FINANSINĖS PAGALBOS LIBERALIZAVIMO RIBOS

Juozas Rimas
Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Civilinės teisės ir civilinio proceso katedros doktorantas
Advokatų kontoros „Raidla, Lejins & Norcous“ advokato padėjėjas
Saulėtekio al. 9, I rūmai, LT-10222 Vilnius
Tel. (+370 5) 236 61 70

Suvokti finansinės pagalbos sampratą, kuri nebuvo analizuota Lietuvos teisės literatūroje, svarbu siekiant tinkamai reguliuoti Lietuvos privataus kapitalo sandorių rinką. Šio straipsnio tikslas – panagrinėti finansinės pagalbos sampratą, specialaus reguliavimo pagrindimą, finansinės pagalbos teisės pažeidimų padarinius ir apibendrinti visiško finansinės pagalbos reguliavimo panaikinimo argumentus.

Understanding financial assistance, which has not been analysed in Lithuanian legal literature, is material for the proper regulation of the Lithuanian market of private equity transactions. The aim of this article is to analyse the concept of financial assistance, rationale for the special regime, consequences of violation of financial assistance law, as well as to summarise the arguments presented in favour of full abolition of regulation of financial assistance.

Įvadas

Nuo 2008 m. liepos 1 d., pavėluotai įgyvendinus direktyvą 2006/68/EB, pakeičiančią Antrąją įmonių direktyvą 77/91/EEB (Direktyva), Lietuvoje išlieka finansinės pagalbos draudimas, nors Direktyva suteikė įstatymų leidėjui galimybę pakeisti draudimą liberalia procedūra. Pirmajame Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo (ABĮ) pakeitimo įstatymo projekte [5] 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 – XIX amžiaus britų teismų praktika, draudusi bendrovėms įsigyti savo akcijas be teismo leidimo[1]. Jungtinės Karalystės bendrovių įstatymo nuostatos, įtvirtinusios finansinės pagalbos draudimą kaip savarankišką institutą, įsigaliojo 1929 metais, ir netrukus tapo viena iš pagrindinių bendrovių teisės problemų. 1976 metais, nepaisant abejotinos britų patirties, draudimas buvo įtrauktas į pirmąjį priimtą Direktyvos tekstą. 1981 metais Jungtinės Karalystės teisės aktai buvo pakeisti numatant procedūrą, kuri leido uždarosioms bendrovėms teikti finansinę pagalbą akcininkų pritarimu ir direktoriams patvirtinus bendrovės mokumą. Prireikė beveik 30 metų analogiškai pakeisti Direktyvą. O privataus kapitalo (angl. *private*

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

equity) sandorių skaičius Europoje rodė, kad prevencinis Direktyvos 23 straipsnio, numatančio finansinės pagalbos draudimą, efektas nereikšmingas. Naujieji finansinės pagalbos reguliavimo pakeitimai nulemti viešosios nuomonės, kuri galiausiai vis mažiau vertina paskolomis finansuojamus įmonių išpirkimus (angl. *leveraged buyouts*, *LBO*) kaip abejotinus sandorius ir vis labiau įžvelgia jų potencialą kurti vertę [14, p. 20; 15, p. 93; 17; 20, p. 314].

Suvokti finansinės pagalbos sampratą, kuri nebuvo analizuota Lietuvos teisės literatūroje, svarbu siekiant tinkamai reguliuoti Lietuvos privataus kapitalo sandorių rinką. Šio straipsnio tikslas – panagrinėti finansinės pagalbos sampratą, specialaus reguliavimo pagrindimą, finansinės pagalbos teisės pažeidimų padarinius ir apibendrinti visiško finansinės pagalbos reguliavimo panaikinimo argumentus.

Straipsnyje neaptariama procedūra, kurios laikantis leidžiama teikti finansinę pagalbą pagal Direktyvos 23 straipsnio 1 dalies 2 punktą. Autorius ketino analizuoti šią procedūrą atsižvelgdamas į atitinkamus ABĮ pakeitimus. Kadangi tai neįmanoma, analizė bus tikslingesnė vėlesniu Lietuvos bendrovių teisės plėtros laikotarpiu.

