

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA

AURIMAS GALDIKAS

UŽSIENIO ASMENŲ FINANSŲ PANAUDOJIMAS
LIETUVOS VERSLO FINANSAVIMUI

Magistro baigiamasis darbas

Vadovas

Prof. dr. A. Miškinis

VILNIUS, 2010

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS
FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA

UŽSIENIO ASMENŲ FINANSŲ PANAUDOJIMAS
LIETUVOS VERSLO FINANSAVIMUI

Finansų teisės magistro baigiamasis darbas

Studijų programa 62401S102

Vadovas

Prof. dr. A. Miškinis

2010 12

Recenzentas

Atliko

FNTmd7-01 gr. stud.

2010 12

A. Galdikas

2010 12 07

VILNIUS, 2010

TURINYS

TURINYS	3
SANTRUMPOS	4
ĮVADAS	5
1. TARPTAUTINIŲ VERSLO FINANSAVIMO BŪDŲ TEORINIAI IR PRAKTINIAI ASPEKTAI	8
1.1. Tarptautinės paskolos	8
1.2. Tarptautinės akcijų ir obligacijų emisijos	11
1.3. Lietuvos kredito reitingų problema ir sekiuritizacija kaip jos sprendimo būdas	16
1.4. Rizikos kapitalo fondai ir jų platinimo užsienio asmenims problema	26
2. TARPTAUTINIŲ VERSLO FINANSAVIMO BŪDŲ TEISINIO REGLAMENTAVIMO ANALIZĖ	35
2.1. Tarptautinių paskolų teisinis reglamentavimas Lietuvoje	35
2.2. Lietuvos teisėje numatyti akcijų ir obligacijų platinimo apribojimai užsienio asmenims	39
2.3. Akcijų ir obligacijų platinimas Europos Sąjungoje	41
2.3.1. Prospekto paso sistema	42
2.3.2. Prospekto paso sistemos išimtyys ir neviešas platinimas	47
2.3.3. Prospekto paso sistemos trūkumai	49
2.3.4. Vertybinių popierių prekybos platformų reglamentavimo pokyčiai Europoje ir jų suteikiamos galimybės	54
2.4. Vertybinių popierių platinimo teisinis reglamentavimas JAV	58
2.4.1. Užsienio emitentų viešo akcijų ir obligacijų platinimo JAV ypatumai	59
2.4.2. Neviešas vertybinių popierių platinimas JAV	62
2.4.3. Lietuvos emitentų perspektyvos JAV rinkose	64
2.5. Galimybės taikyti sekiuritizaciją Lietuvoje teisiniai aspektai	65
2.6. Galimybės steigti rizikos kapitalo fondus Lietuvoje ir juos platinti užsienio asmenims	69
2.6.1. Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų direktyva ir jos įtaka Lietuvos rizikos kapitalo fondų platinimui užsienio asmenims	72
IŠVADOS IR SIŪLYMAI	81
LITERATŪRA	84
SANTRAUKA	97
SUMMARY	98
ANOTACIJA	99
ANNOTATION	99
1 PRIEDAS. TARPTAUTINIŲ KREDITO REITINGŲ AGENTŪRŲ KREDITO REITINGŲ REIKŠMĖS	101
2 PRIEDAS. LIETUVOS VALSTYBĖS KREDITO REITINGŲ RAIDA	102
3 PRIEDAS. APIBENDRINTA SEKIURITIZACIJOS SCHEMA	103
4 PRIEDAS. PAGRINDINIŲ ES REGULIUOJAMŲ RINKŲ REIKALAVIMŲ EMITENTAMS Palyginimas	104
5 PRIEDAS. PAGRINDINIŲ ES ALTERNATYVIŲ RINKŲ REIKALAVIMŲ EMITENTAMS Palyginimas	105
6 PRIEDAS. ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ VALDYTOJŲ DIREKTYVOS REIKALAVIMAI RIZIKOS KAPITALO FONDAMS	106

SANTRUMPOS

AB – akcinė bendrovė

AIF – alternatyvaus investavimo fondas

AIFV – alternatyvaus investavimo fondo valdytojas

ECB – Europos Centrinis Bankas

EVCA – Europos privataus ir rizikos kapitalo fondų asociacija

IPO – pirminis viešas siūlymas

KIS – kolektyvinio investavimo subjektas

LR ABI – Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas

LR CK – Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas

LR KISĮ – Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas

LR VPK – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija

RKF – rizikos kapitalo fondas

SEC – JAV vertybinių popierių rinkų priežiūros institucija

Sekiuritizacija – pavertimas vertybiniais popieriais

UAB – uždaroji akcinė bendrovė

IVADAS

Verslo finansavimo klausimai yra gyvybiškai svarbūs kiekvienam verslui, o jų teisinis reguliavimas daro tiesioginę įtaką verslo subjektų galimybėms gauti finansavimą. Istoriskai po Bretton-Woods sistemos žlugimo išnyko apribojimai tarptautiniam kapitalo judėjimui ir atsirado galimybė laisvai gauti finansavimą kitų valstybių kapitalo rinkose. Tarptautinio verslo finansavimo santykiuose ilgai vyravo principas, kad šių santykių dalyviams reikia leisti veikti laisvai bei naikinti įvairius apribojimus, tačiau pastaraisiais dešimtmečiais teisinio reglamentavimo apimtis šioje srityje gerokai išaugo ir nuolat kinta dėl įvairių priežasčių: būtinybės sukurti veiksmingus investuotojų apsaugos mechanizmus, mažinti sistemine riziką, skatinti bendrovių atskaitomybę visuomenei ir investuotojams, paskatinti kapitalo judėjimą tarp valstybių, atkurti pasitikėjimą finansų rinkomis ir pan. **Tyrimo problema** lemia tai, kad tarptautinis verslo finansavimas yra neišvengiamai susijęs su skirtingų valstybių teise ir jų rinkų reglamentavimo principais, ir nesant jų tarpusavio derinimo, tarptautinis verslo finansavimas būtų neįmanomas dėl skirtingų ir vienas kitam prieštaraujančių teisės aktų reikalavimų. Tarptautinių finansų rinkų teisinis reguliavimas nėra išsamiai koordinuotas: vieni aspektai yra pakankamai suvienodinti, ypač Europos Sąjungoje, tačiau kitų aspektų ar teisinių instrumentų reguliavimas priklauso nuo atskirų valstybių ir nėra suderintas.

Pastaraisiais metais vien pagrindinėse vertybinių popierių rinkose įvyko nemažai teisinio reglamentavimo pokyčių. Europos Sąjungoje buvo harmonizuota vertybinių popierių platinimo tvarka, taip siekiant sukurti bendrą kapitalo rinką, ko nepavyko padaryti iki tol galiojusia abipusio pripažinimo sistema. Tuo tarpu JAV, ilgai garsėjusi kaip griežčiausia teisiškai reglamentuojama vertybinių popierių rinka, priėmė nemažai pakeitimų, siekiant sudaryti palankesnes sąlygas užsienio emitentams platinti vertybinius popierius viešose JAV rinkose ir taip paskatinti jų konkurencingumą pasaulyje.

Tarptautinių kredito reitingų agentūrų skelbiamus reitingus pradėjus plačiai naudoti teisinio reguliavimo funkcijai atlikti lėmė platų jų panaudojimą įvairiuose teisės aktuose, investavimo sutartyse ir kituose finansavimo veiklą reglamentuojančiuose dokumentuose. Todėl 2007-2008 m. pasaulinės finansų krizės lemtas mažas pasitikėjimas Lietuvos ekonomikos perspektyvomis gali lemti sumažėjusias Lietuvos verslo subjektų galimybes gauti finansavimą tarptautinėse rinkose dėl žemų Lietuvos kredito reitingų. Pasaulinėje praktikoje plačiai naudojamas verslo finansavimo būdas – sekiurizacija – dėl galimybės juo pasinaudojus išleisti itin aukšto kredito reitingo vertybinius popierius galėtų būti minėtos problemos sprendimo būdas, tačiau Lietuvoje jis nėra teisiškai reglamentuotas ar naudotas, todėl nėra aiškios minėto verslo finansavimo būdo panaudojimo galimybes Lietuvoje.

Mažos, naujos ar aukštųjų technologijų srityje veikiančios Lietuvos bendrovės gauti finansavimą tarptautinėse kapitalo rinkose įprastais būdais praktiškai neturi galimybių. Visgi jos galėtų būti finansuojamos netiesiogiai per rizikos kapitalo fondą, įsteigtą Lietuvoje į kurią investuotų užsienio

asmenys. Pakankamai ilgai minėtas verslo finansavimo būdas kėlė nemažai problemų dėl specialaus teisinio reglamentavimo trūkumo ir koordinavimo tarp atskirų valstybių šioje srityje. Tačiau 2008 m. Lietuvoje priimti Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo pakeitimai sudaro sąlygas steigti specialius kolektyvinio investavimo subjektus, o 2010 m. Europos Parlamente priimta Alternatyvaus investavimo fondų direktyva, kuria harmonizuojamas įvairių specialių fondų teisinis reglamentavimas ir jų platinimui numatoma Europos paso sistema. Neaišku, kokią įtaką minėti teisinio reglamentavimo pokyčiai gali turėti tokio tipo fondų panaudojimui Lietuvos bendroves finansuoti užsienio asmenų finansais.

Temos naujumas yra tas, kad darbe analizuojamos problemos Lietuvoje dar nėra tirtos. Tyrimai dažniausiai apsiriboja tik užsienio investicijų teisinio reglamentavimo nacionalinėje ir tarptautinėje teisėje klausimais, tačiau detalus atskirų užsienio asmenų finansų panaudojimo būdų teisinis reglamentavimas kompleksiskai nėra tirtas. Lietuvoje analizuoti tik atskiri nagrinėjamos temos aspektai civilinės, tarptautinės privatinės bei tarptautinio civilinio proceso teisės klausimais. Paminėtini V. Mikelėno ir D. Imbrasienės darbai. Užsienio literatūroje tarptautinio verslo finansavimo būdai yra plačiai analizuoti: kompleksiskai minėtą temą yra analizavę P. Woodas, A. Hudsonas, E. Ferran, o atskirus nagrinėjamos temos aspektus tyrinėjo J. Lerneris, R. J. Gilsonas, S. L. Schwarczas, F. Dittrichas, F. Partnoy'us, J. C. Coffee ir kiti autoriai. Tuo tarpu **temos aktualumas** pasireiškia keliais aspektais. 2007-2008 m. pasaulinė finansų krizė parodė Lietuvos bendrovių priklausomybę nuo vietinių bankų paskolų problemas ir būtinybę turėti alternatyvių finansavimo šaltinių ne tik Lietuvoje, bet ir užsienyje. Krizė taipogi lėmė padidėjusį nepasitikėjimą Lietuvos ekonomikos perspektyvomis bei sumažėjo Lietuvos kredito reitingai, kurie gali sukelti problemų Lietuvos bendrovėms gauti finansavimą tarptautinėse kapitalo rinkose, todėl yra būtina tirti galimus verslo finansavimo būdus, kurie padėtų šią problemą išspręsti. Nors rizikos kapitalo fondai nebuvo svarbus verslo finansavimo būdas Lietuvoje, tačiau pastaruoju metu jo poreikis ima didėti ir ateityje turėtų gerokai išaugti, ypač jei pasiteisins Lietuvoje vykdoma verslumo bei žiniomis ir inovacijomis pagrįsto verslo skatinimo priemonių politika, o vietiniai finansavimo šaltiniai vargu ar tokį poreikį patenkins.

Magistro baigiamojo darbo **tyrimo objektas** – verslo finansavimo teisinis reguliavimas. Kadangi užsienio asmenų finansų panaudojimas Lietuvos verslui finansuoti yra vykdomas įvairiais tarptautiniais verslo finansavimo būdais, magistro baigiamojo darbo **tyrimo dalykas** yra tarptautinių verslo finansavimo būdų teisinis reguliavimas nacionaliniu ir Europos Sąjungos lygmeniu.

Atsižvelgiant į magistro baigiamojo darbo tyrimo objektą ir dalyką, tiesioginis šio **tyrimo tikslas** yra išanalizuoti ir įvertinti esminius Lietuvos verslo finansavimo užsienio asmenų finansais būdų teisinio reguliavimo teorinius bei praktinius aspektus. Kadangi darbo apimtis neleidžia išanalizuoti visų verslo finansavimo būdų, darbe analizuojami tik pagrindiniai būdai kaip tarptautinės paskolos, akcijų ir obligacijų emisijos bei su jais susiję būdai kaip sekiurizitacija ir rizikos kapitalo fondai.

Siekiant nurodyto tyrimo tikslo, keliami tokie **tyrimo uždaviniai**:

1. išanalizuoti ir įvertinti Lietuvos bendrovių galimybių gauti tarptautines paskolas teisinius aspektus;
2. išanalizuoti ir įvertinti Lietuvos bendrovių galimybių platinti akcijas ir obligacijas Europos Sąjungos ir JAV rinkose teisinius aspektus;
3. išanalizuoti ir įvertinti tarptautinių kredito reitingų agentūrų įtaką Lietuvos bendrovių verslo finansavimo procese bei išanalizuoti ir įvertinti galimybes taikyti sekiuritizaciją Lietuvoje kaip galimą kredito reitingų problemos sprendimo būdą;
4. išanalizuoti ir įvertinti rizikos kapitalo fondų steigimo ir platinimo užsienio asmenims teisinius aspektus bei Alternatyvaus investavimo fondų direktyvos įtaką tokių fondų platinimui Europos Sąjungoje;
5. pasiūlyti racionalius užsienio asmenų finansų panaudojimo problemų sprendimo būdus.

Tyrimas grindžiamas **hipoteze**, kad tarptautinių verslo finansavimo būdų teisinis reguliavimas nesudaro kliūčių Lietuvos bendroves finansuoti užsienio asmenų finansais.

Magistro baigiamajame darbe, siekiant kuo išsamiau išanalizuoti pasirinktą temą, naudotasi įvairiais teoriniais ir empiriniais **tyrimo metodais**. *Sisteminės analizės* metodas leido atskirus sudėtingų verslo finansavimo būdams aktualius aspektus analizuoti kaip visumą, kadangi būtent nuo visumos priklauso jų taikymo praktikoje galimybė. *Abstrakcijos* metodas teorinėje dalyje leido išskirti esminius atskirų verslo finansavimo būdų bruožus, kurie panaudoti analizei praktinėje dalyje. *Lyginimo* ir *kritikos* metodai taikyti galiojantį verslo finansavimo būdų teisinį reglamentavimą palyginant su tarptautinę praktiką bei įvairių mokslininkų analizuojamomis problemomis ir jį įvertinant. Be to, pateikiant atskirus problemų sprendimų būdus remiantis išanalizuotais faktais darbe plačiai taikytas ir *sintezės metodas*. Vienas pagrindinių darbe naudotų metodų yra empirinis *teisinių dokumentų analizės* metodas, taikytas nagrinėjant įvairius Lietuvos, ES ir kitų valstybių teisės šaltinius, siekiant visapusiškai atskleisti ir įvertinti Lietuvos verslo finansavimo užsienio asmenų finansais būdų teisinį reguliavimą. Minėtą metodą papildė *teisės ekonominės analizės* metodas, leidęs tarptautinius verslo finansavimo teisinius santykius analizuoti ir kaip ekonominę kategoriją siekiant išsiaiškinti ar minėti teisiniai santykiai yra reglamentuojami efektyviai, sudarant sąlygas šių santykių dalyviams suderinti interesus mažiausiomis sąnaudomis.

Viena magistro baigiamajame darbe nagrinėtų problemų buvo pristatyta kaip **pranešimas** „Lietuvos kredito reitingų problema ir pavertimas vertybiniais popieriais (sekiuritizacija) kaip jos sprendimo būdas“ tarptautinėje studentų mokslinėje konferencijoje „Mokslinės minties šventė – 2010“, kuris buvo pripažintas geriausiu konferencijos finansų ir ekonomikos forumo darbu bei **publikuotas** kasmetiniame konferencijos leidinyje.

1. TARPTAUTINIŲ VERSLO FINANSAVIMO BŪDŲ TEORINIAI IR PRAKTINIAI ASPEKTAI

1.1. Tarptautinės paskolos

Vienas paprasčiausių būdų Lietuvos bendrovės gauti finansavimą tarptautinėse finansų rinkose yra tarptautinės (užsienio) paskolos. Tarptautinės paskolos yra populiariausias iš visų verslo finansavimo būdų tarptautinėse rinkose: 2009 m. bankų suteiktų tarptautinių paskolų rinka buvo net 21 trilijonas JAV dolerių (Bank for International Settlements (BIS), 2010). 2007 m. tarptautinių sindikuotų paskolų rinka buvo 2,7 trilijono JAV dolerių, tačiau dėl 2007-2008 m. pasaulinės finansų krizės ji 2009 m. sumažėjo daugiau nei dvigubai – iki 1 trilijono JAV dolerių (BIS, 2010). Statistika rodo, kad tarptautinės paskolos yra dažniausiai Lietuvos bendrovių naudojamas tarptautinis verslo finansavimo būdas – Lietuvos bendrovėms suteiktos paskolos 2009 m. sudarė 7,9 mlrd. Lt., o Lietuvos kredito institucijos šiuo finansavimo būdu naudojosi dar dažniau – tuo pačiu laikotarpiu jų gautos užsienio paskolos sudarė 25 mlrd. Lt. (Lietuvos bankas, 2010). Minėta tendencija visiškai atitinka kontinentinės Europos bendrovių finansavimo praktiką, kadangi jos yra linkusios savo veiklą bankų paskolomis, o ne kitais finansiniais instrumentais (European Central Bank (ECB), 2007).

Tokias tendencijas paaiškinti nėra sunku. Tarptautinės paskolos yra mažiausiai teisiškai reglamentuotas tarptautinis verslo finansavimo būdas, kadangi yra pagrįstas ilgainiui susiformavusia tarptautine tokių sutarčių sudarymo praktika ir pakankamai standartine tokių sutarčių dokumentacija, parengta įvairių tarptautinių paskolų rinkos atstovus vienijančių asociacijų kaip Tarptautinė paskolų rinkos asociacija (angl. *International Loan Market Association - ILMA*) Londone (Wood, 2008, p. 146). Tarptautinės paskolos mažai kuo skiriasi nuo bankų išduodamų vietinių paskolų: dažniausias skirtumas tik tas, kad paskolos gavėjas ir davėjas yra skirtingų valstybių subjektai bei paskola sudaroma užsienio valiuta. Kaip ir įprastos paskolos, taip ir tarptautinės sudaro dvi pagrindinės sąlygos: pagrindinė suma ir palūkanos (Hudson, p. 863). Pagrindinė suma gali būti teikiama ir grąžinama įvairiais būdais: tiek visa suma iš karto, tiek dalimis, tiek grąžinant dalį sumos, ir vėl skolinantis esant poreikiui. Paskolos valiuta taipogi gali būti įvairi ir priklauso nuo susitarimo bei skolininko poreikių: antai sindikuotų paskolų rinkoje dar 1998 m. 80 proc. tokių paskolų buvo sudaroma eurais ir tik 5 proc. – kitų Europos valstybių valiutomis, o 1999 m. jau net 20 proc. minėtų paskolų buvo suteikta eurais. Paskolos palūkanos tarptautinėse paskolų sutartyse gali būti tiek fiksuotos, tiek kintamos. Jei nustatoma kintama palūkanų norma, tarptautinėje praktikoje ji dažniausiai nustatoma su nuoroda į Londono tarpbankinės rinkos palūkanų normą (LIBOR) (Wood, 2008, p. 104),

tačiau gali būti nurodoma ir į kitų rinkų kaip Europos tarpbankinės rinkos palūkanų normą (EURIBOR) ir pan.

Trečia svarbi sąlyga – įvairūs susitarimai (angl. *covenants*), t.y. įvairūs skolininko įsipareigojimai paskolos davėjo atžvilgiu ir kurie skirstomi į teigiamus (pvz. skolininko pareiga nuolat teikti informaciją apie jo veiklą ir įvairius jos pasikeitimus), neigiamus (pvz. įsipareigojimas neįkeisti bendrovės turto) ir finansinius (pvz. užtikrinti, kad jo finansiniai rodikliai kaip skolinto ir nuosavo kapitalo santykis, materialus turtas ir pan. nenukristų žemiau sutartyje numatyto dydžio) (Wood, 2008, p. 119), kurių numatymas paskolos sutartyje paprastai priklauso nuo tokių skolininko ypatumų kaip jo dydis, vidinė valdymo struktūra, akcininkai, bendrovės reputacija ir rinkos rizika bei siekiamos paskolos dydžio, valiutos bei termino (Ferran, 2008, p. 330). Didelėms bendrovėms paskolos paprastai teikiamos su gerokai mažiau juos varžančių susitarimų (Houston et al., 2006, p. 30).

Atskirai paminėtinas tarptautinių paskolų tipas yra tarptautinės sindikuotos paskolos, t.y. paskolos, kurios visą sumą tomis pačiomis sąlygomis įsipareigoja suteikti keli bankai (Hudson, 2009, p. 887), dažniausiai iš skirtingų valstybių. Tokios paskolos suteikiamos tuomet, kai vienas bankas dėl itin didelės reikiamos sumos nepajėgia finansuoti visos sumos: dažniausiai tokių paskolų sumos siekia nuo kelių šimtų milijonų iki kelių ar net keliasdešimt milijardų (Wood, 2008, p. 93). Bankai sindikuoja paskolas ir dėl kitų priežasčių (Godlewski ir Weill, 2007). Pirma, sindikavimas leidžia diversifikuoti banko paskolų portfelio riziką. Antra, sindikuota paskola leidžia ir toliau skolinti klientui, išlaikant su juo komercinius ryšius, tačiau išvengiant rizikos koncentracijos, kuri paprastai griežtai reglamentuojama, pvz. tarptautiniai kapitalo pakankamumo standartai „Bazelis 2“ neleidžia skolinti daugiau 25 proc. banko kapitalo vienam skolininkui. Dėl būtinybės gauti itin didelę finansavimo sumą, sindikuotos paskolos, palyginus su tarptautinėmis obligacijų emisijomis, tarptautinės sindikuotos paskolos paprastai yra pigesnės nei tarptautinė obligacijų emisija, gali būti gaunamos greičiau, užtikrina didesnę anonimiškumo lygį bei suteikia galimybę lengviau derėtis dėl tokios paskolos restruktūrizavimo (ECB, 2007, p. 65). 1970-2005 m. stebimas itin didelis minėtų paskolų rinkos augimas – 1970 m. tarptautinių sindikuotų paskolų buvo suteikta tik už 7 mlrd. JAV dolerių, o 2005 m. jau už 3,5 trilijono JAV dolerių (ECB, 2007, p. 64). Pagrindiniai sindikuotų paskolų centrai yra Londonas, Niujorkas, Honkongas (Carey ir Nini, 2003).

Nagrinėjant bendrovių galimybes gauti tarptautines paskolas, paminėtina, kad kaip ir vietinių paskolų atveju, bankai potencialų skolininką vertina pagal kelis kriterijus, sprenddami suteikti paskolą ar ne, kurie paprastai yra skolininko rizika ir konkrečios paskolos sąlygos. Atsižvelgiant į tai, kad praktiškai visi pasaulyje veikiantys bankai laikosi Bazelio kapitalo pakankamumo standartų, kuriais harmonizuojami skolininkų rizikos vertinimo reikalavimai, bei tai, kad tarptautinės paskolos nuo įprastų teisine prasme nedaug kuo skiriasi, būtų logiška manyti, kad vienodos kredito rizikos bendrovėms bankai skolintų tomis pat sąlygomis, nepaisant to, kad jos yra iš skirtingų valstybių.

