

VILNIUS UNIVERSITY

Juozas Rimas

PRIVATE EQUITY TRANSACTIONS – A CORPORATE LAW PERSPECTIVE

Summary of the Doctoral Dissertation
Social Sciences, Law (01 S)

Vilnius, 2010

The dissertation was prepared during the period of 2005 – 2009 at Vilnius University.

Scientific supervisor:

Prof. habil. dr. Valentinas Mikelėnas (Vilnius University, Social Sciences,
Law – 01 S) (2005 – 2006)

Doc. dr. Andrius Smaliukas (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01
S) (2006 – 2009)

The doctoral dissertation will be defended at the Law Research Council of Vilnius University:

Chairman of the Council

Prof. dr. Vytautas Mizaras (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01 S)

Members:

Dr. Egidijus Baranauskas (Mykolas Romeris University, Social Sciences,
Law – 01 S)

Dr. Agnė Tikniūtė (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law – 01
S)

Prof. habil. dr. Valentinas Mikelėnas (Vilnius University, Social Sciences,
Law – 01 S)

Doc. dr. Andrius Smaliukas (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01
S)

Opponents:

Dr. Marijus Keršys (Vytautas Magnus University, Social Sciences,
Economics – 04 S)

Dr. Deividas Soloveičikas (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01 S)

The dissertation will be defended at the public meeting of the Law Research Council on 26 March 2010 at 13:00 in the Konstantinas Jablonskis Hall of the Vilnius University Faculty of Law.

Address: Saulėtekio al. 9, Bulding 1, LT-10222, Vilnius, Lithuania.

The summary of the doctoral dissertation was distributed on 24 February 2010.

The doctoral dissertation is available for review at the library of the Vilnius University.

VILNIAUS UNIVERSITETAS

Juozas Rimas

PRIVATAUS KAPITALO SANDORIAI: BENDROVIŲ TEISĖS ASPEKTAI

Daktaro disertacijos santrauka
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.)

Disertacija ginama Vilniaus universiteto Teisės mokslo krypties taryboje:

Pirmininkas

Prof. dr. Vytautas Mizaras (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S)

Nariai:

Dr. Egidijus Baranauskas (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S)

Dr. Agnė Tikniūtė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S)

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

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

Oponentai:

Dr. Marijus Keršys (Vytauto Didžiojo universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04 S)

Dr. Deividas Soloveičikas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S)

Disertacija bus ginama viešame Teisės mokslo krypties tarybos posėdyje 2010 m. kovo 26 d. 13 val. Vilniaus universiteto Teisės fakulteto Konstantino Jablonskio auditorijoje.

Adresas: Saulėtekio al. 8, I rūmai, LT-10222 Vilnius, Lietuva.

Disertacijos santrauka išsiuntinėta 2010 m. vasario 24 d.

Disertaciją galima peržiūrėti Vilniaus universiteto bibliotekoje.

PRIVATE EQUITY TRANSACTIONS – A CORPORATE LAW PERSPECTIVE

The scientific problem of research. The dissertation is concerned with three, in the author's view, most significant problems of corporate law related to private equity transactions: financial assistance, conflicts of interests of the investor and target management, as well as protection of investment. Each of the problems is derived coherently from the respective feature of the private equity transaction, as formulated by the author: financial assistance arises from the heterogeneity of financing; understanding conflict of interests is important to apply properly the measures of alignment of interests of the investor and management; means of investment protection are specific examples of the activeness of the private equity investor.

The object of research. The object of thesis' research is the problem aspects of entering into and performance of private equity transactions governed by Lithuanian law. The object of research is subject to certain limitations: the concept of private equity is understood narrowly and includes only the buyout stage (venture capital and expansion capital are not discussed separately); analysis is strictly confined to companies of closed type (e.g. acquisition of interests in enterprises other than companies and transactions concerned with property other than shares are not analyzed). Share deals rather than asset deals are the object of analysis; acquiring control by merger or share swap is also beyond the scope of thesis. The analysis is focused on the relationship between the investor and other participants of the private equity transaction and, therefore, the internal specifics of the business of the private equity investor are not analyzed (relationship between various entities on the investor's level is looked at in general terms; no attempt is being made to examine the prospects of regulation of investment funds and management companies under Lithuanian law).