Finansinės pagalbos samprata

Ar galima laikyti pavyzdžius, pateiktus Direktyvos 23 straipsnio 1 dalyje (draudimą tiesiogiai ar netiesiogiai iš anksto mokėti lėšas, suteikti paskolą ar užtikrinti prievolių įvykdymą, jeigu tuo siekiama sudaryti sąlygas tretiesiems asmenims įgyti bendrovės akcijų), išsamiu finansinės pagalbos būdų sąrašu? Įdomu, kad žodžio junginio „finansinė pagalba“, implikuojančio platų *bet kokios* pagalbos įgyjant bendrovės akcijas supratimą, Direktyvoje nebuvo nuo jos priėmimo iki pat vėliausiųjų pakeitimų. Tai teisinės technikos trūkumai ar įžvalgiai siaurinta sąvoka? Pirmoji prielaida atrodo racionalesnė, nes laikantis antrosios būtų nesunku apeiti visą normų sistemą tiesiog sugalvojus sandorio mechanizmą, kuris formaliai neatitiktų nė vieno iš minėtų trijų finansinės pagalbos pavyzdžių. Taigi visokie veiksmai, kuriais bendrovė, kurios akcijos yra įgijimo dalykas (kitaip – bendrovė taikinys, angl. *target*), siekia suteikti akcijų įgijėjui[2] lėšų įgyti taikinio akcijų, turėtų būti laikomas finansine pagalba [18, p. 113; 27, p. 737]. Kadangi nei Direktyvoje, nei ABĮ nėra finansinės pagalbos apibrėžimo, finansinės pagalbos sampratą galima atskleisti pasitelkiant pavyzdžių iš Jungtinės Karalystės ir kitų valstybių, kurių bendrovių teisė modeliuojama pagal britiškąjį pavyzdį, teismų praktikos; joje kaip finansinės pagalbos pavyzdžiai pateikiami tokie sandoriai [8, p. 274, 276; 21, p. 9]:

1. Paskola taikinio įgijėjui ar sandoriai, kurių turinys atitinka tokius paskolos santykius, pavyzdžiui, mokėjimo atidėjimas, skolos vertybinių popierių pasirašymas. Paskola *taikiniui* nelaikytina finansine pagalba, nors bendrovė ir prisiima įsipareigojimą grąžinti paskolą su palūkanomis, nebent šios gerokai viršija rinkos lygį.
2. Trečiojo asmens įsipareigojimų įvykdymo užtikrinimas. Esama nuomonių, kad

[2] Toliau visos nuorodos į „įgijėją“ (sandorių teisės bendroji sąvoka, angl. *acquirer*) ar pirkėją reiškia nuorodą į taikinio akcijų įgijėją, o nuorodos į įgijimą (angl. *acquisition*) – nuorodą į taikinio akcijų įgijimą, jeigu nenurodoma kitaip.

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 tokių užtikrinimo būdų, kaip antai taikinio prisiimtas negatyvaus įkeitimo (angl. *negative pledge*) įsipareigojimas įgijėjo naudai [10, p. 89].

3. Turto įgijimas iš įgijėjo, kad šis galėtų panaudoti gautas lėšas akcijoms įgyti, pavyzdžiui, įgijėjo akcijų pasirašymas.
4. Dovanojimas įgijėjui, pavyzdžiui, jo atleidimas nuo prievolės įvykdymo.
5. Prievolės įgijėjui įvykdymas vietoj taikinio akcininko ar kito asmens, pavyzdžiui, taikinio pagrindinės bendrovės paskolos grąžinimas įgijėjui.
6. Lėšų mokėjimas iš anksto (Direktyvos 23 str. 1 d.).

Analizuojant finansinės pagalbos sampratą reikšmingi ir kiti klausimai, pavyzdžiui [8, p. 274, 275; 10, p. 90, 92; 12, p. 468; 14, p. 25; 20, p. 317–318; 21, p. 6–9; 27, p. 727, 735, 740]:

1. Finansinė pagalba gali būti teikiama tiek įgyjant akcijas iš esamo akcininko, tiek įgyjant akcijas pasirašant. Įstatymas neįtvirtina tiesioginio draudimo asistuoti įgyjant vertybinius popierius, suteikiančius teises į akcijas (pvz., konvertuojamąsias obligacijas, opcionus), tačiau jie taip pat laikytini finansinės pagalbos objektu, nes tėra būdas atidėti akcijų įgijimą.
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.). Pavyzdžiui, jei taikinys gaus rinkos palūkanas už įgijėjui suteiktą paskolą, taikiniui finansinė pagalba bus šiuo atžvilgiu naudinga.
3. Bendrovė teikdama pagalbą turi siekti palengvinti įgijimą, t. y. sumažinti kainą, kurią pirkėjas sumokėtų už akcijas, ar siekti sumažinti pirkėjo finansavimo išlaidas (pvz., garantija, taikinio suteikta asmeniui, ketinančiam suteikti paskolą pirkėjui, gali sumažinti mokėtinas už tokią paskolą palūkanas). Tiesa, taip samprotaujant gali būti nepagrįstai išplečiama pagalbos sąvoka, pavyzdžiui, pagalba laikomas atskyrimas (angl. *spin*-off) ar reorganizavimas skaidant, atliekami siekiant sumažinti akcijų kainą. Tokie veiksmai turėtų būti laikomi pirkimo–pardavimo sutarties objekto paruošimu, kurį atlieka taikinio akcininkas, o ne finansine pagalba.
4. Pagalba po įgijimo (*ex post*) konstatuojama tada, kai įgijėjas ar kitas asmuo yra prisiėmęs prievolę, susijusią su įgijimu, ir taikinys sumažina ar įvykdo šią prievolę po jo įgijimo. Palikus pagalbą po įgijimo už finansinės pagalbos sampratos ribų, pirkėjas galėtų nesunkiai apeiti finansinės pagalbos normas, pavyzdžiui, iki įgijimo paimdamas paskolą, kuri būtų grąžinama iš lėšų, pasiskolintų iš taikinio po įgijimo; perskolindamas paskolą taikiniui po įgijimo; pasirūpindamas, kad taikinys užtikrintų įgijimo paskolos (angl. *acquisition debt*), kurią refinansuoja tas pats ar kitas kreditorius, grąžinimą.
5. Tipiški *netiesioginės* finansinės pagalbos pavyzdžiai yra minėtas trečiojo asmens prievolės įvykdymas ar įvykdymo už-

tikrinimas pirkėjo naudai. Netiesioginė finansinė pagalba taip pat gali būti išreikšta kaip novacija ar reikalavimo teisės perleidimas, pavyzdžiui, taikinys perleidžia savo, kaip kreditoriaus, teises pagal paskolos sutartį trečiajam asmeniui, kuris išmoka lėšas pirkėjui. Pagalba, teikiama taikinio antrinės įmonės, turėtų būti laikoma (netiesiogine) finansine pagalba tik jeigu ji „simuliuojama“, t. y. pagrindinė bendrovė pasirūpina, kad antrinė bendrovė galėtų teikti pagalbą (pvz., bendrovė šiuo tikslu perleidžia tam tikrą turtą savo antrinei bendrovei) arba antrinė bendrovė įsteigiama siekiant apeiti finansinės pagalbos normas[3]. 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 pritarimo. Pirkėjas taip gali netiesiogiai *priimti* pagalbą: taikinys gali suteikti finansinę pagalbą sumokėdamas pirkėjo antrinei ar pagrindinei bendrovei, su sąlyga, kad pirkėjas galiausiai gauna lėšų ir panaudoja jas akcijoms įgyti.

Siaurinamasis finansinės pagalbos sampratos aiškinimas

Nors nei ABĮ, nei Direktyvoje nepateikiama sandorių, kurie nelaikomi finansine pagalba, pavyzdžių, siaurinamasis finansinės pagalbos instituto aiškinimas būtinas dėl to, kad jį sudarančios normos yra išimtinės. Tam, kad taikinio veiksmus būtų galima kvalifikuoti kaip finansinę pagalbą, bent vienas iš tų veiksmų tikslų turi būti palengvinti įgyti bendrovės akcijų. Tokiu atveju yra priežastinis taikinio veiksmų ir jo akcijų įgijimo ryšys. Vadinasi, finansinė pagalba negali kilti iš nekryptingų taikinio veiksmų, kurie tik susiję su įgijimu, bet jais nėra siekiama sudaryti įgijimo sąlygas (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. Lietuvos teismai turėti vengti tokios samprotavimo logikos. Labiau būtų pagrįsta konkrečiu atveju vertinti, ar turto pardavimo tikslas buvo suteikti finansinę pagalbą, ar turtas buvo parduotas pirkėjui jam įprastai verčiantis verslu [8, p. 274, 275; 10, p. 90, 92; 12, p. 468; 14, p. 25; 20, p. 317–318; 21, p. 6–9; 27, p. 727, 735, 740].