Tačiau empiriniai duomenys rodo ką kita: užsienio bankai labiau linkę teikti paskolas didesnėms bendrovėms bei bendrovėms, turinčioms turto užsienyje ar ten vykdančioms veiklą (Houston et al., 2006). Kadangi tarptautinių paskolų atveju kreditorius ir skolininkas yra skirtingose valstybėse ir tokių paskolų sumos dažnai yra itin didelės, tai sukelia papildomą riziką paskolos davėjui, dėl kurios jis arba suteikia paskolą didesnėmis palūkanomis ar griežtesnėmis sąlygomis, arba neskolina. Papildoma rizika pasireiškia skolininko valstybės rizika ir atstumo problema.

Skolininko valstybės rizika reiškia, kad kadangi skolininkas veikia pagal skirtingą teisę nei skolintojas, skolininko valstybė yra nustačiusi arba gali nustatyti įvairius apribojimus, kurie gali sukliudyti jam vykdyti įsipareigojimus pagal tarptautinės paskolos sutartį, kas paprastai lemtų pareigų pagal paskolos sutartį nevykdymą ar netinkamą įvykdymą. Praktikoje tokie apribojimai dažniausiai pasireiškia įvairiais valiutos naudojimo apribojimais kaip reikalavimas konvertuoti užsienio valiutą į vietinę, valiutos kursų valstybinė kontrolė, draudimas turėti sąskaitas užsienio bankuose ar vietines sąskaitas užsienio valiuta, draudimas skolintis užsienio valiuta bei skolintis iš nerezidentų, draudimas skolintis nerezidentams valstybėje, draudimas atlikti pervedimus nerezidentams (Hoffman, 2008, p. 42). Bet kuris iš šių apribojimų tarptautinės paskolos sutarties vykdymą gali padaryti neįmanomu, nebent bus gautas konkretus leidimas, jei leidimo galimybė numatyta.

Nors daugumoje pasaulio valstybių tokie apribojimai yra panaikinti arba jie nebėra itin reikšmingi dėl to, kad valstybės yra arba Tarptautinio valiutos fondo narės, kurios steigimo sutartis liberalizuoja valiutinius santykius (Wood, 2008, p. 516) tarp minėtos sutarties valstybių arba ES valstybės narės, kurios sutartis draudžia numatyti apribojimus laisvam kapitalo judėjimui ES (Hudson, 2009, p. 143). Tačiau minėtos sutartys leidžia valstybėms tam tikrais ypatingais atvejais (pvz. esant mokėjimų balanso problemoms) tokius apribojimus nustatyti. Kadangi pasaulinė finansų krizė lėmė nemažai neigiamų padarinių valstybių ekonomikoms, kyla rizika, kad kai kurios valstybės gali tokius apribojimus nustatyti, siekdamos apsaugoti savo ekonomiką.

Tuo tarpu atstumo problema pasireiškia tuo, kad skirtingai nuo užsienio bankų, vietiniai bankai gerai pažįsta vietinių bendrovių verslo kultūrą ir bendrovių veiklos teisinę aplinką, be to, jie geriau gali įvertinti valstybės ekonominę bei politinę riziką ir bendrovės nemokumo atveju gali turėti pranašumą susigrąžinti paskolą dėl bankroto proceso išmanymo (Houston et al., 2007, p. 6). Nors galima manyti, kad dėl informacinių technologijų pažangos ir plėtros skolininko priežiūra šiais laikais neturėtų kelti problemų, tyrimai rodo, kad minėta pažanga atstumo problemai spręsti įtakos dar nepadarė (Buch, 2001). Tai paaiškintina tuo, kad bendrovės, turinčias tam tikrą ryšį su banko valstybe bankui yra paprasčiau prižiūrėti dėl tarptautinių paskolų papildomos rizikos. Minėta ryšio problema tarptautinėje praktikoje dažniausiai išsprendžiama paprastu būdu – tarptautinės paskolos sutarčiai pasirenkant paskolos davėjui gerai žinomą arba tarptautinėje praktikoje pripažįstamą teisės sistemą, kuri užtikrina teisinį tikrumą skolintojui. Tarptautinėje praktikoje praktiškai visos didesnės tarptautinės paskolų

sutartys sudaromos pagal Anglijos ar Niujorko valstijos JAV teisę ir ginčai, kylantys iš minėtų sutarčių, perduodami nagrinėti minėtų jurisdikcijų teismams. Paprastai nurodomos kelios tokios susiformavusios praktikos priežastys (Wood 2008, p. 506 ir Hudson, 2009, p. 119). Pirma, minėtos jurisdikcijos leidžia pasirinkti jų teisę netgi toms sutartims, kurios neturi visiškai jokio ryšio su ja (Niujorko valstija nustato tik reikalavimą, kad sandorio vertė būtų ne mažesnė kaip 250 000 JAV dolerių). Antra, minėtos jurisdikcijos yra tarptautiniai finansų centrai, todėl jų teisė yra susiformavusi atsižvelgiant į tarptautinių sandorių šalių poreikius ir pasižymi stabilumu, o teismai turi ilgametę patirtį ginčų, kylančių iš įvairiausių finansinių sutarčių sprendimo patirtį. Be to, tarptautinių paskolų sutarčių standartinė dokumentacija yra parengta pagal minėtų jurisdikcijų teisę. Trečia, Anglijos ir Niujorko valstijos teisė gina šalių laisva valia pasiektą susitarimą ir stengiasi užtikrinti, kad jis bus vykdomas ir skolininkas negalės išvengti, nepaisant įvairių veiksnių ir pasinaudodamas įvairiomis teisinėmis galimybėmis išvengti įsipareigojimų vykdymo ar juos sumažinti kaip kontinentinės teisės tradicijų valstybių teisėje numatyta geros valios doktrina ir pan. Ketvirta, minėtų valstybių teisė leidžia skolinininkui apsisaugoti nuo skolininko valstybės rizikos, t.y. minėtų jurisdikcijų teismų praktikoje susiformavo taisyklės, kad nepaisant skolininko valstybės nustatytų įvairių apribojimų (pvz. draudimas atlikti mokėjimus užsienio valiuta ar užsienio subjektams mokamų palūkanų ribos), jei prievolė turi būti įvykdoma kitoje valstybėje, nei kurioje nustatytas apribojimas, skolininkas negalės jos išvengti.

Taigi galime teigti, kad yra du pagrindiniai teisiniai veiksniai, kurie lemia užsienio subjektų tarptautinių paskolų gavimą: paskolos gavėjo valstybės teisė neturi numatyti apribojimų, kurie trukdytų subjektui vykdyti įsipareigojimus pagal sutartį, ir galimybė pasirinkti kreditoriui priimtina paskolos sutarčiai taikytiną teisę ir ginčą nagrinėjančius teismus, kas pagal tarptautinę praktiką dažniausiai būna Anglijos arba Niujorko valstijos JAV teisė bei teismai.

1.2. Tarptautinės akcijų ir obligacijų emisijos

Lietuvos bendrovės užsienio finansavimą gali gauti ir platindamos akcijas bei obligacijas tarptautinėse kapitalo rinkose. Kaip ir tarptautinės paskolos, tarptautinės akcijų ir obligacijų emisijos leidžia pasiekti gerokai didesnius kapitalo išteklius nei tai galima padaryti nacionalinėse rinkose. Bendrovių išleidžiamų tarptautinių vertybinių popierių rinka yra antra pagal dydį tarptautinio bendrovių finansavimo rinka: 2009 m. bendrovių išleistų tarptautinių akcijų emisijų rinkos dydis buvo 734 mlrd. JAV dolerių vertės, tuo tarpu bendrovių tarptautinių obligacijų rinka siekė net 3 trilijonus JAV dolerių (BIS, 2010). Statistiniai duomenys rodo, kad Lietuvos bendrovių vertybinius popierius pakankamai aktyviai perka užsienio asmenys: Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo duomenimis 2010 m. 17,79 proc. iš 2,5 mlrd. Lt. vertės Lietuvos AB skolos vertybinių popierių ir net 34,87 proc. 31 mlrd. Lt verslo subjektų nuosavybės vertybinių popierių priklausė nerezidentams

(Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas, 2010). Itin aktyviai tarptautinėse rinkose skolos vertybinius popierius leidžia Lietuvoje registruoti bankai: 2003-2009 m. laikotarpiu išleistų skolos vertybinių popierių suma didėjo nuo 3,8 iki 66,3 mlrd. Lt. (Lietuvos bankas, 2010)

Mokslinėje literatūroje skiriamos dvi pagrindinės teorijos, aiškinančios bendrovių vertybinių popierių platinimo užsienio rinkose priežastis. Pirmoji teorija akcentuoja investuotojų polinkį investuoti savo „namų“ rinkoje (angl. *home bias*), o ne užsienyje (Jackson ir Pan, 2001, Luetje ir Menkhkoff, 2004). Šį polinkį lemia tiek subjektyvios (investuotojai geriausiai pažįsta savo „namų“ bendroves), tiek objektyvios (įvairūs instituciniai investuotojai pagal savo steigimo dokumentus ar investavimo taisykles negali investuoti į užsienio emitentų vertybinius popierius arba gali investuoti tik ribotą kiekį aktyvų) priežastys. Empiriniai tyrimai rodo, kad minėtas investuotojų polinkis bent jau Europoje pamažu keičiasi į polinkį investuoti į eurozonos valstybių narių vertybinius popierius (Baele et al., 2004). Kita teorija kaip pagrindinį vertybinių popierių platinimo priežastį kitų valstybių rinkose aiškina savanorišku susisiejimu (angl. *bonding*) su aukštesniais didžiausių užsienio rinkų standartais (Coffee, 2002 ir Doidge et al., 2004). Minėtų aukštesnių standartų taikymas užsienio emitentams lemia, kad jų akcijos užsienio rinkose platinamos su premija, t.y. investuotojai jas didesne kaina nei jos būtų platinamos emitentų kilmės valstybės rinkose, todėl bendrovės tokiu būdu gauna didesnę finansavimą. Nors minėtos studijos paprastai premijos buvimą analizavo tik JAV vertybinių popierių rinkos atžvilgiu, tačiau 2009 m. atliktas tyrimas patvirtino minėtą teoriją ir kai kurių kitų valstybių akcijų rinkų atžvilgiu: užsienio emitentų akcijų emisijos JAV vertybinių popierių biržose vidutinė premija buvo 1,3 proc., Londono vertybinių popierių biržoje – 1,1 proc., o kitose didelėse kontinentinės Europos biržose – 0,6 proc. (Rosenboom ir Van Dijk, 2009). Mokslinėje literatūroje dažnai įvardijamos ir kitos dažnai ne ką mažiau įvairiems emitentams svarbios priežastys, kurias apibendrina Ferran (2008, p. 476): sukurti sau galimybę gauti finansavimą gerai išvystytose kapitalo rinkose esamam ir būsimam kapitalo poreikiui patenkinti; paskatinti užsienio investuotojų susidomėjimą bendrove taip įveikiant ribotą investuotojų susidomėjimą nacionalinėje rinkoje; sukurti investuotojų bazę tam tikrose valstybėse dėl bendrovės strateginių ar verslo priežasčių; paskatinti analitikų ar visuomenės dėmesį viešųjų ryšių tikslais arba pakelti bendrovės prestižą tarptautiniu lygiu.

Kaip ir nacionalinės, taip ir tarptautinės vertybinių popierių rinkos yra skirstomos į pirmines (angl. *primary*) ir antrines (angl. *secondary*) rinkas. Pirminėse rinkose platinamo naujos vertybinių popierių emisijos, tuo tarpu antrinėse rinkose prekiaujama jau išleistais finansiniais instrumentais (Kancerevyčius, 2004, p. 282). Pirmąkart platinama akcijų emisijos pirminėje rinkoje praktikoje vadinama dažnai pirminiu viešu siūlymu (angl. *initial public offering* – IPO). Kadangi bendrovės finansavimą gauna tik pirminėse rinkose, būtent jos šiame darbe ir analizuojamos.

Teisiniu aspektu svarbiausias yra akcijų ir obligacijų rinkų skirstymas į viešo (angl. *public offer*) ir neviešo platinimo (angl. *private placement*) rinkas. Viešas platinimas yra toks vertybinių popierių

platinimo būdas, kai vertybiniai popieriai platinami neribotam asmenų ratui: tiek profesionaliems, tiek neprofesionaliems investuotojams. Viešą platinimą daugelio valstybių teisės aktai sieja su įvairiais informacijos atskleidimo reikalavimais (pareiga parengti ir paskelbti prospektą, pareiga teikti periodinę informaciją ir pan.) bei kitomis vertybinių popierių rinką reglamentuojančiuose teisės aktuose numatytais pareigomis. Šis skirtumas pagrįstas tuo, kad neprofesionaliems investuotojams skirtingai nuo profesionalių yra būtina papildoma apsauga, kadangi jie ne visuomet gali tinkamai įvertinti emitento ir jo išleidžiamų vertybinių popierių riziką ir savarankiškai priimti investicinius sprendimus. Kadangi ne visiems sandoriams (ypač tarp profesionalių investuotojų) dėl vertybinių popierių yra protinga ir tikslinga nustatyti privalomus reikalavimus ar papildomas apsaugos priemones, įvairių valstybių teisės aktai numato įvairių išimčių, priklausančių nuo emisijos dydžio, vertybinių popierių nominalios vertės, minimalios įsigijimo kainos bei asmenų, kuriems vertybiniai popieriai siūlomi, kategorijos, leidžiančių vertybinius popierius platinti nesilaikant privalomų teisės aktų reikalavimų.

Teisiniu aspektu taipogi svarbus ir akcijų bei obligacijų platinimas pagal jų platinimo vietą. Sandoriai dėl vertybinių popierių gali būti organizuotoje biržoje ar užbiržinėje rinkoje (angl. *over-the-counter market*). Teisės aktai ir šiuo atveju skirtingoms platinimo vietoms numato skirtingus reikalavimus tiek emitentui, tiek jo platinamiems vertybiniam popieriams. Platinimui oficialioje vertybinių popierių biržoje keliami aukščiausi reikalavimai, kad į ją patektų tik patikimiausios ir likvidžiausios bendrovės: paprastai nustatomas minimalus bendrovės dydis, minimalus viešai platinamų akcijų kiekis bei minimalus paskelbtų metinių pranešimų skaičius (bendrovės „amžius“ reikalavimas) (Kraakman et al., 2009, p. 291). Tačiau šis būdas užtikrina didžiausią likvidumą bei plačiausia investuotojų bazę, kadangi nemažai institucinių investuotojų negali įsigyti vertybinių popierių, kuriais nėra prekiaujama biržoje. Tuo tarpu užbiržinėje rinkoje sandoriai sudaromi tiesiogiai tarp sandorio šalių, paprastai profesionalių investuotojų, todėl tai mažiausiai teisiškai reglamentuojamas būdas ir galimybės platinti šiuo būdu iš esmės priklauso tik nuo investuotojų poreikių. Tačiau užbiržinės rinkos trūkumas yra mažesnis likvidumai nei biržoje (Siems, 2008, p. 21). Praktikoje didžiausia dalis tarptautinių obligacijų emisijų yra platinama šiuo būdu, tačiau tai nereiškia, kad jų emisijos nėra reglamentuotos: Tarptautinė kapitalo rinkos asociacija (angl. *International Capital Markets Association* – ICMA) rengia standartinę tokių obligacijų emisijų dokumentaciją, siekiant sumažinti riziką ir kaštus sandorio šalims (Fleuriet, 2008, p. 193).

Vienas pagrindinių tarptautinių akcijų ir obligacijų emisijų ypatumų yra tas, jos tarptautinėse rinkose yra išleidžiamos užsienio valiuta. Tarptautinės obligacijų emisijos gali būti išleistos praktiškai bet kokia valiuta. 2007 m. 45 proc. tokių emisijų buvo išleista eurai, 36 proc. – JAV doleriais ir 10 proc. – D. Britanijos svarais (Fleuriet, 2008, p. 194). Rinkoje susiformavo netgi atskiras terminas – euroobligacijos, t.y. obligacijos, kuri išleista skirtinga valiuta nei cirkuliuojanti rinkoje, kurioje obligacija yra išleidžiama. Pagrindinė tokių obligacijų rinkos yra Londonas ir Liuksemburgas (ECB,

2004), tačiau nemažai jų išleidžiama ir Singapūre, Frankfurte ir Ciuriche (Wood, 2008, p. 169). Iš Lietuvos bendrovių euroobligacijas yra leidusios AB „Mažeikių nafta“, AB „Lietuvos energija“ ir kitos stambios bendrovės, tuo tarpu AB „Lietuvos telekomas“ yra išleidusi pirmąją Baltijos šalyse euroobligacijų emisiją, denominuotą nacionaline valiuta, t.y. litu (Kancerevyčius, 2004, p. 400). Be to, AB bankas „Snoras“ 2007 m. sėkmingai išleido 175 mln. eurų euroobligacijų emisiją, kuri buvo įtraukta į prekybą Londono vertybinių popierių biržoje (Cbonds, 2010). Skirtingai nuo bendrovių išleidžiamų obligacijų, tarptautiniu aspektu aktualus yra akcijų nominalios vertės valiutos klausimas. Paprastai skirtingų valstybių teisės aktai numato, kad pagal jų teisę įsteigtų bendrovių akcijų nominali vertė turi būti išreikšta tos valstybės nacionaline valiuta. Tokia situacija gali būti kelti problemų bendrovių akcijų platinimui užsienyje, kadangi, pirma, užsienio investuotojai gali nenorėti prisiimti kitos valiutos rizikos ir, antra, kadangi užsienio vertybinių popierių biržose prekyba vyksta tik dažniausiai pasaulio rinkose naudojamomis valiutomis, į kurių ratą litas nepatenka. Tačiau ši problema nėra itin aktuali tarptautinėse finansų rinkose, kadangi ji yra nesudėtinga išsprendžiama keliais galimais būdais. Pirmas būdas yra specialios bendrovės, skirtos IPO (angl. *IPO vehicle*), steigimas jurisdikcijoje, kuri leidžia pasirinkti reikiamą valiutą jos išleidžiamų akcijų nominaliai vertei išreikšti. Bendrovė, kuri ketina platinti akcijas užsienio rinkose, naują akcijų emisiją išleidžia IPO skirtai bendrovei, kuri savo ruožtu tarptautinėje rinkoje investuotojams išleidžia kita valiuta išreikštas akcijas, pvz. Lietuvos bendrovė, kurios akcijos yra išreikštos litais, įsteigia bendrovę Olandijoje, kur bendrovių akcijų vertė išreiškiama eurai, ir jai perleidžia naują akcijų emisiją. Tuo tarpu Olandijoje įsteigta bendrovė užsienio investuotojams išleidžia akcijų emisiją eurai, kuri gali būti platinama užsienio biržose. Minėta operacija leidžia ne tik išleisti akcijas tarptautinėse rinkose reikiama valiuta, tačiau kartais ir gauti mokestinės naudos priklausomai nuo to, kurioje jurisdikcijoje IPO skirta bendrovė yra steigiama. Kitas ir kur kas dažniau praktikoje naudojamas būdas akcijų valiutos problemai spręsti yra tarptautiniai depozitoriumo sertifikatai (angl. Global Depository Receipt - GDR) – perleidžiamieji vertybiniai popieriai, įrodantys nuosavybės teisę į užsienio bendrovių akcijas, kurios yra saugomos kurioje nors finansinėje institucijoje (Kancerevyčius, 2004, p. 481). Pagrindinis šių finansinių instrumentų privalumas – jos gali būti išreikštos bet kokia valiuta, todėl investuotojai jų gali įsigyti nepatirdami valiutų kursų rizikos, be to, finansinė institucija, kurioje saugomos bendrovės akcijos, dividendus investuotojams išmoka taipogi užsienio valiuta – tarpininkas už mokesčių prisiima valiutos riziką bei dividendų ar kitokių mokėjimų pervedimų investuotojams kaštus. Lietuvos bendrovės yra išleidusios tarptautinių depozitoriumo sertifikatų užsienio rinkose: Londono vertybinių popierių biržoje buvo kotiruojami AB „Vilniaus banko“, AB „Biržų akcinės pieno bendrovės“, AB banko „Hermis“, AB „Rokiškio sūris“ bei AB „Lietuvos telekomas“ tarptautiniai depozitoriumo sertifikatai (Kancerevyčius, 2004, p. 481).

Pagrindinė tarptautinių akcijų ir obligacijų platinimo skirtingų valstybių rinkose problema yra ta, kad visi aukščiau minėti aspektai yra pakankamai skirtingai reglamentuojami atskirų valstybių teisės aktais. Pagrindinis tikslas, kurių siekia valstybės, yra apsaugoti savo investuotojus bei užtikrinti tinkamą nacionalinių vertybinių popierių rinkų veiklą, tačiau dažnai tai daroma skirtingais būdais ir principais. Nesant vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų koordinavimo tarp atskirų valstybių (t.y. jei visos valstybės šiuos teisinius santykius reglamentuoja vienašališkai), tarptautinis vertybinių popierių platinimas taptų itin sudėtingas. Kai kuriais atvejais dėl skirtingų teisės aktų reikalavimų atskirose valstybėse tarptautinis akcijų ar obligacijų platinimas būtų praktiškai neįmanomas nepažeidžiant teisės aktų reikalavimų (Enriques ir Gatti, 2008) arba visų teisės aktų laikymosi kaštai būtų paprasčiausiai per dideli. Paprastai nurodomos trys vertybinių popierių teisinio platinimo teisinio reglamentavimo koordinavimo atskirose valstybėse priežastys (Siems, 2008, p. 23). Pirma, koordinuotas teisinis reglamentavimas yra naudingas užsienio emitentams, kadangi vienodos taisyklės lemia mažesnius platinimo ir kapitalo kaštus. Antra, koordinacija yra naudinga ir investuotojams, kadangi vienodos taisyklės leidžia lengviau palyginti investavimo galimybes skirtingose valstybėse, todėl mažėja rizika ir kaštai investuotojams. Trečia, koordinacija sukuria lygesnes žaidimo taisykles valstybėms, kadangi jos negali nustatyti per griežtų ar per atlaidžių reikalavimų emitentams, todėl valstybės dėl emitentų ir investuotojų yra priverstos konkuruoti labiau ekonominiu nei teisiniu aspektu.

