mažumos paketą, toks neatsižvelgimas atitiks faktinę situaciją

Būtinybė pagal Lietuvos teisę sudaryti darbo sutartį su bendrovės vadovu (ABĮ 37 str. 4 d.)⁶⁹⁸ sukuria papildomų probleminių aspektų

⁶⁹⁵ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 158.

⁶⁹⁶ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36.

⁶⁹⁷ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 161.

⁶⁹⁸ Bet žr. įstatymų leidėjo ketinimą sukurti galimybę pasirinkti, ar su bendrovės vadovu sudaryti darbo ar civilinę sutartį (Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2, 4, 7, 10, 11, 12, 14, 17, 18, 26, 26(1), 32, 34, 35, 37, 41, 45, 47, 48, 52, 53, 57, 62, 63, 65, 72, 73, 74, 75, 77, 78 straipsnių pakeitimo ir papildymo bei Įstatymo papildymo 41(1) straipsniu įstatymo projektas. Nr. XIP-1340, 2009 m. lapkričio 2 d. // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=356693 [2009-12-28]; Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2, 4, 7, 10, 11, 12, 14, 17, 18, 26, 26(1), 32, 34, 35, 37, 41, 45, 47, 48, 52, 53, 57, 62, 63, 65, 72, 73, 74, 75, 77, 78 straipsnių pakeitimo ir papildymo bei Įstatymo papildymo 41(1) straipsniu įstatymo projekto aiškinamasis raštas // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=356709 [2009-12-28]).

Kadangi neaišku, ar ši iniciatyva bus realizuota keičiant ABĮ, civilinės sutarties su vadovu sudarymo implikacijos šiame darbe toliau nenagrinėjamos (plg. velėsnę įstatymo projekto redakciją, kurioje siūlymo dėl vadovo civilinės sutarties nebėra (Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2, 4, 7, 10, 11, 12, 14, 17, 18, 26, 26(1), 32, 34, 35, 37, 41, 45, 47, 48, 53, 57, 62, 63, 65, 72, 73, 74, 75, 77, 78 straipsnių pakeitimo ir papildymo bei Įstatymo

sprendžiant klausimą dėl su akcijomis mokamo atlyginimo mokėjimo bendrovę paliekančiam vadovui. Remiantis DK 140 str. 2 d., išeitinė išmoka vadovui siejama su jo vidutinio darbo užmokesčio dydžiu, kuris nustatomas Vyriausybės nustatyta tvarka (DK 204 str., LR Vyriausybės 2003 m. gegužės 27 d. nutarimas Nr. 650⁶⁹⁹). Be kita ko, nustatant vidutinio darbo užmokesčio dydį, atsižvelgiama į priedus ir priemokas prie mėnesinių algų, taip pat į kitas išmokas, tiesiogiai susijusias su darbu, numatytas darbo sutartyse (Nutarimo 3.3 p.), tačiau neatsižvelgiama į išmokas pagal civilines sutartis (Nutarimo 5.7 p.). Dėl su akcijomis siejamo atlyginimo nėra pasisakoma, nors tam tikrais atvejais šis atlyginimas gali būti didelis ir lemti neproporcingai didelę vadovo išeitinę išmoką. Todėl teisės aktuose turėtų būti patvirtinta ar teismų praktikoje laikomasi nuomonės, kad į su akcijomis siejamą atlyginimą neatsižvelgiama skaičiuojant išeitines išmokas, numatytas teisės aktuose ar darbo sutartyje (jei sutartyje nenumatyta kitaip).⁷⁰⁰

Jei vadovas nutraukia santykius su bendrove dar neįvykus atidedamajai sąlygai, kuri suteiktų jam teisę gauti numatytą su akcijomis siejamą atlyginimą, investuotojo požiūriu, vadovas neturėtų turėti sutartinės teisės gauti visą ar dalį tokio atlyginimo, neatsižvelgiant, ar yra vadovo kaltė dėl santykių su bendrove nutraukimo. Tokio atlyginimo ar jo dalies gavimas prieštarautų su akcijomis siejamo atlyginimo vienam pagrindinių tikslų – vadovo motyvavimui vadovo, bendrovės ir investuotojo interesais.⁷⁰¹ Pateikiama nuomonių, kad vadovui nutraukiant santykius su bendrove nesant jo kaltės, su akcijomis siejamas atlyginimo dalis turėtų būti išmokama ir neįvykus atidedamajai sąlygai, jei

papildymo 41(1) straipsniu įstatymo projektas. Nr. XIP-1340(2), 2009 m. gruodžio 7 d. // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=360117 [2009-12-28]).

⁶⁹⁹ Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2003 m. gegužės 27 d. nutarimas Nr. 650 „Dėl darbuotojo ir valstybės tarnautojo vidutinio darbo užmokesčio apskaičiavimo tvarkos aprašo patvirtinimo“. // Valstybės žinios, 2003, Nr. 52-2326.

⁷⁰⁰ Plg. European Commission, Enterprise Directorate General. Employee stock options: the legal and administrative environment for employee stock options in the EU. Final report of the Expert Group. 2003. P. 53.

⁷⁰¹ Plg. *Ibid.*

terminas, per kurį šį sąlyga turi įvykti, yra neįprastai ilgas.⁷⁰² Atlyginimo neišmokėjimas tokiomis atvejais gali būti laikomas vadovo teisės pasirinkti kitą veiklą ribojimu.⁷⁰³

⁷⁰² Plg. *Ibid.*

⁷⁰³ Picot G. Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration. Houndmills: Palgrave, 2002. P. 306.

5. Privataus kapitalo investicijos apsaugos priemonės

5.1. Investicijos apsaugos priemonių samprata ir rūšys

Investuotojo aktyvumas, nukreiptas į investicijos apsaugą, 2.1.5 skyriuje išskirtas kaip vienas būdingų privataus kapitalo sandorių požymių. Kaip ir investuotojo bei bendrovės vadovų interesų derinimo klausimas, investicijos apsaugos klausimas yra svarbus pačiai privataus kapitalo sandorio esmei, kadangi be šių klausimų tinkamo išsprendimo negalima efektyviai siekti sandorio pagrindinio tikslo – užtikrinti bendrovės vertės didėjimo ir investuotojo gražos pasitraukiant iš bendrovės. Galima teigti esant susiformavusią tam tikrų priemonių, kurias privataus kapitalo investuotojai paprastai taiko po sandorių užbaigimo siekdami apsaugoti savo investiciją, taikymo praktiką. Tokios priemonės toliau vadinamos **investicijos apsaugos priemonėmis**. Privataus kapitalo investicijos apsaugos priemonės, nustatomos sutartimis – veiksmingas bendrovių teisės taisyklių pakaitalas reguliuojant santykius tarp investuotojo ir kitų bendrovės akcininkų ir užpildant bendrovių teisės spragas. Privataus kapitalo sandorių praktikoje suformuluotos ir išstobulintos sutartinės investicijos apsaugos priemonės kai kurių autorių laikomos „sutarčių teisės atsaku į fundamentalias bendrovių teisės problemas“.⁷⁰⁴

Investicijos apsaugos priemonės gali būti skirstomos pagal tikslus, kurių siekiama jas taikant. Šiuo požiūriu gali būti išskiriamos tokios pagrindinės investicijos apsaugos priemonių grupės:

1. priemonės bendrovės veiklos priežiūrai užtikrinti (pvz., bendrovės valdymo organų skyrimo (išrinkimo) kontrolė, bendrovės organų

⁷⁰⁴ Išsamiau žr., pvz., Smith D. G. The Venture Capital Company: A Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance? // Tennessee Law Review, Vol. 65, No. 108, 1997.

- sprendimų priėmimo kontrolė, informacijos apie bendrovę teikimo investuotojui užtikrinimas);
2. akcijų nuosavybės struktūros kontrolė; ir
 3. priemonės investuotojo pasitraukimui užtikrinti (pvz., investuotojo turima prijungimo teisė).

Kaip minėta 4.3.4.2 skyriuje, užbaigus privataus kapitalo sandorį bendrovė gali turėti daugiau negu vieną akcininką arba bendrovės vienintelis akcininkas – SPV – gali turėti daugiau negu vieną akcininką. Priklausomai nuo taikinio ar SPV akcininkų skaičiaus po sandorio užbaigimo, investuotojas gali naudoti skirtingas investicijos apsaugos priemones. Tam tikros priemonės veiksmingos nepriklausomai nuo akcininkų skaičiaus po sandorio (t.y. gali būti naudojamos ir kai yra vienintelis akcininkas) – tai bendrovės organų sprendimų priėmimo kontrolė, informacijos apie bendrovę teikimo investuotojui užtikrinimas. Kitos priemonės turi prasmę tik kai bendrovės akcininkų po sandorio užbaigimo yra daugiau nei vienas – tai bendrovės valdymo organų skyrimo (išrinkimo) kontrolė, akcijų nuosavybės struktūros kontrolė bei pasitraukimo apsauga.

Atskirą investicijos apsaugos priemonių grupę sudaro akcijų pardavėjo ir bendrovės vadovų įsipareigojimai tam tikroje teritorijoje tam tikrą laiką po privataus kapitalo sandorio užbaigimo nekonkuruoti su investuotoju ar bendrove tam tikrose komercinės veiklos srityse.⁷⁰⁵ Nekonkuravimo įsipareigojimai ir jų įgyvendinamumas, kaip didžiąja dalimi civilinės teisės, konkurencijos teisės ir darbo teisės dalykas, šiame darbe plačiau neanalizuojami.

⁷⁰⁵ Kaplan S.N. et al. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts// Review of Economic Studies, No. 70, 2003. P. 292. Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36. Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1160.

Toliau aptariamos privataus kapitalo investicijos apsaugos priemonių pagrindinės rūšys pagal jų turinį.

5.2. Bendrovės veiklos priežiūros užtikrinimas

5.2.1. Bendrovės valdymo organų skyrimo (išrinkimo) kontrolė

Investuotojo teisė nominuoti ir rinkti daugumą valdybos narių ir skirti vadovą būtina siekiant užtikrinti bendrovės vadovų veiklos priežiūrą ir įsipareigojimų nesudaryti sandorių be investuotojo pritarimo, teikti investuotojui informaciją apie bendrovės veiklą ir kitų įsipareigojimų vykdymą.⁷⁰⁶ Iš savo nominuotų valdymo organų narių⁷⁰⁷ gaudamas informaciją apie bendrovės veiklą investuotojas papildomai motyvuoja bendrovės vadovus, nes gali įvertinti vadovų veiklos rezultatus ir nuspręsti, ar vadovus skatinti, ar taikyti nuobaudas⁷⁰⁸ (prireikus – nušalinti⁷⁰⁹).

Įstatymas numato specialią valdybos narių rinkimo tvarką (ABĮ 31 str. 3 d.), kuri leidžia akcininkams turėti savo nominuotų narių valdyboje proporcingai turimų akcijų suteikiamų balsų skaičiui. Tačiau valdybos sprendimų priėmimas reglamentuojamas siekiant apginti mažumos akcininko interesus. Valdyba gali priimti sprendimus ir jos posėdis laikomas įvykusi, kai

⁷⁰⁶ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36. Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 96. Stevenson S.W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1155. Plačiau žr., pvz.: Smith D. G. The Venture Capital Company: A Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance? // Tennessee Law Review, Vol. 65, No. 108, 1997.

⁷⁰⁷ Jei investuotojo nominuotas valdybos narys nėra jo darbuotojas ar kitaip artimai susijęs asmuo, investuotojas papildomai gali siekti teisės siūsti į valdybos posėdžius stebėtoją, t.y. asmenį, kuriam nesuteikiama balso teisė, bet suteikiama teisė dalyvauti valdybos posėdžiuose ir gauti informaciją (plg. Speechly Bircham. Private equity shareholder agreements. 2003. // http://www.speechlys.com/private_equity_publications [2009-06-03]).

⁷⁰⁸ Cotter J. F. et al. The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist. 1999-07. P. 29. // <http://jfe.rochester.edu/99364.pdf> [2009-05-31]

⁷⁰⁹ Investuotojo galimybė nušalinti bendrovės vadovus praktikoje gali būti ribota, turint omenyje tai, kaip tokie veiksmai gali sutrikdyti verslą, ir atsižvelgiant į galimus naujos vadovų komandos paieškos kaštus, įskaitant investuotojo dėmesio atitraukimą nuo kitų portfelio bendrovių (Smith D. G. The Venture Capital Company: A Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance? // Tennessee Law Review, Vol. 65, No. 108, 1997. P. 133).

jame dalyvauja daugiau kaip 2/3 valdybos narių, jei bendrovės įstatuose nenustatytas didesnis dalyvaujančių posėdyje šių narių skaičius (ABĮ 35 str. 4 d.). Tokiu būdu mažumos akcininkas turi galimybę kontroliuoti valdybos posėdžio kворumą ir sprendimų priėmimą. Išrinkti didesnę investuotojo nominuotų asmenų skaičių nei proporcingas jo turimų akcijų suteikiamų balsų skaičiui, investuotojas gali tik sudaręs balsavimo sutartį su kitais akcininkais (CK 2.88 str.). Vietoj daugumos valdybos narių nominavimo kontrolės, mažumos investuotojas gali pasiekti, kad jo nominuotas valdybos narys tam tikrais svarbiausiais bendrovės veiklos klausimais turėtų veto teisę (arba tam tikri sprendimai būtų priimami vienbalsiai – tokiu atveju visi akcininkai netiesiogiai turėtų veto teisę).⁷¹⁰

Aiškios valdymo organų narių nominavimo taisyklės reguliuoja santykius tarp akcininkų. Tačiau tarp akcininko nominuoto valdymo organo nario ir bendrovės egzistuoja interesų konfliktas: bendrovės interesai gali nesutapti su valdymo organo narių paskyrusio akcininko interesais.⁷¹¹ Bendrovės nemokumo atveju atsiranda papildomas interesų konfliktas, kadangi ir bendrovės kreditorių interesai gali nesutapti su valdymo organo narių paskyrusio akcininko interesais. Dėl to nominuoto valdymo organo nario įsipareigojimas visais atvejais priimti sprendimus pagal jį nominavusio akcininko nurodymus gali tam tikrais atvejais lemti vadovo fiduciarinių pareigų bendrovei pažeidimą.⁷¹² Pagal Jungtinės Karalystės teismų praktiką⁷¹³ akcininko nominuoti direktoriai privalo vykdyti savo kaip direktorių pareigas nepriklausomai nuo to, ar toks pareigų vykdymas suderinamas su juos paskyrusio akcininko interesais, ir tokių direktorių atsakomybė negali būti

⁷¹⁰ Veto teisės problemos detaliau aptariamos 5.2.3 skyriuje.

⁷¹¹ Hollander S. et al. *Conflicts of interest*. London: Sweet and Maxwell, 2008. P. 139

⁷¹² *Ibid.*

⁷¹³ Žr., pvz., sprendimus bylose *Kuwait Asia Bank EC v. National Mutual Life Nominees Ltd* (1991 1 A.C. 187 PC); *Boulting v. Association of Cinematograph Television and Allied Technicians* (1963) 2 QB 606; *Berlei Hestia (NZ) Limited v. Fernyhough* [1980] 2 N.Z.L.R. 150.

mažinama dėl to, kad pažeisdami savo, kaip direktorių, pareigas jie vadovavosi juos paskyrusio akcininko instrukcijomis.⁷¹⁴ Pvz., nominuotas valdymo organo narys neturi teisės be bendrovės sutikimo perduoti bendrovės turimą informaciją jį paskyrusiam akcininkui.⁷¹⁵ Lietuvos bendrovių teisės požiūriu, šiuo atveju būtų taikoma išimtis ABĮ 18 str. 1 d. numatytiems dokumentams, su kuriais turi teisę susipažinti visi bendrovės akcininkai, taip pat atvejams, kai akcininkas, turėdamas ar valdydamas daugiau kaip pusę akcijų ir pateikęs bendrovei jos nustatytos formos rašytinį įsipareigojimą neatskleisti komercinės paslapties, turi teisę susipažinti su visais bendrovės dokumentais. Turėtų būti kiekvienu konkrečiu atveju vertinama, ar tuo, kad nominuotasis asmuo perduoda bendrovės informaciją, bendrovei, kitiems bendrovėms akcininkams, bendrovės kreditoriams daroma žala. Be to, turi būti pripažįstama visų akcininkų ir bendrovės teisė susitarti, kad valdymo organų nariai turi teisę perduoti bendrovės informaciją juos nominavusiam akcininkui (toks susitarimas detaliau aptariamas 5.2.2 skyriuje).

Investuotojui svarbu kontroliuoti ne tik bendrovės valdymo organų narių, bet ir svarbiausiųjų vadovų, kurie nėra valdymo organų nariai, skyrimą, atleidimą iš pareigų, jų atlyginimo nustatymo bei skatinimo klausimus.⁷¹⁶ Investuotojas to gali pasiekti bendrovės įstatuose ar vidaus dokumentuose (pvz., vadovo pareiginiuose nuostatuose) nustatydamas reikalavimą gauti išankstinį investuotojo, kaip akcininko, ar jo kontroliuojamos valdybos pritarimą sprendimams dėl minėtų klausimų.

⁷¹⁴ Hollander S. et al. *Conflicts of interest*. London: Sweet and Maxwell, 2008. P. 139.

⁷¹⁵ *Ibid.* P. 160.

⁷¹⁶ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // *Duke Law Journal*, Vol. 51, 2001, P. 1159.

5.2.2. Informacijos teikimo investuotojui užtikrinimas

Kaip minėta 4.4.2 skyriuje, egzistuoja investuotojo ir bendrovės vadovų turimos informacijos apie bendrovės veiklą asimetrija. Investicijai apsaugoti svarbu, kad investuotojui būtų periodiškai teikiama finansinė ir kita su bendrovės veikla susijusi informacija, pvz., vadovų mėnesio ataskaitos, konkretaus laikotarpio tarpinės finansinės atskaitomybės.⁷¹⁷ Gauti finansinę ir komercinę bendrovės informaciją dažniau nei nustato įstatymo normos, reglamentuojančios tokios informacijos pateikimą akcininkams, investuotojui dažnai būtina ir tam, kad galėtų tinkamai atsiskaityti fondo investuotojams.⁷¹⁸

Informacijos pateikimo reikalavimas turi ypatingą reikšmę, kai investuotojo turima bendrovės akcijų dalis neviršija pusės (kas suteiktų investuotojui teisę ABĮ 18 str. 1 d. nustatytais sąlygomis susipažinti su visais bendrovės dokumentais). Tačiau net investuotojui turint daugumą bendrovės akcijų gali susidaryti situacija, kai investuotojas susidurs su sunkumais gauti visą reikiamą informaciją (pvz., bendrovės vadovas yra ne investuotojo nominuotas asmuo). Siekdami išspręsti šią problemą, visi akcininkai ir bendrovė turi teisę iš anksto neterminuotai susitarti, kad visa ar dalis bendrovės informacijos gali būti valdymo organų narių laisvai perduodama juos nominavusiam akcininkui. Toks susitarimas svarbus informaciją perduodančiam valdymo organo nariui siekiant būti užtikrintam, kad neatlieka neteisėtų veiksmų. Sutartimi gali būti nustatoma, kad joje numatytas konfidencialumo įsipareigojimas bus taikomas visiems vėlesniems akcininkų

⁷¹⁷ Dwyer M. Management buyouts. London, Sweet and Maxwell, 1997. P. 97. Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36. Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 97. Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1156. Speechly Bircham. Private equity shareholder agreements. 2003. // http://www.speechlys.com/private_equity_publications [2009-06-03]

⁷¹⁸ EVCA. EVCA Corporate Governance Guidelines. 2005 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 7.

reikalavimams pateikti bet kokius bendrovės dokumentus. Kadangi pagal bendrą taisyklę sutartys negalioja tretiesiems asmenims (CK 6.189 str., 6.190 str.),⁷¹⁹ bendrovė turėtų tapti minėtos sutarties šalimi ta apimtimi, kuria ji patvirtintų priimanti sutartyje numatytą konfidencialumo įsipareigojimą kaip pakankamą ABĮ 18 str. prasme. Tokio patvirtinimo pakaktų ir interesų konfliktui tarp nominuoto valdymo organo nario ir bendrovės pašalinti (žr. 5.2.1 skyrių). Svarbu, kad profesinės etikos taisyklės įpareigoja privataus kapitalo investuotoją laikyti bendrovės informaciją konfidencialia ir nenaudoti jos bendrovei žalingu būdu.⁷²⁰

Pernelyg dideli informacijos pateikimo įpareigojimai gali investuotojo nenaudai varžyti bendrovės veiklą, t.y. nuo tiesioginės veiklos perkelti bendrovės išteklius informacijos pateikimo įpareigojimui vykdyti,⁷²¹ ir pažeisti investuotojui taikomus profesinės etikos reikalavimus.⁷²² Pažymėtina, kad bendrovės vadovų turima informacija apie bendrovę, būtina investicijos apsaugai iškart po privataus kapitalo sandorio užbaigimo, gali būti gauta iki sandorio sudarymo vadovų patvirtinimų ir garantijų akcijų pirkimo-pardavimo sutartyje forma.⁷²³

Sutarčių teisės priemonėmis turėtų būti nustatyta reali vadovų atsakomybė už informacijos nepateikimą (pvz., su akcijomis siejamo atlyginimo mažinimas). Pagrįstų reikalavimų teikti informaciją investuotojui,

⁷¹⁹ Mikelėnas V. Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras. Šeštoji knyga. Prievolių teisė I. Vilnius: Justitia, 2003. P. 245.

⁷²⁰ Žr., pvz., EVCA Bendrovių valdymo gairių 3.7 punktą (EVCA. EVCA Corporate Governance Guidelines. 2005 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 5), EVCA Etikos kodekso 3.5 punktą (EVCA. EVCA Code of Conduct. 2008 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 4).

⁷²¹ Speechly Bircham. Private equity shareholder agreements. 2003. // http://www.speechlys.com/private_equity_publications [2009-06-03]

⁷²² Žr., pvz., EVCA Bendrovių valdymo gairių 4.3 punktą (kuriame investuotojui rekomenduojama susitarti su bendrovės vadovais dėl įstatymo nereikalaujamo informacijos pateikimo našiai naudojant bendrovės resursus) (EVCA. EVCA Corporate Governance Guidelines. 2005 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12]. P. 7).

⁷²³ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 35-36.

numatytų vadovo darbo sutartyje ar pareiginiuose nuostatuose, nevykdymas turėtų būti laikomas darbo drausmės pažeidimu ir suteikti galimybę taikyti “*bad leaver*” režimą nutraukiant darbo ar paslaugų teikimo santykius su vadovu (žr. 4.5.8 skyrių).

5.2.3. Bendrovės organų sprendimų priėmimo kontrolė

Akcininkai gali kontroliuoti bendrovės organų sprendimų priėmimą aktyviai ir pasyviai.

Aktyvi sprendimų priėmimo kontrolė pasireiškia tuo, kad tam tikras sprendimas įtraukiamas į visuotinio akcininkų susirinkimo kompetenciją, ir sprendimo priėmimui nustatomas kvalifikuotos balsų daugumos reikalavimas. Tam tikriems itin svarbiems, strateginiams akcininkų sprendimams gali būti nustatoma konkretaus akcininko veto teisė arba sprendimą reikalaujama priimti vienbalsiai (t.y. visiems akcininkams suteikiama veto teisė⁷²⁴). Jei konkretaus sprendimo priėmimas yra akivaizdžiai valdymo organo kompetencija, jo priėmimas gali būti patikėtas valdymo organui, kurį akcininkas kontroliuoja pasinaudodamas teise nominuoti jo narius (žr. 5.2.1 skyrių). Tokiu atveju akcininkas vykdo netiesioginę aktyvią sprendimų priėmimo kontrolę.

Pasyvi sprendimų priėmimo kontrolė pasireiškia šiomis formomis:

1. tam tikriems valdymo organų sprendimams nustatomas akcininkų pritarimo reikalavimas;
2. tam tikriems vienasmenio valdymo organo sprendimams nustatomas kolegialaus valdymo organo pritarimo reikalavimas (jei akcininkas kontroliuoja šį organą pasinaudodamas teise nominuoti jo narius – vykdo netiesioginę pasyvią sprendimų priėmimo kontrolę).

⁷²⁴ Veto teisė – probleminė taisyklė, nes suteikia galimybę nesąžiningam akcininkui, mainais už jo pritarimą tam tikrai naudingai bendrovės veiklai, reikalauti nepagrįstų nuolaidų iš kitų akcininkų (Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1158). Pvz., veto teisės įstatinio kapitalo didinimo atveju suteikimas mažumos akcininkui gali apsunkinti reikalingo bendrovei finansavimo papildomų įnašų forma. (Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36.) Be to, veto teisės įgyvendinimas gali atvesti akcininkus į aklavietės situaciją, kuomet akcininkas faktiškai užkerta kelią priimti būtinus bendrovės veiklai sprendimus (Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1158).

Valdymo klausimų, kurių sprendimą investuotojui tikslinga kontroliuoti, sritis skiriasi priklausomai nuo bendrovės veiklos sektoriaus, numatomų vykdyti projektų ir kitų veiksmų. Pvz., kvalifikuotos visuotinio akcininkų susirinkimo balsų daugumos reikalavimas priimant sprendimą sudaryti didelės vertės rangos sutartis tikslingas statybos bendrovėje, tačiau gali būti beprasmiškas, jei bendrovė užsiima kitos rūšies veikla.

Kaip minėta, akcininkas, net neturėdamas bendrovės visuotiniame susirinkime balsų daugumos, pakankamos priimti jam svarbius sprendimus, gali turėti veto teisę dėl šių sprendimų priėmimo.⁷²⁵ Tokie sprendimai paprastai yra sprendimai dėl bendrovės reorganizavimo; bendrovės sandorių su daugumos akcininku ar su juo susijusiais asmenimis, pvz., jo kontroliuojama kita bendrove; didelės vertės turto pardavimo ir pan.⁷²⁶ Nors privataus kapitalo investuotojas visų pirma siekia naudoti iš bendrovės akcijų vertės padidėjimo, jam svarbu kontroliuoti ir sprendimo skirstyti bendrovės pelną priėmimą (pvz., siekiant turėti galimybę įvykdyti dividendų rekapitalizavimą ar užkirsti kelią daugumos akcininko pageidaujama pelno paskirstymui, kai investuotojas tą laiko esant netikslingu).⁷²⁷

Investuotojui ypač svarbu kontroliuoti sudarymą sandorių, kuriems įstatymas nereikalauja pritarimo kvalifikuota balsų dauguma visuotiniame akcininkų susirinkime ar valdyboje. ABĮ nenumato tokių reikalavimų daugeliui sandorių, kurie gali turėti esminį poveikį bendrovės finansinei būklei, pvz., paskolos ėmimui (nepriklausomai nuo dydžio), nematerialaus turto perleidimui ar licencijavimui, paramos (labdaros) skyrimui, turto nuomai (kai bendrovė yra

⁷²⁵ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1158.

⁷²⁶ *Ibid.* P. 1157.

⁷²⁷ *Ibid.* P. 1163.

nuomininkas),⁷²⁸ sandoriams su asmenimis, susijusiais su vienu iš akcininkų ar valdymo organų narių. Toks reguliavimas neturėtų būti laikomas teisinio reguliavimo spraga, kiek tai susiję su profesionalaus investuotojo interesais. Investuotojas pats įvertina, kurių sandorių sudarymą jis pageidauja kontroliuoti, kadangi nepagrįstas investuotojo pritarimo reikalavimas gali be reikalo (ir paties investuotojo nenaudai) suvaržyti valdymo organų narių veiklą priimant bendrovės kasdienio valdymo sprendimus. Pvz., nustačius per žemą sandorio sumos slenkstį, investuotojas patirtų nereikalingas laiko ir kitas sąnaudas analizuodamas didelį skaičių sandorių tam, kad galėtų priimti pagrįstą sprendimą, ar jiems pritari, ir faktiškai vykdytų valdymo organo funkcijas.