Net nustačius minėtą priežastinį ryšį, finansine pagalba neturėtų būti laikomi formalūs pagalbos veiksmai, jeigu taikinys jų imasi sąžiningai manydamas, kad tai atitinka bendrovės interesus, o pagalba yra tik atsitiktinis bendrovės „svarbesnių tikslų“ elementas[4]. Tokių svarbesnių tikslų pavyzdžiai galėtų būti akcininkų aklavietė (angl. *deadlock*; t. y. situacija, kai akcininkai negali priimti sprendimų, pavyzdžiui, dėl to, kad turi po lygiai akcijų) ar taiki-

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

[4] Plg. Jungtinės Karalystės teismų praktiką byloje *Brady v. Brady* [1989] A.C. 755.

nio veiklos finansavimas. Pavyzdžiui, po įgijimo pirkėjas sudaro paskolos sutartį, pagal kuria refinansuojama įgijimo paskola ir taikiniui suteikiamos apyvartinės lėšos; naujasis kreditorius reikalauja, kad taikinys užtikrintų paskolos grąžinimą. Nors paskolos sutartis sukelia antrinį padarinį – įgijimo paskolos refinansavimą – svarbesnysis bendrovės tikslas yra gauti apyvartinių lėšų, todėl bendrovės suteiktas užtikrinimas neturėtų būti laikomas finansine pagalba [21, p. 10–11].

Be to, įstatymų leidėjas turėtų aiškiai pašalinti tam tikrus sandorius iš finansinės pagalbos sampratos dėl jų prigimties, pavyzdžiui [8, p. 278; 10, p. 89; 11, p. 21; 12, p. 471; 21, p. 8, 13, 16; 22, p. 121; 24, p. 407; 27, p. 725, 737–738]:

1. Taikinio paimta paskola, kurios grąžinimo terminas suėjęs. Analogiškai, jeigu pirkėjas įgyja paskolą, kurios skolininkas yra taikinys, ir perima taikinio suteiktą paskolos užtikrinimą, taikinys neteikia finansinės pagalbos grąžindamas tokią paskolą ar leisdamas išieškoti iš užtikrinimo. Finansine pagalba neturėtų būti laikomi jokie privalomi taikinio veiksmai, pavyzdžiui, teisės aktų numatytos prievolės išmokėti išeitinę išmoką vykdymas ar sąžiningai prisiimtos prievolės padidinti darbo užmokestį darbuotojui vykdymas, net jei gautos lėšos naudojamos akcijoms įgyti.
2. Taikinio dividendų išmokėjimas pardavėjui, siekiant sumažinti akcijų pardavimo kainą, ar pirkėjui, šiam tapus akcininku. Išimtis turėtų būti taikoma ir skirstant kapitalą kitais teisėtais būdais, pavyzdžiui, mažinant įstatinį kapitalą ar taikiniui įgyjant savo akcijas, nes tai leidžiama tik taikant viešą procedūrą, skirtą apsaugoti trečiųjų asmenų interesus.
3. Įgijėjo įsiskolinimas taikiniui, šalims įprastai verčiantis verslu (plg. CK 6.885 str.).
4. Pagal Direktyvos 23 straipsnio 2 dalį, kuri neperkelta į ABĮ, sandoriai, kuriuos sudarė bankai ir kitos finansų įstaigos įprastai versdamosi verslu, ir sandoriai, kuriais siekiama sudaryti sąlygas bendrovės ar susijusios bendrovės darbuotojams įgyti akcijų, nelaikomi finansine pagalba. Pavyzdžiui, bankas, suteikdamas sąskaitos kredito perviršį (angl. *overdraft*), neteikia finansinės pagalbos vien todėl, kad paskolos gavėjas nusprendžia panaudoti gautas lėšas akcijomis įgyti. Antrosios išimties tikslas yra palengvinti darbuotojų motyvavimą, pavyzdžiui, suteikiant paskolas darbuotojams, kad jie galėtų įgyti bendrovės akcijų.
5. Jeigu taikinys nepatiria išlaidų (realių, pvz., suteikdamas paskolą, ar potencialių, pvz., suteikdamas garantiją), nėra ir pagalbos, net jeigu pirkėjas gauna naudą iš taikinio veiksmų. Pavyzdžiui, taikinys sudaro paskolos sutartį, pagal kurią jo skola pirkėjui refinansuojama pigesne paskola.