Pastarąjį dešimtmetį pastebima tendencija sudaryti palankias sąlygas tarptautinėms vertybinių popierių emisijoms skirtingose valstybėse, pasireiškianti keliais skirtingais vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų koordinavimo būdais: harmonizavimu bei konkurencija (Ferran, 2008, p. 477). Harmonizuoti vertybinių popierių rinką reglamentuojančius teisės aktus atskirose valstybėse ir taip paskatinti tarptautinių kapitalo rinkų integraciją pradėta dar 1998 m. Tarptautinei vertybinių popierių rinkų priežiūros institucijai (IOSCO) paskelbus Tarptautinius informacijos atskleidimo standartus, skirtus užsienio emitentams. Pagrindinis šios teisinės iniciatyvos tikslas buvo sudaryti sąlygas investuotojams palyginti skirtingų valstybių emitentų pateikiamą informaciją ir užtikrinti aukštą investuotojų apsaugos lygį. Minėti standartai numato pagrindinius reikalavimus prospektams, emisijų registravimo ar kitiems dokumentams, susijusiems su viešu vertybinių popierių platinimu. Nors šie standartai nėra privalomi, tačiau 1999 m. JAV užsienio emitentams taikomus informacijos atskleidimo reikalavimus suderino su IOSCO standartais, o ES taikomos Prospektų direktyvos reikalavimai taipogi buvo parengti pagal minėtus standartus (Ferran, 2008, p. 482). Taigi IOSCO sudarė pagrindą atskirų valstybių reikalavimams panašėti, tačiau tik dalinai, kadangi IOSCO principai nėra privalomi, juose nėra numatyti visi tarptautinėms vertybinių popierių emisijoms aktualūs klausimai, be to, valstybės savo nacionalinėje teisėje gali pakankamai skirtingai įgyvendinti. Kur kas išsamesnės harmonizavimo strategijos ėmėsi ES. 1987 ir 1989 m. įgyvendintoms įvairioms prospektų

ir listingavimo dokumentų abipusio pripažinimo procedūroms nepasiekus ES vertybinių popierių rinkos integracijos (Ferran, 2006, p.3), imtasi išsamaus harmonizavimo strategijos, pagal kurią maksimaliai suvienodinamos ES valstybių narių vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų nuostatos, taip paliekant mažai galimybių valstybėms narėms taikyti skirtingas taisykles ir taip sudaryti kliūtis vertybinių popierių platinimui keliose ES valstybėse narėse (Enriques ir Gatti, 2008, p.). Tuo tarpu JAV ilgą laiką laikėsi konkurencijos strategijos, pagal kurią jos konkurencinis pranašumas buvo už praktiškai griežčiausių pasaulyje vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų laikymąsi užsienio emitentams mokama premija už jų išleidžiamas akcijas viešose JAV rinkose (Coffee, 2002). Tačiau nuo 2002 m. pastebima tendencija užsienio emitentams vengti viešų JAV rinkų, kadangi teisinio reguliavimo našta daugumai užsienio bendrovių JAV tapo sunkiai pakeliama, o griežtų teisės aktų reikalavimų laikymasis – per brangus (Litvak, 2007). Dėl šios priežasties JAV ėmėsi kito pobūdžio konkurencijos strategijos – pastaraisiais metais padaryta nemažai teisės aktų pakeitimų, siekiant sumažinti našta užsienio emitentams ir taip sutvirtinti JAV rinkų konkurencinę poziciją tarptautinių IPO rinkoje (Johnson, 2008).

Minėtos teisės aktų koordinavimo tendencijos turėtų sukurti palankias sąlygas užsienio taigi ir Lietuvos bendrovėms platinti akcijas ir obligacijas užsienio rinkose. Narystė ES Lietuvos bendrovėms suteikia galimybę pasinaudoti ES prospekto paso sistema (galiojančia ir EEE valstybėse) ir pakankamai paprasta tvarka viešai platinti vertybinius popierius visoje EEE (t.y. ES bei Norvegijoje, Lichtenšteine, Islandijoje) ir juos įtraukti į prekybą Londono, Frankfurto, Liuksemburgo, bei Prancūzijoje, Belgijoje ir Olandijoje veikiančioje „NYSE Euronext“ biržoje ar vis didesnį populiarumą tarp užsienio emitentų įgaunančioje ir geografinė bei ekonomių ryšių prasme Lietuvos bendrovėms patrauklioje Varšuvos vertybinių popierių biržoje. Tuo tarpu teisės aktų pokyčiai JAV, turėtų suteikti galimybę gauti finansavimą vienoje bene didžiausioje ir likvidžiausioje vertybinių popierių rinkoje pasaulyje ir platinti vertybinius popierius per Niujorko ar „NASDAQ“ biržas.

1.3. Lietuvos kredito reitingų problema ir sekiuritizacija kaip jos sprendimo būdas

Šiuolaikinėse tarptautinėse finansų rinkose retai kuri skolos vertybinių popierių emisija įvyksta be tarptautinės kredito reitingų agentūros suteikto kredito reitingo. Nors pasaulyje veikia nemažai kredito reitingų agentūrų, jų rinka yra labai koncentruota: dvi JAV bendrovės „Standard & Poor’s“ bei „Moody’s“ užima apie 80 proc. rinkos, kitus 15 proc. – D. Britanijos „Fitch Ratings“ (Blaurock, 2007, p. 5). Kredito reitingas (angl. *credit rating*) – tai gebėjimo įvykdyti finansinius įsipareigojimus įvertinimas, pateiktas tam tikru simboliu, finansų rinkose pripažįstamu kaip standartas. Tam tikras kredito reitingas parodo subjekto galimybes vykdyti savo finansinius įsipareigojimus (žr. 1 priedą), pvz. pagal „Fitch“ skalę nuo AAA, reiškiančio mažiausią įsipareigojimų neįvykdymo tikimybę (apie

0,1 proc.), ir žemėjančia tvarka iki BB – vidutinę (15 proc.), B – didelę (32 proc.), CCC – itin didelę įsipareigojimų neįvykdymo tikimybę (57 proc.) ar net DDD – faktinį įsipareigojimų nevykdymą (Wood, 2008, p. 333). Konkretus reitingas yra suteikiamas atlikus bendrovės finansinių duomenų analizę įvairiais matematinio modeliavimo metodais bei įvertinus bendrovės ekonominės veiklos perspektyvas (Hudson, 2009, p. 915), ir yra nuolat atnaujinamas, kad atspindėtų realią situaciją.

Tarptautinės kredito reitingų agentūros ir jų skelbiami reitingai vaidina itin svarbų vaidmenį verslo finansavimo procese. Šis vaidmuo pasireiškia dviem pagrindinėmis jų atliekamomis funkcijomis: informavimo ir reguliavimo. Informavimo funkcija reiškia, kad kredito reitingas suteikia informaciją investuotojams, padedančią priimti investicinį sprendimą. Finansų teorijoje teigiama, kad kredito reitingų agentūros veikia kaip informacijos tarpininkai, padedantys įveikti informacijos asimetrijos problemą tarp sandorio šalių (Dittrich, 2007, p. 9). Kadangi kredito reitingas yra išreikštas tam tikru trumpu simboliu, jis yra pakankamai lengvai suprantamas ir prieinamas rodiklis, todėl investuotojui pačiam nebūtina ieškoti daug informacijos apie bendrovę ar į ją gilintis, mėginant nuspėti finansinių įsipareigojimų neįvykdymo tikimybę. Be to, kadangi už kredito reitingą moka emitentas, investuotojas nepatiria informacijos paieškos ir analizės kaštų. Taigi kredito reitingo publikavimas padeda mažinti tiek kaštus, kuriuos patiria investuotojas, rinkdamas informaciją apie bendrovę, tiek ir bendrovės kaštus pateikiant tokią informaciją investuotojams (Dittrich, 2007).

Kredito reitingų reikšmė gerokai išaugo juos pradėjus naudoti reguliavimo funkcijai atlikti. Ši funkcija pasireiškia tuo, kad kredito reitingas yra įtvirtinamas teisės aktuose ar sutartyse, siekiant apriboti įvairių subjektų galimybę investuoti į tam tikros rizikos finansines priemones. Priežastys, kodėl kredito reitingo reitingai pradėti naudoti reguliavimo funkcijai atlikti, aiškios. Pirma, kredito reitingų agentūros istoriškai gerai atliko informavimo funkciją (Partnoy, 1999), o suteiktas kredito reitingas pakankamai tiksliai įvertindavo realią emitento kredito riziką (Hill, 2004). Antra, agentūrų objektyvumas nekėlė abejonių, kadangi manyta, jog pačios kredito reitingų agentūros yra suinteresuotos teikiamų kredito reitingų tikslumu ir pasitikėjimo jomis skatinimu ir jos imtų veikti neobjektyviai, rinkos pasitikėjimas kristų ir emitentai paprasčiausiai nepirktų jų paslaugų (Schwarcz, 2002). Kredito reitingai kaip apribojimas ar sąlyga yra naudojami įvairiuose teisės aktuose. Antai tarptautiniuose kapitalo pakankamumo standartuose „Bazelis II“ ir juos įgyvendinančiuose teisės aktuose ES numatyta galimybė taikyti išorinį kredito rizikos vertinimą, siekiant nustatyti rizikos koeficientus ir susijusius kapitalo reikalavimus, taikomus banko ar kredito institucijos pozicijai ir priklausančius nuo finansinės priemonės ar kitos sandorio šalies kredito reitingo (Amentbrink ir de Haan, 2009, p. 4). Kredito reitingai plačiai naudojami ir kituose teisiniuose dokumentuose kaip investicinių fondų, privačių sutarčių su biržos makleriais ar kitų finansinių tarpininkų investavimo taisyklėse. Antai 2007 m. atlikta 200 Europos ir JAV investicinių bendrovių apklausa parodė, kad net 59 proc. fondų valdytojų į sutartį su investuotoju įtraukė kredito reitingą investuotojų ir 31 proc. –

teisės aktų reikalavimu (Cantor et al., 2007). Plačiausiai naudojamas apribojimas naudojant kredito reitingą yra draudimas investuoti į žemesnio nei investicinio reitingo vertybinius popierius, t.y. BBB ar žemesnio pagal „Fitch“ skalę (Dittrich, 2007, p. 16). Jei emitento vertybiniai popieriai įvertinti neinvesticiniu reitingu, subjektai, kuriems numatytas toks apribojimas, paprasčiausiai negali tokių vertybinių popierių įsigyti, o jei vertybinių popierių kredito reitingas nukrenta nuo investicinio iki neinvesticinio – tokius vertybinius popierius privaloma parduoti. Neinvesticinio reitingo vertybinių popierių paklausa būna mažesnė, o palūkanos – didesnės, todėl galimybės pasiskolinti finansų rinkose gerokai ribotos. Kredito reitingai naudojami ir paskolų sutartyse, numatant pareigą mokėti didesnes palūkanas, jei skolininko kredito reitingas nukristų žemiau nustatyto lygio. Kartais kredito reitingo būtinybę numato ir įtraukimo į prekybą vertybinių popierių biržoje taisyklės: Briuselio vertybinių popierių biržos taisyklės numato teisę reikalauti, kad emitento išleidžiamos obligacijos turėtų kredito reitingą (Wymeersch ir Kruithof, 2006, p. 8).

Nuo tada, kai kredito reitingų agentūrų teikiami reitingai pradėti naudoti reguliavimo funkcijai atlikti, gerokai padidėjo jų įtaka bendrovių galimybėms gauti finansavimą tarptautinėse kapitalo rinkose, kadangi emitentams paprasčiausiai neįmanoma išvengti būtinybės turėti tam tikrą kredito reitingą. Kartais yra būtina turėti ir dviejų ar daugiau skirtingų reitingų agentūrų įvertinimus: net 92 proc. JAV ir ES fondų valdytojų dokumentuose paprastai nurodomi kelių skirtingų agentūrų reitingai ir tik 6 proc. – vienos agentūros reitingas (Cantor et al., 2007, p. 15). Nors iš esmės istoriškai lyginant skirtingų kredito reitingų agentūrų suteiktą kredito reitingų atitikimą faktinei emitentų galimybei vykdyti įsipareigojimus, skirtumo nepastebėta (Hill, 2004, p. 47). Konkretus kredito reitingas tiesiogiai lemia skolinimosi kainą: 2004 m. skaičiavimais, agentūros „Standard & Poor’s“ reitingo pakėlimas nuo neinvesticinio BB iki investicinio BBB emitentams paprastai lėmė apie 50 proc. sumažėjusius skolinimosi kaštus (Blaurock, 2007, p. 7). Kaip taisyklė, kuo aukštesnis kredito reitingas, tuo mažesnes palūkanas už išleidžiamus vertybinius popierius reikia mokėti emitentui. Per žemas kredito reitingas gali lemti ir tai, kad į emitento vertybinius popierius dėl įstatymuose ar sutartyse numatytų suvaržymų investuotojai paprasčiausiai negalės investuoti. Be to, nors manyta, kad kredito reitingai dėl nepriklausomumo ir objektyvumo papildo pačių investuotojų daromą analizę (Partnoy, 2001, p. 9), praktika parodė ką kita: investuotojai dažniausiai net neatlieka savarankiškos investicijų objekto analizės, o paprasčiausiai „perka“ reitingą, todėl konkretus kredito reitingas tapo savotišku emitento pasu patekti į kapitalo rinką (Partnoy, 1999, p. 703). Taigi reikėtų sutikti su Schwarcz (2002), kad tarptautinės kredito reitingų agentūros faktiškai ėmė kontroliuoti tarptautinių skolos vertybinių popierių rinkas, netiesiogiai nurodydamos, kas, už kiek ir ar išvis gali investuoti į emitento vertybinius popierius ir savotiškai tapdamos *de facto* minėtos rinkos priežiūros institucija.

Iki 2007-2008 m. pasaulinės finansų krizės kredito reitingų agentūrų veikla teisiškai reglamentuota nebuvo. Vienintelėse JAV nuo 1970 m. kredito reitingų agentūroms reikėjo gauti

akreditaciją, jei tokių agentūrų reitingai naudojami teisinio reguliavimo tikslams (Partnoy, 2001). Situacija pasikeitė kilus pasaulinei finansų krizei, kuomet kredito reitingų agentūros buvo apkaltintos neskaidrumu, interesų konfliktu (dėl to, kad emitentas moka už įvertinimą) bei kredito reitingų agentūrų nesugebėjimu tinkamai ir laiku įvertinti kai kurių struktūrizuotų finansinių priemonių rizikos. Kritikuoti ir teisės aktų reikalavimai, kad kai kurių subjektų investicijos galimos tik itin aukštu kredito reitingu įvertintus vertybinius popierius, kadangi tai gerokai padidino tokių finansinių priemonių paklausą ir emitentų siekį bet kokiais būdais būti įvertintiems itin aukštu kredito reitingu (de Larosiere, 2009, p. 16). Naujausios teisinio reglamentavimo iniciatyvos šioje srityje – JAV kredito reitingų akto reforma (Pinto, 2008) ir Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (EB) Nr. 1060/2009 dėl kredito reitingų agentūrų, kuriuo siekiama įtvirtinti kredito reitingų agentūrų priežiūros mechanizmą, kuris užtikrintų kredito reitingų agentūrų veiklos skaidrumą ir interesų konfliktų vengimą. Tačiau esminė problema – priklausomybė nuo kredito reitingų – šiais teisės aktais nėra sprendžiama. Atvirksčiai, mokslininkų tarpe manoma, kad Reglamentas gali sukurti iliuziją, jog kredito reitingai yra patikimi, nes kredito reitingų agentūros tapo griežčiau reguliuojamos (Amentbrink ir de Haan, 2009, p. 24). Taigi kyla rizika, kad investuotojai ims dar labiau pasitikėti kredito reitingais ir investuos tik dėl to, kad vertybinis popierius yra įvertintas tam tikru reitingu. Taip gali būti pasiektas visiškai kitas rezultatas nei siekta priimant minėtą ES reglamentą – skatinti investuotojus pačius atlikti išsamią analizę, o reitingus naudoti tik kaip papildomą informaciją (EC, 2008, p. 12). Tokią galimybę akcentavo ir ESME (2008), pastebėjusi, kad „griežtesnis kredito reitingų agentūrų teisinis reguliavimas gali rinkos dalyviams versti manyti, kad reitingų naudojimas yra skatinamas“.

Taigi akivaizdu, kad kredito reitingų agentūrų reforma faktiškai nespėdžiama esminė problema – tarptautinės finansų sistemos priklausomybės nuo kredito reitingų, nors šis klausimas akcentuotas ne kartą. Deja, ir priklausomybės klausimą išspręsti nėra lengva, kadangi kredito reitingų kol kas nėra kam veiksmingai pakeisti dėl paprastumo ir pakankamai didelio tikslumo (Flood, 2005, p. 167), todėl kredito reitingų agentūros ir toliau turėtų vaidinti svarbų vaidmenį tarptautinėse kapitalo rinkose, nepaisant kritikos ir griežtesnio jų teisinio reguliavimo. Manome, kad tarptautinių kredito reitingų teisinio reguliavimo reforma, vykstanti šiuo metu, akademinė kritika ir sumažėjęs pasitikėjimas gali turėti kelias pasekmes. Viena, dėl sugriežtėjusios priežiūros kredito reitingų agentūros emitentus gali vertinti konservatyviau (Schwarcz, 2001). Antra, griežtesnis teisinis reglamentavimas gali lemti dar didesnę investuotojų pasitikėjimą kredito reitingais (Amentbrink ir de Haan, 2009). Bet kuriuo atveju tokia situacija nėra palanki emitentams valstybių, kurių kredito reitingai nėra dideli.

Nepaisant siūlymų mažinti tarptautinės finansų sistemos priklausomybę nuo kredito reitingų, finansų sistema kol kas ir toliau turėtų išlikti priklausoma nuo kredito reitingų dėl paprastos priežasties – kol kas nėra, kas veiksmingai galėtų jas pakeisti. Tokia situacija nėra palanki Lietuvos verslo galimybėms pasiskolinti tarptautinėse kapitalo rinkose. Kaip minėjome, valstybės kredito reitingas

paprastai yra viršutinė riba jos emitentų kredito reitingams, t.y. emitentas negali gauti didesnio reitingo negu valstybė, kadangi valstybės kredito rizika yra laikoma mažiausia (Partnoy, 1999). Žvelgiant istoriškai, Lietuvos kredito reitingai niekad nebuvo patys didžiausi (žr. 2 priedą). Didžiausias reitingas, kurio buvo įvertintos Lietuvos ilgalaikio skolinimosi perspektyvos užsienio valiuta, buvo A pagal „Fitch“ skalę, t.y. per 5 lygius žemiau nuo neinvesticinio ir per tiek pat lygių žemiau nei aukščiausias galimas reitingas. Dar niekad Lietuvos emitentams nebuvo suteiktas aukščiausio pasitikėjimo laipsnio reitingas, t.y. AAA. Atsižvelgiant į tai, kad tarptautinėse finansų rinkose paklausiausi būtent minėto kredito reitingo vertybiniai popieriai (Cantor et al., 2007), Lietuvos emitentų vertybinių popierių paklausa taipogi negalėtų būti didžiausia.

Tarptautinė finansų krizė ir nepasitikėjimas Baltijos šalių ekonomika lėmė ir Lietuvos kredito reitingų sumažėjimą iki BBB, t.y. tik dviem lygiais aukštesnio nei neinvesticinis. Kokio kredito reitingo įprastomis sąlygomis galėtų tikėtis emitentas tokiu atveju, nesunku numanyti, kadangi Lietuvos emitentų kredito reitingas paprastai būna keliais lygiais mažesnis nei pačios valstybės. Štai 2003 m. AB „Lietuvos energija“ buvo įvertinta BBB- reitingu pagal „S&P“ skalę (Kancerevyčius, 2004, p. 400), t.y. 2 lygiais žemesniu nei Lietuvos (žr. priedą). Antai, bankui „Snoras“ 2007 m. išleidžiant euroobligacijų emisiją, jai buvo suteiktas neinvesticinis B+ kredito reitingas pagal „Fitch“ skalę, todėl bankui užsienio investuotojams teko mokėti net 7 proc. metines palūkanas (AB bankas „Snoras“, 2010). Paties banko reitingas tuo metu buvo BB- (CBonds, 2010), t.y. viena pakopa aukštesnis nei minėtos emisijos ir net 7 lygiais mažesnis nei tuomet Lietuvai suteiktas kredito reitingas, kuris buvo aukščiausias šalies reitingų istorijoje. Verta prisiminti, kad tais metais tarptautinėse finansų rinkose buvo didelis pasitikėjimas tiek Lietuvos ekonomika ir bankų sektoriumi, taigi esant dabartinei ekonominei situacijai skirtumai galėtų būti dar didesni. Tai parodo 2010 m. banko „Snoras“ nesėkmingas mėginimas išplatinti euroobligacijų emisiją tarptautinėse rinkose: banko reitingui esant B+ pagal „Fitch“ skalę (AB bankas „Snoras“, 2010) ir 5 lygiais žemesniu nei Lietuvos valstybės už obligacijas užsienio investuotojai pareikalavo 13 proc. metinių palūkanų (Čiulada, 2010).

Minėta Lietuvos emitentų mažų kredito reitingų problema gali neabejotinai apriboti jų galimybes pasiskolinti tarptautinėse kapitalo rinkose. Viena vertus, mažas kredito reitingas Lietuvos bendrovėms lemia didesnę riziką, taigi ir palūkanas, todėl skolintis tarptautinėse kapitalo rinkose gali būti per brangu. Kita vertus, jei Lietuvos bendrovė nėra įvertinama pakankamu reitingu į ją dėl apribojimų įstatymuose ar kituose teisiniuose dokumentuose negali investuoti kai kurie užsienio investuotojai pensijų fondai, draudimo bendrovės, investiciniai fondai ir pan. Šiuo atveju gerokai apribojamas užsienio asmenų ratas, kurie galėtų finansuoti Lietuvos bendroves.

Tačiau minėta žemų kredito reitingų problemą galima išspręsti naudojant sekiuritizaciją, t.y. turto ar reikalavimo teisių pavertimą vertybiniais popieriais. Naudojant sekiuritizaciją galima išleisti vertybinius popierius, kurių kredito reitingas bus didesnis ne tik nei pačios bendrovės kredito reitingas,

bet ir valstybės, kurioje įsteigtą bendrovę kredito reitingas, nors paprastai valstybės reitingas yra viršutinė riba valstybės verslo subjektų kredito reitingams (Partnoy, 1999). Kredito reitingų agentūros „Fitch“ duomenimis, apie 55 proc. visų sekuritizedacijos būdu išleistų vertybinių popierių buvo suteiktas aukščiausias AAA kredito reitingas (Fitch Ratings, 2007, p. 13).

Sekuritizedacijos finansinė operacija iš esmės yra pakankamai paprasta. Bendrovė, vadinama bendrove iniciatore (angl. *originator*) perleidžia reikalavimo teises arba turtą specialios paskirties įmonei (angl. *special purpose vehicle*, toliau tekste – SPI), kuri už perleistas reikalavimo teises ar turtą atsiskaito pinigais, gautais už išleistus vertybinius popierius (dažniausiai obligacijas) tarptautinėse kapitalo rinkose (žr. 3 priedą). Sekuritizedacijos esmė – bendrovės kredito rizika gali būti didesnė nei jos turimo turto ar reikalavimo teisių kredito rizika, jei pastarieji būtų atskirti nuo bendrovės. Tokį turtą, kurio kreditingumas didelis, galima perleisti SPI, kuri savo ruožtu išleis vertybinius popierius. Su tokiais vertybiniais popieriais susijusi rizika bus mažesnė, kadangi ji priklausys ne nuo visos bendrovės kredito rizikos, bet tik nuo SPI perleisto turto ar reikalavimo teisių kredito rizikos. Kadangi kredito reitingas atspindi tik perleisto turto kredito riziką, SPI išleisti vertybiniai popieriai turi didesnę kredito reitingą nei pati bendrovė. Geriausia, jei bendrovė nebūtų tiesioginė SPI akcininkė ar steigėja, kad SPI nepatektų į bendrovės iniciatorės konsoliduotą finansinę atskaitomybę. SPI dažniausiai steigiamos tokiose mažų mokesčių jurisdikcijose kaip Kaimanų ar Mergelių salos, Gibraltaras, Bermudai, Džersis, taipogi Europos valstybėse kaip Airija ar Liuksemburgas (Wood, 2008). SPI paprastai steigiamos vienai operacijai ir jai pasibaigus yra likviduojama. Tačiau daugėja atvejų, kuomet įvairios finansinių paslaugų institucijos steigia daugkartinio naudojimo SPI, taip sumažindamos steigimo kaštus bendrovėms, kurioms tokia finansinė operacija būtų per brangi ar sudėtinga (Schwarcz, 1992). Antai Vokietijoje veikia dvi daugkartinio naudojimo SPI, viena kurių skirta netgi mažoms ir vidutinėms įmonėms aptarnauti (Jobst, 2005).