Investuotojas gali kontroliuoti valdymo organų sprendimų priėmimą ne tik reikalaujamas jo išankstinio pritarimo, bet ir įvairiomis sutarčių teisės priemonėmis, pvz.:

1. rengdamas vadovų atlyginimo paketus, kuriuose atlyginimo dydis priklauso nuo bendrovės veiklos rezultatų, tokiu būdu suderindamas savo ir vadovų interesus;⁷²⁹
2. reguliuodamas vadovo pasitraukimo iš bendrovės pasekmes priklausomai nuo to, ar dėl pasitraukimo yra vadovo kaltės;⁷³⁰
3. nustatydamas taikinio vadovų pareigą apdrausti savo civilinę atsakomybę.⁷³¹

⁷²⁸ Plg. Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 97; Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36.

⁷²⁹ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1159. 4.5 skyriuje pateikiama detali investuotojo ir vadovų interesų derinimo su akcijomis siejamu atlyginimu analizė.

⁷³⁰ Detaliau žr. „good leaver“ ir „bad leaver“ nuostatų apžvalgą 4.5.8 skyriuje.

⁷³¹ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 36.

5.3. Akcijų nuosavybės struktūros kontrolė

Jeigu investuotojas tiesiogiai ar netiesiogiai (per SPV) turi mažiau nei 100 procentų bendrovės akcijų, investicijai apsaugoti būtina akcijų nuosavybės struktūros kontrolė. Kitaip tariant, investuotojas turi turėti galimybę kontroliuoti, kas gali tapti bendrovės akcininku.⁷³² Yra kelios priežastys, dėl kurių investuotojui svarbu, kokia yra akcijų nuosavybės struktūra.⁷³³

1. jei esamas kitas akcininkas ar trečiasis asmuo vienas įgytų naujai išleistų bendrovės akcijų, investuotojo procentinė dalis akcijų nuosavybės struktūroje sumažėtų (o tai gali lemti, pvz., mažesnę investuotojo akcijų pardavimo kainą ateityje);

2. jei esamas akcininkas įgytų akcijų iš kito esamo akcininko, gali būti suardytas nusistovėjęs akcininkų sprendimų priėmimo galios balansas;

3. žala, kurią investuotojui gali padaryti naujai atsiradusio mažumos akcininko galimas piktnaudžiavimas akcininko teisėmis (pvz., teise į informaciją);

4. žala, kurią investuotojui gali padaryti jam nepažįstamo naujojo mažumos akcininko, kurio elgesio investuotojas negali prognozuoti, siekimas savo tikslų, nors ir nepiktnaudžiaujant savo teisėmis (pvz., akcininkas juridinis asmuo gali būti prijungtas prie kito juridinio asmens);

5. žala, kurią bendrovei ar investuotojui gali padaryti asmuo, kurio tapimas tiesioginiu ar netiesioginiu bendrovės akcininku investuotojui

⁷³² Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 291.

⁷³³ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1160-1161.

nepageidautinas, pvz., bendrovės esamas ar potencialus konkurentas, siekiantis įgyti bendrovės akcijų tam, kad eliminuotų ją kaip konkurentą;⁷³⁴

6. bendrovės ir investuotojo nauda, prarasta tais atvejais, kai bendrovės akcijos, suteiktos bendrovės vadovui motyvuoti, atitenka asmeniui, kurio akcijų turėjimas nemotyvuoja, nes nebūdamas bendrovės vadovas jis negali tiek prisidėti prie bendrovės veiklos didinimo, arba akcijos atitenka asmeniui, kuris pasyvus dėl subjektyvių priežasčių (pvz., mirusio akcininko įpėdinis nesugeba ar nenori aktyviai dalyvauti didinant bendrovės vertę) ar objektyvių priežasčių (pvz., akcininkas išeina į pensiją, tampa neįgalus).

Pagrindinės akcijų nuosavybės struktūros kontrolės priemonės yra:

1. akcijų perleidimo apribojimai;
2. akcijų pirkimo opcionai ir pardavimo opcionai;
3. apsauga prieš akcininko procentinės dalies bendrovės įstatiniame kapitale mažinimą (angl. *anti-dilution protection*).⁷³⁵

Toliau aptariamos akcijų perleidimo apribojimų bei akcijų pirkimo opcionų ir pardavimo opcionų sampratos ir jų pagrindiniai probleminiai bendrovių teisės aspektai, reikšmingi privataus kapitalo sandorių kontekste.

⁷³⁴ Platt C. A. The Right of First Refusal in Involuntary Sales and Transfers by Operation of Law. // Baylor Law Review, Vol. 48, No. 1197. P. 1208.

⁷³⁵ Lietuvos teisėje numatyta apsauga prieš akcininko dalies mažinimą – sprendimas atšaukti visiems akcininkams pirmumo teisę įsigyti bendrovės išleidžiamų konkrečios emisijos akcijų ar bendrovės išleidžiamų konkrečios emisijos konvertuojamųjų obligacijų priimamas ne mažesne kaip 3/4 visuotiniame akcininkų susirinkime dalyvaujančių ir turinčių balsavimo teisę sprendžiant šį klausimą akcininkų akcijų suteikiamų balsų dauguma (ABĮ 28 str. 2 d.). Įstatai (taip pat akcininkų sutartis) gali numatyti ir didesnę balsų daugumą, reikalingą šiam sprendimui priimti (ABĮ 28 str. 3 d.). Mažesnę nei 1/4 balsų daugumą suteikiančių bendrovės akcijų turėtojas neatitinka tipiško privataus kapitalo investuotojo išpirkimo stadijoje sampratos, todėl akcininko procentinės dalies bendrovės įstatiniame kapitale mažinimo problema toliau nenagrinėjama.

5.3.1. Akcijų perleidimo apribojimai

5.3.1.1. Akcininko pirmumo teisė įsigyti perleidžiamų bendrovės akcijų

Įstatymo numatyta pirmumo teisė įsigyti visas parduodamas bendrovės akcijas (ABĮ 47 str. 2 d.) yra pagrindinis akcijų perleidimo apribojimas.⁷³⁶ Galima išskirti du pagrindinius pirmumo teisės instituto tikslus:⁷³⁷

1. Sumažinti bendrovės dalyvių skaičių (tai lemia efektyvesnį ir patogesnį bendrovės strateginį valdymą, kurį įgyvendina bendrovės akcininkai, ir mažesnę akcininkų tarpusavio nesutarimų tikimybę).
2. Bendrovės strateginį valdymą išlaikyti tarp jau bendrovės kapitale dalyvaujančių ir bendrovės verslą gerai pažįstančių asmenų („kapitalo uždarumas“). Uždaro tipo bendrovės verslo sėkmė dažnai priklauso nuo to, ar išlaikomas pasitikėjimu grindžiamas akcininkų interesų balansas.

⁷³⁶ Galimas ir platesnis akcijų perleidimo ribojimo supratimas, į kurį įtraukiamos, pvz., tokios kategorijos:

1. akcininko pareiga prieš perleidžiant akcijas pirmiausia pasiūlyti jas įgyti kitiems bendrovės akcininkams, bendrovei ar kitiems asmenims;
2. akcijų neperleidžiančio akcininko, bendrovės ar kito asmens pareiga įgyti akcininko perleidžiamas akcijas;
3. akcininko pareiga prieš perleidžiant akcijas gauti išankstinį bendrovės, kito akcininko ar kito asmens pritarimą akcijų perleidimui, jei toks reikalavimas nėra aiškiai neprotingas;
4. draudimas akcininkui perleisti akcijas konkreitiems asmenims ar jų kategorijoms, jei toks draudimas nėra aiškiai neprotingas

(plg. Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law of the American Bar Association. Model Business Corporation Act, 3rd edition, 2002, §6.27(d); Delaware General Corporation Law (2009 m. gegužės 22 d. redakcija) §202(c)).

⁷³⁷ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. gegužės 5 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-168/2009 (nuasmeninta). Bainbridge S. M. Corporation law and economics. New York: Foundation press, 2002. P. 811, 834.

Pasitikima konkrečiu asmeniu, todėl akcininkui svarbi kitų akcininkų tapatybė (vadinamoji *delectus personae* doktrina⁷³⁸).

Atsižvelgiant į šiuos visuomenei naudingus akcininko pirmumo teisės įgyti parduodamas bendrovės akcijas instituto tikslus, jis nepažeidžia konstitucinių nuosavybės neliečiamumo ir ūkinės veiklos laisvės principų (Lietuvos Respublikos Konstitucijos 23 str., 46 str. 1 d.).⁷³⁹

Tačiau pirmumo teisę nustatanti ABĮ norma dispozityvi,⁷⁴⁰ todėl pirmumo teisė gali būti visų bendrovės akcininkų sutarimu jų tarpusavio

⁷³⁸ Nicholson B. The fiduciary duty of close corporation shareholders: a call for legislation. // American Business Law Journal, Vol. 30, No. 3, P. 517. Bitė V., Kiršienė J. Akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės įsigyti parduodamas akcijas teisinis vertinimas. // Jurisprudencija: Nr. 5(107), 2008. P. 63. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. gruodžio mėn. 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-587/2009 (nuasmeninta).

⁷³⁹ Plg. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo bendrą išvadą, kad „pirmumo teisės esant tam tikroms sąlygoms nustatymas atitinkamiems subjektams savaime nepaneigia Konstitucijos 23 straipsnyje įtvirtintos nuosavybės teisės [...], taip pat ir Konstitucijos 46 straipsnio 1 [...] [dalies] reikalavimų“ (Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2000 m. spalio 18 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo, Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymo 5 straipsnio 3 dalies atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir dėl Lietuvos Respublikos Seimo nutarimo „Dėl strateginio investuotojo pripažinimo“ atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir Lietuvos Respublikos nacionalinio saugumo pagrindų įstatymui“). Plg. taip pat Platt C. A. The Right of First Refusal in Involuntary Sales and Transfers by Operation of Law. // Baylor Law Review, Vol. 48, No. 1197. P. 1209.

⁷⁴⁰ Plg. ABĮ 47 str. 2 d. (kuri nustato, kad „pirmumo teisę įsigyti visas parduodamas uždarosios akcinės bendrovės akcijas turi akcininko pranešimo apie ketinimą parduoti akcijas gavimo uždarojoje akcinėje bendrovėje dieną buvę jos akcininkai, jeigu įstatuose nenustatyta kitaip“). Galima sutikti su Lietuvos doktrinoje išsakyta nuomone, kad šios neaiškios normos paskutiniai žodžiai „jeigu įstatuose nenustatyta kitaip“ reiškia galimybę akcininkams įstatuose apibrėžti akcininką, kuris turi pirmumo teisę, ir įstatymų leidėjas neketino šiuo atveju specialiai pasisakyti dėl galimybės įstatuose numatyti, jog pirmumo teisė apskritai netaikoma (Bitė V., Kiršienė J. Akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės įsigyti parduodamas akcijas teisinis vertinimas. // Jurisprudencija: Nr. 5(107), 2008. P. 64). Tačiau normos dispozityvumas gali būti konstatuojamas ir nesant dėl jo konkrečių nuorodų normos tekste, o esant abejonių turi būti konstatuojamas teikiant prioritetą dispozityvumo principui prieš imperatyvumo principą (žr., pvz., Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2008 m. liepos 4 d. nutartį civilinėje byloje Nr. 3K-3-354/2008 (nuasmeninta), kur dispozityvumo principas įvardintas kaip „vienas svarbiausių principų civilinėje teisėje“; plg. teisės normas, kuriose draudimas susitarti suformuluotas imperatyviai, pvz., CK 6.252 str. 1 d., pagal kurią „šalių susitarimas dėl civilinės atsakomybės už nuostolius (žalą), padarytus dėl skolininko tyčios ar didelio neatsargumo, netaikymo ar jos dydžio apribojimo negalioja“). Draudimo visiems akcininkams susitarti dėl pirmumo teisės netaikymo aiškinant ABĮ 47 str. 2 d. ir kitas teisės normas įžvelgti negalima. Bet žr. ydingos praktikos pavyzdžius – teiginį Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. gruodžio mėn. 22 d. nutartyje civilinėje byloje Nr. 3K-3-

santykiuose netaikoma arba modifikuojama. Pirmumo teisės įgyvendinimo procedūra dažnai detalizuojama privataus kapitalo sandorio dokumentuose (pvz., akcininkų sutartyje) ir bendrovės įstatuose⁷⁴¹ siekiant daugiau teisinio aiškumo įgyvendinant pirmumo teisę.

Vietoj pirmumo teisės akcininkų naudai, įstatymas nedraudžia nustatyti pirmumo teisės pačios bendrovės naudai.⁷⁴² Tačiau tokiai pirmumo teisei įgyvendinti būtų taikomi bendrovės savų akcijų įgijimo reikalavimai⁷⁴³ (ABĮ 54 str.).

Privataus kapitalo sandorio dokumentuose neretai nustatomas moratoriumas (angl. *standstill period*) – bendrovės akcijų nuosavybės teisės suvaržymo laikotarpis, kuriuo akcininkai įsipareigoja neperleisti turimų

587/2009 (nuasmeninta): „<...> pirmumo teisė, įtvirtinta ABĮ 47 straipsnio 1 dalyje, negali būti panaikinta įstatuose <...>“; teiginį 2008 m. gegužės 9 d. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo nutartyje civilinėje byloje Nr. 3K-3-276/2008 V.S. v. AB „City service“ ir kt.: „<...> akcininko pranešimas apie ketinimą parduoti visas ar dalį uždarosios akcinės bendrovės akcijų yra uždarosios akcinės bendrovės akcijų perleidimo procedūros, užtikrinančios imperatyvia forma įstatyme įtvirtintos bendrovės akcininkų pirmumo teisės įsigyti parduodamų akcijų įgyvendinimą, sudėtinė dalis“ (pabraukta autoriaus) (taip pat žr. tokios pačios formuluotės vartojimą 2008 m. rugsėjo 23 d. Panevėžio apygardos teismo nutartyje civilinėje byloje Nr. 2A-323-544/2008 (nuasmeninta)). Aukščiau aptartas neaiškus reglamentavimas ištaisytas ABĮ pakeitimais (įsigaliosiančiais nuo 2010 m. kovo 1 d.), kurie eksplicitiškai suteikia laisvę įstatuose numatyti kitokią, nei įstatyme nustatytoji, UAB akcijų pardavimo tvarką (žr. 2009 m. gruodžio 15 d. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2, 4, 7, 10, 11, 12, 14, 17, 18, 26, 26(1), 32, 34, 35, 37, 41, 45, 47, 48, 53, 57, 62, 63, 65, 72, 73, 74, 75, 77, 78 straipsnių pakeitimo ir papildymo ir Įstatymo papildymo 41(1) straipsniu įstatymo 19 str. 6 d.).

⁷⁴¹ Jei pirmumo teisė būtų detalizuojama (ar naujai numatoma po jos panaikinimo visų akcininkų sutarimu) tik bendrovės įstatuose, bet ne akcininkų sutartyje, tokia detalizacija (ar naujai numatyta pirmumo teisė) galiotų tik po įstatų pakeitimo išleistoms naujoms akcijoms (plg. Model Business Corporation Act, 3rd edition, 2002, §6.27(a)), nebent išleistų akcijų savininkas balsavo už tokią detalizaciją (plg. Delaware General Corporation Law (2009 m. gegužės 22 d. redakcija) §202(b)). Turėtų būti nepripažįstamas šios taisyklės apėjimas, pvz., daugumos akcininko sprendimu keičiant akcijų sertifikatus į akcijas – tokioms „naujoms“ akcijoms įstatuose naujai numatyta pirmumo teisė neturėtų būti taikoma (plg. JAV teismų praktiką byloje *Sandor Petroleum Corp. v. Williams*, 321 S.W.2d, 618-619).

⁷⁴² Plg. galimybę nustatyti tokią bendrovės pirmumo teisę pagal JAV įstatymus (pvz., Delaware General Corporation Law (2009 m. gegužės 22 d. redakcija) §202(c)); Rusijos įstatymus (Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (2009 m. birželio 3 d. redakcija) // <http://base.garant.ru/10105712.htm> [2009-06-06], 7 str. 3 d.).

⁷⁴³ Bainbridge S.M. Corporation law and economics. New York: Foundation press, 2002. P. 812.

bendrovės akcijų be kitų akcininkų sutikimo. Tokiu būdu siekiama stabilumo akcininkų tarpusavio santykiuose, tikint, kad toks stabilumas padės vystyti bendrovės veiklą. Ar pagal Lietuvos teisę gali būti nustatytas absoliutus draudimas akcininkui tam tikrą laikotarpį perleisti bendrovės akcijas be kito akcininko sutikimo?⁷⁴⁴ Moratoriumas nėra vertinamas vienareikšmiškai ir tokių gilių akcininkų santykių problemų sprendimo tradicijas turinčių jurisdikcijų, kaip JAV teismų praktikoje.⁷⁴⁵ Lietuvos teismai ar teisės mokslininkai šiuo klausimu nėra pasisakę. Tačiau Lietuvos teisės doktrinoje išsakyta nuomonė, kad „*prievolinis įsipareigojimas akcijų pardavimo atveju <...> pateikti atsisakymą pirkti parduodamas akcijas arba nepateikti jokio atsakymo gali būti pripažintas teisėtu ir tinkamu, jeigu prievolės dalykas bus pakankamai apibrėžtas, o pats įsipareigojimas nepažeis nei bendrųjų civilinės teisės principų (CK 1.2 str.), nei specialiųjų prievolių teisės principų – t.y. bus sąžiningas, protingas, teisingas, nediskriminuojantis*“,⁷⁴⁶ nors abstraktus teisės perleisti akcijas atsisakymas yra teisnumą ribojantis sandoris.⁷⁴⁷ Analogiškai turėtų būti aiškinamas ir susitarimo dėl moratoriumo teisėtumas, pripažįstant investuotojo ir kitų akcininkų teisę sutartimi numatant moratoriumo taikymą

⁷⁴⁴ *Ibid.* P. 811. Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 27, 37.

⁷⁴⁵ Pvz., moratoriumo teisėtumas netiesiogiai pripažintas bylose *Groves v. Prickett* 420 F2d 1119 9th Cir.1970; *Allen v. Biltmore Tissue Corp.* 161 NYS2d 418,422 1957; *In re Estate of Spaziani* 480 NYS.2d 854 Surr.1984; *In re Mather's Estate* 189 A2d 586 Pa.1963; *Bruns v. Rennebohm Drug Stores, Inc.* 442 NW2d 591 Wis.App.1989; *Frandsen v. Jensen-Sundquist Agency, Inc.* 802 F.2d 941 7th Cir 1986; *Winter v. Skoglund* 404 NW2d 786 Minn.1987, bet nepripažintas bylose *Hill v. Warner, Berman & Spitz, P.A.* 484 A2d 344,351 NJ.App.Div.1984; *Rafe v. Hindin* 288 NYS2d 662,665 App.Div.1968; *Colbert v. Hennessey* 217 NE2d 914,920 Mass,1966; *Ogden v. Culpepper* 474 So2d 1346,1350 La.App.1985.

⁷⁴⁶ Bitė V., Kiršienė J. Akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės įsigyti parduodamas akcijas teisinis vertinimas. // *Jurisprudencija*: Nr. 5(107), 2008. P. 68. Vis dėlto teismai neargumentuotai, taigi autoriaus nuomone, nepagrįstai, yra *obiter dictum* siaurinamai aiškinę nagrinėjamą normą. Žr. pvz., Lietuvos apeliacinio teismo 2009 m. vasario 9 d. nutartį civilinėje byloje Nr. 2A-115/2009 (nuasmeninta) (kurioje teismas pasisakė, kad “<...> nei ABĮ 47 str., nei kitos šio įstatymo normos nenumato išankstinės pirmumo teisės įsigyjant akcijas atsisakymo <...>”).

⁷⁴⁷ Bitė V., Kiršienė J. Akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės įsigyti parduodamas akcijas teisinis vertinimas. // *Jurisprudencija*: Nr. 5(107), 2008. P. 65.

sukurti teisinį aiškumą, būtina užtikrinti stabilią bendrovės veiklą ir jos vertės didinimą. Priešingas aiškinimas neatitiktų protingo, teisingumo (CK 1.5 str. 1 d.), teisėtų lūkesčių (CK 1.2 str.), sutarties laisvės principų (CK 1.2 str., CK 6.156 str.), juo nebūtų atsižvelgiama į galimybę taikyti sutartinių įsipareigojimų vykdymo pasikeitus aplinkybėms institutą (CK 6.204 str.).

5.3.1.2. Išimty iš pirmumo teisės taisyklės

Pirmumo teisės įgyvendinimui svarbu apibrėžti akcininko veiksmus, kurių atžvilgiu gali būti taikoma kito akcininko pirmumo teisė, ir kurių atžvilgiu būtų taikoma šios taisyklės išimtis.

Pvz., JAV teismų praktikoje pripažinta, kad pirmumo teisė įsigyti parduodamas akcijas neapima pirmumo teisės įgyti akcijas, kurios perleidžiamos reorganizavimo būdu, motyvuojant tuo, kad reorganizavimo teisinės implikacijos skiriasi nuo akcijų pardavimo teisinių implikacijų.⁷⁴⁸ Vienoje bylų pripažinta, kad akcininkas, kaip verslininkas, turėjo būti pakankamai atidus ir apsaugoti savo interesus pasiekdamas, jog raštu būtų įformintas aiškus reorganizavimo prilyginimas akcijų pardavimui, kiek tai būtina pirmumo teisei įgyvendinti, net turint omenyje, kad konkrečiu atveju reorganizavimu buvo siekiama apeiti pirmumo teisę.⁷⁴⁹ Panašiai akcijų pardavimui nebuvo prilygintas akcijų dovanojimas,⁷⁵⁰ bendrovės vienintelio turto pardavimas,⁷⁵¹ akcijų paveldėjimas,⁷⁵² akcijų įkeitimas ir išieškojimas iš įkeistų akcijų.⁷⁵³ Tačiau JAV teismų pozicijos esmė yra ne tai, kad pirmumo teisės įgyvendinimas tokiais atvejais neįmanomas, o tai, kad akcijų perėjimą

⁷⁴⁸ Bainbridge S.M. Corporation law and economics. New York: Foundation press, 2002. P. 813-814.

⁷⁴⁹ Žr., pvz., JAV teismų praktiką bylose *Frandsen v. Jensen-Sundquist Agency, Inc.* 802 F.2d 941 7th Cir 1986; *Seven Springs Farm, Inc. v. Croker* 748 A.2d 740 Pa.Super.2000; *Engel v. Teleprompter Corp.* 702 F.2d 127 5th Circ 1983.

⁷⁵⁰ *Louisiana Weekly Pub. Co., Inc. v. First Nat. Bank of Commerce* 483 So.2d 929 La.1986.

⁷⁵¹ *Helfand v. Cohen* 487 NYS.2d 836 App.Div.1985.

⁷⁵² *In re Estate of Spaziani* 480 NYS.2d 854 Surr.1984. Tačiau pirmumo teisė prieš mirusio akcininko testamentinius įpėdinius patvirtinta atžvilgiu akcijų tokios bendrovės, kurios įstatuose numatytas pirmumo teisės taikymas, kai akcininkas “parduoda, kitaip perleidžia, įkeičia, kitaip suvaržo akcijas ar kitu būdu jomis disponuoja” (*Dixie Pipe Sales, Inc. v. Perry*, 834 S.W.2d 491).

⁷⁵³ *Consolidated Bearing and Supply Co. v. First National Bank*, 720 S.W. 2d 647, 648.

kitam asmeniui ribojanti nuostata savo turiniu turi būti aiškiai taikytina konkrečiam akcijų perėjimo būdui.⁷⁵⁴

Pagal ABĮ 47 str. 8 d. pirmumo teisė netaikoma,⁷⁵⁵ jei bendrovės akcijos perleidžiamos kitu įstatymų nustatytu būdu nei pardavimas arba vykdant teismo sprendimą.⁷⁵⁶

Pvz., CK 6.432 str. 2 d. nustato, kad mainų sutarčiai taikomos pirkimo-pardavimo sutartis reglamentuojančios normos, jeigu tai neprieštarauja mainų sutartis reglamentuojančioms normoms ir mainų esmei. Mainų sutarties atveju abi mainų sutarties šalys laikomos ir perduodamos prekės pardavėju, ir gaunamos prekės pirkėju. Lietuvos Aukščiausiasis Teismas yra išaiškinęs,⁷⁵⁷ kad mainant uždarosios akcinės bendrovės akcijas, akcininko pirmumo teisė mainomoms akcijoms įsigyti netaikytina, kadangi skiriasi mainų ir pirkimo-pardavimo sutarčių tikslai. Mainų sutarties šalis siekia ne gauti perleidžiamo daikto vertę atitinkančią pinigų sumą, bet įgyti individualiais požymiais apibrėžtą kitos šalies turimą daiktą, išsiskiriantį tam tikromis ypatybėmis, kurios jį igyjančiai šaliai yra svarbios ir priimtinos.

Lietuvos Aukščiausiasis Teismas yra išaiškinęs, kad akcijų perleidimas laiduotojui pagal akcininko vienašalį įsipareigojimą nėra akcijų pardavimas, kurio atžvilgiu gali būti taikoma pirmumo teisė. Pvz., asmuo A yra asmens B laiduotojas; asmuo B įsipareigoja (vienašalis sandoris) asmeniui A perleisti bendrovės C akcijas, jeigu asmuo A pagal asmens B kreditoriaus reikalavimą

⁷⁵⁴ *Earthman's, Inc. v. Earthman*, 526 S.W. 2d., 201.

⁷⁵⁵ Komentuojama ABĮ 47 str. 8 d. norma nepakeista (tiesa, perkelta į ABĮ 47 str. 10 d.) išliks ir po aukščiau minėtų, nuo 2010 m. kovo 1 d. įsigaliosiančių ABĮ pakeitimų, leisiančių įstatuose numatyti kitokią, nei įstatyme nustatytoji, UAB akcijų pardavimo tvarką.

⁷⁵⁶ Taisyklė dėl pirmumo teisės netaikymo vykdant teismo sprendimą negali būti aiškinama kaip taikytina tik tais atvejais, kai teismo sprendimu nusprendžiama dėl UAB akcijų perleidimo, pvz., priverstinio pardavimo (CK 2.217 str.) (Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. gruodžio 14 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-464/2007 (nuasmeninta), publikuota: 2008 m. „Teismų praktika“ Nr. 29). Kitaip tariant, ji taikoma ir tuomet, kai nukreipiamas išieškojimas į bendrovės akcijas (žr. toliau šiame 5.3.1.2 skyriuje dėl šios taisyklės ribojimo sutarčių teisės priemonėmis).

⁷⁵⁷ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2006 m. sausio 26 d. konsultacija Nr. A3-134 (publikuota: 2006 m. „Teismų praktika“ Nr. 24).

įvykdys asmens B prievolę. Akcijų perleidimas pagal tokį vienašalį sandorį nėra akcijų pardavimas, todėl neatsiranda kitų akcininkų pirmumo teisė į tokias akcijas.⁷⁵⁸

CK 6.436 str. 2 d. nustato, kad skolos padengimo sutarčiai taikomos pirkimo-pardavimo sutarčių taisyklės. Asmeniui, perduodančiam turtą pagal skolos padengimo sutartį (t.y. skolininkui), tenka visos pardavėjo pareigos. Skolos padengimo sutarties tikslas savo esme atitinka pirkimo-pardavimo sutarties tikslą – gauti perleidžiamo daikto vertę atitinkančią pinigų sumą, tik skolos padengimo atveju suma pardavėjui neperduodama, o įskaitoma į skolą. Lietuvos teismų praktikoje patvirtinta, kad sutartis, pagal kurią akcijų pardavėjas perduoda akcijas, siekdamas padengti savo išsiskolinimą pirkėjui pagal paskolos sutartį, yra akcijų pirkimo-pardavimo sutartis.⁷⁵⁹ Todėl, kitaip nei, pvz., mainų sutarties atveju, akcijų perleidimo skolai padengti atveju pirmumo teisė taikytina, nesvarbu, ar skolos padengimu siekta apeiti pirmumo teisę. Kita vertus, išsiskolinimo padengimas akcijomis pagal taikos sutartį teismų laikomas ne pirkimu-pardavimu, o ginčo sprendimo būdu.⁷⁶⁰

Pagrindinė pirmumo teisės išimčių taikymo problema, privataus kapitalo investuotojo požiūriu, yra pirmumo teisės apėjimo galimybė. Pvz., gali būti sunku nustatyti, ar akcininko tikrasis ketinimas buvo išmainyti ar dovanoti⁷⁶¹ turimas akcijas ar apeiti pirmumo teisę.⁷⁶² Svarbu, kad pagal

⁷⁵⁸ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2006 m. rugsėjo 11 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-478/2006 (nuasmeninta).