Finansinės pagalbos suteikimo teisiniai padariniai

Kai kuriose jurisdikcijose, pavyzdžiui, Belgijoje, finansinės pagalbos taisyklių pažeidimas dėl jų reikšmingumo ekonomikai laikomas viešosios tvarkos pažeidimu [27, p. 728]. 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 finansinės pagalbos sandorio šalys turi teisę reikalauti viena iš kitos nuostolių atlyginimo [24, p. 412], 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.). Pavyzdžiui, jeigu bendrovė suteikia garantiją bankui, išduodančiam paskolą, kuria finansuojamas tos bendrovės akcijų įgijimas, bankas, kuris nežino ir neturi žinoti apie tikslą, kuriam bus panaudotos paskolos lėšos, turi teisę reikalauti, kad taikinys sumokėtų pagal garantiją. Analogiškai, jeigu taikinys suteikia paskolą pirkėjui, o prieš tai tam tikslui yra sudaręs paskolos sutartį su banku ir įkeitęs tam tikrą savo turtą, banko suteikta paskola ir jos užtikrinimas 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 [21, p. 16–17].

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 [10, p. 92; 24, p. 413; 26, p. 29]

Finansinės pagalbos reguliavimo pagrindimas

Finansinės pagalbos draudimas (ar – po Direktyvos pakeitimų – išliekantis specialus reguliavimas) grindžiamas tokiais pagrindiniais argumentais [13, p. 373; 16, p. 359; 17; 25, p. 118–119, 133; 27, p. 732, 741, 745]:

1. ***Siekiu apsaugoti taikinio turtą.*** 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. 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. Atvirkščiai, 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, nes toks kreditorius prisiima riziką ir negali būti laikoma, kad finansinė pagalba pažeidžia jo interesus (CK 6.66 str. 1 d.).
2. ***Siekiu užkirsti kelią bendrovės valdymo organams daryti įtaką bendrovės akcininkų struktūrai.*** Ši problema galėtų būti sprendžiama įpareigojant taikinio valdymo organus suteikti taikinio akcininkams pakankamai informacijos apie finansinės pagalbos sandorį, kad akcininkai galėtų priimti apgalvotą sprendimą dėl akcijų pardavimo.
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 grynųjų pinigų srautus, kuriuos ji sugeneruos ateityje – antraip įgijimas nebūtų tikslingas komerciniu požiūriu.

Finansinės pagalbos draudimo ar specialaus reguliavimo pagrindimas daugeliu atvejų stokoja nuoseklumo ir logikos, pavyzdžiui, [6, p. 375; 7, p. 588; 14, p. 24; 17; 26, p. 28; 25, p. 123, 130; 27, p. 744–745; 29]:

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 akcininko atsiradimas bendrovėje atitinka bendrovės strateginius interesus.
2. Neaišku, kodėl siekiui neleisti valdymo organams neapdairiai suteikti paskolų taikinio vardu reikia specialaus reguliavimo, jeigu paskolos bus panaudotos taikinio akcijoms įgyti, o kitais atvejais užtenka valdymo organų bendrųjų fiduciarinių pareigų. Finansinės pagalbos draudimas yra blogas pavyzdys to, kaip į bendrovės elgesio problemas žvelgiama kapitalo pakankamumo požiūriu. Šiuo požiūriu finansinės pagalbos sandoriai nesiskiria nuo kitų sandorių, pavyzdžiui, atvejų, kai taikinys įgyja tam tikrą turtą ar suteikia paskolą savo akcininkui, valdymo organo nariui ar kitam asmeniui. Finansinės pagalbos draudimo padariniai gali būti paradoksalūs: pavyzdžiui, geros finansinės būklės bendrovė, neturinti kreditorių, neturi teisės suteikti 10 tūkst. eurų paskolos patikimo kreditingumo akcininkui, jeigu lėšos bus panaudotos įgyti bendrovės akcijų, 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. Be fiduciarinių prievolių, kreditoriai gali apsaugoti savo interesus sutartinėmis priemonėmis, pavyzdžiui, reikalauti, kad taikinys išlaikytų tam tikrą skolinto ir nuosavo kapitalo santykį, ribotų dividendų išmokėjimą ar turto pardavimą, papildomai užtikrintų prievolių įvykdymą, arba nustatyti reikalavimų akceleravimą pasikeitus taikinio kontrolei (angl. *poison put*). 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*). Silpnieji kreditoriai gali apsaugoti savo interesus ir įstatymo numatytomis priemonėmis, pavyzdžiui, tiekėjas gali sustabdyti savo prievolės vykdymą, reikalauti apmokėjimo iš anksto (plg. CK 6.220 str. 1 d.).
3. Nedraudžiama taikiniui skolintis po jo įgijimo ir paskirstyti gautas lėšas naujiesiems akcininkams dividendais ar sumažinus įstatinį kapitalą.