SPI išleidžiami vertybiniai popieriai dažniausiai būna obligacijos. Jos gali būti platinamos tiek viešai, tiek neviešai, tačiau praktikoje dažniausiai platinamos neviešai – tiesiogiai profesionaliems investuotojams (Schwarcz, 1992). SPI įsipareigojimai pagal vertybinius popierius įvykdomi už lėšas, gautas pagal perleistus reikalavimus. Bendrovė iniciatorė šiuo atveju veikia kaip mokėjimų agentas ir SPI vardu toliau renka mokėjimus pagal perleistus reikalavimus. Taigi asmuo, kurio atžvilgiu reikalavimo teisė į mokėjimą perleista, dažnai netgi neįtaria, kad realiai jo sumokėti pinigai atitenka SPI. Sekuritizedacijai gali būti naudojamas labai įvairus turtas: tiek materialus turtas kaip pastatai, žemė, laivai, orlaiviai, tiek reikalavimo teisės kaip mokėjimai pagal paskolas, kredito, nuomos, pajamos, draudimo sutartis, pajamos iš intelektinės nuosavybės objektų (pavyzdžiui, būsimos pajamos už parduotus įrašus netgi ar už televizijos transliacijų teises kaip buvo padaryta su 1997 m. automobilių sporto čempionato „Formulė-1“ televizijos transliacijų pajamomis (Flood, 2005)).

Kartais vien turto ar reikalavimo teisių perleidimo užtenka, kad SPĮ kredito rizika būtų maža ir jos išleidžiami vertybiniai popieriai gautų pakankamai didelį kredito reitingą. Tačiau paprastai tuo neapsiribojama ir stengiamasi išleisti aukščiausio investicinio reitingo – AAA pagal Fitch skalę – vertybinius popierius. Paskaičiuota, kad 2007 m. apie 60 proc. tarptautinės sekiuritizacijos būdu išleistų vertybinių popierių turėjo tokį reitingą (Coval et al., 2008). Tokiu atveju SPĮ išleidžia skirtingų klasių vertybinius popierius. Aukščiausios klasės SPĮ išleisti vertybiniai popieriai didžiausią reitingą gauna dėl kelių priežasčių. Pirma, SPĮ turto atžvilgiu SPĮ išleistų vertybinių popierių savininkų reikalavimai tenkinami priklausomai nuo vertybinių popierių klasės – aukštesnės klasės vertybinių popierių turėtojų reikalavimai SPĮ bankroto atveju būtų tenkinami pirmiausia. Kadangi kitų klasių vertybiniai popieriai subordinuojami aukščiausiai klasei, žemesnių klasių vertybiniai popieriai pirmieji patirtų nuostolius, jei tokių atsirastų neįvykdžius įsipareigojimų pagal perduotas reikalavimo teises (Fabozzi ir Khotari, 2007). Taigi SPĮ išleisti aukščiausios klasės vertybiniai popieriai yra mažiau rizikingi, todėl jų kredito reitingas yra didesnis bei palūkanos mažesnės. Kad paskatinti investuotojus įsigyti subordinuotus vertybinius popierius, jų palūkanų norma būna didesnė nei aukščiausios klasės. Tokius vertybinius popierius perka investuotojai, kuriems yra priimtina didesnė kredito rizika, tačiau ir didesnės palūkanos (Fabozzi ir Khotari, 2007). Praktikoje, SPĮ išleidžia netgi kelių skirtingų klasių vertybinius popierius.

Jei vertybinių popierių skirstymas į klases visgi neužtikrina pakankamai aukšto kredito reitingo, tokiu atveju naudojamos papildomos kredito rizikos mažinimo priemonės (Wood, 2008). Šiomis priemonėmis siekiama sumažinti turto, perleisto SPĮ riziką, kuri konkrečiu atveju priklauso nuo perleisto turto, tačiau paprastai skiriamos tokios rizikos: nemokumo rizika, likvidumo rizika (veluojant mokėjimams pagal perleistas reikalavimo teises), palūkanų normų rizika, valiutos kurso rizika, išankstinio mokėjimo rizika (paskolų, kreditų, lizingo atveju) ir t.t. (Fabozzi ir Khotari, 2007). Minėta rizika gali būti mažinama banko ar trečios šalies išduodama garantija, bendrovės iniciatorės ar banko suteikiama subordinuota paskola SPĮ ar net panaudojama išvestinė finansinė priemonė, pvz. kredito rizikos apsikeitimo sandoris (angl. *credit default swap*) tarp SPĮ ir investicinio banko bendrovės iniciatorės sąskaita. Kredito rizika taipogi sumažinama, jei reikalavimo teisės perleidžiamos už kiek mažesnę nei jų tikroji vertė (angl. *discounting*). Tokiu būdu susidaręs perleisto turto vertės perviršis kompensuoja galimą dalies įsipareigojimų pagal perleistus reikalavimus nevykdymą. Naudojant papildomus kredito rizikos valdymo priemones yra didžiausia tikimybė gauti aukščiausią kredito reitingą, kadangi įsipareigojimų vykdymas pagal aukščiausios klasės vertybinius popierius yra užtikrinamas didesne nei SPĮ turto vertė (angl. *overcollateralization*).

Nors dėl sekiuritizacijos teisinio reglamentavimo fragmentiškumo įvairiais atvejais jos sąlygos skirsis, skiriami du pagrindiniai reikalavimai, nuo kurių priklauso sekiuritizacijos sėkmė, kadangi būtent jie lemia ar bus atskirta SPĮ perleisto turto kredito rizika nuo bendrovės iniciatorės kredito

rizikos: visiškas ir besąlyginis reikalavimo teisių perleidimas (Hudson, 2009, p. 1203) ir SPI turto apsauga nuo bendrovės iniciatorės bankroto (Wood, 2008, p. 470). Būtent nuo šių sąlygų įgyvendinimo priklauso SPI išleistiems vertybiniais popieriams suteikiamas kredito reitingas.

Pirmiausia, bendrovei neturėtų būti jokių apribojimų perleisti reikalavimo teisę. Dažniausiai pasitaikantys apribojimai yra draudimas perleisti tam tikras reikalavimo teises, būtinybė gauti skolininko sutikimą, kad reikalavimo teisės perleidimas galėtų arba būtinybė pranešti skolininkui apie reikalavimo teisės perleidimą, kadangi įstatymai tai gali sieti su tam tikromis pasekmėmis. Jei reikalavimo perleidimui būtinas skolininko sutikimas, tokias reikalavimo teises sekiuritizacijai naudoti yra nepraktiška, kadangi reikėtų pranešti nemažam skaičiui skolininkų, kurie atsakytų pavėluotai, išvis neatsakytų arba nesutiktų su reikalavimo perleidimu. Jei apie reikalavimo teisės perleidimą yra būtina pranešti skolininkui, viskas priklauso nuo pasekmių, kurias sukelia nepranešimas. Pranešti skolininkui apie reikalavimo teisės perleidimą nėra praktiška keliais aspektais. Pirmia, tai sukuria papildomų kaštų bei formalumų. Antra, kadangi bendrovė iniciatorė paprastai ir toliau rinkos mokėjimus pagal perleistas reikalavimo teises, pranešimas skolininkui pastarąjį gali suklaidinti, kam mokėti. Trečia, bendrovė iniciatorė yra suinteresuota išlaikyti gerus santykius su klientais, todėl pranešimas apie reikalavimo perleidimą kai kuriais atvejais galėtų sugriauti klientų pasitikėjimą bendrove. Kai kuriose valstybėse nepranešimas apie reikalavimo teisės perleidimą neleidžia reikalavimo perleidimo fakto panaudoti prieš trečiuosius asmenis, todėl tokiu atveju pranešti apie reikalavimo teisės perleidimą būtina, kad bendrovės iniciatorės bankroto atveju į kiti bendrovės kreditoriai neįgytų teisių į mokėjimus pagal perleistas reikalavimo teises.

Kad sekiuritizacijos operacija įvyktų sėkmingai, būtina taipogi pasiekti, kad SPI būtų apsaugota nuo bendrovės iniciatorės bankroto ar nemokumo (angl. *bankruptcy remoteness*). Tai pasiekama, jei turto pardavimas SPI yra galutinis ir neginčijamas, bendrovė iniciatorė netenka visų pareigų ir teisių SPI turto atžvilgiu, o SPI atitenka visa rizika, susijusi su perleistu turtu. Būtent todėl bankai naudoja sekiuritizaciją tam tikro turto pašalinimui iš savo turto balansų, kadangi sėkmingai perleisus turtą SPI kartu pereina ir rizika, taigi banko turto balanse turto nebėra ir jam nebereikia daryti privalomų kapitalo atidėjimų. Reikalavimo teisės perleidimas taip pat neturi būti pripažintas negaliojančiu dėl nustatytų formalumų nesilaikymo ar nesąžiningumo (pvz., pripažintas kaip pažeidžiantis bendrovės kreditorių interesus). Kitas svarbus aspektas, kadangi bendrovė iniciatorė SPI naudai surenka mokėjimus pagal perleistas reikalavimo teises, bendrovės iniciatorės bankrotas neturi daryti įtakos jos galimybei pervesti tuos mokėjimus SPI. Pagrindinė rizika šiuo atveju yra mokėjimų užlaikymas bendrovės iniciatorės bankroto atveju. Blogiausia, jei dėl reikalavimo perleidimo formalumų nesilaikymo tokie mokėjimai būtų pripažinti bendrovės iniciatorės turtu ir patektų į bankrutuojančios bendrovės turto masę.

Nors dažniausiai sekiuritizacija naudojama tuomet, kai paprasti verslo finansavimo būdai yra per brangūs ar kai jais išvis negalima pasinaudoti (Jobst, 2005), tačiau manome, kad sekiuritizacija kai kuriais atvejais galima sudaryti palankias sąlygas pasiskolinti netgi pigiau nei tiesiogiai iš bankų ar tarptautinėse obligacijų rinkose, jei skolinimosi kaštai naudojant sekiuritizaciją yra mažesni nei jos nenaudojant. Antai JAV pastebėta, kad finansuojant verslą sekiuritizacijos būdu gaunama apie 30-40 proc. daugiau lėšų nei naudojant prekybos finansavimo būdą – faktoringą (Schwarcz, 1992). Be galimybės išleisti didelio kredito reitingo vertybinius popierius ir taip sumažinti finansavimo kaštus arba išvis gauti galimybę pasinaudoti tarptautinių kapitalo rinkų finansavimu, sekiuritizacijos naudojimas verslui finansuoti turi ir kitų privalumų. Pirmiausia, tokiu būdu diversifikuoja finansavimo galimybes ir tampa mažiau priklausoma nuo kitų finansavimo šaltinių, pavyzdžiui, banko paskolų (Fabozzi ir Khotari, 2007). Kitas svarbus privalumas – sekiuritizacijos būdu nelikvidus turtas kaip reikalavimo teisės, paverčiamas likvidžiu turtu – vertybiniais popieriais ir pinigais. Bendrovė reikiamas lėšas gauna iškart ir nereikia laukti, kol su ja atsiskaitys skolininkai pagal reikalavimo teises. Tai leidžia bendrovei panaudoti lėšas kitiems tikslams kaip atsiskaityti su kreditoriais, sumokėti mokesčius, investuoti ir pan. Tuo tarpu atskiroms investuotojų grupėms suteikiama galimybė investuoti į jiems priimtinos riziką atitinkančios palūkanų normos vertybinius popierius. Kadangi tinkamai įvykdyta sekiuritizacija leidžia pašalinti turtą iš bendrovės turto balanso, pagerinamas skolinto ir nuosavo kapitalo santykis (angl. *debt to equity ratio*). Manoma, kad būtent dėl galimybės gauti finansavimą bei papildomų teikiamų privalumų sekiuritizacija pradėta dažnai naudoti finansų pasaulyje. Sekiuritizacijos rinka didžiausia ten, kur ši operacija ir pradėta naudoti 1970 m. – JAV. Europoje ilgą laiką tokios operacijos buvo atliekamos vangiai, tačiau pastaruoju metu sekiuritizacijos rinka gerokai išaugo: 2007 m. buvo stebimas apie 30 proc. šiuo finansavimo būdu išleistų vertybinių popierių kiekio kasmetinis augimas, o dažniausiai šis finansavimo būdas naudotas Didžiojoje Britanijoje, kiek mažiau Ispanijoje, Vokietijoje, Olandijoje (ECB, 2007).

Sekiuritizacija turi ir tam tikrų trūkumų, kurie gali daryti tokį finansavimo būdą bendrovei ekonomiškai neracionaliu. Pirmiausia, dėl savo sudėtingumo sekiuritizacija nėra pigus verslo finansavimo būdas dėl tiesioginių ir netiesioginių kaštų (Schwarcz, 1992). Tiesioginius kaštus sudaro mokesčiai už paslaugas auditoriams, teisininkams, finansų tarpininkams, SPI steigimas ir kt. Tokio finansavimo būdo dokumentacija paprastai būna pakankamai sudėtinga. Netiesioginiai kaštai atspindi būtinybę reikalavimo teises perleisti SPI mažesne nei rinkos verte siekiant sumažinti galimą neigiamą įsipareigojimų nevykdymo pagal perleistus reikalavimus įtaką SPI kreditingumui. Taigi iš esmės sekiuritizacija naudinga tuo atveju, kai jos kaštai yra mažesni už kitų verslo finansavimo būdų kaštus arba kai kitais verslo finansavimo būdais pasinaudoti negalima.

Dėl savo sudėtingumo ir sąlyginio brangumo sekiuritizacija gali pasinaudoti ne visos bendrovės, ypač mažos ir vidutinės įmonės bei bendrovės, kurios neturi pakankamai turto, kurį galėtų panaudoti

sekiuritizacija. Manome, kad ir ši problema racionaliai išsprendžiama. Galimybę sekiuritizacijos būdu finansuoti verslą mažesnėms bendrovėms galėtų paskatinti platesnis standartizuotų sekiuritizacijos platformų naudojimas, kuris leistų gerokai sumažinti tokios finansinės operacijos kaštus bendrovėms. Sprendžiant turto nepakankamumo sekiuritizacijai problemą, kelios bendrovės reikalavimo teises pagal panašias sutartis galėtų perleisti vienai SPI. Pavyzdžiui, kelios mažesnės telekomunikacijų bendrovės iš skirtingų valstybių gali perleisti reikalavimo teises į fiksuotą mėnesinį užmokestį pagal ilgalaikes kelių metų paslaugų teikimo sutartis vienai SPI.

Sekiuritizacija kartais kritikuojama dėl to, kad ją naudojant bendrovė perleidžia kreditingiausia savo turtą ir taip pažeidžiami bendrovės iniciatorės kreditorių interesai (Kettering, 2008). Su tokia nuomone sutikti negalime. Naudojant sekiuritizaciją kreditorių teisės nėra pažeidžiamos, kadangi perleistą turtą (dažnai nelikvidų), pakeičia likvidus turtas – pinigai. Nors kartais bendrovė turtą perleidžia ir mažesne nei reali jo vertė, tačiau mainais bendrovė gauna finansavimą iškart, todėl nereikia laukti, kol visi bendrovės skolininkai įvykdys įsipareigojimus. Dėl savo sudėtingumo ir sąlyginio brangumo sekiuritizacija gali pasinaudoti ne visos bendrovės, ypač mažos ir vidutinės įmonės bei bendrovės, kurios neturi pakankamai turto, kurį galėtų panaudoti sekiuritizacija. Manome, kad ir ši problema racionaliai išsprendžiama. Galimybę sekiuritizacijos būdu finansuoti verslą mažesnėms bendrovėms galėtų paskatinti platesnis standartizuotų sekiuritizacijos platformų naudojimas, kuris leistų gerokai sumažinti tokios finansinės operacijos kaštus bendrovėms. Sprendžiant turto nepakankamumo sekiuritizacijai problemą, kelios bendrovės reikalavimo teises pagal panašias sutartis galėtų perleisti vienai SPI. Pavyzdžiui, kelios mažesnės telekomunikacijų bendrovės iš skirtingų valstybių gali perleisti reikalavimo teises į fiksuotą mėnesinį užmokestį pagal ilgalaikes kelių metų paslaugų teikimo sutartis vienai SPI.

Nors pripažįstama, kad sekiuritizacija yra ekonomiškai naudingas finansavimo būdas, problemų kelia ir tarptautinio teisinio reglamentavimo vienodinimo trūkumas šioje srityje. Kiekviena bendrovė, ketindama sekiuritizacijos būdu išleisti vertybinius popierius yra priversta gerai išstudijuoti teisinę aplinką valstybių, kuriose tokią finansinę operaciją ketinama vykdyti ir įvertinti sąlygas, kadangi klaidos gali sužlugdyti visą finansavimo operaciją (Schwarcz, 2002). Tokia situacija lemia didesnes finansines ir laiko sąnaudas bei riziką. Kol kas yra tik viena tarptautinė teisinė iniciatyva, siekianti unifikuoti kai kuriuos tarptautinės sekiuritizacijos teisinius aspektus – Jungtinių Tautų tarptautinės prekybos komisijos parengta konvencija dėl tarptautinio reikalavimų perleidimo. Konvencija nustato iš tarptautinės prekybos sutarčių kylančių reikalavimų teisių perleidimui taikytinas kolizines normas. Tai kol kas vienintelis bandymas tarptautiniu būdu unifikuoti kai kuriuos sekiuritizacijos aspektus. Kadangi prie minėtos konvencijos kol kas prisijungė tik Liuksemburgas, ji dar nėra įsigaliojusi.

Po 2008-2009 m. pasaulinės finansų krizės sekiuritizacija kaip verslo finansavimo būdas susilaukė kritikos kaip vienas pagrindinių veiksnių, sukėlusių pasaulinę finansų krizę (High-Level

Group on Financial Supervision, 2009). Su šiuo teiginiu sutinkame iš dalies. Ekonominėje literatūroje pastebėta, kad sekuritizacijos naudojimas yra susijęs su sisteminė rizika, kadangi šiuo finansavimo būdu gali būti perskirstoma didelė kredito rizika kapitalo rinkos dalyviams (BIS, 1992). Tačiau būtina pastebėti, kad sisteminės rizikos tikimybė šioje srityje priklauso nuo sekuritizacijai naudojamo turto rizikingumo. Turta, naudojamą sekuritizacijai, pasirenka bendrovė iniciatorė. Jei jai yra galimybė turta pašalinti iš turto balanso ir visiškai save atsieti nuo įsipareigojimų perleisto turto atžvilgiu, kyla interesų konflikto problema – bendrovė iniciatorė pavertimui vertybiniais popieriais panaudoti abejotino kreditingumo turta. Visgi manome, kad sisteminės rizikos tikimybė naudojant sekuritizaciją bent jau kredito įstaigų veiklos srityje turėtų sumažėti priėmus Kapitalo reikalavimų direktyvos pakeitimus ES, o JAV – Dodd-Frank aktą (White&Case, 2010). Minėti teisės aktai numato pareigą pareigą išlaikyti bent 5 proc. sekuritizacijos būdu išleistų vertybinių popierių, kas turėtų sumažinti interesų konflikto problemą ir kartu sisteminę riziką. Reformų ėmėsi ir kredito reitingų agentūros, kurios sekuritizacijos būdu išleistus vertybinius popierius vertins pagal specialią metodiką, nors iki šiol jie vertinti pagal tą pačią metodiką kaip ir įprasti vertybiniai popieriai (Partnoy, 2001). Tai leidžia teigti, kad rinka ir reguliuotojai siekia atstatyti pasitikėjimą sekuritizacijos būdu išleistų vertybinių popierių rinką, todėl ateityje šis finansavimo būdas turėtų išlikti naudinga įvairiems subjektams, siekiantiems finansavimo tarptautinės kapitalo rinkose.

1.4. Rizikos kapitalo fondai ir jų platinimo užsienio asmenims problema

2010 m. iš 83202 Lietuvos Respublikoje registruotų ir veikiančių ūkio subjektų UAB sudarė 45541, o AB – 358. Smulkios ir vidutinės įmonės atitinkamai sudarė net 99,4 proc. minėtų UAB ir 71,2 proc. AB (Statistikos departamentas, 2010). Tokioms bendrovėms pasinaudoti užsienio kapitalo rinkų finansavimo galimybėmis praktiškai neįmanoma, kadangi smulkioms ar vidutinėms AB tai daryti yra per anksti, o UAB pagal LR ABĮ negali akcijų ir obligacijų siūlyti viešai. Bene vienintelė tokių bendrovių finansavimo užsienio asmenų finansais alternatyva – užsienio paskolos, tačiau realią galimybę jas gauti paprastai gali tik didelės, patikimos ir jau stabiliai veikiančios bendrovės (žr. 1.1. poskyrį). Bendrovėms, kurios dar tik planuoja pradėti ar pradeda veiklą, ypač aukštųjų technologijų ar inovacijų srityje, gauti finansavimą dar sudėtingiau. Jų pinigų srantai dažnai išlieka neigiami, kol sukuriamas produktas ar paslauga, todėl palūkanas mokėti už paskolas sudėtinga bei užtrunka, kol investuotojai pradeda gauti grąžą (Armour, 2002, p. 4). Kadangi naujų technologijų ar produktų pasiteisinimo perspektyvos dažnai būna neaiškios, sunku prognozuoti, kokia ir ar išvis bus investicijos į juos grąža. Be to, kadangi paskoloms gauti paprastai reikia įkeisti turta, bendrovės, kurių pagrindinė veikla yra tokios sritys kaip aukštosios technologijos ar inovacijos, paprasčiausiai neturi kuo užtikrinti savo įsipareigojimų vykdymo (Gompers ir Lerner, 1999, p. 127). Bene vienintelis tokių bendrovių

turtas – gera idėja, entuziazmas ir pasiryžimas sunkiai dirbti. Paprastai bene vienintelis tokių bendrovių finansavimo šaltinis – pačių steigėjų, jų šeimos narių, draugų ar pavienių investuotojų lėšos.