⁷⁵⁹ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2002 m. vasario 4 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-221/2002 (nuasmeninta).

⁷⁶⁰ Kauno apygardos teismo 2008 m. gruodžio 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. A2-1440-343/2008 (nuasmeninta).

⁷⁶¹ Žr., pvz., Lietuvos apeliacinio teismo 2002 m. liepos 5 d. nutartį civilinėje byloje Nr. 2A-226/2002 (nuasmeninta).

⁷⁶² Lietuvos teismų praktikoje taip pat nagrinėti atvejai, kai pirmumo teisę buvo bandoma apeiti atskirai nuo akcijų perleidžiant pirmumo teisę, ir patvirtintas negalimumas perleisti pirmumo teisę kaip reikalavimą, neatsiejamai susijusį su kreditoriaus asmeniu (CK 6.102 str. 3 d.) (Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. lapkričio 19 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-495/2007 UAB „Skraidenis“ v. J. B. ir kt. (publikuota: 2008 m. „Teismų praktika“ Nr. 29)). Plačiau apie pirmumo teisės įgyti akcijas ir kitą turtą perleidimo teorinius aspektus žr.,

Lietuvos teismų praktiką pirmumo teisės išimtys gali būti pritaikytos (taigi ir teisės apėjimo veiksų gali būti imtasi) net pradėjus pirmumo teisės įgyvendinimo procedūrą. Akcininko pranešimas, kad jis parduoda akcijas, savaime nėra oferta kitiems akcininkams:⁷⁶³ akcininkas turi teisę apsigalvoti ir perleisti akcijas kitu būdu nei pardavimas, ir tokiais atvejais pirmumo teisė netaikoma.⁷⁶⁴ Nors Lietuvos teismų praktikoje yra pavyzdžių, kai akcijų mainų sutartys pripažintos apsimestiniais sandoriais,⁷⁶⁵ dėl teisinio tikrumo trūkumo tokiais atvejais sandorių praktikoje investuotojai sutarčių teisės priemonėmis siekia užkirsti kelią bet kokiais būdais apeiti pirmumo teisę. Reikia atkreipti dėmesį į tai, kad nors *speciali įstatymo norma*, suteikianti pirmumo teisę įgyti akcijas, perleidžiamas kitu nei pardavimas būdu, pripažinta prieštaraujanti Lietuvos Respublikos Konstitucijai,⁷⁶⁶ tokios jurisprudencijos negalima aiškinti

pvz., Mitchell J. F. Can a Right of First Refusal Be Assigned? // University of Chicago Law Review, Vol. 68, No. 985, 2001.

⁷⁶³ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. gegužės 5 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-168/2009 (nuasmeninta) (kurioje taip pat pasisakyta, kad „<...> pranešimas galėtų būti vertinamas kaip oferta, jei jis būtų aiškiai apibrėžtas – pranešime adresatas (akcininkas) būtų nurodytas kaip pirkėjas, o ne išreikštas ketinimas parduoti akcijas kitam asmeniui <...>“).

⁷⁶⁴ 2008 m. gegužės 9 d. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-276/2008 V.S. v. AB „City service“ ir kt.

⁷⁶⁵ Žr., pvz., 2008 m. rugsėjo 23 d. Panevėžio apygardos teismo nutartį civilinėje byloje Nr. 2A-323-544/2008 (nuasmeninta).

⁷⁶⁶ Žr. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2000 m. spalio 18 d. nutarimą „Dėl Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo, Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymo 5 straipsnio 3 dalies atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir dėl Lietuvos Respublikos Seimo nutarimo „Dėl strateginio investuotojo pripažinimo“ atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir Lietuvos Respublikos nacionalinio saugumo pagrindų įstatymui“, kuriame teismas išaiškino, kad „kai akcijos yra parduodamos, įstatymų leidėjas, atsižvelgdamas į teisinio reguliavimo tikslus ir kitas aplinkybes, gali nustatyti subjektus, turinčius pirmumo teisę įsigyti parduodamas akcijas. Šiuo atveju Konstitucijos 23 straipsnyje įtvirtinta nuosavybės teisė nėra pažeidžiama, nes akcijų savininkui, parduodančiam akcijas, sumokama tiek, kiek tos akcijos kainuoja rinkoje. Tačiau akcijos gali būti perleidžiamos ne tik jas parduodant, bet ir kitais būdais, pavyzdžiui, jas dovanojant. Pažymėtina, kad nei Konstitucija, nei visuotinai pripažintos tarptautinės teisės normos nepaneigia galimybės įstatymuose nustatyti nuosavybės teisių įgyvendinimo tam tikrų ribų, tačiau kartu tokiais ribojimais negali būti paneigiama nuosavybės teisės esmė. Tuo tarpu pagal <...> įstatymo normą, kuria ribojama akcinių teisė kitaip nei pardavimo būdu perleisti akcijas,] asmens teisė dovanoti akcijas ar kitaip jas perleisti yra nepagrįstai suvaržyta“ (pabraukta autoriaus).

kaip ribojančios akcininkų teisę *sutartyje ar bendrovės įstatuose* numatyti, kad išimtyis iš pirmumo teisės netaikomos. Priešinga išvada būtų nesuderinama su sutarties laisvės principu (CK 1.2 str., CK 6.156 str.).

Pirmumo teisė gali būti apeinama ir specifiniu būdu, kuris tiesiogiai nesusijęs su bendrovės akcijų pardavimu, tačiau remiasi privataus kapitalo sandorio struktūrai būdingu SPV naudojimu:⁷⁶⁷ įgyjant bendrovės akcijas per SPV, o tuomet perleidžiant SPV įstatinį kapitalą sudarančias akcijas. Šiuo atveju susiduria priešingi interesai: veiklos bendrovės akcininko, kuriam svarbu, kas bus tikrasis naujas bendrovės akcininkas (t.y. SPV akcininkas), ir SPV akcininko, kuris turi pagrįstą lūkestį laisvai disponuoti turimomis SPV akcijomis. Šiuo atveju iškyla papildoma problema dėl to, kad SPV akcininku gali būti dar vienas SPV ir t.t.⁷⁶⁸ Ar SPV akcijų pardavimo sandoriu apeita pirmumo teisė, turėtų būti vertinama kiekvienu konkrečiu atveju, neatsižvelgiant į tai, kokio ilgumo yra SPV netiesioginių akcininkų „grandinė“. Sutarčių teisės priemonėmis ar bendrovės įstatuose suformuluoti taisyklę, kuri užkirstų kelią tokiam pirmumo teisės apėjimui gali būti neįmanoma, kadangi gali būti neįmanoma nustatyti, kokioje SPV netiesioginių akcininkų „grandinės“ segmente akcijų perleidimas jau nepakenks veiklos bendrovės akcininko interesams.

Akcijų pardavimo apeinant pirmumo teisę padarinius gali sukelti ir kiti teisėti sandoriai, kuriais nebūtinai siekiama apeiti pirmumo teisę.

Pvz., akcijas įkeitus akcijų nuosavybės teisės subjektas gali pasikeisti įvykdžius išieškojimo iš įkeisto turto procedūrą.⁷⁶⁹ Dėl to investuotojas suinteresuotas numatyti kuo daugiau veiksmų, galinčių pakeisti bendrovės akcijų nuosavybės struktūrą (pvz., įkeitimą), ir užkirsti kitiems akcininkams kelią juos atlikti be investuotojo išankstinio sutikimo.

⁷⁶⁷ SPV naudojimas privataus kapitalo sandorio struktūroje aptariamas 2.1.3 skyriuje.

⁷⁶⁸ Dėl SPV sistemos naudojimo privataus kapitalo sandorio struktūroje žr. 2.1.3.2 skyrių.

⁷⁶⁹ Plg., pvz., CK 4.219 str. 5 d., pagal kurią kreditoriaus, skolininko ir įkaito davėjo (kai įkaito davėjas yra ne skolininkas) bendru sutarimu įkeistas daiktas gali būti perduodamas kreditoriaus nuosavybėn.

Akcijų paveldėjimo atveju klausimas sudėtingesnis, nes įstatymas nereglamentuoja akcijų paveldėjimo ir pirmumo teisės santykio. Galima teigti, kad paveldėjimo pagal įstatymą atveju pirmumo teisė nebūtų taikoma, nes akcininkas dėl jo turto (akcijų) paveldėjimo pagal įstatymą jokių aktyvių veiksmų neatlieka.⁷⁷⁰ Tuo tarpu palikdamas akcijas testamentu akcininkas atlieka kryptingą veiksmą apeidamas kitų akcininkų pirmumo teisę įgyti tokias akcijas. Jei vis dėlto akcijos testamentu paliekamos, kitų bendrovės akcininkų interesų gynimo būdai pagal Lietuvos teisę riboti. CK 5.19 str. pripažįsta palikėjo teisę palikti testamentu turtą *savo nuožiūra*, išskyrus įstatymo nustatytus atvejus (pvz., teisę į privalomąją palikimo dalį, numatytą CK 5.20 str.). Dar daugiau, pagal CK 5.17 str. 1 d. ieškinį dėl testamentu ar jo atskirų dalių pripažinimo negaliojančiomis gali pareikšti tik kiti įpėdiniai pagal įstatymą arba pagal testamentą, kurie paveldėtų, jeigu testamentas ar jo atskiros dalys būtų pripažintos negaliojančiomis (taigi investuotojas nėra tikėtinas tinkamas ieškovas). Apibendrinant galima teigti, kad Lietuvos teisė akcininkų pirmumo teisės įgyti paveldimas akcijas nenumato. Tačiau jei akcininkai yra sudarę aiškų susitarimą dėl to, kad vieno iš jų mirties ar paskelbimo mirusiu atveju akcijos susitarime nustatyta tvarka perleidžiamos kitiems akcininkams, toks susitarimas negali būti paneigiamas remiantis paveldėjimą pagal įstatymą ar testamentą reglamentuojančiomis normomis. Akcininko įsipareigojimas jo mirties ar paskelbimo mirusiu atveju perleisti turėtas akcijas kitiems akcininkams yra sutartinis akcijų nuosavybės teisės suvaržymas, pareiga, paveldima greta akcijų (turto).⁷⁷¹

Dar painesnė pirmumo teisės netaikymo vykdant teismo sprendimą problema. Kaip minėta, ši išimtis taikoma tiek vykdant teismo sprendimą priteisti akcijas, tiek nukreipiant išieškojimą į akcijas. Pirmojo atvejo pavyzdys

⁷⁷⁰ Platt C. A. The Right of First Refusal in Involuntary Sales and Transfers by Operation of Law. // Baylor Law Review, Vol. 48, No. 1197. P. 1207.

⁷⁷¹ Plg. CK 5.1 str. 1 d. (kuri apibrėžia paveldėjimą kaip mirusio fizinio asmens turtinių teisių, pareigų ir kai kurių asmeninių neturtinių teisių perėjimą jo įpėdiniams pagal įstatymą arba (ir) įpėdiniams pagal testamentą) ir CK 5.1 str. 2 d. (pagal kurią, be kita ko, paveldimos palikėjo turtinės prievolės).

– teismo sprendimas priteisti akcijas akcininko sutuoktiniui dalijant sutuoktinių bendrąją jungtinę nuosavybę.⁷⁷² Įstatymas šiuo atveju nenumato pirmumo teisės taikymo galimybės, tačiau pirmumo teisė faktiškai gali būti įgyvendinama sutarties pagrindu, pvz., remiantis akcininko ir jo sutuoktinio bendru sutartiniu išipareigojimu kitiems akcininkams,⁷⁷³ kad sutuoktinis sutartyje nustatyta tvarka ir sąlygomis perleis kitiems bendrovės akcininkams akcijas, jam priteistas padalijus akcijas, kurios yra bendroji jungtinė nuosavybė.

Išieškojimo nukreipimo į akcijas ir pirmumo teisės santykis gali pasireikšti dviejuose skirtinguose kontekstuose. Viena vertus, akcijų savininko veiksmai nebūtinai lemia išieškojimą iš akcijų arba išieškojimą lemia ne vien jie (pvz., išieškojimas nukreipiamas į akcijas savininko, patyrusio verslo nesėkmę dėl aplinkybių, kurių negalėjo kontroliuoti). Kita vertus, pirmumo teisė gali būti apeinama tikslingai (pvz., akcininkas išduoda vekselį trečiajam asmeniui, kuris nukreipia išieškojimą į akcininko turimas akcijas, ir tokiu būdu apeina kitų akcininkų pirmumo teisę įgyti akcijas, kuri būtų taikoma, jei akcijos akcininko būtų *bona fide* parduodamos tokiam trečiajam asmeniui). Tačiau abiem atvejais būtina atsižvelgti ne tik į akcininkų ar bendrovės, bet ir į išieškotojų bei akcininko, kaip skolininko vykdymo procese, interesus.

Lietuvos teismų praktikoje pirmumo teisės netaikymo vykdant išieškojimą problema neignoruoama. Pvz., Lietuvos Aukščiausiasis Teismas yra išaiškinęs, kad „*UAB akcininkai netenka pirmumo teisės įgyti CPK nustatyta tvarka parduodamas UAB akcijas tik viešųjų varžytynių metu*“, todėl „*kai skolininkas naudojasi jam CPK 704 straipsnio 1 dalyje nustatyta teise [iki varžytynių pasiūlyti iš varžytynių parduodamo turto pirkėją], UAB akcininkų pirmumo teisė išlieka, t.y. skolininkui <...> tenka pareiga CPK 704 straipsnyje*

⁷⁷² Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2001 m. gegužės 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-524/2001 (nuasmeninta).

⁷⁷³ Pagal CK 3.92 str. 4 d. sandorius dėl teisių į vertybinius popierius, kurie yra bendroji jungtinė sutuoktinių nuosavybė, suvaržymo gali sudaryti tik abu sutuoktiniai, išskyrus tuos atvejus, kai vienas iš sutuoktinių turi kito sutuoktinio išduotą įgaliojimą tokį sandorį sudaryti.

numatytu būdu parduodamas UAB akcijas pirmiausia siūlyti UAB akcininkams remiantis Akcinių bendrovių įstatymo 47 straipsnio 1 dalimi<...>“.⁷⁷⁴ Teismas argumentavo savo poziciją tuo, kad „<...>teismo sprendimo įvykdymo požiūriu nėra reikšminga, kas [–] kiti UAB akcininkai ar skolininko surastas pirkėjas – sumokės įsiskolinimo sumą ir vykdymo išlaidas (CPK 704 straipsnio 2 dalis), tačiau UAB akcininkų teisių apsaugos, o neretai veiklos garantijų požiūriu yra reikšminga, ar perleidžiamos CPK nustatyta tvarka iki viešųjų varžytynių UAB akcijos pereis nuosavybėn tretiesiems asmenims, ne UAB akcininkams, ar CPK 704 straipsnio 2 dalyje numatytomis sąlygomis atiteks UAB akcininkams <...>“.⁷⁷⁵ Teismas nustatė, kad „<...> pirmumo teisės pirkti vykdant teismo sprendimus parduodamas UAB akcijas pabaigos momentas yra varžytynių pradžia, nustatyta skelbime apie varžytynes (CPK 707 straipsnio 4 punktas) <...>“.⁷⁷⁶

Būtina pastebėti, kad CPK 704 str. numatoma skolininko teisė, o ne pareiga pasiūlyti turto pirkėją. Vadinasi, skolininkas gali būti pasyvus – nesiūlyti turto pirkėjo, nepranešti kitiems bendrovės akcininkams apie išieškojimo į akcijas nukreipimą, leisti įvykti varžytynėms ir tokiu būdu nulemti akcininkų pirmumo teisės netaikymą. Privataus kapitalo investuotojas gali valdyti šią riziką pasiekdamas, kad kiti bendrovės akcininkai sutartimi *įsipareigotų* išieškojimo iš jų turto atveju prioriteto tvarka pasiūlyti akcijas įsigyti investuotojui.⁷⁷⁷ Tačiau šiuo atveju kyla dvi svarbios problemos. Pirmą, išieškojimas iš akcininko-skolininko akcijų gali būti vykdomas nežinant apie

⁷⁷⁴Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. gruodžio 14 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-464/2007 (nuasmeninta) (publikuota: 2008 m. „Teismų praktika“ Nr. 29).

⁷⁷⁵ *Ibid.*

⁷⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷⁷ Tokių sutartinių įsipareigojimų įgyvendinimas padėtų išvengti situacijų, kai laikantis įstatymo raidės įvykdžius išieškojimą, bendrovės akcininkų sudėtyje atsiranda naujas akcininkas, įgijęs akcijas išieškojimo metu, bet galbūt nepriimtinas esamiems akcininkams ir nelinkęs prisidėti prie bendrovės veiklos vystymo (plg. fabulą, aprašomą Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutartyje civilinėje byloje Nr. 3K-3-417/2008 (nuasmeninta)).

tai kitiems akcininkams ar sužinant *post factum*, jei akcininkas-skolininkas turi interesą nuslėpti išieškojimo faktą nuo kitų akcininkų ir bendrovės. Antra, net jei skolininkas iš esmės neprieštarautų, kad akcijas įgytų kiti akcininkai, šalims gali nepavykti iškart susitarti dėl kainos, ir tuomet skolininko sutartinis įsipareigojimas pasiūlyti kitus akcininkus kaip pirkėjus taptų iliuzinis. Skolininkas tiesiog nesiūlytų kitų akcininkų kaip pirkėjų ir lauktų varžytinių pradžios, o bet koks delsimas tokioje situacijoje pažeistų išieškotojo interesus.

Pirmoji problema gali būti sprendžiama Sprendimų vykdymo instrukcijoje įtvirtinant antstolio pareigą nustačius, kad skolininko turto sudėtyje yra uždarnosios akcinės bendrovės akcijų, raštu pareikalauti iš skolininko informuoti antstolį, ar skolininkui taikomas sutartinis įsipareigojimas pasiūlyti kitus akcininkus kaip iš varžytinių parduodamo turto pirkėjus, ir, jei toks įsipareigojimas taikomas, pateikti antstoliui įsipareigojimą patvirtinančius dokumentus bei nurodyti bendrovės akcininkus, kurių atžvilgiu skolininkas yra prisiėmęs tokį įsipareigojimą. Šie akcininkai turėtų būti laikomi skolininko pasiūlytais iš varžytinių parduodamo turto pirkėjais be skolininko atskiro nurodymo, ir informuojami apie tai antstolio.⁷⁷⁸ Nors neįmanoma užtikrinti, kad skolininkas vykdys antstolio nurodymą, tačiau tokių taisyklių teisinis efektas turėtų būti didesnis nei vien akcininko sutartinis įsipareigojimas informuoti kitus akcininkus apie gresiantį ar vykdomą išieškojimą iš akcijų. Šiaip ar taip, tik užtikrinus kuo išsamesnį akcininkų informavimą apie vykdomą išieškojimą būtų sudaromos sąlygos spręsti antrąją – akcijų kainos – problemą.

⁷⁷⁸ Reikia atkreipti dėmesį į tai, kad Lietuvos Aukščiausiasis Teismas aptariamoje 2007 m. gruodžio 14 d. nutartyje pabrėžė, kad „skolininkui (*jokiu būdu ne antstoliui*) tenka pareiga CPK 704 straipsnyje numatytu būdu parduodamas UAB akcijas pirmiausia siūlyti UAB akcininkams remiantis Akcinių bendrovių įstatymo 47 straipsnio 1 dalimi“ (pabraukta autoriaus). Iš tiesų, skolininko (akcininko) pareigos negali būti perkeltamos antstoliui, tačiau siūloma įtvirtinti papildoma antstolio pareiga pranešti apie išieškojimą jam žinomiems bendrovės akcininkams kaip suinteresuotiems asmenims šiai pozicijai neprieštarauja. Akcininkai turėtų būti laikomi suinteresuotais asmenimis vykdymo procese pagal CPK 633 str. 2 d., nes vykdymo veiksmai gali jiems sukelti teisinės pasekmes, t.y. negalimumą pasinaudoti pirmumo teise. Be to, Lietuvos Aukščiausiasis Teismas minėtoje nutartyje atskirai pažymėjo, kad „teismo sprendimų vykdymo tikslai ir UAB bei jų akcininkų teisių apsauga taikant proporcingumo principą turi koreliuoti, o šių teisės saugomų vertybių supriešinimas nepateisinamas“.

Ši problema dvilypė. Viena vertus, net jei akcininkai iš anksto susitartų dėl akcijų kainos nustatymo mechanizmo⁷⁷⁹ ar *ad hoc* susitartų dėl konkrečios kainos, tokiu būdu nustatyta kaina galėtų būti nepakankamai didelė. CPK 704 str. 2 d. nustato mažiausią kainą, dėl kurios tokioje situacijoje galėtų susitarti skolininkas ir kiti akcininkai – tai suma, kurios užtenka visiškai padengti išskolinimams ir vykdymo išlaidoms. Kita vertus, net jei akcijų kainos užtektų padengti išskolinimams ir vykdymo išlaidoms, skolininkas suinteresuotas gauti kuo didesnę akcijų kainą, kurios dalis jam liktų padengus išskolinimus ir vykdymo išlaidas. Todėl skolininkas gali būti linkęs bylinėtis dėl akcijų kainos nustatymo procedūros įvairių aspektų. Tuo tarpu CPK 704 str. 2 d. įsakmiai nustatytas terminas, iki kurio skolininko pasiūlytas pirkėjas privalo į antstolio depozitinę sąskaitą sumokėti aukščiau minėtą mažiausią sumą – tai varžytinių pradžia. Užtikrinus, kad pagal Sprendimų vykdymo instrukciją, kaip minėta aukščiau, akcininkai būtų laikomi skolininko pasiūlytais iš varžytinių parduodamo turto pirkėjais, ir akcininkams įmokėjus įstatymo reikalaujamą sumą į antstolio depozitinę sąskaitą, turto pardavimas iš varžytinių turėtų būti nutraukiamas, o ginčas dėl akcijų kainos galėtų būti tęsiamas toliau, nepažeidus išieškotojo interesų, sudarius galimybę akcininkams ginti savo interesą įgyvendinti sutartinę pirmumo teisę ir neignoruojuant skolininko tikslo gauti kuo didesnę kainą už savo akcijas. Taigi išieškotojo, bendrovės, jos akcininkų ir skolininko interesus galima būtų suderinti kompleksiskai taikant nežymiai patikslintą Sprendimų vykdymo instrukciją ir sutarčių tarp akcininkų nuostatas.

Nepaisant investuotojo bendrojo siekio maksimaliai išplėsti savo pirmumo teisės įgyti perleidžiamas bendrovės akcijas sritį, tam tikrais atvejais gali būti leidžiamos pagrįstos išimtis iš pirmumo teisės taisyklės. Privataus kapitalo sandorių praktikoje neretai pasitaikanti išimtis yra išankstinis investuotojo leidimas kitam akcininkui (ir atitinkamas priešpriešinis akcininko

⁷⁷⁹ Pvz., privataus kapitalo sandoriuose investuotojo ir kitų bendrovės akcininkų sutartyje dažnai detaliam aptariama akcijų kainos nustatymo procedūra, taikoma įgyvendinant pirkimo opcioną (žr. 5.3.2.1.4 skyrių).

leidimas investuotojui) perleisti akcijas tais atvejais, kai akcininkas-juridinis asmuo pageidauja perleisti akcijas kitam juridiniam asmeniui grupėje arba akcininkas-fizinis asmuo pageidauja perleisti akcijas jo kontroliuojamam juridiniam asmeniui.⁷⁸⁰ Nesant tokios išimties būtų ribojamos bendrovių grupių struktūrizavimo galimybės. Pirmumo teisės išimtis turi būti pakankamai kvalifikuota, kad nepažeistų investicijos apsaugos tikslo. Išimtis paprastai netaikoma tokiais atvejais:⁷⁸¹

1. akcijų įgijėjas yra kitas bendrovės akcininkas;
2. akcijas, gautas motyvavimo tikslais, pageidauja perleisti bendrovės vadovas, kadangi taip gali būti šalinamas motyvuojamasis tokių akcijų poveikis (žr. 4.5.8 skyrių);
3. akcininkas pageidauja perleisti akcijas tuo metu, kai jam taikomas privalomo akcijų pardavimo režimas pagal investuotojo opcioną pirkti (žr. 5.3.2.1 skyrių). Šiuo atveju privalomas akcijų pardavimas turi turėti viršenybę prieš aptariamą išimtį;
4. akcijų įgijėjas palieka akcijas perleidusio akcininko grupę. Jei akcijas perleidęs akcininkas vis dar yra bendrovės akcininkas, perleistos akcijos turėtų būti privalomai parduodamos atgal jam. Jei akcijas perleidęs akcininkas jau nebėra bendrovės akcininkas, perleistos akcijos turėtų būti opciono pirkti pagrindu *pro rata* parduodamos esamiems bendrovės akcininkams.

⁷⁸⁰ Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 37.

⁷⁸¹ *Ibid.* P. 38.

5.3.2. Pirkimo opcionai ir pardavimo opcionai

5.3.2.1. Pirkimo opcionas

Privataus kapitalo sandoryje investuotojo opcionas pirkti (arba pirkimo opcionas) (angl. *call option*) – tai investuotojui suteikiama teisė (bet ne įsipareigojimas), įvykus ar esant įvykdytai opciono sąlygai, opciono įgyvendinimo laikotarpiu iš kito akcininko už sutartą kainą pirkti bendrovės akcijas.⁷⁸²

Pagrindiniai pirkimo opciono skirtumai nuo akcininko pirmumo teisės įsigyti perleidžiamas bendrovės akcijas yra šie:⁷⁸³

1. Pirkimo opciono įgyvendinimas nepriklauso nuo to, ar akcininkas, privalantis parduoti akcijas pirkimo opciono turėtojui, pageidauja tai daryti.
2. Pirmumo teisė pagal bendrą taisyklę reiškia, kad numatomos parduoti akcijos turi būti siūlomos akcininkams *pro rata*.⁷⁸⁴ Tuo tarpu pirkimo opcioną gali turėti vienas iš kelių akcininkų.

Akcijos gali vienu metu būti ir pirkimo opciono, ir pardavimo opciono dalykas (vadinamasis “kryžminis” opcionas, angl. *cross options*).⁷⁸⁵ Pvz.,

⁷⁸² *Ibid.* P. 291. Plg. akcijų pirkimo opciono, kaip vadovo motyvavimo priemonės, apibrėžimą 4.5.3.1 skyriuje.

⁷⁸³ Stedman G. et al. *Shareholders' agreements*. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 291.

⁷⁸⁴ Plg. ABĮ 47 str. 6 d., nustatančią, kad jei siūlomų parduoti akcijų paklausa viršija jų pasiūlą, pageidaujantiems įsigyti naujų akcijų akcininkams akcijos skirstomos proporcingai jiems priklausančių akcijų skaičiui.

⁷⁸⁵ Stedman G. et al. *Shareholders' agreements*. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 292, 513.

akcininkas A suteikia pardavimo opcioną akcininkui B, o akcininkas B tą pačią akcijų atžvilgiu suteikia pirkimo opcioną akcininkui A. Šių opcionų įgyvendinimo laikotarpis gali sutapti arba būti išskirstytas, t.y. tik jei pirmasis opcionas (paprastai pirkimo opcionas) nėra įgyvendinamas per jo įgyvendinimo laikotarpį, gali būti įgyvendinamas antrasis opcionas. Kryžminių opcionų įgyvendinimo kaina taip pat gali sutapti arba skirtis.