Finansinės pagalbos draudimas ne tik nelogiškas ir nereikalingas, bet ir žalingas, nes gali apsunkinti ar net padaryti neįmanomus teisėtus, ekonomiškai tikslingus sandorius, ypač privataus kapitalo sandorių rinkoje. Draudimas iš esmės užkerta kelią paskolomis finansuojamiems išpirkimams, kurių ekonominei struktūrai būtina galimybė naudoti įgytos bendrovės turtą įgijimo

finansavimui užtikrinti. Tokiems išpirkimams būdingas *ex ante* ir *ex post* efektyvumas (pasireiškiantis visų pirma taikinio vadovų disciplinavimu, atitinkamai prieš ir po įgijimo bei dėl to didėjančiu veiklos pelningumu), kurio vaisiais netiesiogiai naudojasi ir taikinio kreditoriai. Gausūs finansinės pagalbos taisyklių neaiškumai daugelyje jurisdikcijų sukūrė dirbtinę teisės ir finansų konsultacijų rinką[5]; gali būti naudojami taktiniam bylinėjimuisi, kurio tikslas – sutrukdyti įgijimo procesui; reikia stebėsenos ir administravimo sąnaudų siekiant užtikrinti finansinės pagalbos taisyklių laikymąsi [8, p. 287; 14, p. 20, 32; 15, p. 94; 25, p. 121; 28, p. 4].

Apibendrinant negalima teigti, kad teisinis reguliavimas, siekiant finansinės pagalbos tikslų, yra nereikalingas. Tačiau šie tikslai gali būti pasiekti 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, pavyzdžiui, bankroto administratoriaus teisę ginčyti bendrovei nenaudingus sandorius (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 ir nesąžiningo turto perleidimo doktrina (angl. *fraudulent conveyance*). Nesąžiningo 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 [7, p. 583; 14, p. 30; 25, p. 118, 120].

Finansinės pagalbos ir *ex post* reorganizavimo santykis

Taikinio prijungimas prie įgijėjo, šiam įgijus bendrovės akcijas, – įprastas veiksmas po įgijimo. Po prijungimo įgijėjo paskola grąžinama iš veiklą tęsiančios bendrovės turto, kuris taip pat įkeičiamas paskolai užtikrinti. Pateikiama keletas argumentų, kodėl finansinės pagalbos režimas neturėtų būti taikomas *ex post* reorganizavimui [14, p. 23; 27, p. 738]:

1. Taikinys nesuteikė finansinės pagalbos. To, kad pirkėjas pasirūpino įgijimo finansavimu, nepaneigia paskolos grąžinimas iš veiklą tęsiančios bendrovės turto.
2. Taikinys prijungiamas prie įgijėjo ir liaujasi egzistavęs, todėl 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.

Taigi teisėkūra, kuria siekiama aktyvinti paskolomis finansuojamų išpirkimų rinką, turi užtikrinti, kad finansinės pagalbos taisyklės nebūtų taikomos jokiems *ex post* reorganizavimo atvejams – nei taikiniui prijungti prie įgijėjo (angl. *upstream mer-*

[5] Pavyzdžiui, išlaidos, susijusios su leidžiamos finansinės pagalbos procedūrų (angl. *whitewash*) vykdymu, Jungtinėje Karalystėje 2000 m. siekė 20 mln. svarų. [9]

ger), nei įgijėjui prijungti prie taikinio[6] (angl. *downstream merger*).

Kritinė reformos analizė

Naujausieji Direktyvos pakeitimai rodo politinę valią, krypstančią nuo absoliutaus finansinės pagalbos draudimo prie lankstesnio modelio, leidžiančio efektyviai keisti bendrovių nuosavybės struktūras. Kita vertus, pakeistoji Direktyva, suteikdama valstybėms narėms teisę atsisakyti visiško finansinės pagalbos draudimo, leidžia draudimą palikti neliestą: šia galimybe pasinaudojo Lietuvos įstatymų leidėjas. Tokia prieštaringa Direktyvos pozicija gali turėti neigiamą įtaką įsisteigimo laisvei ir laisvam kapitalo judėjimui [14, p. 25; 29, p. 21].