Visgi ir tokioms Lietuvos bendrovėms yra galimybė gauti finansavimą užsienio kapitalo rinkose. Tai padaryti būtų galima per Lietuvoje ar kitose valstybėse veikiančius rizikos kapitalo fondus (angl. *venture capital funds*, toliau – RKF). Būtent mažų, vidutinių bei rizikingų ir didelį plėtros ir pelningumo potencialą turinčių bendrovių, kurių vertybiniais popieriais nėra prekiaujama vertybinių popierių biržose, finansavimu specializuojasi rizikos kapitalo fondai (angl. *venture capital funds*, toliau – RKF). RKF ir išpirkimo (angl. *buyout funds*) fondai yra privataus kapitalo (angl. *private equity*) fondų, t.y. fondų, kurie investuoja į bendrovių, kurių vertybiniais popieriais nėra prekiaujama vertybinių popierių biržose, porūšis (Cheffins ir Armour, 2007, p. 5). Nuo išpirkimo fondų RKF skiriasi savo strategija: išpirkimo fondai bendrovių praktiškai nefinansuoja, o naudodami daug skolinto kapitalo stengiasi perimti jau veikiančių bendrovių kontrolę, optimizuoti ar restruktūrizuoti jų veiklą ir vėliau parduoti (Hudson, 2009, p. 1080) arba įgijus bendrovių, kurių akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržose, kontrolę, tokią bendrovę delistinguoti, pertvarkyti (angl. *take private*) ir vėliau sėkmingai parduoti (Cheffins ir Armour, 2007, p. 5). RKF reikėtų skirti ir nuo „hedge“ tipo fondų. Pastarieji investuoja praktiškai į bet kokias finansines priemones ar nekilnojamą turtą, siekdami absoliučios gražos, t.y. jų graža nepriklauso nuo rinkos judėjimo, stengiamasi gauti pelną tiek rinkoms kylant, tiek leidžiantis, nors kai kuriais atvejais tokie fondai taipogi finansuoja rizikingas bendroves (Bevilacqua, 2006, p. 109).

Pasaulinėje praktikoje, ypač anglosaksų teisės tradicijos valstybėse, RKF steigiami kaip ūkinės bendrijos (angl. *limited partnership*) – juridiniai vienetai, panašūs į Lietuvoje žinomas komanditines ūkines bendrijas. RKF kaip darinys paprastai veikia ribotos atsakomybės bendrijos (angl. *limited liability partnership*) sutarties pagrindu. Fondo valdytojas veikia kaip vadovaujantis partneris (angl. *general partner*), o fondo investuotojai – kaip ribotos atsakomybės partneriai (angl. *limited liability partners*). Pastarųjų atsakomybė ribota, tačiau jie nedalyvauja fondo valdyme (Mettrick ir Yasuda, 2009, p. 2). Tokia fondo struktūra leidžia sutartimi tarp fondo investuotojų ir valdytojų pakankamai lanksčiai nustatyti jų teises ir pareigas. Kitas ūkinės bendrijos privalumas – nemažai jurisdikcijų tokios struktūros įprastai laikomos „skaidriomis“ (angl. *tax transparent*), t.y. mokestinės prievolės tokių struktūrų lygyje netaikomos, o apmokestinimas vykdomas tik jų dalyvių (investuotojų) lygmenyje. Tačiau RKF veikia kaip ir paprastos ribotos civilinės atsakomybės bendrovės arba investicinės bendrovės, kurios akcininkai yra investuotojai, o vadovu paskirimas fondo valdytojas.

Kadangi RKF viso kapitalo neinvestuoja iškart, o investuotojų įsipareigojimai apibrėžiami kaip numatytasis kapitalas (angl. *committed capital*) – bendra kapitalo suma, kurią fondo valdytojo paprašomi įsipareigoja pateikti fondo investuotojai ir kuri paprastai nekeičiama po fondo sukūrimo. Investuotojas įsipareigoja prašomas pateikti tam tikrą procentinę fondo dalį. RKF valdytojas fondo

veiklos pradžioje (paprastai per pirmus 6 metus), radęs potencialių investavimo taikinių, pateikia kapitalo prašymus (angl. *capital calls* arba *take-downs*) investuotojams. Bendra kapitalo prašymų suma retai viršija numatytojo kapitalo sumą: paprastai fondas uždaromas neinvestavęs visos numatytojo kapitalo sumos, o investuotojai neturi teisės reikalauti RKF jų vienetus išpirkti anksčiau fondo pabaigos termino, t.y. fondas yra išskirtinai uždaro tipo (EC, 2006, p. 11). RKF bendrovę finansuoja įvairiais finansiniais instrumentais – įsigydami įvairių rūšių bendrovės akcijų, obligacijų. Įprasta praktika yra RKF įsigyti obligacijų ar privilegijuotų akcijų su teise konvertuoti į akcijas, be to, investicijų sutartis paprastai suteikia nemažai bendrovės valdymo teisių RKF, nors obligacijos ar privilegijuotos akcijos *per se* teisių dalyvauti valdant bendrovę nesuteikia (Armour, 2002, p. 4).

Bendrovės finansavimo dydis priklauso nuo bendrovės plėtros etapo – kuo vėlesniame plėtros etape yra bendrovė, tuo daugiau finansavimo jai reikia, tačiau tuo pačiu jos grąža mažesnė. RKF paprastai klasifikuojami pagal bendrovių, į kurias investuoja, veiklos stadiją (Marks et al., 2005). Skiriamos stadijos yra pradinė (angl. *seed*) – kai bendrovė yra tik idėjos stadijoje, finansavimas suteikiamas jos steigimui; ankstyva (angl. *early*) – kai bendrovė dar tik pradeda veiklą, tačiau iki galo jos nėra išplėtojusi, pvz. sukurtas produkto prototipas, tačiau trūksta lėšų jo bandymams ir pristatymui klientams; vidutinė (angl. *mid*) – kai bendrovė jau generuoja teigiamus pinigų srautus, tačiau trūksta lėšų tolimesnei plėtrai; vėlyva (angl. *late*) – kai bendrovė yra pakankamai įsitvirtinusi rinkoje, tačiau finansavimas būtinas didesniems plėtros projektams kaip patekimui į naujas rinkas, kitų bendrovių įsigijimui. RKF taipogi paprastai orientuojasi į tam tikro sektoriaus bendroves, ypač informacinių technologijų, telekomunikacijų, gyvybės mokslų sektoriuje dirbančias bendroves, tačiau ir tradiciniai sektoriai kaip mažmeninė prekyba ar paslaugos taipogi susilaukia RKF investicijų (Fraser-Sampson, 2007, p. 118). Dalis RKF specializuojasi finansuojant tik tam tikros stadijos ir/arba tam tikro sektoriaus bendrovės, kiti – bet kurios stadijos ir bet kuriame sektoriuje veikiančias bendroves. RKF vidutiniškai investuoja į 10-15 bendrovių, iš kurių apie 1-4 patiria nesėkmę, tačiau sėkmingos investicijos su kaupu atperka nesėkmingas (Marks et al., 2005, p. 110).

Vienas RKF ypatumų – ribotas veiklos laikotarpis, paprastai trunkantis apie 10 metų nuo fondo įsteigimo iki jo likvidavimo. Per pirmus 1,5 metų pritraukiami investuotojai; per pirmus 4 metus randamos bendrovės, į kurias investuojama; nuo antrų veiklos metų investicijos yra aktyviai valdomos ir didinama jų vertė, o iki fondo likvidavimo jas stengiamasi realizuoti (Cendrowski et al., 2008, p. 13). Jei investicijos realizuojamos anksčiau fondo likvidavimo termino, fondas turi teisę gautas lėšas investuoti vėl. Nuo daugumos kitų investicijų, RKF skiriasi tuo, kad per visą minėtą laikotarpį RKF investuotojai neturi teisės reikalauti fondo išpirkti savo dalies fonde, t.y. jis yra išskirtinai tik uždaro tipo. Žinoma, jei fondo ir investuotojo sutartis leidžia, investuotojas gali perleisti savo dalį kitam investuotojui, nors antrinė RKF dalių rinka nėra aktyvi, todėl iš esmės investuotojo įsipareigojimas yra ilgalaikis (Ibrahim, 2010, p. 107).

RKF savo investicijas realizuoja ir grąžą gauna keliais būdais: parduodant bendrovės akcijas viešai vertybinių popierių biržoje, t.y. atliekant IPO, bendrovės akcijas parduodant strateginiam investuotojui arba kitam privataus kapitalo fondui, parduodant bendrovės akcijas bendrovės įkūrėjui, esamiems vadovams (angl. *management buy-out*) ar naujiems vadovams (angl. *management buy-in*). Pelningiausias investicijos realizavimo būdas yra IPO, kiek mažiau pelningas – pardavimas kitam strateginiam investuotojui arba fondui, todėl RKF pirmiausia siekia bendrovę parduoti organizuodami jos IPO (Bienz ir Leite, 2008). IPO populiarumas suprantamas – RKF parduodant bendrovę šiuo būdu grąža yra 7 kartus didesnė nei pradinė investicija į bendrovę, tuo tarpu parduodant kitam strateginiam investuotojui ar fondui grąža būna tik 2 kartus didesnė nei pradinė investicija (Marks et al., 2005). RKF valdytojo atlygį paprastai sudaro kelios dalys: fondo valdymo mokestis, valdytojo dalis ir paties valdytojo investuotos dalies į RKF grąža (EC, 2006, p. 11). Fondo valdymo mokestis (angl. *management fee*) yra mokamas periodiškai (kas vieną ar kelis mėnesius), priklauso nuo valdomo aktyvų dydžio ir fondo investavimo strategijos bei sudėtingumo ir paprastai sudaro 2-2,5 RKF valdomų grynųjų aktyvų dydžio. Valdytojo dalis (angl. *carried interest*) – tai RKF pelno dalis, kuri tenka valdytojui, fondo investuotojams atgavus investuotą kapitalą ir paprastai sudaranti 20 proc. RKF pelno. Neretai numatoma, kad valdytojo dalis išmokama valdytojui, tik jei RKF grąža viršiją numatytą kartelę (angl. *hurdle rate*), kuri paprastai sudaro 8 proc. Kadangi pats RKF valdytojas dažnai investuoja dalį nuosavų lėšų į RKF (paprastai 1 proc. numatytojo kapitalo), jo atlygio dalį sudaro ir valdytojo investuotos dalies į RKF grąža. Pastarosios dvi RKF valdytojo atlygio dalys veikia kaip sėkmės mokestis, t.y. jų dydis priklauso nuo investavimo rezultatų, tad valdytojas turi finansinę motyvaciją siekti kuo geresnių rezultatų investuodamas ir valdydamas kiekvieną iš jam patiktų RKF. Tokia RKF valdytojo atlyginimo sistema padeda veiksmingai suderinti RKF valdytojo ir investuotojų interesus ir yra vienas pagrindinių RKF finansavimo modelio sėkmės veiksnių (Gilson, 2002, p. 31).

Bene svarbiausias RKF finansavimo modelio ypatumas ir sėkmės veiksnys be finansavimo yra RKF teikiama pridėtinė vertė bendrovei, kuri pasireiškia 3 aspektais: vadybiniu, intensyvios priežiūros ir kontrolės bei reputacijos (Black ir Gilson, 1999, p. 9). Vadybinis aspektas pasireiškia tuo, kad RKF paprastai turi patirties ir žinių tam tikrame ekonominės veiklos sektoriuje, todėl be finansavimo bendrovei pataria įvairiais verslo valdymo, strategijos, finansų, rinkodaros klausimais. RKF dažnai turi platų kontaktų tinklą, kuriuo pasinaudoję gali bendrovei padėti pasamdyti reikiamus kvalifikuotus specialistus (pvz. vadybininkus, rinkodaros specialistus, mokslininkus), jei to prireikia. Tai itin aktualu veiklą pradedančioms bendrovėms, kurių vadovai paprastai turi gerą idėją, bet mažai žinių, kaip ją įgyvendinti. Intensyvios priežiūros ir kontrolės aspektas pasireiškia tuo, kad skirtingai nuo daugelio kitų investuotojų, RKF yra aktyvūs investuotojai, nustatantys konkrečius tikslus ir terminus jiems pasiekti bei imantys aktyvių veiksmų, jei jie nepasiekiami. Vienas pagrindinių kontrolės būdų yra finansavimas dalimis (angl. *staged financing*), kurio esmė yra, kad RKF bendrovei suteikia ne visas, o

dalį lėšų, būtinų konkrečiam tikslui pasiekti, pvz. sukurti produkto prototipą. Jei tikslas pasiekiamas, bendrovė gauna finansavimą kitam tikslui pasiekti. Jei tikslas nėra pasiekiamas, RKF paprastai turi teisę nebeteikti finansavimo, pakeisti bendrovės vadovą ar inicijuoti bendrovės likvidavimą. Reputacijos aspektas reiškia, kad bendrovė, kurią finansuoja RKF, turi didesnę kitų rinkos dalyvių pasitikėjimą, nes manoma, kad tokios bendrovės sėkmės tikimybė didesnė. Dėl šios priežasties RKF finansuojamoms bendrovėms paprastai būna lengviau gauti banko paskolas, sudaryti sutartį su didesniais ir geresniais investiciniais bankais prieš IPO, į tokias bendroves palankiau žiūri ir tiekėjai bei klientai, be to, joms lengviau prisivilioti geresnių ir talentingesnių darbuotojų.

Kitas RKF finansavimo modelio ypatumas yra tas, kad į RKF daugiausia investuoja bankai, pensijų fondai, įvairūs KIS, draudimo bendrovės bei kiti instituciniai investuotojai ar itin turtingi fiziniai asmenys (angl. *high net-worth individuals*). Šių asmenų investicijos 2000-2005 m. sudarė 85 proc. visų investicijų į ES RKF (EC, 2006, p. 11), o 2003-2007 m. didžiausi investuotojai buvo pensijų fondai (23 proc.), bankai (15,6 proc.), fondų fondai (14,7 proc.) ir draudimo bendrovės (9,9 proc.) (EVCA, 2008). Skiriamasis tokių investuotojų bruožas – jie laikomi profesionaliais investuotojais, t.y. galinčiais nepriklausomai priimti investicinius sprendimus ir tinkamai įvertinti tokių sprendimų riziką (EC, 2006, p. 11), todėl neprofesionaliems investuotojams teisės aktuose numatyta apsauga jiems nėra būtina. Tokia praktika susiklostė dėl kelių priežasčių. Pirma, investicijos į RKF nėra likvidžios, kadangi per visą fondo veiklos laikotarpį investuotojai negali reikalauti fondo išpirkti jo dalies, o gali tik ją perleisti kitam investuotojui, kas yra sudėtinga nesant likvidžiai antrinei RKF rinkai, be to, šių investicijų rizika yra pakankamai didelė ir specifinė, todėl neprofesionaliems investuotojams ji nėra tinkama. Antra, kadangi daugelio valstybių teisės aktai numato specialius neprofesionalių investuotojų apsaugos mechanizmus ar diversifikavimo reikalavimus, jei į fondą investuoja neprofesionalūs investuotojai, tokių reikalavimų laikymasis būtų nesuderinamas su būtinybe RKF veiklos lankstumą ir nesuteiktą galimybę su investuotojais laisvai susitarti dėl įvairių sąlygų. Vienoje 2008 m. Europos Komisijos užsakytų studijų nustatyta, kad dauguma RKF valdytojų būtinybės platinti tokio tipo fondus neprofesionaliems investuotojams strategiškai svarbiu, kadangi tokie investuotojai į RKF gali investuoti netiesiogiai – per fondų fondus, struktūrizuotas finansines priemones ir pan. (PriceWaterhouseCoopers, 2008, p. 15).

Gali kilti klausimas, kodėl būtinas fondas bendrovės finansuojant rizikos kapitalu. Juk instituciniai investuotojai galėtų ir patys finansuoti tokias bendroves tiesiogiai. RKF yra būtinas dėl kelių priežasčių. Pirmiausia, kadangi rizikos kapitalas yra gana rizikinga investicija. Fondo naudojimas leidžia veiksmingai diversifikuoti investicijas ir sumažinti tą riziką. Paskaičiuota, kad tiesioginė rizikos kapitalo investicija į bendrovę turi 30 proc. visos investuotos sumos praradimo tikimybę, tuo tarpu investuojant per fondą tikimybė prarasti investuotą sumą yra statiškai nereikšminga (Weidig ir Mathonet, 2004). Be to, instituciniams investuotojams kurti pridėtinę vertę bendrovėse būtų brangiau

ir sudėtingiau. Kadangi RKF specializuojasi tokiose investicijose, jie gali pasiekti masto ir kokybės ekonomijos efektą šioje srityje, t.y. RKF investicijas gali valdyti geriau ir pigiau (Triantis, 2001, p. 3). Antai JAV rizikos kapitalo rinkos sėkmės veiksnių analizė parodė, kad RKF buvo vienas 3 pagrindinių rizikos kapitalo rinkos sėkmės priežasčių, padėjusių sujungti ir priversti didinti pridėtinę vertę kitus du veiksnius – verslius žmones ir kapitalą (Gilson, 2002). Be to, RKF naudojimą lemia ir teisiniai veiksniai: nemažai daliai institucinių investuotojų kaip pensijų fondams ar įvairiems KIS jų steigimo dokumentai ar veiklą reglamentuojantys teisės aktai draudžia įgyti bendrovių, į kurias jie investuoja, kontrolę. RKF tokių apribojimų neturi ir gali veiksmingai didinti bendrovių pridėtinę vertę, griežtai jas kontroliuodami. Žinoma, kai kurie instituciniai investuotojai tiesiogiai investuoja rizikos kapitalą į bendroves, tačiau tokie atvejai yra pavieniai (Nielsen, 2007).

Kadangi RKF skirti profesionaliems investuotojams, tai jiems leidžia išvengti finansų rinkas kontroliuojančių institucijų priežiūros. Tokia situacija suteikia daug lankstumo, tačiau lemia tai, kad apie RKF veiklą mažai žinoma, o visuomenėje neretai susidaro neigiamas įspūdis apie tokio tipo fondus – neretai jie apibūdinami kaip godūs kapitalistai, siekiantys kuo greičiau pasipelnėti iš jaunų bendrovių (Gompers ir Lerner, 1999, p. 2). Tačiau tai yra klaidingas įspūdis. RKF yra itin svarbus verslo finansavimo įrankis, teikiantis naudos tiek bendrovei, tiek investuotojams, tiek ir ekonomikai.

Nauda bendrovei pasireiškia pirmiausia tuo, kad bendrovė gauna finansavimą, kurio iš kitų šaltinių galbūt paprasčiausiai net negautų ar jis būtų per brangus. 95 proc. ES RKF finansuojamų bendrovių vadovų teigė, kad be RKF jų bendrovė išvis nebūtų egzistavusi arba jos plėtra būtų gerokai lėtesnė (EVCA, 2002). Be to, kaip jau minėjome, be finansavimo bendrovė iš RKF gauna ir didelę pridėtinę vertę, pasireiškiančią vadybinio, reputacijos ir kontrolės aspektais, kuri kartais teikia netgi daugiau naudos nei pats finansavimas (Black ir Gilson, 1999). Dėl šios priežasties, RKF finansuojamos bendrovės turi didelį augimo potencialą: būtent JAV RKF padėjo kelių žmonių idėjoms tapti tokioms tarptautinėms bendrovėms kaip Apple, Intel, Microsoft (Gompers ir Lerner, 1999, p. 1). RKF naudingi ir investuotojams, pirmiausia tuo, kad garantuoja didesnę nei vidutinę grąžą: JAV 1985-2007 m. laikotarpiu vidutinė metinė RKF grąža investuotojams siekė 19,9 proc. (Cendrowski et al. 2008, p. 61), tuo tarpu ES pelningiausių fondų – apie 17,1 proc. (EC, 2006, p. 19). Be to, kaip minėjome, investuotojams suteikia galimybę diversifikuoti investicijas investuojant į sąlyginai mažai nuo svyravimų viešų vertybinių popierių rinkose priklausomą turto klasę. Investicijos į RKF taipogi naudingos ir valstybių ekonomikai. RKF investicijos siejamos su ekonomikos augimu: 0,1 proc. investicijų padidėjimas nuo valstybės BVP paprastai lemia 0,8 procentinio punkto realios ekonomikos augimo padidėjimą ir bendrą ekonomikos pagyvėjimą (Meyer, 2010). RKF finansuojamos bendrovės ES 1997-2004 m. darbuotojų skaičių didindavo apie 30,5 proc. kasmet, o net 13 proc. jose dirbusių darbuotojų turėjo mokslų daktaro laipsnį (EVCA, 2005), kas rodo, jog RKF padeda kurti kvalifikuotas darbo vietas. Be to, kadangi RKF finansuoja ir naujas bei dažnai visiškai neišbandytas verslo sritis,

skatinamos inovacijos ir techninė pažanga. RKF paprastai siekia realizuoti investicijas IPO būdu, todėl sėkmingas tokių bendrovių atėjimas į vertybinių popierių biržas skatina vertybinių popierių rinkų aktyvumą ir plėtrą (Black ir Gilson, 1999).

RKF pasižymi tuo, kad jie paprastai investuoja valstybėje, kurioje yra įsteigti, tačiau kapitalą stengiasi pritraukti iš įvairių valstybių investuotojų (EC, 2006, p. 28). Tik apie 10 proc. ES rizikos kapitalo fondų investuoja kitose valstybėse narėse (ECB, 2007, p. 73), tačiau lėšas gauna ne tik iš vietinių investuotojų – 2003-2007 m. laikotarpiu 65,8 proc. RKF lėšų gauta iš Europos valstybių, 24 proc. iš JAV ir 10,2 – Azijos ir kt. pasaulio valstybių (EVCA, 2010). Atsižvelgiant į tai, kad RKF yra platinami tik profesionaliems investuotojams naudojantis įvairiomis teisės aktų išimtimis, skirtomis neviešam platinimui (angl. *private placement*) ir tai, kad kapitalo rinkų teisinis reguliavimas ES nemaža dalimi yra harmonizuotas, būtų logiška manyti, kad toks platinimas neturėtų kelti problemų.

Praktikoje situacija yra visiškai kitokia. RKF bei įvairių kitų specialiųjų KIS veikla ir platinimas ES lygiu kol kas nėra harmonizuotas. Vieninteliai KIS, kurių reguliavimas yra harmonizuotas ES lygiu yra KIS, įsteigti pagal Tarybos direktyvą (85/611/EB) dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS) derinimo (toliau – Suderintųjų KIS direktyva). Suderintieji KIS gali būti platinami visoje ES viešai pagal suderintųjų KIS paso sistemą, t.y. pasinaudojant paprasta notifikavimo procedūra, kuomet valstybės narės, kurioje įsteigtas KIS, kompetentingai institucijai apie ketinimą platinti suderintąjį KIS pranešus valstybės narės, kurioje ketinama platinti minėto KIS vienetus, kompetentingai institucijai ir persiuntus nustatytus dokumentus suderintas KIS įgyja teisę platinti vienetus viešai toje valstybėje narėje, tačiau RKF steigti kaip suderintąjį KIS nebūtų galima, kadangi pastarųjų teisinis reguliavimas nėra suderinamas su RKF veiklos modeliu (tik atviras tokių fondų tipas, draudimas įgyti esminį poveikį emitentui, privalomi diversifikavimo reikalavimai). Kai kurie neviešo platinimo aspektai, aktualūs RKF, ES yra harmonizuoti Prospektų ir MiFiD direktyvų nuostatomis. Prospektų direktyva pateikia viešo siūlymo apibrėžimą ir numato pareigos parengti prospektą išimtis, kurios priklauso nuo emisijos charakteristikų bei asmenų, kuriems vertybiniai popieriai siūlomi, kategorijos arba skaičiaus. Tuo tarpu MiFiD direktyva nustato pareigą investicinėms bendrovėms klasifikuoti klientus į tris kategorijas – neprofesionaliuosius klientus, profesionaliuosius klientus ir tinkamas sandorio šalus – ir priklausomai nuo klientų kategorijos laikytis investicinių paslaugų pobūdį atitinkančių klientų apsaugos priemonių. Tačiau šios išimtys nenustato išsamaus ir aiškaus neviešo platinimo teisinio reguliavimo ES, kadangi minėtos direktyvos nėra taikomos visais atvejais ir neapima visų neviešo platinimo aspektų: Prospektų direktyva netaikoma kai kuriems uždaro tipo KIS ir nustato tik pareigos parengti prospektą išimtis; MiFiD direktyva išvis nėra taikoma kai kuriems subjektams, dalyvaujantiems RKF platinimo procese (pvz. fondų valdymo įmonėms, kai jos vykdo tik valdymo funkciją), o tiems, kuriems ji taikoma, numato išimtis tik iš pareigų laikytis klientų apsaugos priemonių. Be to, abi direktyvos sukurtos

pirmiausia sukurtos neprofesionalių investuotojų apsaugai užtikrinti, o ne tiksliam neviešo platinimo režimui nustatyti.