5.3.2.1.1. Pirkimo opciono funkcijos

Investuotojo turimo pirkimo opciono pagrindinė funkcija privataus kapitalo sandoryje – kontroliuoti bendrovės akcijų nuosavybės struktūrą.⁷⁸⁶ Pirkimo opcionas naudojamas kaip priemonė perimti kito akcininko akcijų dalį siekiant sumažinti grėsmę, kuri gali kilti iš kito akcininko. Ši grėsmė aprašoma numatant opciono įgyvendinimo sąlygas (angl. *option contingencies*) – t.y. sąlygas, kurios turi įvykti ar būti įvykdytos tam, kad prasidėtų opciono įgyvendinimo laikotarpis. Opciono įgyvendinimo sąlygos dažnai derinamos su bendrovės akcijų perleidimo moratoriumu (žr. moratoriumo sampratą 5.3.1.1. skyriuje). T.y. opcioną galima laisvai įgyvendinti pasibaigus moratoriumui, o iki moratoriumo pasibaigimo – tik įvykus ar esant įvykdytai bent vienai opciono sąlygai.

Įprastinės pirkimo opciono įgyvendinimo sąlygos yra šios:⁷⁸⁷

1. Kitas akcininkas nustoja būti šalimi su investuotoju sudarytos sutarties, kurios pagrindu šalys derina veiksmus dėl bendrovės veiklos (pvz., akcininkų sutarties).
2. Kitas akcininkas tampa nemokus ar pradeda jo bankroto ar likvidavimo procedūra. Jei įgyvendinant opcioną privalomai

⁷⁸⁶ *Ibid.* P. 291.

⁷⁸⁷ *Ibid.* P. 36, 504-505.

parduodamų akcijų kaina yra žemesnė už rinkos kainą, tokį pardavimo sandorį gali ginčyti pardavėjo kreditoriai arba bankroto administratorius bankroto procedūros metu. Kitais atvejais žemesnė nei rinkos kaina savaime neturėtų būti pagrindas Pauliano ieškiniui,⁷⁸⁸ bet galėtų sukelti mokestines implikacijas (pvz., numanomas pajamas). Įsiteisėjus nutarčiai dėl bankroto bylos akcininkui iškelimo akcijų pardavimas įgyvendinant opcioną gali būti neįmanomas.⁷⁸⁹

3. Iškyla grėsmė, kad akcininko akcijų nuosavybės teisė gali pereiti trečiajam asmeniui. Areštuotas ar įkeistas turtas paprastai negalėtų būti perleidžiamas opciono pagrindu,⁷⁹⁰ todėl pirkimo opcioną būtų įmanoma įgyvendinti tik tais atvejais, kai suvaržymų sąlygos neribotų galimybės perleisti akcijas, pvz., kai akcijos suvaržomos kitu opcionu, perleidžiamos akcijų suteikiamos balsavimo teisės.

4. Pasikeičia akcininko kontrolė, ypač jei kontrolę įgyja su investuotoju konkuruojantis subjektas.

⁷⁸⁸ Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 37. Plg. Jungtinės Karalystės teismų praktiką byloje *Jarvis Motors (Harrow) Ltd v. Carabott* [1964] 3 All E.R. 89.

⁷⁸⁹ Remiantis ĮBĮ 10 str. 7 d. 4 p., jei per 30 dienų nuo teismo nutarties iškelti bankroto bylą įsiteisėjimo dienos bankroto administratorius pranešė suinteresuotiems asmenims, kad įmonės sudarytų sutarčių, kurių vykdymo terminas dar nepasibaigė, nevykdys, šios sutartys laikomos pasibaigusiomis, o dėl šios priežasties atsiradę reikalavimai yra tenkinami ĮBĮ nustatyta tvarka.

⁷⁹⁰ Bet žr. 2009 m. gegužės 27 d. Vilniaus apygardos teismo nutartį civilinėje byloje Nr. 2S-593-464/2009 UAB „Verslo sprendimai“ v. UAB „MG Baltic Media“, kurioje nagrinėjamas pagrindumas laikinosios apsaugos priemonės, apibūdinamos kaip akcijų areštas „<...> uždraudžiant atsakovui jomis naudotis, valdyti bei disponuoti – parduoti, dovanoti ar kitaip perleisti bei įkeisti ar kitaip apskunkinti, taip pat naudotis akcijų suteikiamomis turčinėmis ar neturčinėmis teisėmis, leidžiant perleisti šias akcijas tik <...> pagal <...> [o]pciono sutartį <...>“. Taip pat žr. 2009 m. gegužės 13 d. Vilniaus apygardos teismo nutartį civilinėje byloje Nr. 2S-386-520/2009 UAB „Verslo sprendimai“ v. UAB „MG Baltic Media“, kurioje opciono sutarties šalys nurodo į žalą, kurią joms sukeltų draudimas vykdyti opciono sutartį: opciono gavėjo teigimu, jam dėl akcijų arešto negalint įgyti opciono akcijų nebūtų „įgyvendintas ilgalaikis investicinis planas, susijęs su tolesniu [opciono gavėjo, kaip] bendrovės[,] vystymu“, o opciono davėjas už opciono sutarties nevykdymą išpareigojęs sumokėti opciono gavėjui baudą.

5. Akcininkas iš esmės pažeidžia savo įsipareigojimus pagal privataus kapitalo sandorio dokumentus, pvz., akcininkų sutartį, bendrovės akcijų pirkimo-pardavimo sutartį (kai akcininkas akcijas pirko kartu su investuotoju). Šiuo atveju opciono įgyvendinimas atlieka nevienareikšmiškai vertinamą netesybų (baudos) funkciją. Pvz., pagal Jungtinės Karalystės teismų praktiką, sutartį pažeidusios šalies prievolė perleisti jos turimas akcijas kaip baudą yra neįgyvendinama, kadangi neatspindi tikrų pastangų nustatyti akcijas gaunančios asmens nuostolius dėl pažeidimo.⁷⁹¹ Lietuvos prievolių teisės požiūriu, netesybos yra iš anksto nustatyti nuostoliai,⁷⁹² todėl toks aiškinimas būtų nepriimtinas. Tačiau gali kilti klausimas, ar netesybos nėra aiškiai per didelės (CK 6.73 str. 2 d.). Problema gali būti sprendžiama remiantis CK 6.73 str. 2 d. nuostata, kad netesybos nemažinamos, kai jos jau sumokėtos. Jei opciono įgyvendinimo pradžia siejama su akcininko įsipareigojimų pažeidimo faktu, galima laikyti, kad netesybos yra sumokamos atsiradus investuotojo teisei reikalauti parduoti jam akcijas (t.y. nuo pat opciono įgyvendinimo laikotarpio pradžios) arba nuo akcijų nuosavybės teisės perleidimo investuotojui (toks nuosavybės teisės perleidimas gali būti automatinis, t.y. jam nebūtini akcininko veiksmai). Bet kuriuo atveju akcininkas turės galimybę teisme ginčyti įsipareigojimų pažeidimo faktą ir tokiu būdu stabdyti opciono įgyvendinimą.

⁷⁹¹ Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 36. Žr., pvz., sprendimą byloje *Jobson v. Johnson* [1989] 1 W.L.R. 1026.

⁷⁹² Žr., pvz., Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. spalio 12 d. nutartį civilinėje byloje Nr. 3K-7-304/2007 (nuasmeninta) (publikuota: 2008 m. „Teismų praktika“ Nr. 28), kurioje išaiškinta, kad „šalių teisė iš anksto susitarti dėl netesybų reiškia tai, kad kreditoriui nereikia įrodinėti savo patirtų nuostolių dydžio, nes sutartimi sulygtos netesybos laikomos iš anksto nustatytais būsimais kreditoriaus nuostoliais, kurie gali būti pripažinti minimaliais nuostoliais <...>. Šie sutartinių netesybų ypatumai neleidžia jų mažinti iki kreditoriaus įrodytų nuostolių dydžio, nes tokiu būdu būtų paneigtas sutarčių laisvės principas <...>“

6. Akcininkas-fizinis asmuo miršta, nustoja būti bendrovės valdymo organo nariu ar darbuotoju ir pan. (žr. „*good leaver*“ ir „*bad leaver*“ teisinių režimų aprašymą 4.5.8 skyriuje).

Pirkimo opcionas gali atlikti ir kitas funkcijas. Pvz., investuotojo požiūriu, pirkimo opcionas (nesiejamas su sąlygomis, o galimas įgyvendinti suėjus tam tikram terminui), yra viena iš priemonių maksimaliai padidinti investuotojo turimą bendrovės akcijų dalį prieš numatomą pasitraukimą iš bendrovės. Akcijų pardavėjo požiūriu, investuotojui suteikiamas pirkimo opcionas yra priemonė atidėti dalies akcijų pardavimą investuotojui. Pardavėjas gali pageidauti tokio atidėjimo dėl įvairių priežasčių, pvz., dėl to, kad tikisi jo dalies vertės augimo, nes lieka bendrovės vadovu ir gali daryti įtaką bendrovės vystymui.

Reikia pastebėti, kad tiek, kiek pirkimo opcionas atlieka investuotojo, kaip daugumos akcininko, interesų apsaugos funkciją, jis turi panašumų su įstatymo numatytu analogišką funkciją atliekančiu priverstinio akcijų pardavimo institutu (CK 2.115 str. – 2.121 str.). Tačiau pirkimo opcionas, kaip sutarčių teisės priemonėmis kuriamas mechanizmas, lankstesnis nei įstatymo (bendrovių teisės) numatyta priverstinio akcijų pardavimo galimybė. Teisė reikalauti priverstinio akcijų pardavimo siejama su akcininko, privalančio parduoti, veiksmais, kurie prieštarauja bendrovės veiklos tikslams ir kai negalima pagrįstai manyti, kad tie veiksmai ateityje pasikeis (CK 2.115 str. 1 d.). Tuo tarpu sutartimi nustatydamas pirkimo opcioną šalys gali nerengdamos baigtinio sąrašo apibrėžti konkrečias aplinkybes, suteikiančias teisę įgyvendinti opcioną, tiek siedamos jas su akcininko veiksmų prieštaravimu bendrovės tikslams, tiek nesiedamos. Šalims taip pat gali pakakti vien tam tikrų aplinkybių fakto, apsieinant be papildomos būtinybės pagrįsti prielaidą, kad veiksmai ateityje nepasikeis, ar kad akcininkas keičia veiksmus sąžiningai, o ne siekdamas formaliai paneigti šią antrąją priverstinio akcijų pardavimo

instituto taikymo sąlyga.⁷⁹³ Taigi ginčo dėl pirkimo opciono atveju įrodinėtinų aplinkybių būtų gerokai mažiau nei taikant įstatymo numatytą priverstinio akcijų pardavimo procedūrą.

Priverstinio akcijų pardavimo procedūra, lyginant su pirkimo opcionu, taip pat pasižymi kai kuriais procedūriniais suvaržymais, pvz.:

1. Teisę kreiptis dėl priverstinio akcijų pardavimo turi vienas ar keli uždarosios akcinės bendrovės akcininkai, kurių turimų akcijų nominali vertė ne mažesnė kaip 1/3 įstatinio kapitalo (CK 2.116 str. 1 d. 1 p.), tuo tarpu pirkimo opciono turėtojo turimų akcijų dalis nereikšminga.
2. Padavęs ieškinį dėl priverstinio pardavimo, akcininkas privalo kreiptis į kitus bendrovės akcininkus siūlydamas būti bendraieškiais (CK 2.115 str. 4 d.), o pirkimo opciono turėtojas gali įgyvendinti savo reikalavimo teisę savarankiškai.

Taigi privataus kapitalo investuotojui, kaip profesionaliam investuotojui, tikslingiau pasinaudoti pirkimo opciono formulavimo lankstumu, nei pasikliauti įstatymo numatyta priverstinio akcijų pardavimo procedūra. Būtina atkreipti dėmesį į tai, kad akcininkas neturi teisės kreiptis dėl priverstinio akcijų pardavimo pagal CK 2.115 str., jeigu akcininkų sudarytos sutartys nustato kitokias priverstinio akcijų pardavimo taisykles ir šios gali būti taikomos (CK 2.116 str. 2 d.). Tokių sutartinių taisyklių pavyzdys gali būti pirkimo opcionas.

Privataus kapitalo sandorių praktikai svarbi vieninga ir progresyvi ginčus nagrinėjančių institucijų praktika sprendžiant tiek pirkimo opciono, tiek priverstinio akcijų pardavimo probleminius klausimus. Pvz., Lietuvos teismai

⁷⁹³ Žr. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2008 m. birželio 13 d. nutartį civilinėje byloje Nr. 3K-3-323/2008 Ž.N. v. UAB „Grigiškių statyba“.

linkę stabdyti bylą dėl priverstinio akcijų pardavimo, jei iškeliamą byla dėl juridinio asmens veiklos tyrimo (CK 2.124 str. – 2.131 str.).⁷⁹⁴ Iš tiesų, tam tikrais atvejais bylos dėl juridinio asmens veiklos tyrimo nagrinėjimo rezultatai gali būti svarbūs byloje dėl priverstinio akcijų pardavimo nustatant akcijų kainą.⁷⁹⁵ Tačiau teismai turėtų atidžiai vertinti prejudicinio ryšio buvimą, ir neleisti atsakovui byloje dėl priverstinio akcijų pardavimo naudoti juridinio asmens veiklos tyrimo institutą kaip priemonę sabotuoti priverstinio akcijų pardavimo procedūrą. Kita vertus, ieškovas byloje dėl priverstinio akcijų pardavimo gali pasiekti reikšmingo atsakovo turtinių ir neturtinių teisių suvaržymo, pasinaudodamas galimybe prašyti laikinųjų apsaugos priemonių (CK 2.117 str. 3 d., CPK 145 str. 1 d. 6 p.), ir teismai turėtų neleisti ieškovui piktnaudžiauti tokia jo teise. Nors Lietuvos teismai yra pripažinę, kad kiekvienu konkrečiu atveju sprendamas ribojimų naudotis akcijų suteikiamomis turtinėmis teisėmis nustatymo klausimą, teismas turi svarstyti, ar šie ribojimai atitinka konkrečios bylos faktines aplinkybes, procesiniai sprendimai tokios pozicijos neatitinka, kai, pvz., apribojama akcininko-atsakovo teisė į jau paskirtą dividendą.⁷⁹⁶

5.3.2.1.2. Pirkimo opciono dalykas

Pirkimo opciono dalykas paprastai yra visos akcininko, privalančio parduoti, turimos akcijos.⁷⁹⁷ Atitinkamai, pardavimo opciono dalykas paprastai yra visos akcininko, turinčio teisę parduoti, turimos akcijos. Jeigu leidžiamas

⁷⁹⁴ Lietuvos apeliacinio teismo 2007 m. vasario 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-21/2007 V.D. ir kt. v. UAB „Khartli“ ir kt.

⁷⁹⁵ Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. sausio 3 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-4/2008 A.K. v. UAB „Via Logica“ ir kt.

⁷⁹⁶ Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. vasario 21 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-127/2008 UAB „Penki kontinentai“ v. UAB „Kriptonika“.

⁷⁹⁷ Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 273-274.

opciono įgyvendinimas etapais, turi būti aišku, kad po paskutinio etapo bus nupirktos ar parduotos visos opciono dalyku esančios akcijos. Priešingu atveju akcijų pardavėjui gali likti maža nelikvidi akcijų dalis arba akcijų pirkėjas gali likti įgijęs mažą nelikvidžią akcijų dalį.

Kita vertus, investuotojas, turintis pirkimo opcioną, suinteresuotas užsitikrinti, kad jo teisių neįtakotų bendrovės reorganizavimas ir įstatinio kapitalo pokyčiai. Pvz., bendrovę padalijus, išdalijus ar atskyrus nuo jos kitą bendrovę bazinės opciono akcijos gali faktiškai tapti skirtingų bendrovių įstatinio kapitalo dalimi. Šiais atvejais pirkimo opciono teisės turėtojas gali siekti išsaugoti teisę pirkti tą pačią akcijų proporciją naujose bendrovėse po padalijimo, tą pačią akcijų proporciją tęsiančiose veiklą bendrovėse po išdalijimo,⁷⁹⁸ taip pat vienodas proporcijas tęsiančioje veiklą bendrovėje ir atskirtojoje bendrovėje po atskyrimo.⁷⁹⁹ Bendrovės prijungimo ar sujungimo su kita bendrove atveju investuotojas turimų akcijų proporcijos tęsiančios veiklą ar naujos bendrovės įstatiniame kapitale gali ir neišlaikyti. Dėl to investuotojas suinteresuotas kontroliuoti sprendimo dėl bendrovės reorganizavimo priėmimą, t.y. turėti daugiau kaip 1/3 bendrovės akcijų suteikiamų balsų (plg. ABĮ 28 str. 1 d. 10 p.) arba įstatuose ir akcininkų sutartyje numatyti aukštesnę nei įstatymo

⁷⁹⁸ Plg. įstatymo suteikiamą apsaugą tokiais atvejais – ABĮ 67 str. 3 d., nustatančią, kad „*kai skaidant bendrovę po reorganizavimo veikiančių bendrovių akcijos skaidomos bendrovės akcininkams skirstomos neproporcingai jų dalims skaidomos bendrovės įstatiniame kapitale, akcininkai, kurių akcijų nominali vertė mažesnė kaip 1/10 skaidomos bendrovės įstatinio kapitalo, ne vėliau kaip per 45 dienas nuo visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimo reorganizuoti bendrovę priėmimo turi teisę pareikalauti, kad jų akcijas iki reorganizavimo pabaigos išpirktų skaidoma bendrovė. <...>*”

⁷⁹⁹ ABĮ 71 str., reglamentuojantis atskyrimo procedūrą, nenustato reikalavimo, kad akcijų nuosavybės struktūros proporcijos būtų išlaikytos atskirtoje bendrovėje. Plg. PMĮ 41 str. 2 d. 8 p. komentarą, kuriame pateikiamas toks pavyzdys: „*UAB „A“ akcininkais yra trys asmenys (X, Y ir Z). Akcininkai X ir Y valdo po 2000 šios bendrovės akcijų, o akcininkas Z – 8000 akcijų. Vadovaudamiesi Akcinių bendrovių įstatymo 71 straipsnio nuostatomis, UAB „A“ akcininkai nutarė atskirti UAB „A“ dalį ir šiai daliai priskirto kapitalo, turto, teisių ir pareigų pagrindu sukurti dvi naujas bendroves. Po bendrovės dalies atskyrimo, akcininkas Z liktų veiklą tęsiančios UAB „A“ akcininku (jam priklausytų 100 proc. šios bendrovės akcijų), o akcininkai X ir Y taptų naujai įsteigtų bendrovių akcininkais, kuriems kartu priklausytų po 100 proc. šių bendrovių akcijų*“ (PMĮ 41 str. 2 d. 8 p. komentaro 2009 m. gegužės 18 d. redakcija, P. 314).

numatyta balsų daugumą, reikalingą sprendimui dėl bendrovės reorganizavimo priimti.

Investuotojas taip pat suinteresuotas, kad bendrovės įstatinio kapitalo didinimo atveju naujai išleidžiamų akcijų dalis, proporcinga bazinių opciono akcijų daliai bendrovės įstatiniame kapitale, taptų bazinėmis opciono akcijomis.⁸⁰⁰ Jeigu bazinių opciono akcijų skaičius nustatomas kaip absoliutus skaičius, įstatinio kapitalo didinimo atveju bazinių opciono akcijų skaičius liks tas pats, ir opciono gavėjo potenciali akcijų procentinė dalis sumažės. Opciono gavėjo potencialios akcijų procentinės dalies sumažėjimas yra nepalanki sąlyga opciono gavėjui, o kartais ir opciono davėjui (pvz., kai opciono gavėjas yra bendrovės vadovas ir opcionu jis motyvuojamas dirbti bendrovės, taigi netiesiogiai ir opciono davėjo naudai). Siekiant išvengti opciono gavėjo potencialios akcijų procentinės dalies sumažėjimo įstatinio kapitalo didinimo atveju, opciono gavėjas turi būti užtikrintas, kad opciono davėjas įgis visas naujai išleidžiamas akcijas, kurias jis turi teisę įgyti (opciono gavėjas gali būti suinteresuotas net finansuoti opciono davėją šioms akcijoms įsigyti).

Kita vertus, kai yra numatyta akcijų procentinės dalies sumažėjimo apsauga, t.y. bazinių opciono akcijų skaičius išreiškiamas ne kaip konkretus skaičius, o kaip procentinė bendrovės visų akcijų dalis, opciono gavėjas už tą pačią kainą (opciono įgyvendinimo kainą) turi teisę įsigyti daugiau akcijų (absoliučiais skaičiais), t.y. neatsižvelgiama į įnašų ar bendrovės lėšų, skirtų įstatiniam kapitalui padidinti, vertę.⁸⁰¹ Ši problema gali būti sprendžiama (opciono davėjo, taigi šiuo atveju ne investuotojo, naudai) iš anksto numatant sutartyje vieną iš dviejų alternatyvų: arba opciono įgyvendinimo kainos padidinimo mechanizmą, arba galimybę opciono gavėjui pačiam pasirašyti ir apmokėti naujai išleidžiamų bendrovės akcijų taip, tarsi opcionas būtų buvęs įgyvendintas prieš pat įstatinio kapitalo padidinimą.

⁸⁰⁰ *Ibid.* P. 274, 292.

⁸⁰¹ *Ibid.* P. 296.

Minėta, opciono įgyvendinimą gali sutrikdyti bankroto bylos iškėlimas akcijų, kurios yra opciono dalykas, savininkui, akcijų įkeitimas, areštas ar kitas suvaržymas. Opciono įgyvendinimą gali sutrikdyti ir kitos aplinkybės, pvz., akcijų perleidimo apribojimai, nustatyti bendrovės įstatuose ar akcininkų sutartyje.⁸⁰² Tačiau akcininkai turi galimybę akcininkų sutartyje nustatyti, kad opciono įgyvendinimas turi viršenybę prieš akcininkų sutartyje (o jei susitaria visi akcininkai – ir bendrovės įstatuose) nustatytus akcijų perleidimo apribojimus. Opciono įgyvendinimą taip pat gali sutrikdyti akcijų perleidimo apribojimai, nustatyti sutartyje, kurios šalis yra opciono akcijų savininkas.⁸⁰³

5.3.2.1.3. Pirkimo opciono įgyvendinimo terminas

Pirkimo opciono įgyvendinimo terminas gali prasidėti iškart po opciono suteikimo arba vėliau.⁸⁰⁴ Jeigu įgyvendinimo termino pradžia atidedama (pvz., moratoriumo perleisti bendrovės akcijas trukmei), opciono gavėjui gali būti leidžiama įgyvendinti opcioną tam tikrais atvejais, kai opciono neįgyvendinimas iki įgyvendinimo termino pradžios faktiškai lemtų, kad iš opciono gavėjo opciono teisė atimama ar jo gaunama iš opciono nauda mažesnė nepriklausomai nuo jo veiksmų. Pvz., opciono įgyvendinimas gali būti akceleruojamas prieš pat opciono davėjui perleidžiant savo turimas bendrovės akcijas trečiajam asmeniui, prieš bendrovės akcijų pirminį viešą siūlymą ar sprendimo likviduoti bendrovę priėmimą. Akceleravimas gali būti automatinis, t.y. laikoma, kad opcionas įgyvendintas prieš minėtų aplinkybių atsiradimą, jeigu opciono gavėjas per protingą laikotarpį patvirtina, kad įgyvendina opcioną.

⁸⁰² *Ibid.* P. 273.

⁸⁰³ Pvz., draudimas kreditavimo sutartyje tarp banko ir akcijų savininko be banko sutikimo perleisti akcijas; draudimas kreditavimo sutartyje tarp banko ir bendrovės (ir (ar) kreditavimo sutartyje tarp banko ir akcijų savininko) be banko sutikimo didinti bendrovės įstatinį kapitalą – tai aktualu, jei opciono akcijos suteikiamos iš naujai išleistų akcijų.

⁸⁰⁴ *Ibid.* P. 274-275.

5.3.2.1.4. Pirkimo opciono kaina

Pirkimo opciono įgyvendinimo kaina, t.y. suma, kurią sumokėjęs opciono davėju, opciono gavėjas įgyja vieną opciono akciją, išreiškiama trimis pagrindiniais būdais:⁸⁰⁵

1. **Fiksuota kaina.** Fiksuota kaina gali nesutapti su bazinių akcijų rinkos kaina opciono įgyvendinimo momentu, ir dėl to opciono davėjas arba gavėjas gali patirti nuostolių.⁸⁰⁶ Pvz., pirkimo opciono davėjas patirs nuostolių, jei opcionas bus įgyvendintas tokiu metu, kai bazinių opciono akcijų rinkos kaina didesnė už iš anksto nustatytą jų kainą (šiuo atveju tikėtina ir numanomų pajamų apmokestinimo problema – žr. 5.3.2.3 skyrių). Atitinkamai, pirkimo opciono gavėjas patirs nuostolių, jei, pvz., susiklosčiusių aplinkybių (pvz., numatomo lėšų trūkumo) bus priverstas įgyvendinti opcioną ne pageidaujamu metu, o tokiu metu, kai bazinių opciono akcijų rinkos kaina mažesnė už iš anksto nustatytą jų kainą. Be to, fiksuota kaina turi būti perskaičiuojama, jei pasikeičia bendrovės įstatinio kapitalo sudėtis. Jei įstatinis kapitalas sumažinamas arba išlaikomas toks pats padidinus akcijų nominalią vertę, opciono įgyvendinimo kaina turi būti atitinkamai padidinta. Jei įstatinis kapitalas padidinamas arba išlaikomas toks pats sumažinus akcijų nominalią vertę, opciono įgyvendinimo kaina turi būti atitinkamai sumažinta.

2. **Kaina, nustatoma pagal formulę.** Formulė gali būti išreiškiama, pvz., kaip bendrovės pelno, EBITDA (pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją) ar kito finansinio rodiklio daugiklis arba kelių tokių rodiklių derinio daugiklis. Kainos formulė, parinkta tinkamai, t.y.

⁸⁰⁵ *Ibid.* P. 273-274.

⁸⁰⁶ Palyginimui, kai opcionas atlieka ne investicijos apsaugos, o vadovo motyvavimo funkciją (žr. 4.5.3 skyrių), opciono įgyvendinimo kainos ir realios bazinių akcijų kainos opciono įgyvendinimo metu nesutapimas atlieka motyvuojamąją funkciją. Šioje disertacijoje neanalizuojami sandorių kainodaros (angl. *transfer pricing*) klausimai, aktualūs tais atvejais, kai opciono pirkti gavėjas už opciono akcijas moka iš anksto nustatytą kainą, kuri yra mažesnė nei rinkos kaina, ir opciono gavėjas bei davėjas yra susiję asmenys.

atsižvelgiant į akcijų vertinimui naudojamas metodikas, gali lemti, kad opciono įgyvendinimo metu apskaičiuota kaina bus artima bazinių akcijų rinkos kainai.

3. **Rinkos kaina.** Bazinių opciono akcijų rinkos vertę opciono įgyvendinimo dieną gali nustatyti šalys sutarimu, o nesutarus gali būti taikoma iš anksto sutarta ginčo sprendimo procedūra, pvz., pasitelkiamas auditorius, turto vertintojas ar kitas nepriklausomas ekspertas bazinių akcijų rinkos vertei nustatyti.

Aukščiau aptarti bazinių akcijų kainos nustatymo būdai gali būti taikomi kompleksiskai (pvz., taikoma mažesnioji ar didesnioji iš kainų, nustatytų dviem skirtingais būdais, pvz., pagal formulę ir turto vertintojo).