The topicality of the subject. According to the European Venture and Private Capital Association (EVCA) and PEREP Analytics, volume of private equity investment increased from 10 billion euros in 1997 to 74 billion euros in 2007. Buyout stage investment comprised 58.3 billion euros or nearly 79 percent in 2007. The private equity market is a part of the economy, and the volume of private equity transactions decreased

in 2008 (if compared to 2007) by about 30 percent due to the global financial crisis. However, it is precisely in a period of hardship that private equity emerges as one of the sources of revival of the economy. Although comprising less than 1 percent of the aggregate GDP of European countries, private equity investments have the potential to exert significant influence on the economic recovery. The private equity industry is supplied generously with long-committed funds of investors, and, therefore, is an important alternative to such traditional sources of financing as bank loans and securities markets. The growing private equity market, with its importance to the economical life in Europe and worldwide, is receiving increasingly more attention as an object of scientific research and as a topical scientific problem.

Academic novelty and practical importance of the study. The legal aspects of private equity transactions are researched in the thesis for the first time in Lithuania. To note, problems of private equity have not been analyzed much as an object of academic research in economics and finance in Lithuania as well, despite abundant publications by foreign authors on the topic. Moreover, even in the legal doctrine of foreign countries there is a shortage of scientific approach to private equity transactions as a body of legal regulations from the perspective of different branches of legal science.

The dissertation is the first complex study to discern the problems of corporate law (as one of the branches of private law) relevant to private equity transactions as a body of legal regulations. The topic in issue is not only novel from the academic point of view, but is also of great practical significance. Due to the lack of both published academic work and practical resources on private equity transactions, the general understanding about private equity transactions as a phenomenon, its features and content is insufficient. Several examples of practical applicability of the dissertation are presented below.

Firstly, the conclusions and suggestions presented in the thesis could aid the legislation and improvement of existing regulations applicable to entering into and performance of private equity transactions, as well as assist the tax authorities in official interpretation of tax law and supervision of compliance. Both legislative bodies and tax authorities must

recognise the special attributes of private equity transactions and take them into consideration in legislation and application of law.

Secondly, quite a few of legal practitioners deal with private equity transactions in their work activities. Case studies or devising of practical solutions to problems are not among the objectives of this dissertation. However, legal practice benefits from support of theory and science, which help to perceive practical problems better, to discover their systemic ties and to find original solutions.

Thirdly, legal issues, as the main object of research, are examined in the context of findings of management science and economics. Not only lawyers, but also managers, accountants, economists and other specialists (e.g. investment bankers, business consultants) dealing with private equity transactions in their activities should benefit from a better understanding of interrelationship between the issues of legal science, management science and economics.

Fourthly, the thesis may prove useful in practical training and lectures on the topics of private equity transactions and tax law. The work may also be used by scientists researching in the fields of management science and economics, willing to provide legal context to their research and to use legal terminology. The broad scope of the dissertation and its constituent topics may serve as a starting point for legal scientists in further analysis of different rules of transactional law.

The objective of the study. The general objective of the dissertation is to provide recommendations concerning the necessity of special regulations of private equity transactions (or lack thereof), as well as improvement of general regulations with a view to allow development of the market of value-creating private equity transactions in Lithuania.

The tasks of the study. The tasks of the thesis may be divided into general tasks and special tasks. The general tasks do not relate to the analysis of the object of research, but have to be completed as a prerequisite for completion of special tasks. The primary general task of the dissertation, in light of absence of previous legal academic research on the topics related to private equity transactions in Lithuania, is to identify the features of investment in shares of closed-type companies, to summarise their legal regulation

and, thus, to distinguish the private equity transaction as a separate body of law and to formulate the concepts of private equity and private equity transaction on the basis of synthesis of opinions of foreign authors. To note, a complex, integral definition of the concepts has not yet been addressed in the works by foreign authors either. This, and the novelty of the topic in the Lithuanian legal system, calls for a consistent and fundamental explication of the concepts of private equity and private equity transactions prior to proceeding with the analysis of specific problems.