Minėta situacija lemia labai skirtingą tokio tipo fondų platinimo teisinį reglamentavimą visoje ES. Europos Komisija, 2008 m. atlikusi tyrimą, nustatė, kad fragmentiškas neharmonizuotų fondų neviešo platinimo teisinis reguliavimas skiriasi tam tikrais pagrindiniais aspektais (EC, 2008, p. 12). Pirma, skiriasi finansinių instrumentų, kurie gali būti platinami neviešai, samprata: vienos valstybės narės tokią teisę suteikia tik vertybiniais popieriams ir uždaro tipo KIS vienetams, kitos – gerokai platesniam finansinių priemonių ratui. Antra, skiriasi pareigų, kurios nėra taikomos neviešo platinimo atveju, apimtis: kai kuriose valstybėse narėse atliekant neviešą platinimą netaikoma tik pareiga parengti prospektą, tačiau kitos pareigos, kurios galiotų viešam platinimui, lieka galioti. Kitose valstybėse neviešo platinimo atveju netaikomos ir kitos neprofesionalių investuotojų apsaugos priemonės. Trečia, skirtingos subjektų, kurie gali vykdyti neviešą platinimą ir kuriems jis gali būti vykdomas, sampratos. Minėti skirtumai lemia skirtingas pareigas, susijusias su neviešu neharmonizuotų KIS platinimu kitose valstybėse narėse (EC, 2006, p. 29 ir EC, 2008, p. 13):

- 1) pareiga parengti vietinius reikalavimus atitinkančius platinimo dokumentus ir pateikti juos vietinei priežiūros institucijai;
- 2) pareiga registruoti platinamus finansinius instrumentus priežiūros institucijoje prieš atliekant platinimą profesionaliems investuotojams;
- 3) apribojimais fondų pranešimams apie platinimą ir reklamai;
- 4) skirtingas profesionalių investuotojų, kuriems gali būti atliekamas platinimas, apibrėžimas;
- 5) apribojimai kai kuriems fondams ar tarpininkams atlikti platinimą profesionaliems investuotojams;
- 6) būtinybė registruoti ar įsteigti KIS toje valstybėje, kurioje jis platinamas;
- 7) būtinybė paskirti vietinį licencijuotą subjektą lėšų surinkimui ir reklamai vykdyti.

Praktinis tokio teisinio reglamentavimo skirtumų rezultatas – RKF, siekiantys pritraukti lėšas iš visos ES yra priversti veikti 27 (ir daugiau, jei skaičiuosime ir EEE valstybes) skirtingose teisinėse aplinkose. Nors toks fragmentiškumas nedaro neviešo platinimo neįmanomu, tačiau kai kuriais atvejais jį gerokai apriboja arba verčia RKF valdytojus patirti pakankamai didelius papildomus administracinius kaštus. RKF valdytojas, prieš platindamas Lietuvoje įsteigtą RKF kitose valstybėse narėse, turėtų detaliai išanalizuoti profesionaliems investuotojams taikomų išimčių tų valstybių nacionalinėje teisėje ribas, įvertinti galimą riziką ir nuspręsti, kur RKF bus platinamas. Vien teisinės konsultacijos RKF kainuotų nemažai – visų ES valstybių narių neviešo platinimo galimybių analizė kainuoja nuo 300 000 iki 450 000 eurų (EC, 2006, p. 13). Antai išsami 16 EEE valstybių narių teisės analizė investicinei bendrovei „Goldman Sachs Asset Management“ kainavo 600 000 eurų ir turi būti atnaujinama kas kelis metus (Goldman Sachs Asset Management, 2007). Iš 16 minėtų valstybių narių,

3 licencijuotai investicinei bendrovei platinti neharmonizuotą fondą neviešo platinimo būdu praktiškai neįmanoma nesteigiant fondo tose valstybėse, dar 3 toks platinimas įmanomas, jei įvykdomos pakankamai sunkios sąlygos (EC, 2008, p. 13). Nusprendus RKF platinti, problemos nesibaigtų, kadangi gali tekti tiek fondo struktūrą (pvz. steigti subfondus, paralelinius fondus ar papildomus fondus ofšorinėse jurisdikcijose), tiek platinimo dokumentus pritaikyti atskirų valstybių reikalavimams, kas vėlgi lemia papildomus administracinius sunkumus ir kaštus RKF – apie 1 proc. grynujų aktyvų kasmet (EC, 2006, p. 26), kas visam ES RKF sektoriui sudaro apie 270 mln. eurų kasmet, turint omenyje, kad 2009 m. ES RKF valdomi grynieji aktyvai sudarė 27 mlrd. eurų (Charles River Associates (CRA), 2009). Jei dideliems fondams minėtos problemos yra išsprendžiamos, mažesniems RKF jos kelia itin didelių sunkumų: dėl didelių papildomų kaštų, administracinių sunkumų bei rizikos tenka gerokai riboti platinimo geografiją arba remtis tik vietiniais finansų šaltiniais, o blogiausiu atveju – išvis nesisteigti. Šios problemos ypač neigiamai veikia RKF, veikiančius mažose rinkose (kaip Lietuvos), kurie paprastai remiasi užsienio kapitalu dėl mažos vietinių investuotojų bazės: dideli lėšų pritraukimo kaštai, laiko sąnaudos ir rizika mažina tokių fondų efektyvumą, gražą bei patrauklumą investuotojams.

RKF teisinio reglamentavimo fragmentiškumas lemia tai, kad rizikos kapitalo rinka ES nėra išplėtotą ir tai lemia nepakankamą kai kurių verslo subjektų, ypač mažų bendrovių, finansavimą (ECB 2007, p. 73). Lyginant su kitomis valstybėmis, minėta fragmentiškumo problema RKF platinant JAV nekyla, kadangi visoje JAV taikoma viena federalinė vertybinių popierių rinką ir KIS veiklą reglamentuojanti teisė. Problemų nekyla ir RKF platinant Japonijoje, Kanadoje, Honkonge, Singapūre, Šveicarijoje ir Australijoje, kadangi pastarosios valstybės turi aiškiai apibrėžtus neviešo platinimo režimus (Goldman Sachs Asset Management, 2007).

RKF harmonizavimas ir rinkos integracija ES būtų naudinga tiek ES veikiantiems RKF, tiek atskirų valstybių ir bendrai ES ekonomikai: sumažintų fondų steigimo ir valdymo kaštus, fondų apmokestinimo tvarka taptų paprastesnė, būtų skatinamos investicijos tarp ES valstybių narių ir taip prisidėtų prie laisvo kapitalo judėjimo ES (EVCA, 2010, p.4). Tai leistų užtikrinti veiksmingą kapitalo pasiskirstymą ES, kas savo ruožtu užtikrintų didesnę ir spartesnę visos ES ekonomikos augimą, be to, padidėjusi RKF pasiūla leistų atskiriems fondams specializuotis, paskatintų konkurenciją ir leistų tiek investuotojams, tiek bendrovės pasirinkti geriausius fondus (EC, 2009, p. 6). Kadangi RKF teisinio reglamentavimo fragmentiškumas yra kliūtis tikros vidaus rinkos sukūrimui ES, ši problema analizuota ir ES lygiu. Europos Komisija analizavo galimybę harmonizuoti neviešo platinimo teisinį reglamentavimą ES, tačiau ši iniciatyva taip ir liko projektu, o kita priemonė – skatinimas valstybes nares taikyti abipusio pripažinimo procedūras kitų valstybių narių RKF – kol kas turi tik itin ribotą poveikį (EC, 2009, p. 4). Iki 2007-2008 m. pasaulinės finansų krizės ryžtingesnių veiksmų šioje srityje nesiimta, didesnis proveržis nepasiektas.

2. TARPTAUTINIŲ VERSLO FINANSAVIMO BŪDŲ TEISINIO REGLAMENTAVIMO ANALIZĖ

2.1. Tarptautinių paskolų teisinis reglamentavimas Lietuvoje

Specialaus teisės akto, kuris būtų skirtas Lietuvos bendrovių tarptautinėms paskoloms reglamentuoti, Lietuvoje nėra, o tokioms paskoloms aktualūs klausimai reglamentuojami atskiruose Lietuvos Respublikoje galiojančiuose teisės aktuose.

Kadangi užsienio paskolos neišvengiamai susijusios su operacijomis užsienio valiuta (pati paskola teikiama užsienio valiuta, paskolos suma pervedama į sąskaitą užsienio banke ir pan.), užsienio paskoloms svarbus Užsienio valiutos Lietuvos Respublikoje įstatymas. Įstatymo 3 str. 3 d. suteikia teisę Lietuvos bendrovėms šalių susitarimu naudoti užsienio valiutą mokėjimams ir atsiskaitymams negrynaisiais pinigais, o Europos Sąjungos valiuta – euru – ir grynaisiais pinigais. Užsienio valiutos Lietuvos Respublikoje įstatymo 2 str. suteikia teisę juridiniams asmenims atidaryti užsienio valiutos sąskaitas užsienio valstybėse tose valstybėse nustatyta tvarka, tačiau numato pareigą apie tokias sąskaitas pranešti Valstybinei mokesčių inspekcijai prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos. Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymo 42 str. minėtą nuostatą detalizuoja: toks pranešimas turi būti pateiktas per 5 darbo dienas nuo sąskaitos atidarymo dienos.

Bene svarbiausia užsienio paskolų aspektu yra Lietuvos Respublikos užsienio valiutos Lietuvos Respublikoje įstatymo 4 str. 2 d., kuri numato pareigą Lietuvos Respublikos juridiniams asmenims gaunamas užsienio paskolas be valstybės garantijos registruoti Lietuvos banke. Minėtą įstatymo nuostatą detalizuoja Lietuvos banko valdybos nutarimu patvirtinta Lietuvos Respublikos juridinių asmenų gaunamų užsienio paskolų be valstybės garantijos ir užsienio ūkio subjektams suteikiamų paskolų įregistravimo Lietuvos banke tvarka. Užsienio paskolų registravimas centriniame banke yra pakankamai dažnai taikomas pasaulinėje praktikoje, o kai kuriose valstybėse nuo paskolos registravimo priklauso tam tikrų kreditoriaus teisių galiojimas, pavyzdžiui, teisė į paskolos grąžinimą užsienio valiuta (Hoffman, 2007, p. 43). Tvarkoje numatyta, kad Lietuvos banke privalo būti registruojamos visos Lietuvos Respublikos juridinių asmenų gaunamos užsienio paskolos be valstybės garantijos per 15 d. nuo jų sutarties pasirašymo datos. Gaunama užsienio paskola be valstybės garantijos – tai Lietuvos Respublikos juridinio asmens gauta paskola iš juridinio(-ių) arba fizinio(-ių) asmens(-ų), kurio(-ių) nuolatinė buvimo vieta yra už Lietuvos ribų, pagal paskolos sutartį, kurios įvykdymo negarantuoja valstybė. Minėtas paskolos apibrėžimas yra labai platus ir kai kuriais atvejais apima atvejus, kuomet užsienio paskola tokia laikytina tik formaliai. Galimos situacijos, kai paskolos teikiamos lietuviškos kilmės bendrovių grupės viduje, kai viena ar kelios bendrovių grupės dalyvės yra

įsteigtos kitose valstybėse, ar užsienyje įsteigta Lietuvos bendrovės ofšorinei bendrovei, kuri lėšas perveda atgal Lietuvos bendrovei, t.y. kai piniginės lėšos cirkuliuoja tarp iš esmės Lietuvos juridinių asmenų, kurių vienas ar keli tik formaliai laikytinas užsienio juridiniu asmeniu dėl jo registracijos vietos. Manome, kad atsižvelgiant į užsienio paskolų registracijos tikslus (valstybės skolos ir tarptautinio mokėjimų balanso duomenims nustatyti) tokia paskola nelaikytina grynai užsienio paskola ir gali iškreipti minėtus valstybės makroekonomikos duomenis. Bendrovė, registruodama užsienio paskolą, privalo pateikti nustatyto turinio prašymą, parengtą pagal Tvarkos prieduose įtvirtintus reikalavimus, kuriame be kitų duomenų nurodoma paskolos suma, terminas, paskolos tipas (paprasčiausia ar sindikuota), grąžinimo data, duomenys apie skolos gavėją ir davėją. Siekiant, kad paskolų registravimas būtų kuo paprastesnis, Tvarkoje nustatytas platus prašymo pateikimo būdų Lietuvos bankui sąrašas: prašymas gali būti pateiktas internetu, elektroniniu paštu, faksu, paštu arba pristatytas tiesiogiai Lietuvos bankui, o nuo 2009 m. pradžios, Lietuvos bankui įdiegus duomenų apsaugos užtikrinimo sertifikatus, įmonės gali registruoti paskolas ir tiesiogiai internetu. Užsienio paskolos registravimas paskolos gavėjui sukuria tam tikras tęstines pareigas – Lietuvos Respublikos juridiniu asmeniu ne vėliau kaip per 15 dienų, nurodydamas paskolos įregistravimo Lietuvos banke numerį, Lietuvos bankui turi pranešti apie kiekvienos atskiros paskolos dalies, apie kurią dar nebuvo pranešta, faktinį gavimą ir grąžinimą bei esminius paskolos sutarties sąlygų pasikeitimus (paskolos dydžio arba limito, palūkanų normų, paskolos sutarties termino pasikeitimą), taip pat paskolos gavėjo ir kreditoriaus rekvizitų (pavadinimo, adreso, institucinio sektoriaus), ryšio tarp paskolos gavėjo ir kreditoriaus bei paskolos grąžinimo grafiko pasikeitimus. Analizuojant pareigos registruoti užsienio paskolą teisinę pasekmę, pastebėtina, kad jokios įtakos užsienio paskolos sudarymui ar galiojimui minėtos pareigos įvykdymas ar neįvykdymas nedaro, o įstatymai numato tik administracinę atsakomybę – Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodekso 170²⁰ str. numatyta administracinė atsakomybė: įmonių, įstaigų ir organizacijų vadovams skiriama bauda nuo 500 iki 2000 litų. Tokias administracinių teisės pažeidimų bylas nagrinėjas Lietuvos bankas. Lietuvos banko vardu nagrinėti administracinių teisės pažeidimų bylas ir skirti administracines nuobaudas turi teisę Lietuvos banko valdyba. Gali kilti klausimas, ar tokia pareiga nėra diskriminuojanti užsienio asmenų, siekiančių finansuoti Lietuvos bendroves, atžvilgiu ir laikytina užsienio paskolų teikimo Lietuvos bendrovėms apribojimu. Manome, kad ne. Pirma, registravimo reikalavimu siekiama kelių svarbių tikslų: gauti informaciją pinigų plovimo prevencijai užtikrinti bei svarbiems šalies makroekonomikos duomenims – skolos užsieniui statistikai – parengti. Antra, pareiga registruoti užsienio paskolas nedaro jokio įtakos sudarytos paskolos sutarties galiojimui ar vykdymui – už jos nevykdymą numatyta tik Lietuvos bendrovės administracinė atsakomybė. Be to, paskolos registravimo procedūra nėra sudėtinga, kadangi registravimo pareigą galima atlikti pakankamai įvairiais ir patogiais būdais. Taigi ši priemonė vertintina kaip adekvati ir proporcinga ja siekiamiems tikslams pasiekti.

Galima situacija, kad bendrovei paskolą teikiantis užsienio asmuo yra ir bendrovės akcininkas. Viena iš Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo (toliau – LR ABĮ) įtvirtintų akcininko turtinių teisių yra teisė įstatymų nustatytais būdais skolinti bendrovei (LR ABĮ 15 str. 5 p.). LR ABĮ nenustato draudimo akcininkui ir bendrovei susitarti dėl neprocentinės paskolos suteikimo, o tik įtvirtina apribojimus tik tuo atveju, jeigu šalys sutartyje numato palūkanas už bendrovei suteikiamą paskolą. Siekiant apsaugoti bendrovės interesus ir neleisti akcininkams nepagrįstai pasipelnyti iš bendrovei teikiamų paskolų, LR ABĮ 15 str. 5 pt. nurodyta, kad bendrovei skolinantis iš akcininko, palūkanos negali viršyti paskolos davėjo gyvenamojoje ar verslo vietoje esančių komercinių bankų vidutinės palūkanų normos, galiojusios sudarant paskolos sutartį. Tokiu atveju bendrovei ir akcininkui draudžiama susitarti dėl didesnių palūkanų, t. y. LR ABĮ yra ribojamas tik maksimalus palūkanų dydis. LR ABĮ taip pat draudžia bendrovei įkeisti akcininkams savo turtą paskolai užtikrinti. Tačiau šis apribojimas taikomas nepriklausomai nuo to, suteikiama užsienio paskola ar ne.

Lietuvos Respublikos finansų įstaigų įstatymas nustato apribojimą bendrovėms skolintis iš neprofesionalių rinkos dalyvių. Šio įstatymo 3 str. 4 d. numato, kad tik kredito įstaiga turi išimtinę teisę skolintis iš neprofesionalių rinkos dalyvių viršydama nuosavo kapitalo dydį. Finansų įstaigų įstatymo 2 str. 29 d. neprofesionalių rinkos dalyvius apibrėžia kaip – visus asmenis, išskyrus Lietuvos banką, finansų įstaigas, draudimo įmones, taip pat kitus asmenis, kurie gali kvalifikuotai įvertinti skolinimosi riziką. Neaišku, ar minėta nuostata taikoma ir užsienio asmenų atžvilgiu, kadangi teisės aktas taikytinas tik Lietuvoje. Kita vertus, minėtas įstatymas asmenų į vietos ir užsienio neskirsto, todėl manytina, kad jis taikytinas tais atvejais, kai bendrovė skolinasi iš užsienio subjekto Lietuvoje. Tačiau panašų apribojimą skolintis iš neprofesionalių rinkos dalyvių nustato ir kitų valstybių teisės aktai (pvz. D. Britanijoje, kur tam tikrais atvejais toks skolinimasis būtų laikomas kredito įstaigos veikla (Wood, 2008, p. 330)). Praktikoje toks apribojimas vargu ar turi reikšmės Lietuvos bendrovėms gaunant užsienio paskolas, kadangi dėl tarptautinių paskolų dydžio paprastai yra kreipiamasi išimtinai į tarptautinius bankus ar kitas kredito įstaigas.

Lietuvos Respublikos civilinio kodekso (toliau – LR CK) 6.670-6.680 str. reglamentuoja paskolos teisinius santykius, o LR CK 6.681-6.685 str. numato kreditavimą – paskolos sutarties rūšį, kuomet paskolos teisiniuose santykiuose dalyvauja specialus subjektas – bankas ar kita kredito institucija. LR CK numatytas paskolų teisinių santykių reglamentavimas yra pakankamai liberalus, lakoniškas ir leidžia paskolos gavėjui ir davėjui susitarti dėl daugelio jiems aktualių paskolos sutarties aspektų. Tačiau praktikoje vargu ar LR CK nuostatos dėl paskolų ir kreditavimo sutarčių būtų taikomos Lietuvos bendrovių sudaromoms tarptautinių paskolų sutartims, kadangi tarptautinėje praktikoje tokių sutarčių šalys praktiškai visuomet yra linkusios pasirinkti Anglijos, JAV Niujorko valstijos ar kitos valstybės (paprastai kreditoriaus) teisę (žr. 1.1. poskyrį).

Užsienio paskolų sutarčių sudarymo aspektu itin svarbios Lietuvoje galiojančių teisės aktų nuostatos dėl galimybės pasirinkti tokiai sutarčiai taikytiną teisę bei ginčą nagrinėsiantį teismą, kadangi nuo to paprastai priklauso, ar užsienio subjektas suteiks tokią paskolą.

Sutartims taikytinos teisės taisyklės Lietuvoje numato keli teisės aktai: Europos Parlamento ir Tarybos Reglamentas (EB) Nr. 593/2008 dėl sutartinėms prievolėms taikytinos teisės (toliau – Reglamentas „Roma I“) ir LR CK. Lietuvos Respublikos sudarytos dvišalės ir viena trišalė sutartys dėl teisinės pagalbos taikytinos teisės sutartims nereglamentuoja (išskyrus sutartį su Lenkija, tačiau prieš ją Reglamentas „Roma I“ turi viršenybę pagal Reglamento 25 str. 2 d.). Minėti teisės aktai įgyvendina vadinamąjį šalių autonomijos principą, kuomet sutarties šalys savo susitarimu gali laisvai pasirinkti bet kokią jų sutarčiai taikytiną teisę, t.y. net ir nesusijusią su sutartimi (LR CK 1.37 str. 1 d., Reglamento 3 str. 1 d.). Patį sąvoka „teisė“ tiek LR CK (Mikelėnas ir kt., 2001, p. 130), tiek Reglamento (Goldammer ir Jurčys, 2008, p. 11) atžvilgiu turi būti aiškinama plačiai: kaip konkrečioje valstybėje (pvz. Austrijoje) ar jos teritorijoje (pvz. Niujorko valstijoje JAV) galiojančią teisės sistemą bei taisyklės, kurios nėra konkrečios valstybės teisė (pvz. *lex mercatoria*). Vienintelis minėto šalių autonomijos principo ribojimas yra numatytas tiek LR CK 1.11 ir 1.37 str. 3 d., tiek Reglamento 9 str., kuomet gali būti atsisakoma taikyti šalių pasirinktą teisę – šalys negali išvengti su sutartimi labiau susijusios valstybės imperatyvių normų taikymo. Tokios normos nustatomos siekiant apsaugoti viešąją tvarką, kurios sąvoką turi būti analizuojama konkrečios bylos aplinkybės (Mikelėnas, 2001, p. 91). Lietuvoje teismų praktikos dėl šių normos taikymo nėra. Tuo tarpu tarptautinėje praktikoje užsienio paskolų aspektu toks atvejis galėtų būti tuomet, jei paskolos sutartis sudaroma pažeidžiant valstybės, kurioje yra numatyti įvairūs apribojimai tokioms paskoloms sudaryti (pvz. draudimas sudaryti paskolą užsienio valiuta ar atlikti mokėjimus ir į užsienio valstybę), tačiau užsienio teismų (ypač Anglijos) praktikoje į tokius apribojimus neatsižvelgiama ir šalių pasirinkta teisė vis tiek taikoma, jei prievolę reikia įvykdyti ne valstybėje, kurioje toks apribojimas numatytas (Wood, 2008, p. 515). Kadangi Lietuvoje tokie apribojimai nenumatyti, manome, kad šalių autonomijos principas sudarant tarptautinių paskolų sutartis galioja pilna apimtimi. Realiai egzistuojančią galimybę pasirinkti taikytiną teisę patvirtina ir Lietuvos bendrovių sudaromų stambių tarptautinių sutarčių praktika: praktiškai kiekvienas stambesnis sandoris, įskaitant užsienio bankų paskolas Lietuvos verslo subjektams, sudaromas pagal Anglijos ar kitos užsienio valstybės teisę (Bagdanavičiūtė, 2009).