Pirkimo opciono davėjo (mažumos akcininko) požiūriu, svarbu atsižvelgti į tikėtiną investuotojo pasitraukimą iš bendrovės praėjus tam tikram laikotarpiui po opciono įgyvendinimo, ir įvertinti pirkimo opciono bei prijungimo teisės skirtumus.⁸⁰⁷

5.3.2.1.5. Disponavimas bazinėmis akcijomis

Pirkimo opcionas yra akcijų nuosavybės teisės suvaržymas, kuris neseka paskui daiktą pagal įstatymą. Tačiau sutartimi gali būti nustatytas vienas ar kitas disponavimo bazinėmis akcijomis režimas:⁸⁰⁸

1. Opciono davėjas turi teisę laisvai disponuoti bazinėmis akcijomis, atsižvelgdamas į įstatymų numatytus akcijų perleidimo apribojimus (t.y. pirmumo teisę įgyti parduodamų bendrovės akcijų).

2. Opciono davėjas turi teisę laisvai disponuoti bazinėmis akcijomis, atsižvelgdamas ne tik į įstatymų numatytus akcijų perleidimo apribojimus, bet

⁸⁰⁷ Šie skirtumai ir su jais susijusių problemų sprendimo būdai apžvelgiami 5.4.2 skyriuje, kuriame apibrėžiama ir pati prijungimo teisė.

⁸⁰⁸ Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 277.

ir į įstatų ir akcininkų sutarties numatytus papildomus akcijų perleidimo apribojimus.

3. Opciono davėjas turi teisę perleisti bazines akcijas su sąlyga, kad akcijų įgijėjas iki akcijų perleidimo prisiima išipareigojimą įgytų akcijų atžvilgiu laikytis opciono sutarties.

Logiška, kad opciono davėjas opciono įgyvendinimo laikotarpiu išsaugo galimybę naudotis teise balsuoti ir kitomis neturtinėmis teisėmis, kurias suteikia bazinės akcijos. Tačiau turtinės teisės į dividendą klausimas kartais sprendžiamas kitaip, pvz., dividendų suma, priskaičiuota už laikotarpį nuo opciono įgyvendinimo laikotarpio pradžios iki bazinių akcijų perleidimo opciono gavėjui, sumokama opciono gavėjui (pvz., įskaitant šią sumą į bendrą opciono įgyvendinimo kainą).⁸⁰⁹

5.3.2.2. Pardavimo opcionas

Privataus kapitalo sandoryje pardavimo opcionas (angl. *put option*) – tai akcininkui suteikiama teisė (bet ne išipareigojimas), įvykus ar esant įvykdytai opciono sąlygai, opciono įgyvendinimo laikotarpiu už sutartą kainą parduoti kitam akcininkui bendrovės akcijas.⁸¹⁰

Paprastai pardavimo opciono gavėjas privataus kapitalo sandoryje yra mažumos akcininkas (pvz., taikinio vadovas).⁸¹¹ Pardavimo opcionas yra

⁸⁰⁹ *Ibid.* Plg. Jungtinės Karalystės teismų praktiką byloje *JRRT (Investments) v. Haycraft* [1993] B.C.L.C. 401.

⁸¹⁰ Stedman G. et al. *Shareholders' agreements*. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 291.

⁸¹¹ Pardavimo opcionas, suteikiamas daugumos akcininkui (investuotojui), nors ir gali būti patrauklus kaip ankstyvo pasitraukimo priemonė, sunkiai praktiškai realizuojamas, jei mažumos akcininkas turi mažai finansinių galimybių įsigyti opciono akcijas. Kita vertus, rizikos kapitalo stadijoje pardavimo opcionas, finansiškai pajėgaus daugumos akcininko (pvz., vadovo-steigėjo) suteiktas *mažumos investuotojui*, šio dažnai naudojamas kaip „atsarginis variantas“ užsitikrinti pasitraukimą po tam tikro laikotarpio neradus trečiojo asmens, pageidaujancio įgyti investuotojo turimas bendrovės akcijas.

instrumentas kompensuoti uždaro tipo bendrovių akcijų nelikvidumą – mažumos akcininkas gali atsidurti situacijoje, kai turi mažą nelikvidų akcijų paketą.⁸¹² Tokiu būdu pardavimo opcionas iki investuotojo pasitraukimo atlieka tą pačią funkciją, kurią prisijungimo teisė atlieka investuotojo pasitraukimo metu.⁸¹³ Pardavimo opcionas mažumos akcininkui gali pasitarnauti ne tik jam nutarus parduoti akcijas dėl komercinių sumetimų, bet ir kai tai būtina siekiant apsaugoti mažumos akcininko turtines ir neturtines teises.⁸¹⁴

Įsipareigojimas nupirkti mažumos akcininko akcijas (ne tik turimas, bet ir tas, kurios bus akcininko įgytos dėl bendrovės įstatinio kapitalo padidinimo) paprastai nepažeidžia investuotojo interesų⁸¹⁵ (nors tai ir reiškia papildomus investuotojo kaštus), nes didesnės bendrovės akcijų dalies įgijimas atitinka aktyvaus investuotojo interesą apsaugoti investiciją (plg. 5.2 skyrių). Tačiau pardavimo opcionas, suteiktas bendrovės vadovui, gali pažeisti investuotojo interesus, nes vadovui pasinaudojus opciono teise nebeliktų bazinių akcijų motyvuojamojo efekto, taip pat vadovo sulaikymo efekto.⁸¹⁶ Kad pardavimo opciono suteikimas mažumos akcininkui nepakenktų investuotojo interesams, investuotojas turi siekti kuo aiškesnio opciono kainos nustatymo,⁸¹⁷ taip pat sieti opciono kainą su tuo, kiek laiko praėjo po opciono suteikimo. Kuo mažiau laiko praėjo nuo opciono įgyvendinimo laikotarpio pradžios, tuo mažesnė

⁸¹² Kulms R. A Shareholder's Freedom of Contract in Close Corporations – Shareholder Agreements in the USA and Germany. // *European Business Organization Law Review*, Vol. 2, No. 3-4, 2001. P. 698. Plg. JAV teismų praktiką byloje *Jackson v. Hooper*, 75 A. 568, 571, N.J.Err & App. 1910.

⁸¹³ Prisijungimo teisės samprata analizuojama 5.4.3 skyriuje.

⁸¹⁴ Plg. 5.3.2.1.3 skyriuje aptariamas opciono sąlygas, kurios leidžia akceleruoti pirkimo opcioną, t.y. atlieka investuotojo (opciono gavėjo), kaip akcininko, turtinių ir neturtinių teisių apsaugos funkciją.

⁸¹⁵ Stedman G. et al. *Shareholders' agreements*. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 292.

⁸¹⁶ T.y. pardavęs akcijas investuotojui, vadovas nebūtų toliau motyvuojamas opciono akcijomis. Taip pat vadovui būtų lengviau palikti bendrovę, nes opciono akcijos toliau nebeatliktų vadovo „jungties“ su bendrove funkcijos.

⁸¹⁷ Tai padėtų investuotojui planuoti minėtus papildomus opciono įgyvendinimo kaštus.

kaina turėtų būti mokama opciono turėtojui už jo parduodamas opciono akcijas. Tačiau opciono kainos nuolaidos taikymas pažeistų mažumos akcininko interesus tais atvejais, kai bendrovės veikla iki opciono įgyvendinimo buvo sėkminga (pvz., pasiekti tam tikri finansiniai rodikliai), ir opciono gavėjas prie to prisidėjo (pvz., eidamas bendrovės vadovo pareigas).

5.3.2.3. Opcionų apmokestinimo pagrindiniai klausimai

4.5.4 skyriuje aptarta pirkimo opcionų, naudojamų kaip bendrovės vadovų motyvavimo priemonė, mokestinių klausimų problematika skiriasi nuo opcionų, naudojamų kaip investicijos apsaugos priemonė, mokestinių klausimų problematikos. Pastaruoju atveju nėra aktualus opciono nuolaidos apmokestinimo kaip su darbo santykiais susijusių pajamų klausimas. Opciono akcijų vertės problema pasireiškia kitais aspektais. Pvz., jei pirkimo opcionas bus įgyvendintas tokiu metu, kai opciono akcijų rinkos kaina didesnė už iš anksto nustatytą opciono akcijų kainą, gali būti priskaičiuotos ir apmokestinamos opciono davėjo numanos pajamos (PMĮ 40 str., GPMĮ 15 str., MAĮ 69 str., 70 str.).

Tačiau pajamų iš akcijų apmokestinimo momentas vienodai aktualus: pajamos iš opciono investicijai apsaugoti, kaip ir pajamos iš motyvuojamojo opciono, gali būti apmokestinamos įvairiais momentais, pvz., suteikus opcioną; įgyvendinus opcioną; opciono gavėjui įgijus opciono akcijas. Opcionas pirkti paprastai suteikiamas neatlygintinai arba už atlyginimą, neišreikštą pinigais, pvz., už kryžminį opcioną.⁸¹⁸ Todėl apmokestinant opciono pirkti davėją (mažumos akcininką) opciono suteikimo metu ar opciono gavėjui (investuotojui) įgyvendinant opcioną, opciono davėjas gali neturėti pakankamai lėšų sumokėti mokestį. Opciono pirkti suteikimas ir opciono

⁸¹⁸ *Ibid.* P. 273, 280, 285. Pvz., pirkimo opciono gavėjas (investuotojas) suteikia pardavimo opcioną pirkimo opciono davėjui (mažumos akcininkui).

akcijų perleidimas opciono gavėjui turėtų būti laikomas vientisu sandoriu, ir iš jo gaunama opciono davėjo (mažumos akcininko) nauda apmokestinama vieną kartą – perleidus opciono akcijas opciono gavėjui (investuotojui).⁸¹⁹ Analogiškai mažumos akcininko nauda, gauta gavus opcioną parduoti, turėtų būti apmokestinama tik kaip turto vertės padidėjimo pajamos, ir tik po to, kai opciono akcijos yra perleistos opciono davėjui (investuotojui), o šis yra atsiskaitęs su opciono gavėju. Šiais principais turėtų vadovautis Lietuvos įstatymų leidėjas nustatydamas specialias pajamų iš opcionų apmokestinimo taisykles.

⁸¹⁹ *Ibid.* P. 271.

5.3.2.4. Pirkimo-pardavimo opcionas

Pirkimo-pardavimo opcionas – tai susitarimas tarp akcininko A ir akcininko B, pagal kurį akcininkas A turi teisę pateikti akcininkui B *pasiūlymą* arba parduoti savo akcijas akcininkui A, arba nupirkti akcininko A akcijas, ir pardavimui, ir pirkimui nustatant tą pačią kainą.⁸²⁰ Akcininkui B per nustatytą laikotarpį nepasirinkus tarp pardavimo ir pirkimo, akcininkas A įgyja teisę *reikalauti*, kad akcininkas B parduotų savo akcijas akcininkui A arba nupirktų akcininko A akcijas už pirminiame pasiūlyme nurodytą kainą. Pirkimo-pardavimo opcionas naudojamas kaip priemonė pasitraukti akcininkui nesant kito akcininko kaltės arba kaip akcininkų aklavietės situacijų sprendimo priemonė.⁸²¹ Pirkimo-pardavimo opcionas suteikia galimybę bet kuriai susitarimo šaliai išstumti kitą šalį iš bendrovės akcininkų tarpo, pačiai rizikuojant būti išstumtai.⁸²² Dėl šios priežasties tokie susitarimai privataus kapitalo sandoriuose paprastai nenaudojami,⁸²³ kaip prieštaraujantys bendrajai privataus kapitalo investicijos logikai (kurios svarbus elementas yra kontroliuojamas investuotojo pasitraukimas), ir detaliau šiame darbe nenagrinėjami.

⁸²⁰ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 38. Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 295.

⁸²¹ Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998. P. 250, 295.

⁸²² Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 98.

⁸²³ Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 38.

5.4. Investuotojo pasitraukimo apsauga

5.4.1. Bendrieji klausimai

Siekdamas sukurti ir įgyvendinti optimalią pasitraukimo strategiją, investuotojas atsižvelgia į šiuos pagrindinius tikslus:⁸²⁴

1. užtikrinti, kad mažumos akcininkas netrikdytų investuotojo pasitraukimo nesutikdamas parduoti akcijų kartu su pasitraukiančiu investuotoju, tokiu būdu potencialiai mažindamas investuotojo gaunamą iš pasitraukimo vertę (šio tikslo padeda siekti investuotojo naudai nustatyta prijungimo teisė, analizuojama 5.4.2 skyriuje);
2. užtikrinti, kad, būdamas mažumos akcininkas, investuotojas neliktų nelikvidaus akcijų paketo savininku daugumos akcininkui nusprendus perleisti akcijas trečiajam asmeniui (šio tikslo padeda siekti investuotojo naudai nustatyta prisijungimo teisė, analizuojama 5.4.3 skyriuje).

Sklandžiam pasitraukimui įvykdyti, investuotojui svarbu ne tik tai, kad tam netrukdytų kiti akcininkai, bet reikalingi ir aktyvūs bendrovės vadovų veiksmai. Pvz., bendrovės akcijų (pirminio) viešo siūlymo (IPO) atveju vadovai atlieka esminį vaidmenį pristatant bendrovę potencialiems investuotojams.⁸²⁵ Komercinio pardavimo atveju investuotojui, kuris nepageidauja vienas pateikti išsamių patvirtinimų ir garantijų dėl perleidžiamų akcijų, svarbu, kad tokias garantijas pateiktų ar bent kontrasignuotų bendrovės

⁸²⁴ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1161.

⁸²⁵ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 38.

vadovai.⁸²⁶ Tačiau elementaraus įpareigojimo vadovui bendradarbiauti su investuotoju pažeidimą sunku įrodyti, įrodžius – sunku nustatyti nuostolių dydį, o nustačius nuostolių dydį – sunku juos išsireikalauti dėl galimų vadovo mokumo problemų.⁸²⁷ Labiau tikėtina, kad vadovo paramą užtikrins jam suteiktos motyvavimo priemonės (detaliau aptariamoms 4.5 skyriuje).

⁸²⁶ *Ibid.*

⁸²⁷ Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 99.

5.4.2. Prijungimo teisė

Prijungimo teisė (angl. *drag-along right* arba *come-along right*) – tai akcininko teisė reikalauti, kad kitas akcininkas parduotų akcijas trečiajam asmeniui už tokią pačią kainą, kaip ir pirmasis akcininkas.⁸²⁸ Prijungimo teisė atitinka akcininko, iš kurio reikalaujama parduoti akcijas (**prijungiamo akcininko**, angl. *dragged shareholder*), pareiga tai padaryti.

Prijungimo teisė gali būti suprantama plačiau, kaip investuotojo (ar investuotojų grupės), turinčio tam tikrą procentinę bendrovės akcijų dalį, teisė reikalauti, kad kitas akcininkas pasitrauktų kartu su juo.⁸²⁹ Pvz., vieno akcininko turima prijungimo teisė gali pasireikšti kito akcininko išankstiniu pritarimu esminės bendrovės turto dalies pardavimui ar bendrovės reorganizavimui, kurio metu bendrovė būtų prijungta prie kitos bendrovės ar su

⁸²⁸ *Ibid.* P. 38. Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 99. Neretai pasitaikantis prijungimo teisės apibrėžimas kaip teisės reikalauti parduoti akcijas “*tokiomis pačiomis sąlygomis*” (t.y. platesnė sąvoka nei “*už tokią pačią kainą*”) (žr., pvz., Bienz C. et al. Venture capital exit rights. 2009-03 // <http://ssrn.com/abstract=1140128> [2009-06-02] P. 7; Block K. T. et al. Towing the Line: An Analysis of Drag-Along Rights Under the Michigan Business Corporation Act // The Michigan Business Law Journal, Vol. 28, Issue 3, 2008. P. 20.) nevisuomet tikslus. Pardavimo sąlygos gali būti įvairios, pvz., akcijų pardavėjo pateikiami patvirtinimai ir garantijos; prisiimamos civilinės atsakomybės ribos, kurios gali būti priimtinos akcijas parduodančiam investuotojui, bet nepriimtinos ar net objektyviai neįgyvendinamos prijungiamo mažumos akcininko požiūriu. Dar daugiau, kadangi prijungimo teisė paprastai formuluojama investuotojui įgyjant bendrovės akcijas, t.y. liekant pakankamai daug laiko iki investuotojo pasitraukimo, sunku įsivaizduoti, kokių būdu galėtų būti numatytos visos, kad ir svarbiausios, taip nutolusio laiko požiūriu akcijų pardavimo sąlygos. Vis dėlto praktikoje pasitaiko prijungimo teisės formuluočių, kuriomis siekiama apibrėžti, kokius patvirtinimus ir garantijas dėl savo parduodamų akcijų prijungiamas akcininkas turėtų pateikti trečiajam asmeniui (akcijų įgijėjui) prijungimo teisės įgyvendinimo atveju; su kokia akcijų pardavimo kainos mokėjimo atidėjimo tvarka prijungiamas akcininkas iš anksto sutinka ir pan. (šiuo atveju prijungiamas akcininkas išsipareigoja investuotojui trečiojo asmens naudai). (Žr., pvz., Rubin B. A. Litigating “drag-along” claims. // International Association of Defence Counsel (IADC) membership newsletter, 2007-01. <http://www.millernash.com/showarticle.aspx?Show=1808> [2009-06-02]; Block K. T. et al. Towing the Line: An Analysis of Drag-Along Rights Under the Michigan Business Corporation Act // The Michigan Business Law Journal, Vol. 28, Issue 3, 2008. P. 21).

⁸²⁹ Testa, Huwitz & Thibeault. Drag-along rights. 2003. // <http://www.altassets.net/private-equity-knowledge-bank/learning-curve/article/nz3989.html> [2009-05-23].

ja sujungta, atsisakant teisės reikalauti, kad ekspertas nustatytų akcijų keitimo reorganizavimo metu santykį (plg. ABI 63 str. 5 d.⁸³⁰).⁸³¹

Investuotojui, apibrėžiant prijungimo teisę, tikslinga kuo išsamiau apibūdinti galimus pasitraukimo atvejus, kad atėjus laikui prijungimo teisę galėtų įgyvendinti visa apimtimi.⁸³² Į prijungimo teisę panašus **išankstinis susitarimas dėl akcijų (pirminio) viešo siūlymo (IPO)** (angl. *demand rights clause* arba *IPO clause*), kurio pagrindu akcininkai iš anksto susitaria dėl aplinkybių, kurioms esant bus vykdoma IPO procedūra, pvz., bendrovė pasieks tam tikrus finansinius (pvz., pelno) rodiklius ar bendrovei bus reikalingas finansavimas iš išorės.⁸³³ Išankstinis susitarimas dėl IPO neleidžia mažumos akcininkui piktnaudžiauti, reikalaujant naudos mainais už pritarimą IPO.⁸³⁴

JAV privataus kapitalo sandorių praktikoje laikomasi nuomonės, kad kai prijungiamų akcininkų vienoje bendrovėje keli, trečiasis asmuo turėtų investuotojams ir visiems prijungiamiems akcininkams taikyti vienodą akcijų pirkimo kainą. Bet kokia nelygybė šiuo atžvilgiu⁸³⁵ nesuderinama su

⁸³⁰ ABI 63 str. 5 d. nustato, kad reorganizavimo sąlygų vertinimas neatliekamas ir reorganizavimo sąlygų vertinimo ataskaita nerengiama, jeigu visi kiekvienos reorganizuojamos ir reorganizavime dalyvaujančios bendrovės akcininkai, kuriems priklausančios akcijos suteikia balsavimo teisę, su tuo sutinka. Bendrovės akcininkų sutikimas išreiškiamas bet kokia forma, kuria gali būti įgyvendinama akcininkų teisė balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime.

⁸³¹ Testa, Huwitz & Thibeault. Drag-along rights. 2003. // <http://www.altassets.net/private-equity-knowledge-bank/learning-curve/article/nz3989.html> [2009-05-23]. Block K. T. et al. Towing the Line: An Analysis of Drag-Along Rights Under the Michigan Business Corporation Act // *The Michigan Business Law Journal*, Vol. 28, Issue 3, 2008. P. 20.

⁸³² Rubin B. A. Litigating “drag-along” claims. // *International Association of Defence Counsel (IADC) membership newsletter*, 2007-01. <http://www.millernash.com/showarticle.aspx?Show=1808> [2009-06-02]

⁸³³ Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2002. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23]. P. 22.

⁸³⁴ *Ibid.*

⁸³⁵ Pz., akcijų pirkimo kainos perdavimas vienam iš prijungiamų akcininkų, kad šis paskirstytų atitinkamas dalis kitiems prijungiamiems akcininkams (Rubin B. A. Litigating “drag-along” claims. // *International Association of Defence Counsel (IADC) membership newsletter*, 2007-01. <http://www.millernash.com/showarticle.aspx?Show=1808> [2009-06-02]).

prijungimo teisės samprata ir reikštų prijungiamo akcininko teisės reikalauti kainos lygybės pažeidimą. Investuotojui, siekiančiam įgyvendinti turimą prijungimo teisę, svarbu, kad trečiasis asmuo (akcijų pirkėjas) su juo bendradarbiautų (pvz., pakeistų akcijų pirkimo-pardavimo sutarčių su prijungiamais akcininkais nuostatas taip, kad būtų atstatyta prijungiamų akcininkų teisių lygybė).⁸³⁶

Privataus kapitalo sandorio kontekste prijungimo teisė svarbi tuomet, kai investuotojas pasirengęs priimti gautą pasiūlymą parduoti akcijas, tačiau kiti akcininkai (pvz., bendrovės steigėjai, labiau susiję su bendrovės verslu) pageidauja laukti, tikėdamiesi patrauklesnio pasiūlymo. Taigi prijungimo teisė yra priemonė priversti patenkintus esama padėtimi akcininkus bendradarbiauti įgyvendinant investuotojo pasitraukimo strategiją.⁸³⁷ Prijungimo teisė neleidžia mažumos akcininkui piktnaudžiauti situacija, reikalaujant naudos mainais už netrukdytą sudaryti vertę kuriantį akcijų perleidimo sandorį.⁸³⁸

Prijungimo teisę paprastai turi daugumos investuotojas (kontroliuojantysis akcininkas), kadangi tokios teisės įgijimas suponuoja didelę akcininko derybinę galią. Tačiau galimi atvejai, kai prijungimo teisę turi ir mažumos akcininkas. Prijungimo teisė, kai ją turi mažumos akcininkas, sušvelnina problemas, susijusias su mažumos akcininko akcijų paketo nelikvidumu.⁸³⁹ Turėdamas prijungimo teisę, mažumos investuotojas gali tikėtis lengviau rasti akcijų pirkėją, nes gali jam pasiūlyti didesnę nei jo turimas akcijų paketą.⁸⁴⁰

⁸³⁶ *Ibid.*

⁸³⁷ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1161

⁸³⁸ Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2002. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23]. P. 22.

⁸³⁹ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1161.

⁸⁴⁰ *Ibid.* Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2004. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23]. P. 3.

Akcijų įgijėjo požiūriu, prijungimo teisė taip pat yra akcijų vertę didinantis veiksnys, kadangi užtikrina galimybę įgyti didesnę akcijų paketą (t.y. veikia kaip akcijų rezervavimo sutartis (angl. *stock lock-up agreement*),⁸⁴¹ detaliau aprašoma 4.1.2 skyriuje, arba kaip opcionas pirkti papildomas akcijas⁸⁴²).

Prijungimo teisei įgyvendinti gali būti nustatytos papildomos sąlygos. Pvz., investuotojas gali įgyvendinti prijungimo teisę tik jei jo parduodamų akcijų procentinė dalis bendrovės įstatiniame kapitale viršija nustatytą dydį arba jei už parduodamas akcijas trečiasis asmuo siūlo ne mažesnę kainą nei minimali kaina, nustatyta investuotojo ir prijungiamo akcininko sutarimu.⁸⁴³ Investuotojas suinteresuotas kuo mažiau riboti prijungimo teisės įgyvendinimą.

Prijungimo teisė yra sutartinis prijungiamo akcininko akcijų suvaržymas, dažnai sustiprinamas prijungiamo akcininko išipareigojimu perleidžiant tokias akcijas užtikrinti, jog įgijėjas, kaip akcijų įgijimo sąlyga, išipareigos vykdyti prijungimo teisę atitinkančią pareigą. Investuotojui svarbu ir tai, kad naujai išleidžiamos bendrovės akcijos, kurias įgyja mažumos akcininkas, būtų laikomos automatiškai suvaržytomis investuotojo naudai nustatyta prijungimo teise.⁸⁴⁴

Prijungimo teisė turi panašumų su įstatymo nustatytais taisyklėmis – privalomo pardavimo (angl. *squeeze-out*) reikalavimo teise (VPI 37 str. 1 d. – 37 str. 14 d.) ir priverstinio pardavimo reikalavimo teise (CK 2.115 str. – 2.121

⁸⁴¹ Testa, Huwitz & Thibeault. Drag-along rights. 2003. // <http://www.altassets.net/private-equity-knowledge-bank/learning-curve/article/nz3989.html> [2009-05-23].

⁸⁴² Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2002. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23]. P. 22. Opciono pirkti požymių galima išvelgti tiek analizuojant potencialaus akcijų įgijėjo teisinę padėtį (teisė pasirinkti, įgyti didesnę akcijų paketą ar ne), tiek analizuojant pasitraukiančio akcininko teisinę padėtį (teisė reikalauti, kad kitas akcininkas parduotų akcijas, tiesa, ne reikalaujančiam asmeniui, kaip būtų įprastinio opciono atveju, bet trečiajam asmeniui – potencialiam akcijų įgijėjui) (Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2004. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23]. P. 2).

⁸⁴³ Testa, Huwitz & Thibeault. Drag-along rights. 2003. // <http://www.altassets.net/private-equity-knowledge-bank/learning-curve/article/nz3989.html> [2009-05-23]

⁸⁴⁴ *Ibid.*

str.). Visos trys teisės gali būti įgyvendinamos siekiant apsaugoti daugumos akcininko interesus apribojant mažumos akcininko turimų akcijų nuosavybės teisę. Prijungimo teisė nuo privalomo pardavimo reikalavimo teisės ir priverstinio pardavimo reikalavimo teisės skiriasi visų pirma tuo, kad (i) jas įgyvendinti gali tik įstatymo nustatyta akcijų ar jų suteikiamų balsų skaičių turintis akcininkas įstatymo nustatyta tvarka, ir (ii) jas įgyvendinant bendrovės akcijas įgyja bendrovės akcininkas, o ne trečiasis asmuo. Be to, skirtingai nuo prijungimo teisės, privalomo pardavimo reikalavimo teisė taikoma tik emitentams (VPĮ 37 str. 1 d.), o priverstinio pardavimo reikalavimo teisė gali būti įgyvendinama tik jei akcininko veiksmai prieštarauja bendrovės veiklos tikslams (CK 2.115 str. 1 d.).

Svarbi akcijų pardavimo įgyvendinant prijungimo teisę sąlyga yra trečiojo asmens siūloma kaina už vieną akciją. Prijungiamo akcininko interesams apsaugoti svarbu, kad prijungimo teisės turėtojas akcijas parduotų rinkos kaina,⁸⁴⁵ kadangi galimas piktavališkas susitarimas tarp trečiojo asmens ir prijungimo teisės turėtojo nustatyti mažą akcijų kainą, o dėl likusios dalies, pvz., atsiskaityti pagal kitą sandorį. Dėl šios priežasties gali būti nustatoma sąlyga, kad trečiasis asmuo įgyvendinant prijungimo teisę negali būti su šios teisės turėtoju susijęs asmuo. Tačiau apskritai akcijų pardavimo trečiajam asmeniui prilyginimas rinkos kainai atitinka prijungiamo akcininko interesus, nes prijungiamas akcininkas nepatirdamas kaštų gauna naudą iš to, kad investuotojas, kaip racionalus ir profesionalus subjektas, siekia parinkti tokį pasitraukimo momentą, kuomet akcijų vertė yra didžiausia.