The special tasks of the dissertation are (i) to analyse the most significant issues of corporate law in the context of a private equity transaction governed by Lithuanian law; and (i) to determine the deficiencies in current legal regulation. An additional special task is to propose Lithuanian equivalents to the most important definitions of law of private equity transactions, with the aim to provide the general foundation for consistent terminology of transactional law in the Lithuanian language to be used in academic work and practice.

The defended propositions of dissertational research. The following theses are formulated and defended by the research:

1. Entering into and performance of private equity transactions is regulated only by general rules of Lithuanian corporate law, contract law, tax law and other branches of law. The essence and specific features of such transactions is disregarded by the general regulation, which results in legal insecurity of participants of the transactions and thus impedes the development of Lithuania's market for private equity transactions.

2. **Unreasonable prohibition of financial assistance.** The rationale for a specific regime of financial assistance has been found unconvincing, as addressing problems of corporate conduct in terms of capital maintenance, instead of relying on general company law and civil law on fiduciary duties of the management bodies of the target and creditor protection (in particular, *actio Pauliana*), as well as insolvency laws. The regime has been found to be not only unnecessary and often illogical, but also detrimental to the proper functioning of private equity market. The Lithuanian private

equity market would benefit from complete abolition of the applicability of financial assistance rules to private limited liability companies. Such liberalization of the financial assistance regime would not go beyond the simplification possibilities allowed by the Second Company Directive 77/91/EEC.

3. Problems of regulation of incentives to management. Purposefully set-up incentivization of the target management, aimed at alignment of interests of the investor and management, is one of the main characteristics of the private equity transaction. Proper legal framework of such incentivization is important for development of the private equity market. Current regulation of taxation of equity-based compensation under Lithuanian law is not conducive to the development of the Lithuanian private equity market.

4. Problems of regulation of investment protection measures. Significant additional statutory regulation of measures of control over share ownership structure is not necessary. However, the case law of state courts and arbitration should recognise ample discretion of shareholders to enter into agreements intended to retain share ownership structure. The current regulation of exception to right of first refusal in case of enforcement of court decisions does not protect the share capital of a private limited liability company sufficiently and must be developed further.

Establishment of drag-along rights and tag-along rights in law may be detrimental to transactional environment, create legal uncertainty and increase shareholders' costs. However, it is important that case law of state courts and arbitration does not impede full implementation of *contractual* drag-along rights and tag-along rights.

Sources of the study. The sources of the study in the category of legislative instruments are primarily the instruments of Lithuanian and European Union corporate law and tax law (including commentaries by tax authorities).

An important, albeit small in scope, source of the study is self-regulation of private equity investors with regard to relationship between the investors and portfolio companies, such as EVCA Corporate Governance Guidelines. Case law, an important

source for academic research in general, is largely irrelevant to the subject in question, because private equity market is characterised by privacy (confidentiality) and a high degree of professionalism. This brings about the necessity to resolve disputes amicably, and, failing that, refer them to arbitration with its case law not available publicly. Examples of case law of the United Kingdom and United States courts are still cited, along with case law of Lithuanian courts relevant to certain aspects of protection of private equity investment. In light of the above, the most important sources of law of private equity transactions are custom and legal doctrine. Lawyers engage in active legislation in the course of preparation of transaction documents and negotiations. Customary transactional law is characterised by significant legal expertise, experience and synthesis of solutions to problems of law and finance. Customary law is reflected in the legal doctrine which in turn may be divided into two groups according to the means of publication: (i) traditional paper editions; and (ii) academic work accessible online. The first group of sources includes M. Dwyer's *Management Buyouts* (expanded into *Private Equity Transactions*, co-authored by A. Styhanon); *Private Equity: Law and Practice* (ed. D. J. Cooke); C. Hale's *Private Equity: A Transactional Analysis*; T. Speechley's *Acquisition finance*; *International acquisition finance: law and practice* (ed. G. Griffiths), G. Stedman's and co-authors' *Shareholders' agreements*. A number of works by US scientists were instrumental for different purposes of the research: M. C. Jensen's work in economics and R. Gilson's work in legal science – for the analysis of leveraged buyouts; L. A. Bebchuk's multidisciplinary research – for the analysis of equity-based compensation; fundamental works by a number of authors in the field of mergers and acquisitions (e.g. E. L. Miller Jr., P. A. Gaughan, D. M. DePamphilis) – for the analysis of structuring and procedures of transactions. A special type of legal doctrine of transactional law is public reports, memoranda and other public documents of non-governmental and international organisations such as the European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA), the Organisation for the Economic Co-operation and Development (OECD), and regulators (e.g. the United Kingdom Financial Services Authority (FSA)), where topical empirical information on private equity markets is summarised and problems of legal regulation and possible solutions thereto are identified. The author has received valuable input from the honourable E.