Lietuvoje teismų jurisdikcijos taisyklės komercinėse bylose ir galimybės pasirinkti ginčą nagrinėsiantį teismą numato keli teisės aktai: ES teismų jurisdikcijos taisyklės nustatantis Tarybos reglamentas (EB) Nr. 44/2001 dėl jurisdikcijos ir teismo sprendimų civilinėse ir komercinėse bylose pripažinimo bei vykdymo (toliau – Reglamentas „Briuselis I“), Lietuvos Respublikos pasirašytos dvišalės teisinės pagalbos ir teisinių santykių sutartys, nustatančios teismų jurisdikcijos taisyklės komercinėse bylose su valstybėmis ne ES narėmis, ir Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodeksas

(toliau – LR CPK), taikomas kai tarp Lietuvos ir kitos valstybės nėra sudaryta dvišalė ar trišalė sutartis ar netaikomas Reglamentas „Briuselis I“. Reglamento 23 str. 1 d., LR CPK 788 str., Lietuvos Respublikos sudarytos sutartys dėl teisinės pagalbos, pvz. Lietuvos ir Rusijos sutarties 21 str. 2 d. (Laužikas ir kt., 2005, p. 556) numato sutartinio teisingumo galimybę, t.y. teisę šalims susitarti, kad iš jų sudarytos sutarties kilęs ginčas bus nagrinėjamas tam tikrame teisme. LR CPK ir Reglamentas „Briuselis I“ suteikia itin plačią teisę pasirinkti ginčą nagrinėsiantį teismą: pagal Reglamentą šalys gali pasirinkti bent kurios ES valstybės teismus, nepriklausomai nuo to, ar kita susitarimo šalys turi nuolatinę gyvenamąją vietą ar buveinę ES, o LR CPK leidžia rinktis praktiškai bet kurios valstybės teismus su sąlyga, kad toks šalių susitarimas neprieštarauja to teismo valstybės teisei. Tuo tarpu Lietuvos Respublikos sudarytos sutartys dėl teisinės pagalbos numato galimybę pasirinkti tik vienos iš susitariančiųjų valstybių teismą (Laužikas ir kt., 2005, p. 556). Visi minėti teisės aktai numato vienintelį apribojimą – ginčas negali priklausyti išimtinai tam tikros valstybės teismo kompetencijai (Reglamento 22 str., LR CPK 788 str., Lietuvos ir Rusijos sutarties 21 str. 2 d.), tačiau šis apribojimas paprastai nėra aktualus ginčams iš tarptautinių paskolų, kadangi tokios bylos yra komercinio pobūdžio ir paprastai nepatenka į išimtinę teismų kompetenciją (nebent kartu būtų nagrinėjamas, pvz. nuosavybės teisės dėl nekilnojamojo turto klausimas jo įkeitimo atveju, tuomet toks ginčas teisingas būtų išimtinai nekilnojamojo turto buvimo vietos valstybės teismams).

Taigi Lietuvoje galiojantys teisės aktai jokių specialių apribojimų ar teisinių kliūčių užsienio paskoloms sudaryti ir vykdyti nenumato, o pagrindinės su tokiais paskolomis susijusios pareigos kaip pareiga registruoti užsienio paskolas ar pranešti apie atidarytas sąskaitas užsienio kredito įstaigose laikytinos tik formalumais, kadangi jos nedaro įtakos Lietuvos bendrovių sudarytų tarptautinių paskolų galiojimui ar vykdymui.

2.2. Lietuvos teisėje numatyti akcijų ir obligacijų platinimo apribojimai užsienio asmenims

Nors vertybinių popierių platinimas užsienio valstybių vertybinių popierių rinkose yra vykdomas pagal tų valstybių teisę, kadangi tiriamas būtent Lietuvos AB ir UAB finansavimas, svarbu išanalizuoti ir kai kurias Lietuvos teisės nuostatas, susijusias su vertybinių popierių platinimu užsienio valstybėse.

Nors LR ABĮ nuostatos nenumato jokių apribojimų užsienio asmenims įsigyti bendrovės išleidžiamų akcijų ar obligacijų bei naudotis jų suteikiamomis teisėmis, kai kurios šio įstatymo nuostatos yra aktualios tarptautinių akcijų ir obligacijų emisijų atveju. LR ABĮ aiškiai nurodo, kokio tipo akcijas ar obligacijas gali išleisti Lietuvoje įsteigta UAB ir AB. Pagal LR ABĮ 40 str. bendrovės gali išleisti skirtingų klasių akcijas, priklausomai nuo jų suteikiamų teisių. Bendrovių išleidžiamos akcijos gali būti tik vardinės, todėl pareikštinių akcijų Lietuvoje įsteigtos bendrovės negali. AB akcijos gali būti tik nematerialios, tuo tarp UAB gali išleisti tiek materialias, tiek nematerialias akcijas. Toks

reikalavimas visiškai atitinka rinkos praktiką, kadangi vertybinių popierių rinkose prekiauti nematerialiomis AB akcijomis šiais laikais būtų paprasčiausiai neįmanoma. LR ABĮ 42 str. leidžia bendrovėms išleisti privilegijuotas akcijas, tačiau jos gali sudaryti ne didesnę kaip 1/3 bendrovės įstatinio kapitalo dalį. Privilegijuotosios akcijos gali būti konvertuojamos (į paprastas akcijas), būti su kaupiamuoju arba su nekaupiamuoju dividendu, su balso teise ar be balso teisės. Pagal LR ABĮ 40 str. 17 d. bendrovė negali išleisti LR ABĮ nenumatytų akcijų, taip pat akcijų, kurias būtų galima keisti į obligacijas. Pagal LR ABĮ 55 str. bendrovės gali išleisti obligacijas, tačiau jos gali būti tik nematerialios. Obligacijos gali būti paprastosios arba konvertuojamosios (LR ABĮ 56 str.), kurios pasibaigus jų išpirkimo terminui suteikia teisę jas pakeisti į bendrovės akcijas. Pažymėtina, kad pagal LR ABĮ UAB negali išleisti akcijų ar obligacijų platinti viešai.

Kitas tarptautinės vertybinių popierių emisijoms svarbus LR ABĮ aspektas yra, kad skirtingai nuo obligacijų, kurių vertė gali būti išreikšta praktiškai bet kuria valiuta, Lietuvos bendrovių akcijų nominali vertė pagal LR ABĮ 40 str. 6 d. turi būti išreikšta litais. Tokia nuostata gali sudaryti sunkumų vykdant IPO biržose, kuriose prekyba vyksta užsienio valiuta, be to, investuotojai gali nenorėti priimti kitos valiutos keliamos valiutų kursų kitimo rizikos. Tačiau tai veikia nepatogumas nei rimtas apribojimas, kadangi jį galima paprastai išspręsti. Viena galimybių – panaudoti IPO SPĮ, t.y. bendrovę, įsteigtą jurisdikcijoje, kurioje bendrovės akcijų nominali vertė yra išreikšta reikiama valiuta. Kita – akcijas platinti naudojant tarptautinius depozitoriumo sertifikatus, kurių vertė išreikšta kita valiuta. Be to, Lietuvoje įvedus eurą, bendrovių akcijų nominali vertė bus išreikšta eurais, todėl valiutos rizika turėtų gerokai sumažėti, ypač eurozonos valstybių investuotojų atžvilgiu.

Detalią Lietuvos bendrovių vertybinių popierių platinimo tvarką Lietuvoje ir ES nustato Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (toliau – LR VPI), tačiau kadangi šis įstatymas įgyvendina ES teisės aktus, kurie detalieai analizuojami kituose šio darbo skyriuose (žr. 2.3 poskyrį ir atitinkamus skyrelius), šiame darbe jis plačiau neanalizuojamas.

Kitas svarbus teisės aktas yra Lietuvos Respublikos investicijų įstatymas, nustatantis investavimo Lietuvos Respublikoje sąlygas, investuotojų teises ir investicijų apsaugos priemonės visų rūšių investicijoms. Pagal šio įstatymo 8 str. 1 d. investicijos Lietuvos Respublikoje leidžiamos į visas teisėtas komercines-ūkinės veiklas, atsižvelgiant į įstatymų apribojimus. Investicijų įstatymo 8 str. 2 d. numato apribojimą, kad užsienio investicijos neleidžiamos į valstybės saugumo ir gynybos užtikrinimo veiklą. Minėtą nuostatą detalizuoja Lietuvos Respublikos strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių ir įrenginių bei kitų nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbių įmonių įstatymas, nustatantis, kurios įmonės turi strateginę ar svarbią reikšmę nacionaliniam saugumui bei kuriose iš jų (ir kokiomis sąlygomis) kapitalo dalį gali turėti privatūs nacionaliniai ir užsienio asmenys. Minėtas įstatymas strategiškai svarbias įmones skirsto į strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčias įmones ir nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbias įmones bei nurodo tikslų tokių įmonių sąrašą.

Strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčios įmonės nuo nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbių įmonių skiriasi tuo, kad strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčioms įmonėms taikomas papildomas apribojimas: nors jų kapitalo dalį gali turėti privatūs nacionaliniai ir užsienio asmenys, atitinkantys nacionalinio saugumo interesus, tačiau sprendžiamoji galia (t.y. balsų dauguma) turi būti paliekama valstybei. Įstatymas numato, kad tik nacionalinio saugumo interesus atitinkantys asmenys gali būti minėtų įmonių dalyviais. Tokiu asmeniu laikomas potencialus įmonės dalyvis, dėl kurio pagal minėto įstatymo 7 str. yra atliktas įvertinimas ir priimtas sprendimas, kad tikrinamas asmuo atitinka nacionalinio saugumo interesus. Asmenų atitikimą nacionalinio saugumo interesams tikrina speciali Vyriausybės sudaryta Strateginę ar svarbią reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių potencialių dalyvių atitikties nacionalinio saugumo interesams įvertinimo komisija. Ši komisija, įvertinusi potencialaus įmonės dalyvio atitiktį europinės ir transatlantinės integracijos ir kitiems įstatyme numatytiems kriterijams, priima sprendimą leisti tapti bendrovės dalyviu (t.y. akcininku) ar ne. Taigi įstatymas minėtas įmones užsienio subjektams finansuoti *per se* nedraudžia, o tik nustato pareigą gauti leidimą.

Lietuvos teisės aktai numato įvairių kitų reikalavimų, kuriuos turi atitikti tam tikrą veiklą (pvz. draudimo, finansinių paslaugų ir kt.) vykdančių bendrovių akcininkai, tačiau minėti reikalavimai taikomi nepriklausomai nuo to, ar asmuo yra užsienio ar Lietuvos subjektas. Taigi esminių apribojimų Lietuvos bendrovėms vertybinius popierius platinti užsienio asmenims Lietuvos Respublikos teisės aktai nenumato.

2.3. Akcijų ir obligacijų platinimas Europos Sąjungoje

Sukurti vieningą ES kapitalo rinką, kurioje emitentai galėtų laisvai platinti vertybinius popierius visoje ES, yra vienas pagrindinių ES politinių tikslų. Dar nuo 1982 m. Europos Parlamentas propagavo prospekto sistemos koncepciją, kuomet vienoje valstybėje narėje patvirtintas prospektas galėtų būti naudojamas kitose valstybėse narėse be jokių papildomų apribojimų (Ferran, 2006, p. 3). Tarp 1987 ir 1989 m. buvo priimtos įvairios prospektų ir listingavimo dokumentų abipusio pripažinimo procedūros, kuriomis praktikoje naudotasi itin retai. Abipusio pripažinimo sistemos nesėkmė aiškinama pačios sistemos trūkumais: valstybės narės turėjo teisę reikalauti, kad visas prospektas ir kiti papildomi dokumentai būtų išversti į tos valstybės nacionalinę kalbą, ir pateikti įvairią papildomą informaciją prospekte vietos investuotojams kaip platinamų vertybinių popierių apmokestinimo, pranešimų akcininkams teikimo tvarka ir pan. (Ferran, 2002, p. 5). Minėti trūkumai gerokai mažino galimybės naudotis abipusio pripažinimo sistema patrauklumą, kadangi emitentas, ketinantis atlikti IPO keliose valstybėse narėse, turėjo imtis nemažai kainuojančio ir sudėtingo vertybinių popierių platinimo dokumentų pritaikymo atskirų valstybių narių papildomiems reikalavimams. Antai 1999 m. Vokietijos

bendrovei „Deutsche Telekom AG“ atliekant IPO 11 ES valstybių narių prospektą teko derinti su kiekvienos valstybės kompetentinga institucija atskirai, o prieš platinant Italijoje ir Ispanijoje dar ir papildomai išverstas į italų ir ispanų kalbas, nors likusių valstybių kompetentingoms institucijoms pakako prospekto santraukos vertimo (Pietranicosta, 2006, p. 341). Akivaizdu, kad tokia sistema dėl įvairių papildomų išlaidų ir laiko sąnaudų, skirtų prospektui suderinti su kiekvienos valstybės, kurioje vertybinius popierius ketinama platinti, teisės reikalavimais, gerokai apribojo emitentų galimybes platinti vertybinius popierius keliose valstybėse narėse.

Siekdama sukurti integruotą kapitalo rinką, Europos Komisija 1999 m. priėmė Finansinių paslaugų veiksmų planą, kurio pagrindinis tikslas yra suformuoti ES finansų rinkos integracijos teisinius pagrindus, kurie harmonizuotų aukštus investuotojų apsaugos reikalavimus bei sumažintų finansavimo kaštus, kylančius dėl skirtingo vertybinių popierių platinimo teisinio reglamentavimo valstybėse narėse (Enriques ir Gatti, 2008, p. 46). Planas rėmėsi tuo, kad vertybinių popierių rinkos ES yra fragmentiškos, todėl yra būtinybė išsamiau harmonizuoti valstybių narių vertybinių popierių rinką reglamentuojančius teisės aktus (Hudson, 2009, p. 950). Be to, kadangi ES 1999 m. oficialiai įvestas euras, tikėtasi, kad išnykusi valiutos rizika tarp valstybių narių kartu su harmonizuotu vertybinių popierių rinkų teisiniu reglamentavimu sudarys palankias aplinkybes tikrai vieningai ES kapitalo rinkai sukurti (Ferran, 2008, p. 423).

2.3.1. Prospekto paso sistema

2003 m. lapkričio 4 d. priimta Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūdomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB (toliau – Prospektų direktyva), yra pagrindinis vertybinių popierių platinimo teisės harmonizavimo ES instrumentas, kuriuo sukuriama vieninga prospekto paso sistema visoje EEE. Pagal šią sistemą vienoje valstybėje narėje patvirtintas prospektas gali būti naudojamas kitose valstybėse narėse be jokių apribojimų ar papildomų reikalavimų. Siekiant išvengti prieš tai galiojusios abipusio pripažinimo sistemos trūkumų, Direktyva išsamiai reglamentuoja atvejus, kuomet būtina parengti prospektą, prospekto turinio ir formos reikalavimus, patvirtinimo ir paso sistemos veikimo tvarką bei atvejus, kuomet prospekto parengti nereikia.

Emitentas, kuris ketina savo vertybinius popierius platinti viešai ar įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje vienoje ar keliose EEE valstybėse, pagal Prospektų direktyvos 3 str. 1 ir 3 d. privalo paskelbti Direktyvos reikalavimus atitinkantį prospektą. Direktyva vertybinių popierių viešo siūlymo sąvoką apibrėžia itin plačiai: viešas siūlymas yra bet kuria forma ir bet kuriomis priemonėmis atliekamas kreipimasis į asmenis siūlant vertybinius popierius ir pateikiant informacijos apie tokio

siūlymo sąlygas ir siūlomus vertybinius popierius tiek, kad ja remdamasis investuotojas galėtų priimti sprendimą įsigyti ar pasirašyti siūlomus vertybinius popierius. Įtraukimas į prekybą reguliuojamoje rinkoje pagal Prospektų direktyvą apima įtraukimą ne tik į oficialius vertybinių popierių biržų sąrašus (t.y. oficialų listingavimą), bet ir kitus biržų sąrašus (pvz. papildomus biržų sąrašus, kuriuose nustatyti kiek mažesni reikalavimai emitentams nei oficialiuose sąrašuose).

Prospektų direktyvos reikalavimai taikomi tik platinant perleidžiamus vertybinius popierius, kurie skirstomi į nuosavybės ir ne nuosavybės vertybinius popierius. Šis skirstymas svarbus pareigos parengti prospektą taikymo apimčiai – ne nuosavybės vertybiniais popieriais Direktyva numato papildomų išimčių (žr. 2.3.2 skyrelį).

Siekiant emitentams sudaryti lanksčias sąlygas platinti vertybinius popierius ir greitai bei kuo mažesnėmis sąnaudomis gauti finansavimą EEE kapitalo rinkose, Prospektų direktyva leidžia emitentams pasirinkti kelias galimas prospektų formas:

- 1) prospekto kaip vientiso dokumento, kuriame pateikiama informacija apie emitentą, emisiją ir siūlomus vertybinius popierius (Prospektų direktyvos 5 str. 1 d.);
- 2) prospekto, sudaryto iš trijų dalių: santraukos rašto, kuriame emitento nuožiūra yra pateikiama svarbiausia informacija apie emitentą ir vertybinių popierių siūlymą, vertybinių popierių rašto, kuriame pateikiama informacija apie vertybinius popierius, numatomus viešai siūlyti arba įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, ir registravimo dokumento, kuriame pateikiama su emitentu susijusi informacija (Prospektų direktyvos 5 str. 3 d.).

Galimybė pasirinkti prospekto formą leidžia emitentams kai kuriais atvejais vertybinių popierių emisiją įvykdyti greičiau ir mažesnėmis sąnaudomis. Jei emitentas planuoja tik vieną emisiją, tuomet jam pakanka prospekto, sudaryto iš vieno dokumento. Tačiau jei emitentas planuoja atlikti kelias vertybinių popierių emisijas, trijų dalių prospektas tai leidžia padaryti gerokai paprasčiau: kompetentingos institucijos patvirtintas registravimo raštas galioja 12 mėn. ir gali būti panaudotas kelioms emisijoms, o vertybinių popierių raštas ir santraukos raštas yra tvirtinami atskirai prieš kiekvieną siūlymą – tai leidžia emitentui vertybinių popierių emisijas įvykdyti greičiau, kadangi emitentui nereikia parengti kelių skirtingų pilnų prospektų. Prospektų direktyvos 5 str. 4 d. numato atskirą formą ne nuosavybės vertybiniais popieriais, išleistiems pagal siūlymo programą ir ne nuosavybės vertybiniais popieriais, nuolat ar pakartotinai leidžiamiems kredito įstaigų. Minėtiems vertybiniais popieriais emitentas gali parengti prospektą, susidedantį iš dviejų dalių: bazinio prospekto ir galutinių sąlygų. Tokia galimybė vėlgi leidžia emitentams paprasčiau vykdyti emisijas, mažina kaštus bei sutrumpina emisijos parengimo laiką, kadangi kiekvienai emisijai pagal bazinį prospektą pakanka parengti tik emisijos galutines sąlygas, kurios nebūtinai turi būti tvirtinamos kompetentingoje institucijoje.

Prospektų direktyvos 5 str. 2 d. nurodo, kad be prospekto emitentas turi parengti ir paprastai ne daugiau kaip 2500 žodžių ilgio santrauką (arba santraukos raštą, jei prospektas sudarytas iš trijų dokumentų), kurioje trumpai ir netechnine kalba pateikiamos pagrindinės charakteristikos ir rizikos, susijusios su emitentu, bet kokiu garantu ir vertybiniais popieriais. Be to, santraukoje būtina pateikti įspėjimą, kad ji turi būti skaitoma tik kaip įvadas į prospektą ir prieš priimdamas sprendimą investuoti į vertybinius popierius, investuotojas turėtų susipažinti su visu prospektu.

Prospekto turinys privalo atitikti Prospektų direktyvos bei 2004 m. gegužės 29 d. Europos komisijos reglamento Nr. 809/2004, įgyvendinančio Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2003/71/EB nuostatas dėl prospektuose pateikiamos informacijos bei šių prospektų formato, įtraukimo nuorodos būdu ir paskelbimo bei reklamos skleidimo (toliau – Prospektų direktyvos reglamentas), reikalavimus. Reikalavimai prospektų turiniui yra parengti pagal 1998 m. IOSCO tarptautinio vertybinių popierių platinimo informacijos atskleidimo standartus, skirtus užsienio emitentams. Pati Prospektų direktyva nurodo tik bendrus reikalavimus, kokia informacija turi būti atskleista prospekte: pagal Direktyvos 5 str. 1 d. jame turi būti pateikta visa informacija, kuri, atsižvelgiant į konkretaus emitento ir jo išleistų vertybinių popierių ypatumus, yra būtina, kad investuotojai, remdamiesi šia informacija, galėtų teisingai įvertinti emitento ir kiekvieno garanto turimą ir įsipareigojimus, finansinę būklę, pelną ir nuostolius, veiklos perspektyvas, taip pat šių vertybinių popierių suteikiamas teises, o prospekte pateiktą informaciją būtų nesunku suprasti ir analizuoti. Tuo tarpu Prospektų direktyvos reglamento priedai detalčiai nustato, kokia informacija turi būti konkrečių vertybinių popierių prospekte ir jo sudedamosiose dalyse, priklausomai nuo emitento ir jo platinamų vertybinių popierių ir jų emisijos tipo. Pasirinkimas prospekto turinio reikalavimus nustatyti reglamentu nėra atsitiktinis. Kadangi reglamentai pagal ES teisę valstybėse narėse taikomi tiesiogiai, tai reiškia, kad valstybės narės ar jų kompetentingos institucijos negali nustatyti jokių skirtingų ar papildomų reikalavimų prospektų turiniui, kas leidžia išvengti jų įgyvendinimo valstybių nacionalinėje teisėje skirtumų. Reikalavimai finansinei informacijai, pateikiamai prospektuose, taipogi negali skirtis tarp valstybių narių, kadangi pagal atitinkamus Prospektų direktyvos reglamento priedus ji turi būti parengta pagal ES taikomus Tarptautinius apskaitos standartus. Toks reglamentavimas užtikrina, kad investuotojai gali nesunkiai palyginti atskirų valstybių emitentų prospektuose nurodytą finansinę informaciją, o valstybės narės negali reikalauti tos informacijos pateikti pagal skirtingus apskaitos standartus.