Įgyvendinant prijungimo teisę svarbios ir kitos akcijų pardavimo sąlygos, pvz., kainos mokėjimo forma. Investuotojas pasitraukdamas gali gauti akcijų kainą ne pinigais, o, pvz., kitomis akcijomis, prijungiant bendrovę prie kitos bendrovės ar jas sujungiant. Tokiu atveju prijungiamo akcininko teisė reikalauti kainos mokėjimo pinigais (t.y. nevienodų sąlygų) neatitiktų

⁸⁴⁵ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 38. Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 98.

prijungimo teisės sampratos, sunkintų pageidaujančio pasitraukti investuotojo derybas su potencialiu akcijų įgijėju, ir dėl to ne padėtų, o trukdytų investuotojui įgyvendinti pasitraukimo strategiją.⁸⁴⁶ Kaip minėta, išankstinis pritarimas bendrovės dalyvavimui reorganizavimo procedūrose yra viena iš prijungimo teisės pasireiškimo formų.

5.3.2.1.4 skyriuje, aptariant su pirkimo opcionu susijusias problemas, minėta, kad pirkimo opciono davėjo (mažumos akcininko) požiūriu, svarbu atsižvelgti į tikėtiną investuotojo pasitraukimą iš bendrovės praėjus tam tikram laikotarpiui po opciono įgyvendinimo, ir įvertinti pirkimo opciono bei prijungimo teisės skirtumus. Opciono pirkti įgyvendinimo kaina nustatoma opciono davėjo ir opciono gavėjo susitarimu, o prijungiamas akcininkas privalo perleisti akcijas tokiomis pačiomis sąlygomis, kokias trečiasis asmuo siūlo investuotojui. Pastarasis skirtumas gali nulemti situaciją, kai pirkimo opciono davėjas (mažumos akcininkas) už savo akcijas gaus mažesnę kainą, nei gautų, jei jo atžvilgiu būtų taikoma prijungimo teisė. Dėl šios priežasties akcininkas, kuris pardavė investuotojui akcijas pagal investuotojo pirkimo opcioną pirkti dažnai siekia numatyti vadinamąją “kompensacijos nuostatą”.⁸⁴⁷

Kompensacijos nuostata (angl. *catch-up clause*) – tai asmens, pardavusio akcijas investuotojui pagal investuotojo opcioną pirkti, teisė reikalauti, kad investuotojas sumokėtų tam tikrą dalį kainos, gautos už akcijas pasitraukimo metu. Kompensacijos nuostata leidžia patenkinti pagal investuotojo pirkimo opcioną akcijas pardavusio asmens interesus taip pat, kaip yra patenkinami prijungiamo akcininko interesai. Kitaip tariant, kompensacijos nuostata neleidžia pasitraukiančiam investuotojui (įgyvendinus opcioną pirkti iki pasitraukimo) pasipelnęti opciono davėjo sąskaita.

Sutartinė pirmumo teisė įgyti parduodamas bendrovės akcijas yra viršesnė už prijungimo teisę: sutartinę pirmumo teisę turintis akcininkas negali

⁸⁴⁶ Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005. P. 38.

⁸⁴⁷ Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2002. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23]. P. 2.

būti prijungiamas akcininkas ir, atvirkščiai, prijungiamas akcininkas negali turėti sutartinės pirmumo teisės.⁸⁴⁸ Tačiau prijungimo teisė, kaip specialiai aptarta sutartinė teisė, turi būti laikoma viršesne už *įstatymo* numatytą pirmumo teisę įgyti parduodamas bendrovės akcijas.⁸⁴⁹ Kitaip tariant, suteikdamas daugumos akcininkui prijungimo teisę, mažumos akcininkas sutarties pagrindu iš anksto atsisako įstatymo numatytos pirmumo teisės.⁸⁵⁰

⁸⁴⁸ *Ibid.*

⁸⁴⁹ Plg. Lietuvos teismų poziciją, kurią galima aiškinti tokiu būdu, jog įstatymo numatyta privalomo akcijų pardavimo reikalavimo teisė (t.y. net ne šalių specialiai aptarta panaši sutartinė teisė) turi viršenybę prieš įstatymo numatytą pirmumo teisę įgyti parduodamas bendrovės akcijas: “*tai, jog atsakovui <...> pateikus <...> pranešimą apie ketinimą parduoti turimas <...> akcijas, ieškovas įgijo pirmumo teisę jas įsigyti už atsakovo nurodytą kainą, neatėmė iš jo teisės pasinaudoti LR CK antros knygos IX skyriuje numatytu pažeistų teisių gynimo būdu, pareiškiant ieškinį dėl priverstinio atsakovui priklausančių akcijų pardavimo <...>*” (Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. gruodžio 11 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-956/2008 (nuasmeninta)).

⁸⁵⁰ Pirmumo teisės įgyti parduodamas bendrovės akcijas atsisakymo problemos aptariamos 5.3.1.1 skyriuje.

5.4.3. Prisijungimo teisė

Vienam iš akcininkų turint prijungimo teisę, prijungiamas akcininkas dažnai turi ekvivalentišką („veidrodinę“) prisijungimo teisę.⁸⁵¹

Prisijungimo teisė (angl. *tag-along right*, *take-along right* arba *co-sale right*) – tai akcininko teisė reikalauti, kad kitas akcininkas, parduodamas akcijas trečiajam asmeniui, užtikrintų, kad šis tomis pačiomis sąlygomis nupirktų ir pirmojo akcininko (**prisijungiančio akcininko**, angl. *tagging shareholder*) akcijas.⁸⁵²

Prisijungimo teisės ir įstatymo nustatytų taisyklių – privalomo pirkimo (angl. *sell-out*) reikalavimo teisės (VPĮ 37 str. 15 d. – 37 str. 17 d.) bei priverstinio pirkimo reikalavimo teisės⁸⁵³ (CK 2.123 str.) – panašumai ir skirtumai analogiškai 5.4.2 skyriuje aptartiems prijungimo teisės ir privalomo pardavimo bei priverstinio pardavimo reikalavimo teisių panašumams ir skirtumams.

Prisijungimo teisė turi mažumos akcininko turimo opciono parduoti požymių,⁸⁵⁴ tačiau opciono davėjas šiuo atveju yra ne akcijų pirkėjas, kaip būtų įprastinio opciono atveju, o daugumos akcininkas (investuotojas), turintis užtikrinti, kad akcijas pirtų trečiasis asmuo. Įgyvendinant prisijungimo teisę sprendžiama jau minėta mažumos akcijų paketo nelikvidumo problema. Prisijungimo teisė yra mažumos akcininko interesų apsaugos priemonė, kuri

⁸⁵¹ Tais atvejais, kai investuotojo ir esamų bendrovės akcininkų derybinė galia panaši, abi šios privataus kapitalo sandorio šalys paprastai turi tiek prijungimo, tiek prisijungimo teisę.

⁸⁵² Dwyer M. Management buyouts. London, 1997 Sweet and Maxwell. P. 99. Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005. P. 38.

⁸⁵³ Dėl praktinio šios teisės taikymo pavyzdžio, žr., pvz., Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2008 m. birželio 13 d. nutartį civilinėje byloje Nr. 3K-3-323/2008 Ž.N. v. UAB „Grigiškių statyba“.

⁸⁵⁴ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 99.

taikoma tais atvejais, kai trečiasis asmuo nori įsigyti ne visas, o dalį bendrovės akcijų. Jei daugumos akcininkas vienas parduotų akcijas trečiajam asmeniui, mažumos akcininkas liktų bendrovės akcininkų sudėtyje su naujuoju daugumos akcininku, kurio mažumos akcininkas negalėjo pasirinkti.⁸⁵⁵ Prisijungimo teisės turėjimas leidžia mažumos akcininkui gauti dalį naudos iš bendrovės kontrolės pasikeitimo (t.y. dalį vadinamosios „kontrolės premijos“).⁸⁵⁶ Kita vertus, prisijungimo teisės buvimas neleidžia pasitraukiančiam akcininkui piktnaudžiauti situacija, kai mažumos akcininkas akivaizdžiai neturi lėšų įgyvendinti savo pirmumo teisės įgyti perleidžiamas akcijas, ir dėl to pasitraukiantis akcininkas gali reikalauti naudos iš mažumos akcininko, grasindamas parduoti akcijas įgijėjui, kuris, tikėtina, sumažintų bendrovės vertę, arba grasindamas pirmas (taigi už, tikėtina, didesnę kainą) parduoti akcijas įgijėjui, kuris, tikėtina, padidintų bendrovės vertę.⁸⁵⁷

Jei trečiasis asmuo pageidauja įgyti ne visas bendrovės akcijas, o tam tikro dydžio mažesnę akcijų paketą, akcininkams turint prisijungimo teisę jis turės dvi alternatyvas: įgyti daugiau akcijų nei planavo, arba atsisakyti sudaryti sandorį.⁸⁵⁸ Prisijungimo teisė, įgyvendinama dalies akcijų atžvilgiu (pvz., jei vienas akcininkas parduoda 90 procentų turimų akcijų, prisijungimo teisės turėtojas taip pat turi teisę parduoti 90 procentų turimų akcijų) problemos neišsprendžia, kadangi privataus kapitalo investuotojo tikslas paprastai yra pasitraukti visiškai, o ir mažumos akcininkui nenaudinga likti su dar mažesniu akcijų paketu nei iki prisijungimo teisės įgyvendinimo. Prisijungimo teisės buvimas silpnina potencialaus įgijėjo norą įgyti akcijų, nes įgijimo sąlyga yra įgyti visas bendrovės akcijas arba ne visas, tačiau galimai daugiau nei įgijėjas

⁸⁵⁵ *Ibid.* Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1162.

⁸⁵⁶ *Ibid.*

⁸⁵⁷ Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2004. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23]. P. 2.

⁸⁵⁸ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 99.

pageidautų.⁸⁵⁹ Dėl to pagal ekonominę modelį įgijėjas siūlo mažesnę kainą už prisijungimo teise apsinkintas akcijas nei siūlytą už prisijungimo teise neapsunkintas akcijas.⁸⁶⁰

Taigi, skirtingai nuo prijungimo teisės, kurios tinkamas įgyvendinimas padeda daugumos investuotojui įgyvendinti savo pasitraukimo strategiją, prisijungimo teisė yra sutartinis pageidaujančio pasitraukti daugumos investuotojo akcijų suvaržymas, kurio įgyvendinimas gali pasitraukimą sužlugdyti. Žinoma, jei pats investuotojas yra mažumos akcininkas, jo naudai nustatyta prisijungimo teisė padeda įgyvendinti jo pasitraukimo strategiją.

Greta prisijungimo teisės, yra ir kitų būdų užtikrinti mažumos akcininko galimybę pasitraukti iš bendrovės akcininkų sudėties. Pvz., mažumos akcininkui gali būti suteikiamas opcionas parduoti savo akcijas konkrečiam akcininkui ar tam tikromis dalimis visiems akcininkams (pvz., proporcingai jų turimai akcijų daliai opciono suteikimo metu).⁸⁶¹

Reikia pažymėti, kad privataus kapitalo sandorio kontekste investuotojas ir kiti bendrovės akcininkai neretai tam tikram laikui sąmoningai mažina savo akcijų likvidumą, t.y. susitaria dėl akcijų perleidimo moratoriumo taikymo (žr. 5.3.1.1 skyrių).⁸⁶²

⁸⁵⁹ Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2002. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23]. P. 11.

⁸⁶⁰ *Ibid.*

⁸⁶¹ Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004. P. 98. Panašaus efekto siekia konvertuojamosios obligacijos turėtojas, pasirinkdamas obligacijos išpirkimą vietoj jos konvertavimo į akcijas (*Ibid.*). Mažumos akcininko paketo likvidumo stoka taip pat iš dalies gali būti kompensuojama preferencine likvidumo teise (žr. 3.1.2.2 skyrių).

⁸⁶² *Ibid.*

5.4.4. Įstatymo numatytų prijungimo ir prisijungimo teisių tikslingumas

Aukščiau aptarta prijungimo teisės įgyvendinimo nauda daugumos akcininkui ir potencialiems akcijų įgijėjams, ir prisijungimo teisės įgyvendinimo nauda mažumos akcininkui. Ar būtų tikslinga pasinaudoti privataus kapitalo sandorių praktikoje suformuluota patirtimi ir įtvirtinti šias teises norminiuose teisės aktuose?

Kai kurių komentatorių nuomone, dispozityvios įstatymo normos, numatančios prijungimo teisės ir prisijungimo teisės taikymą, leistų palengvinti akcininkų ginčų sprendimą visose bendrovėse (t.y. ir tokiose, kurios nėra privataus kapitalo sandorių taikiniai), bei sumažintų akcininkų ginčų tikimybę.⁸⁶³ Atkreipiamas dėmesys į tai, kad jei privataus kapitalo investuotojui ir pakanka profesionalumo sutartimis įforminti pasitraukimo apsaugos priemonės, abejotina, ar to verta tikėtis iš kitų, nesofistikuotų akcininkų. Ši pozicija grindžiama įvairiais argumentais.⁸⁶⁴ Pvz., skirtingai nuo „vidutinio“ akcininko, investuotojas neretai (ypač didelės privataus kapitalo paklausos laikotarpiu) turi derybinį panašumą prieš akcijų pardavėją, pvz., kai reikalauja iš pardavėjo sutikti su prijungimo teisės taikymu pardavėjo atžvilgiu, įsigydamas dalį akcijų pardavėjo akcijų; yra labiau patyręs sudarant sandorius, turi daugiau finansų ir teisės žinių ar bent turi daugiau lėšų gauti kokybiškas konsultacijas; linkęs patirti palyginti didelius sandorio sudarymo kaštus suvokdamas didelę potencialią rizikingo sandorio grąžą. Tuo tarpu nesofistikuotas akcininkas dažnai būna pernelyg įsitikinęs verslo sėkme ir dėl to nekreipia pakankamo dėmesio į sandorio dokumentus; tikisi palankaus ginčą nagrinėjančios institucijos sprendimo ginčo atveju, užuot sutarčių teisės priemonėmis siekdamas *ex ante* aiškumo dėl ginčo sprendimo; planuoja likti

⁸⁶³ Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // Duke Law Journal, Vol. 51, 2001, P. 1173

⁸⁶⁴ *Ibid.* P. 1168-72.

bendrovėje neapibrėžtą laiką ir dėl to neturi pasitraukimo strategijos ir t.t. Akcininkui, kuris nesiruošia pasitraukti, neefektyvu patirti kaštus rengiant detalias priemones, kurios apsaugotų jo interesus pasitraukimo atveju, ir derėtis dėl tokių priemonių, užuot naudojus ribotą derybinę galią reikalauti svarbesnių sau sandorio sąlygų, pvz., didesnės jo parduodamų akcijų kainos.

Autoriaus nuomone, prijungimo ir prisijungimo teisių įtvirtinimas įstatyme nėra būtinas, o greičiau netgi nepageidautinas. Net esant įstatyme įtvirtintoms dispozityvioms prijungimo ir prisijungimo teisėms, profesionalus investuotojas vis tiek naudos savo derybinę galią ir žinias modifikuodamas šių teisių formuluotes sau naudinga linkme. Jei abi sandorio šalys bus nesofistikuoti akcininkai, dispozityvios ar juolab imperatyvios įstatymo normos, įtvirtinančios prijungimo ir prisijungimo teises, gali trikdyti civilinę apyvartą. Prijungimo teisė yra specifinis instrumentas, būtinas privataus kapitalo investuotojui siekiant įgyvendinti savo pasitraukimo strategiją. Prisijungimo teisė – atsvara, sukurianti teisių ir pareigų balansą santykiuose tarp privataus kapitalo investuotojo ir mažumos akcininkų numatomo pasitraukimo kontekste. Akcininkų, kurie nėra privataus kapitalo investuotojai, santykiečiai normaliomis sąlygomis klostosi ne numatomo pasitraukimo, bet, atvirkščiai, bendro darbo vykdant bendrovės strateginį valdymą kontekste. Pageidaujantiems pasitraukti akcininkams įgijus teisę prijungti akcininkus, kurie pageidautų likti bendrovėje, ar mažumos akcininkams įstatymu suteikus galimybę prisijungti prie pageidaujančio pasitraukti daugumos akcininko, būtų sukurtas teisinis netikrumas. Būtinybė nesofistikuotiems akcininkams koreguoti dispozityvias įstatymo normas tam, kad būtų atstatytas jų pageidaujamas akcininkų tarpusavio santykių *status quo* tik padidintų patiriamus kaštus.

Tačiau svarbu, kad teisės aktų nuostatos ir teismų bei arbitražo praktika netrukdytų visa apimtimi įgyvendinti sutartinių prijungimo ir prisijungimo teisių. Jei prijungimo teisę apibrėžiančios sutarties nuostatos suformuluotos aiškiai ir detalai, ginčą sprendžianti institucija turėtų itin griežtai vertinti prijungiamo akcininko veiksmus, nukreiptus prieš investuotojo pasitraukimą,

pvz., prijungimo teisės įgyvendinimo sąlygų ginčijimą, reikalavimą sustabdyti akcijų pardavimo procedūrą. Ginčą sprendžianti institucija turėtų atsižvelgti į skirtingą prijungimo teisės ir privalomo akcijų pardavimo (angl. *squeeze-out*) reikalavimo teisės prigimtį,⁸⁶⁵ ir pastarajai taikytinų normų pagal įstatymo analogiją automatiškai netaikyti nagrinėjant su prijungimo teisės įgyvendinimu susijusius klausimus. Analogiškai turėtų būti užkertamas kelias mažumos akcininkų piktnaudžiavimui bylinėjantis dėl prisijungimo teisės įgyvendinimo ir tokiu būdu trikdančiam investuotojo pasitraukimą.

Tačiau jei prijungimo ir prisijungimo teisių įtvirtinimas įstatyme netikslingas, kaip apginti savo interesus investuotojui, atsirinktame taikinyje aptikusiam mažumos akcininkų, kurie nesutinka, kad jų atžvilgiu būtų taikoma prijungimo teisė, arba apskritai yra nepasiekiami? Sprendimą galime rasti bendrovių perėmimų teisėje – tai jau minėtas privalomo akcijų pardavimo institutas. Tačiau nagrinėdami tik tokius privataus kapitalo sandorius, kurių taikiniai yra uždaro tipo bendrovės, problemą turime performuluoti taip: ar privataus kapitalo rinkos vystymui pasitarnautų įstatymo numatytas privalomo akcijų pardavimo režimas, taikomas uždaro tipo bendrovėms?

Privalomo pardavimo klausimai yra plačiai analizuoti JAV ir Europos mokslininkų darbuose,⁸⁶⁶ teismų praktikoje, šia tema yra ir pirmųjų mokslinių darbų Lietuvoje.⁸⁶⁷ Tačiau tokiems klausimams, kaip privalomo pardavimo teisės nustatymo uždaro tipo bendrovių atžvilgiu tikslingumas ir svarba privataus kapitalo rinkai, dėmesio skiriama nepakankamai. Tokių problemos ignoravimą galima būtų paaiškinti tuo, kad privalomo pardavimo institutas

⁸⁶⁵ Visų pirma į tai, kad privalomą akcijų pardavimą reglamentuojančios normos yra imperatyvios įstatymo normos, o prijungimo teisė laisva akcininko valia priimama kaip sutartinis akcijų nuosavybės teisės suvaržymas, ir į tai, kad privalomo akcijų pardavimo taisyklės taikomos tik emitentams.

⁸⁶⁶ Žr., pvz., Elst C. Van der et al. Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out. Financial Law Institute, University Gent. 2006.

⁸⁶⁷ Žr., pvz., Miliutis F. Privalomas akcijų pardavimas ir jo problematika. Magistro baigiamasis darbas, Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto Verslo teisės katedra, 2008; Misius R. Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika. // Jurisprudencija, Nr. 55(47), 2004.

laikomas viešo pobūdžio problema. Iš dalies galima sutikti su tuo, kad privataus kapitalo sandoriams privalomo pardavimo klausimas nėra ypatingai svarbus. Minėta, privataus kapitalo investuotojo profesionalumas – vienas esminių privataus kapitalo sandorio požymių. Jei investuotojas suvokia, jog mažumos akcininkai nelinkę jam parduoti savo akcijų ar bent sutikti, kad jų atžvilgiu būtų taikoma prijungimo teisė, taikinio patrauklumas investuotojui yra mažesnis. Vis dėlto, komerciniu požiūriu, sandoris gali būti tikslingas nepaisant liekančios akcininkų, nesutinkančių, kad jų atžvilgiu būtų taikoma prijungimo teisė, mažumos, ir būtent tokiais atvejais galimybė taikyti privalomo akcijų pardavimo taisyklės uždaro tipo bendrovių atžvilgiu būtų naudinga privataus kapitalo investuotojui.

Tačiau esamas privalomo emitentų akcijų pardavimo reguliavimas Lietuvos teisės aktuose neleidžia tinkamai taikyti šio instituto. Suvokiant, kad mažumos akcininkas gali ginčyti tik privalomo pardavimo kainą, bet ne patį privalomo pardavimo principą (t.y. nuosavybės teisės į akcijas perėjimą daugumos akcininkui), nesuprantama, kodėl VPI 37 str. 14 d. nustatyta, kad jeigu bent vienas akcininkas kreipėsi į teismą kad būtų nustatyta teisinga akcijų kaina, teismas gali privalomą akcijų išpirkimo procedūrą sustabdyti iki teismo nutarties dėl akcijų kainos nustatymo įsiteisėjimo dienos. Kol akcijų išpirkimo procedūra sustabdyta, akcininkai neprivalo nei parduoti, nei pirkti akcijų, taip pat sustabdomi įstatymo nustatyti akcininkų įsipareigojimų įvykdymo terminai. VPI 37 str. 10 d. suteikia galimybę daugumos akcininkui mokėjimo į depozitinę sąskaitą ar kitu būdu sumokėjus pasyviai (neatsiliepusiam) mažumos akcininkui, įgyti nuosavybės teisę į akcijas. Tačiau bet kuriam aktyviai mažumos akcininkui suteikta galimybė piktnaudžiauti teise stabdyti privalomo pardavimo procedūrą.⁸⁶⁸

⁸⁶⁸ Plg., pvz., situaciją, nagrinėjamą Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. rugsėjo 25 d. nutartyje civilinėje byloje Nr. 2-657/2008 *Redex consultants S.A. v. AB „Geonafta“*.

Privalomo pardavimo procedūros efektyvumo sėkmingo didinimo pavyzdys galėtų būti Švedijoje taikomos taisyklės.⁸⁶⁹ Privalomo pardavimo procedūrą administruoja arbitrų kolegija, kurios pagrindinė funkcija – patvirtinti privalomo pardavimo kainą. Daugumos akcininko (privalomo pardavimo reikalavimo teisės turėtojo) prašymu, arbitrų kolegija priima tarpinį sprendimą dėl nuosavybės teisės į akcijas perdavimo daugumos akcininkui, su sąlyga, kad šis deponuoja arbitrų kolegijos patvirtintos kainos ir palūkanų dydžio sumą. Tokiu būdu per 4-8 mėnesius nuo procedūros pradžios daugumos akcininkas įgyja vienintelio akcininko statusą, nepaisant to, kad (buvę) mažumos akcininkai ginčija akcijų pardavimo kainą, ir galutinis sprendimas dėl jos gali būti priimtas per 1-2 metus. Įdomu, kad nors teisinės išlaidos, kurias patiria mažumos akcininkai ginčydamis kainą, tenka bendrovei-taikiniui, tačiau arbitrų kolegija gali nuspręsti, kad visas ar dalį išlaidų, esant ypatingų aplinkybių, privalo padengti konkretus mažumos akcininkas. Ypatinga aplinkybe laikomas, pvz., esminis privalomo pardavimo procedūros vilkinimas, kurį lėmė mažumos akcininko nepagrįsti reikalavimai. Analogiškos taisyklės taikomos ir Suomijoje.⁸⁷⁰

Tik aukščiau aprašytais elementais patobulinta privalomo pardavimo procedūra, jei būtų *mutatis mutandis* taikoma uždarosioms akcinėms bendrovėms, galėtų prisidėti prie privataus kapitalo sandorių teisinės aplinkos Lietuvoje gerinimo.

⁸⁶⁹ Roschier, Attorneys Ltd. The RoschierRaidla Handbook on Takeover Bids for the Nordic-Baltic Region. 2008. P. 201-202.

⁸⁷⁰ *Ibid.* P. 82-83.

Pagrindinės išvados ir pasiūlymai

1. **Privataus kapitalo sandorių probleminiai aspektai bendrovių teisės požiūriu.** Svarbiausios bendrovių teisės problemos, egzistuojančios dėl to, kad dabartiniu teisiniu reguliavimu Lietuvoje neatsižvelgiama į privataus kapitalo sandorių specifiką, yra (i) finansinės pagalbos draudimas, (ii) nepalankus teisinis režimas investuotojo ir bendrovės vadovų interesams derinti bei (iii) neaiškus investicijos apsaugos priemonių teisinis reguliavimas.
2. **Finansinės pagalbos samprata ir liberalizavimo rekomendacijos.** Nesant finansinės pagalbos apibrėžimo teisės aktuose, ji turėtų būti suprantama kaip bet kurie taikinio veiksmai, kuriais siekiama suteikti įgijėjui lėšas, reikalingas įgyti taikinio akcijas, įskaitant pagalbą po įgijimo ir netiesioginį pagalbos suteikimą bei gavimą. Kita vertus, finansinės pagalbos samprata turėtų būti aiškinama siaurinamai, pirma, nustatant priežastinį ryšį tarp pagalbos ir akcijų įgijimo, ir antra, taikant svarbesniojo tikslo testą bei specifines išimtis. Siaurinamasis aiškinimas Lietuvos teismuose būtinas siekiant neleisti taikinio kreditoriams piktnaudžiauti savo teisėmis ginčijant sandorius finansinės pagalbos draudimo pagrindu.

Finansinės pagalbos režimo liberalizavimas Antrojoje Įmonių Direktyvoje 77/91/EEB („Direktyva“) suformuluotas ne kaip valstybių narių pareiga, o kaip teisė. Lietuvos sandorių rinkai teigiamą poveikį turėtų šie finansinės pagalbos režimo liberalizavimo veiksmai, kuriais nebūtų viršijamos Direktyvos suteiktos veikimo laisvės ribos:

1. Visiškas finansinės pagalbos taisyklių taikymo uždarujų akcinių bendrovių atžvilgiu panaikinimas;
2. Numatymas teisės aktuose veiksmų, kurie nelaikomi finansine pagalba, įskaitant Direktyvos 23 str. 2 d., kuri nustato išimtį finansų įstaigų ir darbuotojų atžvilgiu, įgyvendinimą;
3. Siaurinamasis finansinės pagalbos sampratos aiškinimas Lietuvos teismuose;
4. Įtvirtinimas teisės aktuose aiškių nuostatų dėl finansinės pagalbos taisyklių netaikymo *ex post* reorganizavimui.

3. **Išvados dėl su akcijomis siejamo atlyginimo efektyvumo didinimo.** Su akcijomis siejamas vadovų atlyginimas didina bendrovių veiklos efektyvumą; suderina akcininkų ir vadovų interesus; gali atnešti vadovui mokestinės naudos; leidžia mokėti atlyginimą nenaudojant pinigų; padeda vadovus atrinkti, stebėti ir išlaikyti bendrovėje.

Su akcijomis siejamas atlyginimas labiau motyvuoja vadovą, kai priklauso nuo planų įvykdymo. Įvykdymo planų efektyvumą teoriškai didina bendras, dauginis ir tęstinis pobūdis; siejimas su kitų bendrovių rezultatais; neatsižvelgimas į nekontroliuojamus investavimo rezultatus ir atsitiktinę sėkmę; atsižvelgimas į bendrovės skirstymą padaliniais.

Nuvertinti ir tikrosios vertės opcionai teoriškai motyvuoja vadovą mažiau nei pervertinti opcionai. Tačiau pervertinti opcionai gali demotyvuoti vadovą dėl psichologinių priežasčių.