Wymeersch, C. Van der Elst and H. De Wulf, professors at the Department of Business Law of Gent University, as well from the helpful staff of EVCA.

Methodology. From the general perspective of methodology employed for the study, synthesis was used extensively in addition to analysis, e.g. features of the typical private equity transaction were synthesised by the author from a number of sources, in light of the absence of any attempts to conceptually discern such features in academic or popular literature.

Systemic method, as a principal method of scientific research, was used to analyse the private equity transaction as a corpus of rules of different branches of law significant for entering into and performance of private equity transactions. The systemic analysis was used to identify links between different branches of law (e.g. corporate law, contract law, tax law).

The limited applicability of comparative approach is explainable by nature of sources of the study (few corpuses of statutory law or relevant case law to exhaustively compare in different jurisdictions). Customary law of private equity transactions expands from the formative centres (the US and UK) as global convergent practice. Therefore, the comparative method is used primarily to provide examples of proper (preferable) and improper regulation, but not to make a detailed comparison of selected legal systems. Due to novelty of private equity transactions as a phenomenon, the applicability of historical method is also restricted: only financial assistance was subjected to analysis from a historical point of view. The method of legislative intention was applied primarily in the analysis of taxation issues of equity-based compensation, in view of the vague regulation under Lithuanian law, which was subjected to construction by the research of probable intention of the legislature.

The most significant auxiliary methods used were psychological-bi-behavioural method and economic analysis of law. The former was employed in the analysis of conflicts of interests of participants of the private equity transaction as a process and in the analysis of impact of leverage on managerial behaviour, which required research of the actors' behaviour. By using economic analysis of law it was sought to illustrate the significance and impact of private equity market to economics. Summarizing of data collected by other researchers was undertaken instead of direct empirical research.

Outline of the dissertation. The dissertation comprises two parts. The general part (Chapters 1 to 2) encompasses definition of the private equity and seven features identified by the author as characteristics of the private equity transaction. The summary of the characteristics is the basis for a definition of the private equity transaction. Due to novelty of the work, the considerable scope and detail of the general part is necessary to provide a clear context for the problems addressed in the special part. The special part comprises the research of three problems identified by the author as the most significant problems of corporate law related to private equity transactions: financial assistance, conflicts of interests of the investor and target management, as well as protection of investment.

Conclusions and proposals

1. Problems of private equity transactions from a corporate law perspective. The most significant problems of corporate law arising from disregard of the specific features of private equity transactions in current legal regulation of Lithuania are prohibition of financial assistance; a legal regime which is unfavourable for alignment of interests of the investor and target management; as well as vague legal regulation of investment protection measures.

2. The concept of financial assistance and recommendation on its liberalisation. In the absence of a legal definition of financial assistance, the concept should be understood as any actions by the target which aim at providing the acquirer with the funds needed to acquire shares in the target, and should include post-acquisition assistance, as well as indirect provision and reception of assistance. On the other hand, the concept of financial assistance should be subjected to restrictive interpretation, first, by testing of the causal relationship between the assistance and acquisition of the shares, and, second, by applying the test of greater purpose as well as specific exemptions. The restrictive interpretation by Lithuanian courts is instrumental to prevent abuse by the creditors of the target who may decide to challenge the transaction on the grounds of financial assistance prohibition.

The relaxation of the financial assistance regime is phrased in the Second Company Directive 77/91/EEC (“Directive”) as an option rather than an obligation of the Member States. It is precisely because of this that the Lithuanian legislator, after implementing the financial assistance rules more strictly than it was required by the Directive, has been given an opportunity to maintain the restriction that it would likely have never devised by itself, without an impetus from the European Union law and, indirectly, UK law. The Lithuanian transactional market would benefit from the following steps in liberalisation of the financial assistance regime without going beyond the simplification possibilities allowed by the Directive:

1. Complete abolition of the applicability of financial assistance rules to private companies;
2. Enacting of an explicit list of actions not to be regarded as financial assistance, including implementation of Art. 23(2) of the Directive which provides for certain exemptions with regard to financial institutions and employees;
3. Restrictive interpretation of the concept of financial assistance by Lithuanian courts;
4. Explicit non-applicability of financial assistance regulation to upstream and downstream post-acquisition mergers.