Reikšmingas žingsnis į priekį link šiuolaikinės bendrovių teisės principų Lietuvoje būtų žengtas apskritai atsisakius finansinės pagalbos taisyklių taikymo *uždarosioms* akcinėms bendrovėms, t. y. nenumatant Direktyvos 23 straipsnyje aprašytos specialios procedūros. Uolūs įstatymų leidėjai pamiršta, kad Direktyva netaikoma uždarosioms bendrovėms. Finansinės pagalbos draudimo uždarosioms bendrovėms nuo 2008 m. spalio 1 d. po Jungtinės Karalystės bendrovių įstatymo atitinkamų pakeitimų įsigaliojimo nebeliks Jungtinėje Karalystėje – valstybėje, kurioje finansinė pagalba susiformavo kaip institutas. Įdomu, kad tokio draudimo nėra Latvijoje, ir finansine pagalba įgyjant uždarųjų bendrovių akcijas aktyviai naudojamasi [23, p. 128]. Deja, specialus finansinės pagalbos, kurią teikia *viešosios* bendrovės, reguliavimas negali būti panaikintas, kol bus atitinkamai pakeista Direktyva. Kreditorių interesų apsaugos požiūriu skirtingas viešųjų ir uždarųjų bendrovių traktavimas nepagrįstas, nes problemos, būdingos viešųjų bendrovių, jų valdymo organų, akcininkų ir teisių turėtojų santykiams, gali pasireikšti ir uždarosiose bendrovėse, dažnai dar labiau, dėl mažesnių minimalaus kapitalo reikalavimų ir liberalesnio bendrovių valdymo reguliavimo. Taigi jeigu uždarosioms bendrovėms finansinės pagalbos taisyklės gali būti netaikomos, tokia pat logika derėtų vadovautis ir reguliuojant viešųjų bendrovių elgesį. Finansinės pagalbos taisyklių viešosioms bendrovėms panaikinimas taip pat leistų išvengti paskatų užsiimti dirbtiniu ir neveiksmingu viešųjų bendrovių pertvarkymu į uždarąsias siekiant pasinaudoti palankesniu reguliavimu [8, p. 284; 14, p. 22; 17; 21, p. 5; 25, p. 141; 26, p. 28; 27, p. 735, 745].

Išvados

Nesant finansinės pagalbos apibrėžimo teisės aktuose, ji turėtų būti suprantama kaip visi taikinio veiksmai, kuriais siekiama suteikti įgijėjui lėšų, reikalingų įgyti taikinio akcijų, įskaitant pagalbą po įgijimo ir netiesioginį pagalbos suteikimą ir gavimą. Kita vertus, finansinės pagalbos samprata turėtų būti aiškinama siaurinamai, pirma, nustatant priežastinį pagalbos ir akcijų įgijimo ryšį, ir, antra, taikant svarbesniojo tikslo testą bei specifines išimtis. Siaurinamasis aiškinimas Lietuvos teismuose būtinas siekiant neleisti taikinio

[6] Toks prijungimas dažnai tikslingesnis už taikinio prijungimą prie įgijėjo, nes mažiau trikdo taikinio veiklą. Tačiau finansinę pagalbą suteikęs asmuo – taikinys – tęsia veiklą, todėl tokio prijungimo atvejai turi būti aiškiai legalizuoti [14, p. 23].

kreditoriams piktnaudžiauti savo teisėmis ginčijant sandorius finansinės pagalbos draudimo pagrindu.

Nors Lietuvos teisė nenumato baudžiamosios ar administracinės atsakomybės už finansinės pagalbos teikimą, finansinės pagalbos sandoriai gali būti laikomi niekiniais kaip prieštaraujantys imperatyvioms įstatymo normoms.

Specialaus finansinės pagalbos reguliavimo pagrindimas neįtikinamas, nes bendrovės elgesio problemos vertinamos kapitalo pakankamumo požiūriu, užuot taikius bendrovių 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 privataus kapitalo sandorių rinkai tinkamai funkcionuoti.

Deja, finansinės pagalbos režimo liberalizavimas Direktyvoje suformuluotas ne kaip valstybių narių pareiga, o kaip teisė. Būtent dėl to Lietuvos įstatymų leidėjui, įgyvendinusiam Direktyvą griežčiau, nei to buvo reikalaujama, suteikta galimybė neištaisyti savo uolumo padarinių ir 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 uždarosioms akcinėms bendrovėms panaikinimas.
2. Numatymas teisės aktuose veiksmų, kurie nelaikomi finansine pagalba, įskaitant Direktyvos 23 straipsnio 2 dalies, kuri nustat o 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.