Vadovui nustatyti akcijų perleidimo apribojimai ir įpareigojimas perleisti akcijas nutraukiant santykius su bendrove būtini siekiant užtikrinti liekančių vadovų motyvavimo tęstinumą. Su akcijomis

siejamas atlyginimas neturėtų būti laikomas darbo užmokesčio dalimi apskaičiuojant teisės aktų numatytą išeitinę išmoką. Turėtų būti pripažįstami investuotojo ir vadovo susitarimai, kad su akcijomis siejamas atlyginimas nekompensuojamas, jei vadovas nutraukia santykius su bendrove dėl savo kaltės. Lietuvos teismų ir arbitražo praktikoje turėtų būti pripažįstama bet kokia investuotojo ir vadovo sutarta, su viešąja tvarka suderinama vadovo kaltės samprata.

Visas su akcijomis siejamas atlyginimas turėtų būti apmokestinamas tik kaip turto vertės padidėjimo pajamos, su sąlyga, kad teisė gauti tokį atlyginimą yra neperleidžiama. Mokestis turėtų būti apskaičiuojamas ne anksčiau nei tuo mokestiniu laikotarpiu, kai vadovas realiai gauna su akcijomis siejamą atlyginimą, pvz., parduoda opciono akcijas.

- 4. Išvados dėl investicijos apsaugos priemonių.** Teismų ir arbitražo praktikoje turi būti pripažįstamas akcininkų susitarimu nustatytas absoliutus draudimas akcininkui tam tikrą laikotarpį perleisti bendrovės akcijas be kito akcininko sutikimo; absoliutus išimčių iš pirmumo teisės įgyti perleidžiamas bendrovės akcijas netaikymas (pvz., jei akcininkai yra sudarę aiškų susitarimą dėl to, kad vieno iš jų mirties ar paskelbimo mirusiu atveju akcijos perleidžiamos kitiems akcininkams, toks susitarimas negali būti paneigiamas remiantis paveldėjimą reglamentuojančiomis įstatymo normomis; turi būti pripažįstamas akcininko ir jo sutuoktinio bendras sutartinis įsipareigojimas kitiems akcininkams, kad sutuoktinis perleis kitiems bendrovės akcininkams akcijas, jam priteistas padalijus akcijas, kurios yra bendroji jungtinė nuosavybė). Privataus kapitalo sandorių praktikai svarbi vieninga ir progresyvi ginčus nagrinėjančių institucijų praktika sprendžiant priverstinio akcijų pardavimo ir jam

giminingo specifinio privataus kapitalo sandorių vykdymui svarbaus instituto – pirkimo opciono – probleminius klausimus. Teismai turėtų atsakovui byloje dėl priverstinio akcijų pardavimo neleisti naudoti juridinio asmens veiklos tyrimo institutą kaip priemonę sabotuoti priverstinio akcijų pardavimo procedūrą, o ieškovui byloje dėl priverstinio akcijų pardavimo – neleisti piktnaudžiauti teise prašyti laikinųjų apsaugos priemonių; analogiška praktika turėtų būti formuojama ir dėl pirkimo opcionų, kaip investicijos apsaugos priemonės, taikymo. Pirmumo teisės netaikymo vykdant išieškojimą problemai spręsti siūloma Sprendimų vykdymo instrukcijoje įtvirtinti antstolio pareigą nustačius, kad skolininko turto sudėtyje yra uždarnosios akcinės bendrovės akcijų, pareikalauti iš skolininko informuoti antstolį, ar skolininkui taikomas sutartinis išipareigojimas pasiūlyti kitus akcininkus kaip iš varžytinių parduodamo turto pirkėjus. Šie akcininkai turėtų būti laikomi skolininko pasiūlytais iš varžytinių parduodamo turto pirkėjais be skolininko atskiro nurodymo ir informuojami apie tai antstolio.

Ginčą sprendžianti institucija turėtų itin griežtai vertinti prijungiamo akcininko veiksmus, nukreiptus prieš investuotojo pasitraukimą, taip pat atsižvelgti į skirtingą prijungimo teisės ir privalomo akcijų pardavimo (angl. *squeeze-out*) reikalavimo teisės prigimtį, ir pastarajai taikytinų taisyklių pagal įstatymo analogiją automatiškai netaikyti nagrinėjant su prijungimo teisės įgyvendinimu susijusius klausimus. Analogiškai turėtų būti užkertamas kelias mažumos akcininkų piktnaudžiavimui bylinėjantis dėl prisijungimo teisės įgyvendinimo ir tokiu būdu trikdant investuotojo pasitraukimą.

Literatūros sąrašas

Lietuvos Respublikos teisės aktai

1. Lietuvos Respublikos Konstitucija // Valstybės žinios. 1992, Nr. 33-1014.
2. 2000 m. liepos 13 d. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios. 2000, Nr. 64-1914.
3. 2009 m. gruodžio 15 d. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2, 4, 7, 10, 11, 12, 14, 17, 18, 26, 26(1), 32, 34, 35, 37, 41, 45, 47, 48, 53, 57, 62, 63, 65, 72, 73, 74, 75, 77, 78 straipsnių pakeitimo ir įstatymo papildymo 41(1) straipsniu įstatymas // Valstybės žinios. 2009, Nr. 154-6945.
4. 1994 m. liepos 5 d. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios. 1994, Nr. 55-1046.
5. Lietuvos Respublikos atominės elektrinės įstatymas // Valstybės žinios. 2007, Nr. 76-3004.
6. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas // Valstybės žinios. 2000, Nr. 74-2262.
7. Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodeksas // Valstybės žinios. 2002, Nr. 36-1340.
8. Lietuvos Respublikos darbo kodeksas // Valstybės žinios. 2002, Nr. 64-2569.
9. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas // Valstybės žinios. 2007, Nr. 17-627.
10. Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymas // Valstybės žinios. 2002, Nr. 73-3085.
11. Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymas // Valstybės žinios. 2001, Nr. 31-1010.

12. Lietuvos Respublikos įmonių restruktūrizavimo įstatymas // Valstybės žinios. 2001, Nr. 31-1012.
13. Lietuvos Respublikos juridinių asmenų registro įstatymas // Valstybės žinios. 2001, Nr. 55-1940.
14. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas // Valstybės žinios. 2003, Nr. 74-3424.
15. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimo įstatymas // Valstybės žinios. 2007, Nr. 117-4772.
16. Lietuvos Respublikos konkurencijos įstatymas // Valstybės žinios. 1999, Nr. 30-856.
17. Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymas // Valstybės žinios. 2001, Nr. 110-3992.
18. Lietuvos Respublikos ūkinių bendrijų įstatymas // Valstybės žinios. 2003, Nr. 112-4490.
19. Lietuvos Respublikos valstybės esminių turtinių įsipareigojimų, susijusių su investicijomis į akcinę bendrovę “Mažeikių nafta”, prisiėmimo įstatymas // Valstybės žinios, 2002, Nr. 56-2232.
20. Lietuvos Respublikos valstybės registrų įstatymas // Valstybės žinios. 1996, Nr. 86-2043.
21. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas // Valstybės žinios. Nr. 2007, 17-626.
22. Lietuvos Respublikos Seimo 2006 m. liepos 18 d. nutarimas Nr. X-767 dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės programos // Valstybės žinios. Nr. 2006, 80-3143.
23. Lietuvos Respublikos Seimo 2008 m. gruodžio 9 d. nutarimas Nr. XI-52 dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės programos // Valstybės žinios. Nr. 2008, 146-5870.
24. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2, 4, 7, 10, 11, 12, 14, 17, 18, 26, 26(1), 32, 34, 35, 37, 41, 45, 47, 48, 53, 57, 62, 63, 65, 72, 73, 74, 75, 77, 78 straipsnių pakeitimo ir papildymo bei Įstatymo papildymo 41(1) straipsniu įstatymo projektas. Nr. XIP-1340(2), 2009

- m. gruodžio 7 d. // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_1?p_id=360117 [2009-12-28].
25. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2, 4, 7, 10, 11, 12, 14, 17, 18, 26, 26(1), 32, 34, 35, 37, 41, 45, 47, 48, 52, 53, 57, 62, 63, 65, 72, 73, 74, 75, 77, 78 straipsnių pakeitimo ir papildymo bei Įstatymo papildymo 41(1) straipsniu įstatymo projektas. Nr. XIP-1340, 2009 m. lapkričio 2 d. // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_1?p_id=356693 [2009-12-28].
26. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 13, 15, 20, 24, 28, 34, 38, 39, 44, 49, 51, 52, 53, 54, 56, 59 ir 60 straipsnių pakeitimo ir papildymo, papildymo 45(1) ir 57(1) straipsniais ir Įstatymo priedo papildymo įstatymo projektas. Nr. XP-2785, 2007 m. gruodžio 19 d. // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_1?p_id=311403 [2009-06-10].
27. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2, 4, 7, 10, 11, 12, 14, 17, 18, 26, 26(1), 32, 34, 35, 37, 41, 45, 47, 48, 52, 53, 57, 62, 63, 65, 72, 73, 74, 75, 77, 78 straipsnių pakeitimo ir papildymo bei Įstatymo papildymo 41(1) straipsniu įstatymo projekto aiškinamasis raštas // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_1?p_id=356709 [2009-12-28].
28. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimo įstatymo projekto aiškinamasis raštas. Nr. XP-2442, 2007 m. rugpjūčio 16 d. // http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_1?p_id=302838 [2009-06-10].
29. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2003 m. gegužės 27 d. nutarimas Nr. 650 „Dėl darbuotojo ir valstybės tarnautojo vidutinio darbo užmokesčio apskaičiavimo tvarkos aprašo patvirtinimo“ // Valstybės žinios, 2003, Nr. 52-2326.
30. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2003 m. gruodžio 9 d. nutarimas Nr. 1575 „Dėl pajamų ir išmokų apibūdinimo iš naujo taisyklių patvirtinimo“ // Valstybės žinios. 2003, Nr. 116-5289.

31. Lietuvos banko valdybos 2009 m. balandžio 21 d. nutarimas Nr. 92 „Dėl pranešimo apie banko kvalifikuotosios įstatinio kapitalo ir (arba) balsavimo teisių dalies įsigijimą ir perleidimą“ // Valstybės žinios, 2009, Nr. 45-1794.
32. Lietuvos Respublikos finansų ministro 2002 m. spalio 30 d. įsakymas Nr. 339 „Dėl pajamų, gautų natūra, pripažinimo ir įvertinimo tvarkos patvirtinimo“ // Valstybės žinios. 2002, Nr. 105-4708.
33. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2004 m. lapkričio 5 d. nutarimas Nr. 20 „Dėl kolektyvinio investavimo subjektų išvestinių finansinių priemonių naudojimo ir susijusių rizikų vertinimo tvarkos“ // Valstybės žinios, 2004, Nr. 165-6059.
34. 2008 m. gegužės 27 d. akcininkų sutartis tarp Lietuvos Respublikos Vyriausybės, veikiančios Lietuvos Respublikos vardu, ir UAB „NDX energija“ // http://www.ukmin.lt/lt/veiklos_kryptys/energetika/atomas/Suk_12priedas.pdf [2009-05-22].
35. Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos. Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo komentaras (2008 m. gruodžio 31 d. redakcija).
36. Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos. Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo komentaras (2009 m. kovo 5 d. redakcija).
37. Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos. Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymo komentaras (2008 m. gruodžio 31 d. redakcija).
38. Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos. Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymo komentaras (2009 m. gegužės 18 d. redakcija).
39. Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos. Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymo komentaras (2009 m. rugpjūčio 10 d. redakcija).

Europos Sąjungos ir užsienio valstybių teisės aktai

1. 2008 m. rugpjūčio 6 d. Komisijos reglamentas (EB) Nr. 800/2008, skelbiantis tam tikrų rūšių pagalbą suderinama su bendrąja rinka taikant Sutarties 87 ir 88 straipsnius (Bendrasis bendrosios išimties reglamentas) // OJ L 214, 9.8.2008, p. 3–47.
2. 2006 m. rugsėjo 6 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2006/68/EB, iš dalies keičianti Tarybos direktyvos 77/91/EEB nuostatas, susijusias su ribotos atsakomybės akcinių bendrovių steigimu ir jų kapitalo palaikymu ir keitimu // OJ L 264, 25.9.2006, p. 32–36.
3. 1990 m. liepos 23 d. Tarybos direktyva dėl bendrosios mokesčių sistemos, taikomos įvairių valstybių narių įmonių jungimuisi, skaidymui, turto perleidimui ir keitimuisi akcijomis (90/434/EEB) // OJ L 225, 20.8.1990, p. 1–5.
4. 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 // OJ L 375, 31.12.1985, p. 3–18.
5. 1976 m. gruodžio 13 d. Antroji Tarybos direktyva 77/91/EEB dėl apsaugos priemonių, kurių valstybės narės, siekdamos tokias priemones suvienodinti, reikalauja iš Sutarties 58 straipsnio antroje pastraipoje apibrėžtų akcinių bendrovių, jų narių ir kitų interesų apsaugai, bendrovės steigiant, palaikant ir keičiant jų kapitalą, koordinavimo // OJ L 26, 31.1.1977, p. 1–13.
6. 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 // OJ L 79, 20.3.2007, p. 11–19.

7. 2009 m. balandžio 30 d. Europos Komisijos pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų // COM (2009) 207.
8. Europos Komisijos pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, pakeičiančios direktyvas 2006/48/EB ir 2006/49/EB dėl kapitalo reikalavimų kapitalo knygai ir investicijoms į antrinius vertybinius popierius bei atlyginimo politikos priežiūros ir peržiūros // SEC (2009) 975.
9. 2009 m. balandžio 30 d. Europos Komisijos rekomendacija dėl finansinių paslaugų sektoriaus atlyginimų politikos // COM (2009) 581.
10. 2009 m. balandžio 30 d. Europos Komisijos rekomendacija, kuria papildomos rekomendacijos 2004/913/EB ir 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos // COM (2009) 581.
11. 2009 m. balandžio 30 d. Europos Komisijos pranešimas, pridedamas prie dokumentų: Europos Komisijos rekomendacija, kuria papildomos rekomendacijos 2004/913/EB ir 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos, ir Europos Komisijos rekomendacija dėl finansinių paslaugų sektoriaus atlyginimų politikos // COM(2009) 211.
12. 2006 m. rugpjūčio 18 d. Bendrijos gairės dėl valstybės pagalbos rizikos kapitalo investicijoms į mažąsias ir vidutines įmones skatinti // OJ C 194, 18.8.2006, p. 2–21.
13. 2005 m. gruodžio 5 d. Europos Komisijos Baltoji knyga dėl 2005–2010 m. finansinių paslaugų politikos. // http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm [2009-06-10].
14. 2008 m. rugsėjo 23 d. Europos Parlamento rezoliucija, kuria Komisijai pateikiamos rekomendacijos dėl rizikos draudimo fondų ir privataus kapitalo (2007/2238(INI)) // <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=->

//EP//TEXT+TA+P6-TA-2008-0425+0+DOC+XML+V0//EN [2009-06-12].

15. Companies Act 2006 (United Kingdom) // <http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006a> [2009-06-06].
16. Delaware General Corporation Law (2009 m. gegužēs 22 d. redakcija) // <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.shtml> [2009-06-06].
17. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (2009 m. birželio 3 d. redakcija) // <http://base.garant.ru/10105712.htm> [2009-06-06].

Lietuvos Respublikos teismų praktika

1. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2000 m. spalio 18 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo, Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymo 5 straipsnio 3 dalies atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir dėl Lietuvos Respublikos Seimo nutarimo „Dėl strateginio investuotojo pripažinimo“ atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir Lietuvos Respublikos nacionalinio saugumo pagrindų įstatymui“.
2. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. gruodžio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-587/2009 (nuasmeninta).
3. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. gegužės 5 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-168/2009 (nuasmeninta).
4. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-417/2008 (nuasmeninta).
5. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2008 m. liepos 4 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-354/2008 (nuasmeninta).
6. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2008 m. birželio 13 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-323/2008 *Ž.N. v. UAB „Grigiškių statyba“*.
7. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2008 m. gegužės 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-276/2008 *V.S. v. AB „City service“ ir kt.*
8. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. gruodžio 14 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-464/2007 (nuasmeninta) (publikuota: 2008 m. „Teismų praktika“ Nr. 29).
9. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. lapkričio 19 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-495/2007 *UAB „Skraidenis“ v. J. B. ir kt.* (publikuota: 2008 m. „Teismų praktika“ Nr. 29).

10. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. spalio 12 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-7-304/2007 (nuasmeninta) (publikuota: 2008 m. „Teismų praktika“ Nr. 28).
11. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2006 m. rugsėjo 11 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-478/2006 (nuasmeninta).
12. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2006 m. sausio 26 d. konsultacija Nr. A3-134 (publikuota: 2006 m. „Teismų praktika“ Nr. 24).
13. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2005 m. gegužės 4 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3k-3-263/2005 *UAB „Domus perfecta“ v. UAB vaistinė „Širdažolė“*.
14. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2002 m. vasario 4 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-221/2002 (nuasmeninta).
15. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2001 m. gegužės 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-524/2001 (nuasmeninta).
16. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2009 m. vasario 6 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A822-172/2009 *UAB „Bitė Lietuva“ v. Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos*.
17. Lietuvos apeliacinio teismo 2009 m. vasario 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-115/2009 (nuasmeninta).
18. Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. gruodžio 11 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-956/2008 (nuasmeninta).
19. Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. rugsėjo 25 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-657/2008 *Redex consultants S.A. v. AB „Geonafta“*.
20. Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. vasario 21 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-127/2008 *UAB „Penki kontinentai“ v. UAB „Kriptonika“*.
21. Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. sausio 3 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-4/2008 *A.K. v. UAB „Via Logica“ ir kt.*
22. Lietuvos apeliacinio teismo 2007 m. vasario 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-21/2007 *V.D. ir kt. v. UAB „Khartli“ ir kt.*

23. Lietuvos apeliacinio teismo 2002 m. liepos 5 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-226/2002 (nuasmeninta).
24. 2009 m. gegužės 27 d. Vilniaus apygardos teismo nutartis civilinėje byloje Nr. 2S-593-464/2009 UAB „Verslo sprendimai“ v. UAB „MG Baltic Media“.
25. 2009 m. gegužės 13 d. Vilniaus apygardos teismo nutartis civilinėje byloje Nr. 2S-386-520/2009 UAB „Verslo sprendimai“ v. UAB „MG Baltic Media“.
26. Kauno apygardos teismo 2008 m. gruodžio 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. A2-1440-343/2008 (nuasmeninta).
27. 2008 m. rugsėjo 23 d. Panevėžio apygardos teismo nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-323-544/2008 (nuasmeninta).

Užsienio valstybių teismų praktika

1. *Arab Bank plc v. Mercantile Holdings Ltd.* [1994] Ch. 71.
2. *Berlei Hestia (NZ) Limited v. Fernyhough* [1980] 2 N.Z.L.R. 150.
3. *Boulting v. Association of Cinematograph Television and Allied Technicians* (1963) 2 QB 606.
4. *Brady v. Brady* [1989] A.C. 755.
5. *Dawson International v. Coats Paton* [1989] BCLC 233.
6. *Jarvis Motors (Harrow) Ltd v. Carabott* [1964] 3 All E.R. 89.
7. *Jobson v. Johnson* [1989] 1 W.L.R. 1026.
8. *JRRT (Investments) v. Haycraft* [1993] B.C.L.C. 401.
9. *Kuwait Asia Bank EC v. National Mutual Life Nominees Ltd* (1991 1 A.C. 187 PC).
10. *Salomon v. Salomon & Co* [1897] AC 22.
11. *Trevor v. Whitworth* [1887] 12 App Cas 409.
12. *Allen v. Biltmore Tissue Corp.* 161 NYS2d 418,422 1957.
13. *Bruns v. Rennebohm Drug Stores, Inc.* 442 NW2d 591 Wis.App.1989.
14. *Colbert v. Hennessey* 217 NE2d 914,920 Mass,1966.
15. *Consolidated Bearing and Supply Co. v. First National Bank* 720 S.W. 2d 647, 648.
16. *Dixie Pipe Sales, Inc. v. Perry* 834 S.W.2d 491.
17. *Dynamics Corp. of America v. CTS Corp.* 794 F.2d 250 (7th Cir. 1986).
18. *Earthman's, Inc. v. Earthman* 526 S.W. 2d., 201.

19. *Engel v. Teleprompter Corp.* 702 F.2d 127 5th Cir 1983.
20. *Frandsen v. Jensen-Sundquist Agency, Inc.* 802 F.2d 941 7th Cir 1986.
21. *Groves v. Prickett* 420 F2d 1119 9th Cir.1970.
22. *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisitions, Inc.* 781 F.2d 264 (2d Cir. 1986).
23. *Helfand v. Cohen* 487 NYS.2d 836 App.Div.1985.
24. *Hill v. Warner, Berman & Spitz, P.A.* 484 A2d 344,351 NJ.App.Div.1984.
25. *In re Estate of Spaziani* 480 NYS.2d 854 Surr.1984.
26. *In re Mather's Estate* 189 A2d 586 Pa.1963.
27. *In re Shelby Yarn Co./Sigmon v. Recovery Equity Investor, L.P.* 306 B.R. 523, 539 (W.D.N.C. 2004).
28. *In re Vogt v. Greenmarine Holding, LLC* 2004 WL 187153 (S.D.N.Y. Jan. 29, 2004).
29. *Jackson v. Hooper* 75 A. 568, 571, N.J.Err & App. 1910.
30. *Joseph v. Shell Oil Co.* 482 A.2d 335 (Del. Ch. 1984).
31. *Local 397 v. Midwest Fasteners, Inc.* 779 F. Supp. 788, 800 (D. N.J. 1992).
32. *Louisiana Weekly Pub. Co., Inc. v. First Nat. Bank of Commerce* 483 So.2d 929 La.1986.
33. *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.* 559 A.2d 1261 (1989).
34. *Ogden v. Culpepper* 474 So2d 1346,1350 La.App.1985.
35. *Rafe v. Hindin* 288 NYS2d 662,665 App.Div.1968.

36. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A.2d 173 (Del. 1986).
37. *Robert M. Bass Group, Inc. v. Evans* 552 A.2d 1227, 1241-43 (Del. Ch. 1988).
38. *Sandor Petroleum Corp. v. Williams* 321 S.W.2d, 618-619.
39. *Seven Springs Farm, Inc. v. Croker* 748 A.2d 740 Pa.Super.2000.
40. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum* 493 A.2d 946 (Del. 1985).
41. *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A.2d 701 (Del. 1983).
42. *Winter v. Skoglund* 404 NW2d 786 Minn.1987.

Specialioji literatūra lietuvių kalba

1. Bitė V., Kiršienė J. Akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės įsigyti parduodamas akcijas teisinis vertinimas. // Jurisprudencija: Nr. 5(107), 2008.
2. Čerka P. Nuosavybės ir valdymo atskyrimo problematika akcinėse bendrovėse. // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai, Nr. 37. Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas, 2006.
3. Greičius R. Privatus juridinio asmens vadovo fiduciarinės pareigos. Vilnius: Teisinės informacijos centras, 2007.
4. Jankauskienė V. Rizikos kapitalo sektoriaus plėtros veiksnių vertinimo modelis (daktaro disertacija). Vytauto Didžiojo universitetas, Kaunas, 2009.
5. Kaupelytė D., Jankauskienė V. Pensijų fondų investicijos į rizikos kapitalą skatinimas: galimybės Europos Sąjungos šalyse. // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai, Nr. 49. Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas, 2009.
6. Keršys M. Ekonominių veiksnių įtaka inovacijoms versle: Lietuvos atvejis (daktaro disertacija). Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas, 2008.
7. Keršys M., Levišauskaitė K., Jankauskienė V. Fostering Innovations through Development of Private Equity Investment: the Case of Lithuania. // Proceedings of the International Scientific Conference “Management Horizons: Visions and Challenges”. Kaunas: Vytautas Magnus University, European Management Association, 2007.
8. Mikelėnas V. Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras. Šeštoji knyga. Prievolių teisė I. Vilnius: Justitia, 2003.
9. Mikelėnas V., Bartkus G., Mizaras V., Keserauskas Š. Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso komentaras. Antroji knyga. Asmenys. Vilnius: Justitia, 2002.

10. Mikelėnienė D., Mikelėnas V. Teismo procesas: teisės aiškinimo ir taikymo aspektai. Vilnius: Justitia, 1999.
11. Miliutis F. Privalomas akcijų pardavimas ir jo problematika. Magistro baigiamasis darbas. Vilnius: Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto Verslo teisės katedra, 2008.
12. Misius R. Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika. // Jurisprudencija, Nr. 55(47), 2004.
13. Papijanc V. Patronuojančios įmonės atsakomybė prieš dukterinės įmonės kreditorius (daktaro disertacija). Vilnius: Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto Verslo teisės katedra, 2008.
14. Pearce D. W. (sud.), Buračas A. ir kt. (vert.). Aiškinamasis ekonomikos anglų-lietuvių kalbų žodynas. Vilnius: TEV, 2006.
15. Strazdas R., Jakubavičius A., Gečas K. Inovacijos: finansavimas, rizikos kapitalas. Vilnius: Lietuvos inovacijų centras, 2003.
16. UAB Sindicatum Capital International. Privataus kapitalo investicijos. // <http://www.sci.lt/pki.php> [2009-08-14].
17. Vaišvila A. Teisės teorija: vadovėlis. Vilnius: Justitia, 2004.
18. Vasiliauskas G. Opcionų požiūrio integravimas į strategijos formavimo proceso modelį // *Ekonomika ir vadyba-2005 = Economics and management-2005: tarptautinės konferencijos pranešimų medžiaga / Kauno technologijos universitetas. Ekonomikos ir vadybos fakultetas, Kaliningrado valstybinis technikos universitetas. Ekonomikos fakultetas. Kaunas: Technologija, 2005.*

Specialioji literatūra anglų kalba

19. Acharya V. V. et al. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. 2009-01 // <http://ssrn.com/abstract=1324016> [2009-05-31].
20. Achleitner A. et al. Private Equity Investors as Corporate Governance Mechanism in Continental Europe. 2009-01 // <http://ssrn.com/abstract=1319836> [2009-05-31].
21. Adler B. E. et al. Debt, Leveraged Buyouts, and Corporate Governance. // Cato Policy Analysis No. 120, 1989.
22. Anabtawi I. Secret Compensation. // North Carolina Law Review, Vol. 82, No. 835, 2004.
23. Angear T. R. et al eds. How to buy a company. Cambridge: Director books, 1989.
24. Armour J. Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law. // Modern Law Review, Vol. 63, No. 3, 2000.
25. Atanasov V.A. et al. The Effect of Litigation on Venture Capitalist Reputation. 2008-12 // <http://ssrn.com/abstract=1343981> [2009-05-31].
26. Bainbridge S.M. Corporation law and economics. New York: Foundation press, 2002.
27. Bank for International Settlements, Working Group established by the Committee on the Global Financial System chaired by Henk Brouwer of the Netherlands Bank. Private equity and leveraged finance markets. 2008.
28. Barthold B. M. Alternative Equity Financing in Switzerland: Company and Contract Law Aspects. // Business Law International, Vol. 229, No. 2, 2002. P. 229.
29. Bebchuk L.A. Fairness Opinions: How Fair are They and What Can Be Done About it? // Duke Law Journal, Vol. 27, 1989.

30. Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004.
31. Bech-Jansen P. Legal effects of shareholders' agreements. LL.M. thesis. University of Helsinki, Faculty of Law, 2002.
32. Beddow S. Private equity and buyouts: overview. Legal & Commercial Publishing Limited, 2006. P.4.
33. Behrens S. The key to structuring management and leveraged buyouts. // International Tax Review, Vol. 14, No. 7, 2003.
34. Bergfeld D. Leveraged buyouts (LBO) in private equity deals - Deal Structure, Risk Structure and Governance Implications in LBO Transactions. GRIN Verlag, 2008.
35. Bethell-Jones R. et al. Covenant-lite in leveraged credit agreements. Allen & Overy, 21 June 2007 // <http://www.allenoverly.com/> [2009-06-08].
36. Bettis C. et al. Equity grants with performance-based vesting conditions. // AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=972424> [2009-03-29].
37. Bienenstock M. J. Conflicts between Management and the Debtor in Possession's Fiduciary Duties. // University of Cincinnati Law Review, Vol. 61, No. 543, 1992.
38. Bienz C. et al. Venture capital exit rights. 2009-03 // <http://ssrn.com/abstract=1140128> [2009-06-02].
39. Birdthistle W. A. et al. One Hat Too Many? Investment Desegregation in Private Equity. 2008-08 // <http://ssrn.com/abstract=1263964> [2009-06-12].
40. Black F. et al. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. // The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3., 1973.
41. Blair M. M. Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century. Washington (D.C.): Brookings institution, 1995.