3. Conclusions regarding increase of efficiency of equity-based compensation. The use of equity-based compensation to motivate managers has been shown to increase company performance; to align the interests of shareholders and managers; to allow for the manager’s tax saving; to serve as a convenient form of consideration for cash-low companies, as well as to help to select, monitor and retain managers.

Equity-based compensation is more efficient where it is performance-contingent. Efficiency of performance targets increases if they are generalised, multiple, sustained, relative to peer performance, exclude uncontrolled investment and windfall gains, and, where necessary, divisional.

In-the-money and at-the-money options weaken the link between option pay and managerial performance. However, out-of-the-money options may carry negative incentives due to psychological concerns.

The share transfer restrictions and obligation to transfer shares on leaving the company imposed on the manager are necessary to ensure the continuity of incentivisation of the staying managers. Equity-based compensation should not be deemed a part of salary when computing statutory severance. Agreements between the investor and the manager that no such compensation is paid if the manager terminates his relationship with the company before a contingency is triggered or where the manager is liable for his departure should be recognised. The case law of Lithuanian state courts and arbitration should recognise any concept of manager's fault agreed between the investor and the manager, as long as the concept conforms to public order.

All equity-based compensation should be taxed as capital gains, provided that the right to receive such compensation is non-transferable. With the aim to increase the efficiency of small enterprises, part of the equity-based compensation may be non-taxable based on the clear criteria established by law. All the tax should be payable not earlier than when the seller actually receives funds to pay the tax, e.g. on the sale of option shares.

4. Conclusions regarding investment protection measures. Significant additional regulation of measures of control over the shareholders' structure is not necessary, however, the case law of state courts and arbitration should recognise (i) the standstill period agreed by shareholders when one shareholder is subject to absolute prohibition to transfer his shares without consent of the other shareholder; (ii) absolute non-applicability of the right of first refusal to acquire shares in transfer (e.g. if shareholders have agreed that, in case of demise of any of the shareholders, the shares shall be transferred to other shareholders, such agreement cannot be overridden by statutory rules of succession; the joint undertaking of the shareholder and his spouse that the spouse will transfer the shares of the company awarded on division of shared marital property to other shareholders shall be recognised).

Uniform and consistent case law of dispute resolution bodies on resolving problems of forced share sale and the related concept of call option is important for practice of private equity transactions. Courts should preclude the defendant in forced share sale cases to use the legal scrutiny of the entity's activity as a tool to sabotage the forced sale and should preclude the plaintiff from abusing the right to request temporary relief. Comparable case law should be produced with regard to implementation of call options as a means of investment protection.

The court bailiff should be obliged by law to protect integrity of the capital of the closed-type company insofar as this relates to enforcement of court rulings, and shareholders of such companies should be regarded as the buyers of auctioned property (shares) proposed by the debtor without separate notice by the debtor if an agreement between the shareholders and the debtor to that effect is available.

The dispute resolution body should prevent the actions of the dragged shareholder aimed at impeding the investor's exit. The minority shareholders should be similarly precluded from tactical litigation over implementation of tag-along rights which litigation may interfere with the exit. Establishing drag-along rights and tag-along rights in law may be detrimental to transactional environment, create legal uncertainty and increase shareholders' costs. However, it is important that case law of state courts and arbitration does not impede full implementation of *contractual* drag-along rights and tag-along rights.

LIST OF PUBLISHED ACADEMIC WORKS

1. Rimas J. Finansinės pagalbos liberalizavimo ribos (*The Boundaries for Relaxation of Financial Assistance Prohibition*) // Teisė (*Legal Journal of Vilnius University*). 2008, Vol. 69. P. 94-105;
2. Rimas J. Akcijų opcionai kaip privataus kapitalo investuotojo ir bendrovės vadovų interesų derinimo priemonė (*Stock options as a means to align the interests of the private equity investor and target managers*) // Teisė (*Legal Journal of Vilnius University*). 2009, Vol. 73. P. 124-136.