Belieka tikėtis, kad finansinės pagalbos taisyklių reguliavimas bus pašalintas iš Europos Sąjungos ir Lietuvos teisės (ar bent jo liberalizavimas nustatytas kaip pareiga valstybėms narėms) dar iki tol, kol bus padaryta žala Lietuvos sandorių rinkai trikdant paskolomis finansuojamus išpirkimo sandorius remiantis finansinės pagalbos formalumais.

LITERATŪRA

1. Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent // OJ L 26, 31.1.1977, p. 1–13.

2. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios. 2000, Nr. 64-1914.

3. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas // Valstybės žinios. 2000, Nr. 74-2262.

4. Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymas // Valstybės žinios. 2001, Nr. 31-1010.

5. 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_l?p_id=311403>

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

7. Boschma H. et al. The Reform of Dutch Private Company Law: New Rules for the Protection of Creditors // European Business Organization Law Review, 2007(8).

8. Cabrelli D. In Dire Need of Assistance? Sections 151–158 of the Companies Act 1985 revisited // Journal of Business Law, 2002(5).

9. Defries G., Gueguen O. United Kingdom: Liberating LBOs // International Financial Law Review, February 2008.

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

11. Dwyer M. Management buyouts. London: Sweet and Maxwell, 1997.

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

13. Ferran E. Company law and corporate finance. Oxford: Oxford university press, 1999.

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

15. Ferran E. Simplification of European Company Law on Financial Assistance // European Business Organization Law Review, 2005(6).

16. Griffiths G. ed. International acquisition finance: law and practice. Oxford, 2006.

17. King B. W. An old idea whose time has passed // International Financial Law Review, Sept. 2007.

18. Lumsden C. G. M. Financial Assistance Problems in Management Buy-outs // Journal of Business Law, 1987(3).

19. Modern Company Law for a Competitive Economy. Company Formation and Capital Maintenance. A Consultation Document from the Company Law Review Steering Group. October, 1999.

20. Pettet B. Company law. Harlow: Pearson education, 2001.

21. Proctor C. Financial assistance: new proposals and new perspectives // Company Lawyer, 2007(1), Vol. 28.

22. Roberts C. Financial assistance for the acquisition of shares. Oxford, 2005.

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

24. Sealy L. J. Cases and materials in company law. Cambridge, 2008.

25. Silvestri M. The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective // European Business Organization Law Review, 2005(6).

26. Vietor D. et al. Ambiguity Remains for Dutch Buyouts // International Financial Law Review, 2006(6).

27. 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.

28. Wymeersch E. European Company Law: The "Simpler Legislation for the Internal Market" (SLIM) Initiative of the EU Commission // Financial Law Institute, 2000, Working Paper No 9.

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

THE BOUNDARIES FOR RELAXATION OF FINANCIAL ASSISTANCE PROHIBITION

Juozas Rimas

S u m m a r y

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 direct and indirect provision and reception of assistance. On the other hand, the concept of financial assistance should be subject to restrictive interpretation, first of all, by testing of the causal relationship between the target's assisting actions and acquisition of the shares, and, secondly, 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 the financial assistance prohibition.

Although no criminal or administrative liability is established in Lithuanian law for violation of

the financial assistance procedure, the nullity of the infringing transactions may be argued to follow as a civil consequence of the violation of mandatory provisions of law.

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 corporate and civil law on fiduciary duties of the management bodies of the target and creditors' protection (in particular *actio Pauliana*), and 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.

Regrettably, the relaxation of the financial assistance regime is phrased as an option rather than an obligation in the Directive. 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 refuse to rectify the consequences of its overzealousness, and to maintain a restriction that it would likely have never devised by itself, without an impetus from the EU law and, indirectly, UK law. It is concluded that 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 exceptions 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.

It is only to be hoped that the financial assistance regulations will be abolished from the EU legislation and, consecutively, from Lithuanian law (or at least the relaxation of the financial assistance regime will be expressed as an obligation to the Member States) *before* any leveraged buyouts in the Lithuanian transactional market are hindered by means of the financial assistance formalities.

Įteikta 2008 m. birželio 30 d.
Priimta publikuoti 2008 m. rugsėjo 26 d.