42. Block K. T. et al. Towing the Line: An Analysis of Drag-Along Rights Under the Michigan Business Corporation Act // *The Michigan Business Law Journal*, Vol. 28, Issue 3, 2008.
43. Boone A. L. et al. Do Private Equity Consortiums Facilitate Collusion in Takeover Bidding? 2009-02. // <http://ssrn.com/abstract=1104224> [2009-05-31].
44. Boot, A. W. A. Relationship Banking: What Do We Know? // *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, No. 1, 2000.
45. Booth R. A. Executive Compensation, Corporate Governance, and the Partner-Manager. // *University of Illinois Law Review*, Vol. 2005, No. 1.
46. Booth R. A. Five Decades of Corporation Law - From Conglomeration to Equity Compensation. // Villanova University School of Law, Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2008-10, 2008.
47. Booth R. A. Management Buyouts, Shareholder Welfare, and the Limits of Fiduciary Duty. // *New York University Law Review*, Vol. 60, No. 630, 1985.
48. Boschma H. et al. The Reform of Dutch Private Company Law: New Rules for the Protection of Creditors. // *European Business Organization Law Review*, No. 8, 2007.
49. Bratton W. W. Private Equity's Three Lessons for Agency Theory // *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol. 3, No. 1, 2008.
50. Broude P. et al. Private Equity Director Issues, 2008. // http://www.foley.com/files/tbl_s129EventSessionMaterials/FileUpload966/683/PrivateEquityDirectorIssues.pdf [2009-05-15].
51. Bruchou E. et al. Argentine capital rules: Funding freedom. // *International Financial Law Review*, Vol. 25, No. 11, 2006.
52. Brudney V. et al. A Restatement of Corporate Freezeouts. // *Yale Law Journal*, Vol. 87, No. 1354, 1978.

53. Bruner R. F. Applied mergers and acquisitions. Hoboken (N.J.): Wiley, 2004.
54. Bryan P. L. Leveraged Buyouts and Tax Policy. // 65 North Carolina Law Review No. 65, 1987.
55. Burke K. C. Fuzzy Math and Carried Interests: Making Two and Twenty Equal 710. 2009-04 // <http://ssrn.com/abstract=1374142> [2009-06-08].
56. Burrough B. et al. Barbarians at the Gate. New York: Harper & Row, 1990.
57. BVCA. BVCA Code of Conduct // <http://www.bvca.co.uk/Membership/BVCACodeofConduct> [2009-06-15],
58. BVCA. A Guide to Private Equity, 2004-08. // <http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/AGuidetoPrivateEquity> [2009-06-08].
59. Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151-158 of the Companies Act 1985 revisited. // Journal of Business Law, No. 5, 2002.
60. Capuano A. The realist's guide to piercing the corporate veil: Lessons from Hong Kong and Singapore. // Australian Journal of Corporate Law, Vol. 23, No. 1, 2009.
61. Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997.
62. Cheffins B. R. et al. The Eclipse of Private Equity. 2007. // <http://ssrn.com/abstract=982114> [2009-05-23].
63. Chemla G. et al. An Analysis of Shareholder Agreements. 2002. // <http://ssrn.com/abstract=299420> [2009-05-23].
64. Cheung J. Valuation of 'Razorback' Executive Stock Options: A Simulation Approach. 2002. // <http://ssrn.com/abstract=301781> [2009-06-03].
65. Christopoulos N. Liquidation preference in private equity. // Ondernemingsrecht, Vol. 14, 2005. P. 479.

66. Coates IV, J. C. et al. A Buy-Side Model of Lockups: Theory and Evidence. // Harvard Law School, Law-Econ Discussion Paper No. 274, 2000. // <http://ssrn.com/abstract=204251> [2006-05-25].
67. Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law of the American Bar Association. Model Business Corporation Act, 3rd edition, 2002.
68. Convention on the Organisation for Economic Co-operation and Development // <http://www.oecd.org> [2009-06-15].
69. Cooke D. J. et al. Private Equity Law and Practice. London: Sweet and Maxwell, 2008.
70. Cooke S. How to negotiate private equity agreements. // International Financial Law Review, Vol. 24, No. 9, 2005.
71. Core J. E. Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. // Economic Policy Review, Vol. 9, No. 1, 2003.
72. Cornelli F. Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards? // <http://www.ecgi.org/competitions/rof/programme.php> [2009-05-31].
73. Cotter J. F. et al. The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist. 1999-07. P. 29. // <http://jfe.rochester.edu/99364.pdf> [2009-05-31]
74. Crook K. Accounting for Share-Based Remuneration. // Ferrarini G. et al eds. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford university press, 2004.
75. Cummings N. Very risky business: the problems with equity bridges. // International Financial Law Review, Vol. 26, No. 6, 2007.
76. Davies P. L. Gower and Davies' principles of modern company law. London, 2003.
77. Davis J. H. et al. Toward a stewardship theory of management. // Academy of Management Review, Vol. 22, No. 1, 1997.

78. Davis S. J. et al. Private Equity and Employment. US Census Bureau Center for Economic Studies Paper No. CES-WP-08-07. 2008-03// <http://ssrn.com/abstract=1107175> [2009-06-20].
79. Defries G. et al. United Kingdom: Liberating LBOs. // International Financial Law Review, Vol. 28, No. 2, 2008.
80. Dejonghe W. et al eds. M and A in Belgium. The Hague: Kluwer law international, 2001.
81. DeMott D. A. Directors' Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations. // Ohio State Law Journal, Vol. 49, No. 517, 1988.
82. DePamphilis D. M. Mergers, acquisitions, and other restructuring activities. Boston: Elsevier Academic Press, 2008.
83. Dezzani L. The Italian way to LBOs. // International Tax Review, 2007, Supplement (Mergers & Acquisitions 10th Edition).
84. Diamond S. Beyond the Berle and Means Paradigm: Private Equity and the New Capitalist Order. // <http://ssrn.com/abstract=1004234> [2009-05-31].
85. Donaldson L. et al. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. // Australian Journal of Management, Vol. 16, No. 1, 1991.
86. Dwyer M. Management buyouts. London: Sweet and Maxwell, 1997.
87. Eisenhardt K. M. Agency theory: An assessment and review. // Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1, 1989.
88. Ellis S. M. et al. Equity Sponsors May Have WARN Act Liability. April 2004 // <http://www.goodwinprocter.com> [2009-05-15].
89. Ereira D. et al. Brenntag shows private equity houses the advantages of extending bank facilities for acquisitions. // International Financial Law Review, Vol. 25, No. 11, 2006, <http://www.iflr.com/Article/1977533/Acquisition-finance-Just-extend-your-loans.html> [2009-06-08].
90. European Central Bank. Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU, 2007-04.

91. European Commission, Enterprise Directorate General. Employee stock options: the legal and administrative environment for employee stock options in the EU. Final report of the Expert Group. 2003.
92. European Commission. Report of Alternative Investment Group - Developing Private Equity. 2006.
93. EVCA. Benchmarking European Tax and Legal Environments. 2006 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12].
94. EVCA. Benchmarking European Tax and Legal Environments. 2008 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12].
95. EVCA. Central and Eastern Europe Statistics 2007. An EVCA Special Paper, 2008-09. // http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/CEE_Stats_2007.pdf [2009-06-11].
96. EVCA. Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe. 2005. P. 4. // <http://www.evca.eu> [2009-06-12].
97. EVCA. EVCA Charter, 2003-05. // http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/About_EVCA/EVCA_Charter/EVCA%20Charter.pdf [2009-06-12].
98. EVCA. EVCA Code of Conduct. 2008 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12].
99. EVCA. EVCA Corporate Governance Guidelines. 2005 // <http://www.evca.eu> [2009-06-12].
100. EVCA. EVCA's Response to the IOSCO Technical Committee Consultation Report on Private Equity. Position Paper, 20 February 2008. // <http://www.evca.eu> [2009-06-12].
101. EVCA. Private Equity and Generational Change. The Contribution of Private Equity to the Succession of Family Businesses in Europe. 2005. // <http://www.evca.eu/publicandregulatoryaffairs/> [2009-06-11].
102. EVCA. Private Equity and Venture Capital in the European Economy. An Industry Response to the European Parliament and European Commission. 2009. // <http://www.evca.eu> [2009-06-12].

103. EVCA. Research Statistics – Investments // <http://www.evca.eu/knowledgecenter/> [2009-05-19].
104. EVCA, PEREP Analytics. Private equity funds raised by type of investor in 2007 // <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414> [2009-05-19].
105. EVCA, PEREP Analytics. Stage distributions of investments // <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414> [2009-06-10].
106. Ewing-Chow M. et al. Providing Assistance for Financial Assistance. // Singapore Journal of Legal Studies, 2006.
107. Fama, E.F. et al. Agency Problems and Residual Claims. // Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, 1983.
108. Farrar J. Corporate governance: theories, principles, and practice. Melbourne, 2005.
109. Ferran E. Company law and corporate finance. Oxford: Oxford university press, 1999.
110. Ferran E. Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe. // European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 84, 2007.
111. Ferran E. Simplification of European Company Law on Financial Assistance. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005.
112. Ferrarini G. et al. Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives. // Ferrarini G. et al eds. Reforming company and takeover law in Europe. Oxford: Oxford university press, 2004.
113. Fidrmuc J. P. Do Private Equity Investors Crowd Out Management Buyouts? 2008-02. // <http://ssrn.com/abstract=1101756> [2009-06-08].

114. Fleischer V. Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds. 2007-09 // <http://ssrn.com/abstract=892440> [2009-06-08].
115. The Financial Services Authority (UK). Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. 2006.
116. Garner B. A. ed. Black's Law Dictionary. Thomson West, 2004.
117. Gaughan P. A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Hoboken (N.J.): Wiley, 2007.
118. Gilligan J. et al. Private Equity Demystified. An explanatory Guide. The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), Corporate Finance Faculty. 2008 // <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/privateequity.pdf> [2009-06-01].
119. Gilson R.J. et al. Institutional Investors, Portfolio Performance, and Corporate Governance: A Brief for Professional Directors. // Sametz A. W. et al eds. Institutional investing: challenges and responsibilities of the 21st century. Homewood (Ill.): Business One Irwin, 1991.
120. Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995.
121. Gordon J. N. Governance Failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-Oxley. // Connecticut Law Review, Vol. 35, No. 1125.
122. Gottschalg O. Private Equity and Leveraged Buy-Outs. Study (IP/A/ECON/IC/2007-25). European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, 2007.
123. Greenbaum J. W. Private equity firms face exposure to WARN Act liability for portfolio companies. June 2008. // http://www.nixonpeabody.com/publications_detail3.asp?ID=2305 [2009-05-15].

124. Griffiths G. ed. International acquisition finance: law and practice. Oxford, 2006.
125. Haas J. J. Corporate Finance in a Nutshell. West Group Publishing: 2003.
126. Hale C. Private Equity: A Transactional Analysis. Globe Law and Business: 2007.
127. Hamilton R.W. The law of corporations in a nutshell. Saint Paul (Conn.): West publishing Co., 1987.
128. Harris L. A Critical Analysis of Private Equity Limited Partnerships. 2008-02 // <http://ssrn.com/abstract=1091174> [2006-06-08].
129. Herzel L. et al. Bidders and targets: mergers and acquisitions in the US. Oxford, 1990.
130. Hoffman S. L. The law and business of international project finance. New York: Cambridge University Press, 2008.
131. Hollander S. et al. Conflicts of interest. London: Sweet and Maxwell, 2008.
132. Horn N. ed. Cross-border mergers and acquisitions and the law. The Hague: Kluwer law international, 2001.
133. Hull J. C. Options, futures, and other derivatives. Upper Saddle River (N.J.): Prentice-Hall, 2003.
134. IK Investment Partners. Industry Structure. // <http://www.ikinest.com/templates/Page.aspx?id=3203> [2009-06-12].
135. International Financial Law Review: August 2007 News. Cold feet mean cov-loose. Investors fight back on loan covenants // <http://www.iflr.com/> [2009-06-08].
136. International Financial Law Review: June 2007 News. Moody's dismisses change of control covenants. // <http://www.iflr.com> [2009-06-08].

137. Investment U Research Team. The History of Private Equity. // <http://www.investmentu.com/research/private-equity-history.html> [2009-06-14].
138. Investopedia. Asset Class // <http://www.investopedia.com/terms/a/assetclasses.asp> [2009-06-19].
139. Investopedia. Divestment // <http://www.investopedia.com/terms/d/divestment.asp> [2009-06-19].
140. Investopedia. Staple Financing. <http://www.investopedia.com/terms/s/staplefinancing.asp> [2009-06-07].
141. Ivashina V. et al. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. 2008-10 // <http://ssrn.com/abstract=1017857> [2009-06-08].
142. Jensen M.C. Corporate Control and the Politics of Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1991. Vol. 4, No. 2.
143. Jensen M. C. Eclipse of the Public Corporation. // *Harvard Business Review*, Vol. 67, No. 5, 1989 (revised 1997).
144. Jensen M. C. et al. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. // *Journal of Financial Economics*. Vol. 305, No. 3, 1976.
145. Johnson C. H. Why Stock and Stock-Option Compensation are Such a Terrible Idea. // The University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper No. 003, 2003.
146. Jones S. Through a glass darkly. Risky and unpredictable, covenant-lite loans are here to stay. // *International Financial Law Review*, Vol. 26, No. 6, 2007.
147. Kaplan S. N. et al. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts// *Review of Economic Studies*, No. 70, 2003.
148. Kaplan, S. N. The effects of management buyouts on operating performance and value. // *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, 1989.

149. Kaplan S. N. The Staying Power of Leveraged Buyouts. // National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3653, 1991.
150. Kaufman G. G. Banking and Currency Crisis and Systemic Risk: A Taxonomy and Review. // Financial Markets, Institutions, and Instruments. 2000, Vol. 9, No. 2.
151. King B. W. An old idea whose time has passed. // International Financial Law Review, Vol. 26, No. 9, 2007.
152. Kittrell S. et al. Warning: Private Equity Funds Can Incur WARN Act Liability. June 2004 // www.mcguirewoods.com/news-resources/publications/corporate_services/private_equity.04.06.pdf [2009-05-15].
153. Kraakman R. et al. The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. Oxford: Oxford university press, 2004.
154. Kulms R. A Shareholder's Freedom of Contract in Close Corporations – Shareholder Agreements in the USA and Germany. // European Business Organization Law Review, Vol. 2, No. 3-4, 2001.
155. Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005.
156. Lawler P. What Private Equity Firms Want in a Lender. Commercial Lending Review. 2007-01 // <http://www.commerciallendingreview.com> [2009-06-08].
157. Lawton A. Taxing Private Equity Carried Interest Using an Incentive Stock Option Analogy. // Harvard Law Review, Vol. 121, No. 3, 2008.
158. Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit. September 24-25, 2009 // <http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm> [2009-12-28].

159. Lederman L. et al. Representing a Public Company in a Leveraged Buyout Transaction. // Amihud Y. ed. Leveraged management buyouts: causes and consequences. Homewood, 1989.
160. Long W.F. et al. Decade of Debt: Lessons from LBOs in the 1980s // Blair M. M. The deal decade: what takeovers and leveraged buyouts mean for corporate governance. Washington (D.C.): Brookings institution, 1993.
161. Lowenstein L. Management Buyouts. // Columbia Law Review, Vol. 85, No. 730, 1985.
162. Lumsden C. G. M. Financial Assistance Problems in Management Buy-outs. // Journal of Business Law, No. 3, 1987.
163. Manigart S. et al. Financing entrepreneurial companies: how to raise private equity as a high-growth company. Gent: Larcier, 2004.
164. Masulis R. et al. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance. 2008. // <http://ssrn.com/abstract=1207858> [2009-05-31].
165. Memorandum of Understanding between the BVCA and Inland Revenue on the income tax treatment of managers' equity investments in venture capital and private equity backed companies, 2003.
166. Metrick A. et al. The Economics of Private Equity Funds. 2007-09 // <http://ssrn.com/abstract=996334> [2009-05-31].
167. Miller Jr. E. L. Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008.
168. Mitchell J. F. Can a Right of First Refusal Be Assigned? // University of Chicago Law Review, Vol. 68, No. 985, 2001.
169. Modern Company Law for a Competitive Economy. Company Formation and Capital Maintenance. A Consultation Document from the Company Law Review Steering Group. October, 1999.
170. Mugasha A. The law of multi-bank financing: syndicated loans and the secondary loan market. Oxford: Oxford university press, 2007.

171. Nexsen Pruet Adams Kleemeier, LLC. WARN Act Liability And Entrepreneurial Companies. May 2006 // www.nexsenpruet.com/ [2009-05-15].
172. Nikoskelainen E. V. et al. The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Increase in Leveraged Buyouts. 2006-11 // <http://ssrn.com/abstract=877233> [2009-05-31].
173. Officer M.S. et al. Club Deals in Leveraged Buyouts. 2008-10. // <http://ssrn.com/abstract=1128404> [2009-05-31].
174. OECD. Cross-border income tax issues arising from employee stock option plans. 2004.
175. OECD. Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing. 2004.
176. OECD. The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research. 2007-07 // <http://www.oecd.org> [2009-05-31].
177. OECD. The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a survey of empirical research. // <http://www.oecd.org> [2009-05-31].
178. OECD Principles of Corporate Governance. OECD, 2004.
179. OECD. The role of private pools of capital in corporate governance: summary and main findings. 2007-05 // <http://www.oecd.org> [2009-05-31].
180. Oesterle D. A. et al. Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth? // *Vanderbilt Law Review*, Vol. 41, No. 207, 1988.
181. Oxera. The London markets and private equity-backed IPOs. // <http://www.oxera.com/main.aspx?id=4562> [2009-06-14].
182. Queenan Jr. J. F. The Collapsed Leveraged Buyout and the Trustee in Bankruptcy. // *Cardozo Law Review*, Vol. 11, No. 1, 1989.
183. Paglia J. K. An overview of covenants in large bank loans. // *The Risk Management Association (RMA) Journal*, Vol. 90, No. 1, 2002.

184. Parkinson J. E. Corporate power and responsibility: issues in the theory of company law. Oxford: Clarendon press, 1993.
185. Parnass G. Shareholder Preemptive Rights: Common Terms of Subscription Privileges. 2009-05-23 // <http://www.privateequitylawreview.com> [2009-06-15].
186. Pendleton A. et al. Theoretical Study on Stock Options in Small and Medium Enterprises. Final Report to the Enterprise-Directorate General, Commission of the European Communities, 2002.
187. Pettet B. Company law. Harlow: Pearson education, 2001.
188. Picot G. Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration. Houndmills: Palgrave, 2002.
189. Platt C. A. The Right of First Refusal in Involuntary Sales and Transfers by Operation of Law. // Baylor Law Review, Vol. 48, No. 1197.
190. Poetgens F. Income from international private employment. Amsterdam: IBFD, 2006.
191. Polito A. P. Useful Fictions: Debt and Equity Classification in Corporate Tax Law. // Arizona State Law Journal, Vol. 30, No. 761, 1998.
192. Posner R. A. Economic Analysis of Law. New York (N.Y.): Wolters Kluwer Law & Business, 2007.
193. Povaly S. Private Equity Exits - Divestment Process Management for Leveraged Buyouts. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2007.
194. Price J. M. Vicarious Liability: Potential for Liability for Private Equity Funds. March 2005 // <http://www.beneschlaw.com/pubs/xprPubDetail.aspx?xpST=PubDetail&pub=1624> [2009-05-15].
195. Private Equity Council. Private Equity: Fact and Fiction // <http://www.privateequitycouncil.org/> [2009-06-08].

196. Private Equity Wire. Does Ucits already do the trick? 2009-05-22
//
http://www.privateequitywire.co.uk/articles/detail.jsp?content_id=3320
66 [2009-06-12]
197. Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives. // *Company Lawyer*, Vol. 28, No. 1, 2007.
198. Rappaport A. The Staying Power of the Public Corporation. // *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 1, 1990.
199. Roberts C. Financial assistance for the acquisition of shares. Oxford, 2005.
200. Robinson S. The European mergers & acquisitions review. London: Law business research, 2007.
201. Rock E. B. Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work? // Joo T. W. *Corporate governance: law, theory and policy*. Durham (N.C.): Carolina academic press, 2004.
202. Romano R. *Foundations of corporate law*. New York, 1993.
203. Rose C. Your shareholder agreement in Russia is probably unenforceable. // *International Financial Law Review*, Vol. 27, No. 1, 2008.
204. Roschier, Attorneys Ltd. *The RoschierRaidla Handbook on Takeover Bids for the Nordic-Baltic Region*. 2008.
205. Rubin B. A. Litigating “drag-along” claims. // *International Association of Defence Counsel (IADC) membership newsletter*, 2007-01. <http://www.millernash.com/showarticle.aspx?Show=1808> [2009-06-02].
206. Sabine M. *Corporate finance: flotations, equity issues and acquisitions*. London: Butterworth, 1993.
207. Schembri J. Financing the private equity boom. // http://www.freehills.com.au/publications/publications_6593.asp

208. Scholes L. et al. Strategic Changes in Family Firms Post-Management Buyout: Ownership and Governance Issues. CMBOR, 2006. // <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/> [2009-06-01].
209. Sealy L. J. Cases and materials in company law. Cambridge, 2008.
210. Shaw B. Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts. // 19 Hofstra Law Review, Vol. 19, No. 143, 1990.
211. Siems M. M. Convergence in shareholder law. Cambridge: Cambridge university press, 2008.
212. Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. // European Business Organization Law Review, No. 6, 2005.
213. Simons T. et al. Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIIs and IBOs, (August 2005). ECGI - Finance Working Paper No. 94/2005 // <http://ssrn.com/abstract=796047> [2009-06-01].
214. SJ Berwin. Two Safe Harbours: A Passage to CGT Treatment for Management Equity Interests. 2003. // <http://www.sjberwin.co.uk> [2009-03-29]
215. Smith A. Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts. // Journal of Financial Economics, Vol. 27, 1990.
216. Smith D. G. The Venture Capital Company: A Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance? // Tennessee Law Review, Vol. 65, No. 108, 1997.
217. Smith M. Asset-based lending in buy-out transactions: Key issues for borrowers and lenders. // Testa, Hurwitz & Thibeault. The Alternative Assets Network, <http://www.privateequityonline.com> [2009-06-08].
218. Speechley T. Acquisition finance. Imprint Haywards Heath: Tottel, 2008.

219. Speechly Bircham. Key issues for management in a management buyout. 2003. // http://www.speechlys.com/private_equity_publications [2009-06-03].
220. Speechly Bircham. Private equity shareholder agreements. 2003. // http://www.speechlys.com/private_equity_publications [2009-06-03].
221. Sprayregen J. et al. Recharacterization from debt to equity: lenders beware. // *American Bankruptcy Institute Journal*, Vol. 30, 2003.
222. Standard & Poor. A Guide to the Loan Market. October 2008. // <http://www.lcdcomps.com/press/LoanMarketguide.pdf> [2009-06-08].
223. Stedman G. et al. Shareholders' agreements. London: Sweet and Maxwell, 1998.
224. Steger U. et al. Corporate Governance in Private Equity Companies: Can it add value? // http://www.imd.ch/research/publications/upload/PFM122-LR_Steger-Frigast.pdf [2009-05-31].
225. Stevenson S. W. The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties. // *Duke Law Journal*, Vol. 51, 2001.
226. Stroemberg P. The new demography of private equity. Swedish Institute for Financial Research, 2007. // [http://www.sifr.org/PDFs/stromberg\(demography2008\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/stromberg(demography2008).pdf) [2009-06-01].
227. Styhanon A. et al. Private Equity Transactions. London: Sweet and Maxwell, 2000.
228. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Private Equity. Final Report. May 2008.
229. Testa, Huwitz & Thibeault. Drag-along rights. 2003. // <http://www.altassets.net/private-equity-knowledge-bank/learning-curve/article/nz3989.html> [2009-05-23].

230. Thompson S. et al. Corporate Governance: The Role of Restructuring Transactions. // The Economic Journal, Vol. 105, No. 430, 1995.
231. Thorpe R. et al eds. Performance Management. Multidisciplinary Perspectives. Palgrave Macmillan, 2008.
232. Tosi H. L. et al. An Empirical Exploration of Decision-making under Agency Controls and Stewardship Structure. // Journal of Management Studies, Vol. 40, No. 8, 2003.
233. Vagts D. F. The Leveraged Buyout and Management's Share. // 25 Wake Forest Law Review, Vol. 25, No. 129, 1990.
234. Vandekerckhove K. Piercing the Corporate Veil. Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, The Netherlands, 2007.
235. Vicari A. Conflicts of Interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs. // European Company and Financial Law Review, Vol. 4, No. 3, 2007.
236. Vietor D. et al. Ambiguity Remains for Dutch Buyouts. // International Financial Law Review, Vol. 25, No. 6, 2006.
237. Wainman D. Company structures: law, tax and accounting for companies and groups growing and evolving. London: Sweet and Maxwell, 1995.
238. Walker D. Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity. 2007 // http://walker-gmg.co.uk/files/wwg_report_final.pdf [2009-06-16].
239. Walker D. I. Is Equity Compensation Tax Advantaged? // Boston University School Of Law. Working Paper Series, Law And Economics. Working Paper No. 04-01, 2004.
240. Wall P. Corporation Law: Exceptions to Stockholder's Preemptive Right. // University of Colorado Law Review, Vol. 35, No. 482, 1963.
241. Whitehead S. Interim funding – what is the hurry? // Lovells. The Alternative Assets Network, <http://www.privateequityonline.com> [2009-06-09].

242. Whitehouse C. et al. Revenue law: principles and practice. London: Butterworths, 1998.
243. Williams M. A. et al. CEO Stock Options and Equity Risk Incentives (2000). // <http://ssrn.com/abstract=239640> [2009-03-29]
244. Wood P. R. International loans, bonds, guarantees, legal opinions. London: Sweet and Maxwell, 2007.
245. Wood P. R. Project finance, securitisations, subordinated debt. London: Sweet and Maxwell, 2007.
246. Woolridge J. R. et al. Applied Principles of Finance. Kendall Hunt Pub Co, 2006.
247. World Economic Forum. Globalization of Alternative Investments. The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008 // http://www.weforum.org/pdf/cgi/pe/Full_Report.pdf [2009-05-31].
248. Wright M. et al. Management Buy-Outs 1986-2006. Past Achievements, Future Challenges. CMBOR, 2006.
249. Wullaerts L. Successful mergers and acquisitions with Benelux companies. Leuven: Garant, 2000.
250. Wymeersch E. Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company // Basedow J. et al eds. Festschrift fuer Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag. Tuebingen, 1998.
251. Wymeersch E. European Company Law: The “Simpler Legislation for the Internal Market” (SLIM) Initiative of the EU Commission. // Financial Law Institute, Working Paper No. 9, 2000.
252. Wymeersch E. Reforming the Second Company Law Directive. // Financial Law Institute, Working Paper No. 15, 2006.
253. Young T. et al. European leveraged finance. // International Financial Law Review, Vol. 27, No. 1, 2008.

Autoriaus mokslinės publikacijos disertacijos tema

1. Rimas J. Finansinės pagalbos liberalizavimo ribos. // Teisė. 2008, 69 tomas. P. 94-105.
2. Rimas J. Akcijų opcionai kaip privataus kapitalo investuotojo ir bendrovės vadovų interesų derinimo priemonė // Teisė. 2009, 73 tomas. P. 124-136.