About the author. Juozas Rimas was born on 4 October 1980 in Vilnius, Lithuania. In 1999-2000 studied at the Institute of International Relations and Political Science of Vilnius University, in 2005 obtained a lawyer's professional qualification at the Faculty of Law of Vilnius University. Currently works as a senior associate lawyer at Law Offices *Raidla Lejins & Norcous* (specialises in M&A and corporate law) and as an assistant at the Private Law Department of the Faculty of Law of Vilnius University. An assistant attorney-at-law.

The author may be contacted at the e-mail address Juozas.Rimas@rln.lt

PRIVATAUS KAPITALO SANDORIAI: BENDROVIŲ TEISĖS ASPEKTAI

Reziumė

Tyrimo mokslinės problemos. Disertacijoje nagrinėjamos 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 autoriaus suformuluoto privataus kapitalo sandorio atitinkamo 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. Disertacijos tyrimo objektas – probleminiai bendrovių teisės aspektai, pasireiškiantys sudarant ir vykdant privataus kapitalo sandorius, kuriems taikoma Lietuvos teisė. Nustatytos tyrimo objekto ribos: terminas „privatus kapitalas“ vartojamas siaurąja prasme ir apima tik išpirkimo stadiją – rizikos kapitalo ir plėtros kapitalo ypatumai atskirai neaptariami; griežtai apsiribojama uždaro tipo bendrovių analize (pvz., neanalizuojami įmonių, kurių teisinė forma yra kita nei bendrovė, dalių įgijimas ir sandoriai, kurių dalykas yra kitos rūšies turtas nei akcijos); 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 apsikeičiant akcijomis klausimų; 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.

Temos aktualumas. Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacijos (EVCA) ir PEREP Analytics agentūros duomenimis, privataus kapitalo investicijų apimtis Europoje padidėjo nuo 10 mlrd. eurų 1997 m. iki 74 mlrd. eurų 2007 m. 2007 m. duomenimis 58,3 mlrd. eurų, t.y. beveik 79 proc., sudarė išpirkimo (angl. *buyout*) stadijos investicijos. Privataus kapitalo rinka – ekonomikos dalis, ir dėl globalios finansų krizės privataus kapitalo sandorių apimtis Europos valstybėse 2008 m., lyginant su 2007 m., sumažėjo apie 30 proc. 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, 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. Auganti privataus kapitalo rinka, užimanti svarbią vietą Europos ir pasaulio ekonominiame gyvenime, vis labiau vertinama ir kaip mokslinių tyrimų objektas, aktuali mokslo problema.

Disertacijos akademinis 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, 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. 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 reiškinių, jo požymius ir turinį. Žemiau pateikiami keli praktinio disertacijos pritaikomumo pavyzdžiai.

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.

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, vykdantiems tyrimus 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.

Darbo tikslas. 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 sandorių rinką Lietuvoje.

Darbo uždaviniai. 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. 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 išskirti savarankišką teisės institutą – privataus kapitalo sandorį, suformuluoti privataus kapitalo ir privataus kapitalo sandorių sampratą, apibendrinant užsienio šalių autorių nuomones. Pažymėtina, kad ir užsienio šalių autorių darbuose pasigendama kompleksinio, integruoto minėtų sampratų apibrėžimo. 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.

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.

Papildomas specialusis disertacijos uždavinys yra pasiūlyti lietuviškus privataus kapitalo sandorių teisės svarbiausiųjų sąvokų atitikmenis, tokiu būdu sukuriant sandorių teisės vieningos terminijos lietuvių kalba pagrindus, kad ši terminija galėtų būti vartojama mokslo darbuose ir praktinėje veikloje.

Ginamieji teiginiai. Darbe suformuluoti ir ginami šie pagrindiniai 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 sandorių 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 sandorių rinkos funkcionavimui. Lietuvos privataus kapitalo sandorių rinkai teigiamą poveikį turėtų visiškai finansinės pagalbos taisyklių taikymo uždarujų 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 sandorių rinkai vystyti. Esamas su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimo reguliavimas pagal Lietuvos teisę nepalankus Lietuvos privataus kapitalo sandorių 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.

Darbo šaltiniai. Darbo šaltiniai – teisės aktai yra visų pirma Lietuvos ir Europos Sąjungos bendrovių teisės ir iš dalies Lietuvos mokesčių teisės aktai (įskaitant mokesčių administratoriaus komentarus).

Tyrimui svarbus, nors ir nedidelės apimties, šaltinis yra privataus kapitalo investuotojų savivaldos aktai, kuriais 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 – didelė dalimi nėra reikšmingas nagrinėjamam dalykui, kadangi privataus kapitalo sandorių 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 sandorių rinkos empirinė informacija, identifikuojamos teisinio reguliavimo problemos ir jų sprendimo būdai.

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) personalui už metodinę pagalbą.

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, 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).

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 detaliai 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 metodas taikytas visų pirma su akcijomis siejamo atlyginimo mokesčių aspektų analizei, turint omenyje neaiškų šio instituto reguliavimą pagal Lietuvos teisę, kurį autorius siekė išaiškinti analizuodamas galimus įstatymų leidėjo ketinimus.

Svarbiausi pagalbiniai metodai – psichologinis-bihevioristinis metodas ir teisės ekonominė analizė. 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 sandorių rinkos reikšmę ir poveikį ekonomikai.

Rengiant šį darbą nebuvo atliekama empirinių tyrimų – apibendrinta kitų tyrinėtojų surinkta medžiaga.

Darbo struktūra. 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, palyginti detali ir didelės apimties bendroji dalis būtina siekiant suteikti aiškų kontekstą specialiojoje dalyje nagrinėjamiems klausimams. Specialiojoje dalyje (3 – 5 skyriai) aptariamos 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, išstbulintas privataus kapitalo sandorių praktikoje; investicijos apsaugos priemonės yra konkretūs pavyzdžiai to, kaip pasireiškia privataus kapitalo sandorio investuotojo aktyvumas.

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 specifika, yra finansinės pagalbos draudimas, nepalankus teisinis režimas investuotojo ir bendrovės vadovų interesams derinti bei 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. Būtent dėl to Lietuvos įstatymų leidėjui, įgyvendinusiame Direktyvą griežčiau nei to buvo reikalaujama, buvo suteikta galimybė išlaikyti apribojimus, kuriuos jis vargu ar būtų nustatęs pats, be postūmio iš Europos Sąjungos ir, netiesiogiai, Jungtinės Karalystės teisės. 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 uždarųjų 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 opcionalai teoriškai motyvuoja vadovą mažiau nei pervertinti opcionalai. Tačiau pervertinti opcionalai 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 dar neatsiradus sąlygai ar nesuėjus terminui, kurie suteiktų teisę gauti numatytą su akcijomis siejamą atlyginimą, taip pat jei vadovas kaltas dėl savo pasitraukimo. 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. Siekiant smulkių įmonių veiklos efektyvumo didinimo ar kitų visuomenei naudingų tikslų, dalis su akcijomis siejamo atlyginimo gali būti neapmokestinama, remiantis teisės aktuose aiškiai nustatytais kriterijais. 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 paveldėjamą 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 išieškojamą 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 įsipareigojimas 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 trikdančiam investuotojo pasitraukimą.

MOKSLINIŲ PUBLIKACIJŲ SĄRAŠAS

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.

Trumpos žinios apie autorių. Juozas Rimas gimė 1980 m. spalio 4 d. Vilniuje. 1999-2000 m. studijavo Vilniaus universiteto Tarptautinių santykių ir politikos mokslų institute, 2005 m. įgijo teisininko profesinę kvalifikaciją Vilniaus universiteto Teisės fakultete. 2005-2009 m. – Vilniaus universiteto teisės fakulteto doktorantas. Šiuo metu dirba vyresniuoju asocijuotuoju teisininku advokatų kontoroje „Raidla Lejins & Norcous” (specializacija: susijungimai ir išigijimai (M&A), bendrovių teisė) ir asistentu Vilniaus universiteto Teisės fakulteto Privatinių teisės katedroje. Advokato padėjėjas.

Autoriaus elektroninio pašto adresas: *Juozas.Rimas@rln.lt*