Daugiakalbis ES pobūdis ilgai buvo nemenka kliūtis emitentams platinti vertybinius popierius kitose valstybėse narėse, kadangi pagal galiojusią abipusio pripažinimo sistemą jos turėjo teisę reikalauti išversti visą prospektą į tose valstybėse vartojamą oficialią kalbą. Dėl tokių reikalavimų emitentas paprastai turėdavo kelis kartus atidžiai tikrinti parengtus prospektus, kad dėl skirtingų vertimų prospektuose nebūtų klaidų, neatitikimų ar neaiškumų. Be to, prospekto vertimas nėra pigus – pilno nuosavybės vertybinių popierių prospekto vertimas į vieną kalbą kainuoja apie 16 000, o skolos –

6 000 eurų (CSES, 2008, p. 53). Jei vertybinius popierius ketinta platinti keliose valstybėse narėse ar net visoje ES, vertimo kaštai išaugdavo keliasdešimt kartų. Minėtą problemą išsprendžia Prospektų direktyvos 19 str., aiškiai numatantis, kokių atveju kokia konkrečia kalba prospektas turi būti sudarytas. Jei vertybinius popierius ketinama platinti tik emitento buveinės valstybėje narėje, prospektas turi būti sudarytas kalba, priimtina emitento buveinės valstybės narės kompetentingai institucijai (Prospektų direktyvos 19 str. 1 d.). Lietuvos emitentams pagal LR VPI, įgyvendinančio Prospektų direktyvą, 15 str. 1 d. tai būtų lietuvių kalba. Tuo tarpu jei vertybinius popierius siekiama platinti vienoje ar daugiau valstybių narių, įskaitant emitento buveinės valstybę, prospektas turi būti papildomai sudaromas, emitento pasirinkimu, kiekvienos priimančios valstybės narės kompetentingų institucijų priimta kalba arba kalba, įprasta tarptautinėje finansų srityje. Tiek rinkos specialistų, tiek kompetentingų institucijų nuomone, kalba, įprasta tarptautinėje finansų srityje turėtų būti anglų kalba (Morris ir Machin, 2006, p. 207). Lietuvos emitentai tokiu atveju pagal LR VPI 15 str. 3 d. prospektą turėtų parengti lietuvių kalba ir, emitento pasirinkimu, kiekvienai tų valstybių narių kompetentingai institucijai priimtina kalba arba anglų kalba. Jei emitentas vertybinius popierius ketintų platinti vienoje ar daugiau valstybių narių, bet savo buveinės valstybėje narėje (kas IPO atveju būtų neįprasta), prospektas emitento pasirinkimu sudaromas tų valstybių narių kompetentingų institucijų priimta kalba arba kalba, įprasta tarptautinėje finansų srityje (Prospektų direktyvos 19 str. 2 d.). Lietuvos emitentams pagal LR VPI 15 str. 2 d. tai būtų atitinkamai, emitento pasirinkimu, priimančiųjų valstybių narių kompetentingoms institucijoms priimtina kalba arba anglų kalba, o pačiai LR VPK teikiamas tvirtinti prospektas turėtų būti parengtas lietuvių arba anglų kalba. Jei prospektas yra parengtas pagal aukščiau minėtas taisykles, jis vertybinių popierių platinimui gali būti naudojamas visoje EEE, kadangi pagal Prospektų direktyvos 19 str. 2 ir 3 d. valstybės, kuriose emitentas ketina platinti vertybinius popierius, į jų oficialią kalbą gali reikalauti išversti tik prospekto santrauką. Toks reguliavimas yra gerokai palankesnis vertybinių popierių platinimui visoje EEE ar keliose valstybėse narėse, kadangi išversti prospekto santrauką dėl jos apriboto ilgio yra gerokai paprasčiau ir pigiau nei visą prospektą.

Bene svarbiausia Prospektų direktyvos naujovė yra prospekto paso sistemos įvedimas EEE. Prospekto paso sistemos esmė – EEE valstybėje narėje patvirtintas emitento prospektas gali būti be jokių papildomų reikalavimų ar apribojimų naudojamas viešai siūlyti ar įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje vienoje ar keliose EEE valstybėse narėse. Prospekto paso sistema remiasi ne abipusio pripažinimo sistema, o emitento „namų“ valstybės kontrolės (angl. *home state control*) principu. Kad pasinaudotų prospekto paso sistema, emitentas parengtą prospektą pirmiausia turi pateikti patvirtinti savo „namų“ kompetentingai institucijai pagal procedūrą, nustatytą Prospektų direktyvos 13 str. (Lietuvos emitentams – atitinkamai LR VPI 8 str., įgyvendinančiame minėtą Direktyvos str.). Emitento „namų“ kompetentinga institucija yra nustatoma pagal Prospektų direktyvos 2 str. 1 d. m punktą: EEE įsteigtų emitentų kompetentinga institucija yra tos valstybės institucija,

kurioje yra emitento registruota buveinė. Taigi Lietuvos emitentams kompetentinga institucija yra LR VPK, kuri išliktų Lietuvoje įsteigto emitento kompetentinga institucija netgi jei emitentas ketintų vertybinius popierius viešai siūlyti ar įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje ne Lietuvos Respublikoje, o išimtinai tik vienoje ar keliose kitose valstybėse narėse.

Emitento valstybės kompetentingos institucijos patvirtintas prospektas gali būti naudojamas vertybiniams popieriams viešai siūlyti ar įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje vienoje ar keliose kitose valstybėse narėse (Prospektų direktyvos 17 str. 1 d.). Vienintelis formalumas, kuri reikia atlikti emitentui yra savo kompetentingai institucijai (t.y. siunčiančiajai institucijai) pateikti prašymą leisti viešai siūlyti arba įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje vertybinius popierius vienoje ar keliose kitose valstybėse narėse. Gavusi emitento prašymą, siunčianti institucija pagal Prospektų direktyvos 18 str. numatytą procedūrą ne vėliau kaip per 3 darbo dienas nuo prašymo gavimo, kai prašymas pateikiamas kartu su patvirtintu prospektu, arba ne vėliau kaip kitą darbo dieną po prospekto patvirtinimo, kai prašymas pateikiamas kartu su prospekto projektu kiekvienos valstybės, kurioje emitentas ketina viešai siūlyti ar įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, kompetentingoms institucijoms (t.y. priimančiosioms institucijoms), perduoda prospekto kopiją ir prospekto patvirtinimo pažymą, liudijančią, kad prospektas parengtas laikantis teisės aktų reikalavimų bei prospekto santraukos vertimą (jei to reikalauja priimančiosios valstybės narės teisės aktai). Kaip nurodo Prospektų direktyvos 18 str., jokių papildomų sąlygų priimančiosios valstybės teisės aktai ar kompetentinga institucija negali. Kaip jau minėta, Prospektų direktyvos 19 str. priimančiajai valstybei suteikia teisę tik reikalauti pateikti prospekto santraukos vertimą į tos valstybės oficialią kalbą, jei emitento prospektas parengtas pagal Direktyvos 19 str. numatytus reikalavimus kalbai. Dauguma valstybių šia teise pasinaudojo, o kai kurios valstybės reikalauja vertimo netgi į kelias kalbas (Belgijoje – į olandų ir prancūzų kalbas). Tačiau dalis valstybių nereikalauja, jei visas prospektas yra parengtas anglų kalba (Austrija, Liuksemburgas, Olandija, Norvegija) (Linklaters, 2006).

Emitentui gavus pranešimą, kad priimančiosios valstybės kompetentinga institucija gavo Prospektų direktyvoje nurodytus dokumentus, belieka viešai paskelbti patvirtintą prospektą. Tai nereiškia, kad prospektas turi išsiųstas kiekvienam potencialiam investuotojui – Prospektų direktyvos 14 str. numato konkrečius viešo paskelbimo būdus: valstybėje narėje platinamame laikraštyje, kaip nemokamai platinama brošiūra ar elektronine forma tinklalapyje. Emitentui vienoje ar keliose valstybėse narėse viešai paskelbus patvirtintą prospektą, prospektas gali būti naudojamas vertybiniams popieriams siūlyti viešai arba įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje tose valstybėse narėse.

Prospektų direktyvoje numatyta prospekto paso sistema, kaip matome, yra parengta atsižvelgiant į abipusio pripažinimo sistemos trūkumus: informacijos atskleidimo reikalavimai yra suvienodinti, priimančiosios valstybės negali reikalauti prospekte nurodyti papildomos informacijos, skirtos jų investuotojams, o reikalavimai prospekto kalbai taipogi paprasčiau ir pigiau įgyvendinami. Prospekto

sistemos įgyvendinimo ir priežiūros sistema patobulinta ir instituciniu aspektu: prospektų reikalavimų laikymosi priežiūra patikėta siunčiančiosios valstybės kompetentingoms institucijoms. Pagal Prospektų direktyvos 23 str., jei priimančiosios valstybės priežiūros institucija aptinka neatitikimų, ji apie tai privalo pranešti siunčiančiosios valstybės priežiūros institucijai, ir tik jei minėti neatitikimai nėra pašalinami (siunčiančiosios valstybės priežiūros institucijai ėmusių veiksmų, jei minėti veiksmai nėra pakankami neatitikimams pašalinti), priimančiosios valstybės kompetentinga institucija gali imtis atitinkamų veiksmų investuotojams apsaugoti.

2.3.2. Prospekto paso sistemos išimtis ir neviešas platinimas

Prospekto ruošimas yra pakankamai ilgas, sudėtingas ir daug kainuojantis procesas. Parengti prospektą viešai akcijų emisijai keliose EEE valstybėse narėse (įskaitant su tuo susijusias teisinių konsultacijų, vertimo, paskelbimo, apskaitos ir kt. paslaugas) vidutiniškai kainuoja apie 912 000 eurų, o obligacijų – 63 000 eurų (CSES, 2008, p. 48). Kaip alternatyvą viešam akcijų platinimui keliose valstybėse narėse pasinaudojant prospekto pasu, Prospektų direktyva numato keletą išimčių, (priklausančių nuo emisijos dydžio, vertybinių popierių nominalios vertės, minimalios įsigijimo kainos bei asmenų, kuriems vertybiniai popieriai siūlomi, kategorijos), kurios leidžia bendrovėms atlikti vertybinių popierių platinimą keliose valstybėse narėse nerengiant ir neskelbiant prospekto.

Tokia galimybė bendrovei gali būti patraukli ir ekonomiškai racionali tais atvejais, kai nebūtina pritraukti daug lėšų arba užsienio investuotojų susidomėjimas bendrove nėra didelis ir apsiriboja tik užsienio instituciniais investuotojais. Be to, bendrovės gali nenorėti prisiimti bylinėjimosi su investuotojais pagal skirtingų valstybių narių teisę ir skirtingų valstybių teismuose rizikos dėl žalos atlyginimo už neteisingą informaciją, paskelbtą prospekte (žr. 2.3.3 skyrelį). 1999 m. ES bendrovių finansavimo tendencijų studija nustatė, kad bendrovės prospektus vertybinių popierių platinimui kitose valstybėse narėse naudojo itin retai – kur kas populiariesnis būdas buvo bendrovei atlikti IPO savo valstybėje, o dalį vertybinių popierių išplatinti investuotojams kitose valstybėse narėse pasinaudojant pareigos parengti prospektą išimtimis (Jackson ir Pan, 2001). Žinoma, minėta studija atlikta dar galiojant ES abipusio pripažinimo sistemai ir, nors prospekto paso sistema yra emitentui palankesnė, galimybė emitentams dalį vertybinių popierių platinti su prospektu viešai savo namų rinkoje, o kitą dalį – profesionaliems investuotojams užsienyje pagal išimtimis, visgi gali būti patraukli. Tą įrodo ir Lietuvos bendrovių praktika: 2008 m. AB „Agrowill Group“ (VPK, 2009, p. 12) bei AB „Linas Agro Group“ (AB „Linas Agro Group“, 2010) LR VPK patvirtinto prospekto pagrindu, pradėjo viešą akcijų siūlymą Lietuvoje ir Estijoje bei neviešą akcijų platinimą užsienio instituciniams investuotojams.

Emitentams bene svarbiausios yra išimtis, kuriomis pasinaudojus vertybinius popierius galima platinti instituciniams investuotojams kitose valstybėse narėse. Parengti prospekto pagal Prospektų

direktyvos reikalavimus nereikia, jei vertybiniai popieriai siūlomi profesionaliesiems investuotojams (Prospektų direktyvos 3 str. 2 d. a pt.). Į profesionaliųjų investuotojų kategoriją patenka įvairios prižiūrimos finansų įstaigos, valstybinės ir vietos valdžios institucijos, centriniai bankai, tarptautinės organizacijos, kiti juridiniai asmenys, kurie nėra mažos ir vidutinės įmonės (t.y. vidutinis sąraše esantis darbuotojų skaičius per finansinius metus nesiekia 250, balanse nurodyto turto vertė neviršija 43 mln. eurų, o pardavimo grynosios pajamos per finansinius metus neviršija 50 mln. eurų). Mažos ir vidutinės įmonės bei fiziniai asmenys, atitinkantys tam tikrus kriterijus (minimalaus sudaromų sandorių skaičiaus, investicinio portfelio vertės ir patirties finansų rinkose), jų prašymu gali būti pripažinti profesionaliaisiais investuotojais ir įtraukti į valstybės narės kompetentingos institucijos sudaromą profesionaliųjų investuotojų sąrašą. Pagal Prospektų direktyvos 3 str. 2 d. b punktą prospekto parengti nebūtina, jei vertybiniai popieriai platinami ne daugiau kaip 100 fizinių ar juridinių asmenų kiekviename valstybėje narėje, neįskaitant profesionaliųjų investuotojų. Tokia išimtis leidžia praplėsti asmenų ratą – pasinaudojusi abejomis aukščiau minėtomis išimtimis Lietuvos bendrovė galėtų išplatinti vertybinius popierius ne tik visiems 27 ES valstybių narių instituciniams investuotojams, bet dar ir papildomai 2 700 asmenų (3 200, jei būtų platinama visoje EEE). Be to, ji leidžia išvengti nesusipratimų, jei kyla neaiškumų dėl investuotojo pripažinimo profesionaliuoju. Kiti Prospektų direktyvos 3 str. 2 d. numatyti atvejai, kuomet prospektą parengti nebūtina, yra jei kiekvienas iš investuotojų įsigyja vertybinių popierių mažiausiai už 50 000 eurų skaičiuojant atskirai kiekvienam siūlymui, jei siūlomi vertybiniai popieriai, kurių vieno vieneto nominali vertė yra ne mažesnė kaip 50 000 eurų bei jei yra siūlomi vertybiniai popieriai, kurių visų bendra pardavimo vertė nesiekia 100 000 eurų skaičiuojant per 12 mėn. laikotarpį.

Prospektų direktyvos reikalavimai išvis nėra taikomi tam tikriems emitentams, kurių visų siūlomų vertybinių popierių bendra pardavimo vertė nesiekia 2,5 mln. eurų skaičiuojant per 12 mėn. laikotarpį, o kredito įstaigoms, kurios nuolat ar pakartotinai leidžia ne nuosavybės vertybinius popierius, atitinkančius tam tikras sąlygas – 50 mln. eurų skaičiuojant per 12 mėn. laikotarpį. CESR išaiškinimu, minėta pardavimo vertė turtėtų būti skaičiuojama visai EEE (CESR, 2010).

Itin svarbi tarptautinėms obligacijų ar tarptautinių depozitoriumo pakvitavimų emisijoms yra Prospektų direktyvos 2 str. 1 d. numatyta išimtis ne nuosavybės vertybiniais popieriais, kurių nominali vertė yra ne mažesnė nei 1000 eurų. Ji leidžia pačiam emitentui pasirinkti, kurios valstybės narės kompetentinga institucija prižiūrės emitentą vykdant minėtų vertybinių popierių emisiją: vietoje įprastos taisyklės, kad emitento vykdomą vertybinių popierių emisiją prižiūri emitento buveinės valstybės narės kompetentinga institucija, emitentas gali rinktis ir tos valstybės narės kompetentingą instituciją, kurioje emitento vertybiniai popieriai buvo ar bus įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, arba kurioje vertybiniai popieriai yra viešai siūlomi. Minėta nuostata skolos vertybiniais popieriais Prospektų direktyvoje atsirado neatsitiktinai. Kadangi Londonas ir Liuksemburgas yra pagrindiniai

euroobligacijų emisijų centrai ES ir jų kompetentingos institucijos turi sukaupusios itin didelę patirtį tarptautinių obligacijų srityje, manoma, kad jos yra labiau tinkamos prižiūrėti emitentus, vykdančius tarptautines obligacijų emisijas minėtuose finansų centruose (Ferran 2008, p. 527).

2.3.3. Prospekto paso sistemos trūkumai

2008 m. prospekto paso sistemos įtakos ES finansų rinkoms studijoje pastebėta, kad nors tarpvalstybinių vertybinių popierių emisijų dėl prospekto paso sistemos padaugėjo, tačiau pačia prospekto paso sistema emitentai galėtų naudotis dažniau (CSES, 2008, p. 22). Lietuvos emitentai šia sistema naudojami itin retai – CESR duomenimis nuo 2006 m. liepos iki 2008 m. gruodžio mėn. tik 4 prospektai buvo išsiųsti į kitas valstybes nares pagal prospekto paso sistemą (CESR, 2009). Vienas jų buvo pagrindu buvo AB „City Service“ prospektas pagrindu Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje (VPK, 2008, p. 8). Nors manoma, kad pakankamai mažą prospekto paso sistemos naudojimą veikia sąlygoja daugiau įvairūs ekonominiai, mokestiniai veiksniai, rinkos pokyčiai bei bendrovių teisės skirtumai tarp valstybių narių (CSES, 2008, p. 22), tačiau tikslinga aptarti kai kuriuos pačios Prospektų direktyvos trūkumus, kurie taipogi galėjo turėti tam įtakos.

Kuriant Prospektų direktyvą vienas pagrindinių tikslų buvo išvengti nelankstaus teisinio reguliavimo, kurio laikytis mažesnėms bendrovėms būtų paprasčiausiai per brangu (Avgouleas, 2005, p. 216). Vargu ar pavyko tai pasiekti, kadangi minėta direktyva emitentų neskirsto pagal jų tipą ar rinkos kapitalizaciją. Numatomos tik pareigos paskelbti prospektą išimtis, tačiau galimybės kai kuriems emitentams taikyti paprastesnius informacijos atskleidimo reikalavimus nėra, o būtinos pateikti informacijos turinys priklauso tik nuo emisijos tipo, o ne nuo emitento specifikos. Toks teisinis reguliavimas nėra proporcingas mažesnių ar pirmąkart vertybinius popierius platinančių bendrovių atžvilgiu, kadangi jų parengtas prospektas turi atitikti tokius pačius reikalavimus, kokie yra skirti didesnių bendrovių prospektams ir juose pateikiamai informacijai (ESME, 2007, p. 7). Prospektų direktyvos reglamente, kuriame nurodoma, prospekte būtina pateikti informacija, išimtis numatomos tik įvairioms finansų įstaigoms remiantis tuo, kad jos yra prižiūrimos. Praktika parodė, kad kai kuriais atvejais skirtingas informacijos atskleidimo lygis tenkina skirtingus investuotojus (žr. 2.3.4 skyrelį). Žinoma, yra numatyta išimtis bendrovėms, jei bendra emisijos suma yra ne didesnė kaip 2,5 mln. eurų per 12 mėn. laikotarpį skaičiuojant, minėtą sumą visai EEE. Peržengus šią ribą, tektų parengti visą prospektą, nebent būtų taikoma kita išimtis. Atsižvelgiant į prospekto parengimo kaštus ir esant poreikiui įvykdyti nedidelę emisiją, tai padaryti būtų paprasčiausiai ekonomiškai neracionalu. Jei prospekto parengimas, tarkime, kainuoja apie 300 000. eurų, norint pritraukti kiek didesnę finansavimą nei minėtoje išimtyje numatyta riba (tarkime, 3 mln. eurų), vien prospekto parengimo kaštai sudarytų 10 proc. planuojamos pritraukti sumos. Be to, Prospektų direktyva pagrįsta tuo, kad tiek viešam

siūlymui, tiek įtraukimui į prekybą reguliuojamoje rinkoje būtinas vienodus reikalavimus atitinkantis prospektas, tarsi remiantis prielaida, kad įtraukimas į prekybą reguliuojamoje rinkoje reiškia ir emitento siekį vertybinius popierius siūlyti viešai ar atvirkščiai. Tačiau taip nėra visais atvejais: kai kurie emitentai vykdo tik viešą siūlymą, o kiti – vertybinius popierius išplatina neviešai ir įtraukia į prekybą reguliuojamoje rinkoje vien tam, kad jų galėtų įsigyti instituciniai investuotojai, kurie negali įsigyti vertybinių popierių biržoje neprekiuojamų finansinių priemonių.

Sprendimas nustatyti 50 000 eurų ribą vertybinių popierių vieneto nominaliai vertei, kuomet prospekto parengti nebūtina, kaip takoskyrą tarp platinimo profesionaliesiems ir neprofesionaliesiems investuotojams taipogi kelia problemų. Minėta nuostata siekiama apsaugoti neprofesionalius investuotojus, kad pastarieji neįsigytų iš esmės jiems neskirtų ir netinkamų vertybinių popierių. Prospektų direktyva jau numato išimtį, kad prospektas nebūtinas, jei bendra mažiausia investuotojo įsigyjamų vertybinių popierių vertė yra ne mažesnė kaip 50 000 eurų. Kadangi neprofesionalūs investuotojai paprastai tokių sumų neinvestuoja, emitentui emisijos sąlygose nustačius, kad minimali įsigyjamų vertybinių popierių vertė yra ne mažiau kaip 50 000 eurų, neprofesionalūs investuotojai paprasčiausiai negalėtų jų įsigyti ir būtų apsaugotos jų teisės ir interesai. Tačiau nustatyti papildomą sąlygą, kad vertybinių popierių vieneto nominali vertė turi būti ne mažesnė nei 50 000 eurų, vargu ar reikalinga ir neatitinka iki Prospektų direktyvos buvusios rinkos praktikos: 2002 m. apie 77 proc. išleistų obligacijų buvo mažesnės nei 5000 eurų nominalios vertės (Ferran, 2008, p. 528). Mažesnė nominali vertė instituciniams investuotojams leidžia paprasčiau valdyti investicinius portfelius bei diversifikuoti investicijas. Įsigaliojus Prospektų direktyvai, didelė dalis vertybinių popierių, ypač obligacijų emisijų, yra išleidžiami didesnės nei 50 000 eurų nominalios vertės vienetais vien tam, kad būtų išvengta galimo Prospektų direktyvos reikalavimų taikymo (CSES, 2008, p. 64).

Problemų gali kelti ir reikalavimas, kad prospekto santrauka neturėtų būti ilgesnė nei 2500 žodžių. Tokio reikalavimo logika aiški: neprofesionaliems investuotojams turėtų būti pateikiamas tik protingas informacijos kiekis, kad jie ją galėtų suprasti ir nesunkiai palyginti, o tam tikra riba prospekto santraukos ilgiui padeda tai įgyvendinti. Tačiau minėtos formuluotės dviprasmiškumas gali lemti tai, kad vienos valstybės narės šią normą taikys griežtai (t.y. nepriims prospektų, ilgesnių nei 2500 žodžių), o kitos – pakankamai lanksčiai. Tai gali sukelti problemų ir platinant vertybinius popierius keliose valstybėse narėse. Prospektų direktyva suteikia teisę valstybėms narėms, kuriose emitentas ketina siūlyti vertybinius popierius viešai ar įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, reikalauti pateikti prospekto santraukos vertimą (kaip minėjome, praktiškai visos EEE valstybės narės šia teise pasinaudojo ir tokį reikalavimą numato savo nacionalinėje teisėje). Tačiau skirtingomis kalbomis parengtų prospektų santraukų apimtis gali skirtis. Antai D. Britanijos bendrovės „Standard Life“ prospekto santraukos vertimas vokiečių palyginus su anglų kalba buvo net 2 puslapiais ilgesnis

(Ferran, 2006, p. 12). Taigi gali kilti rizika, kad kompetentinga institucija emitento prospekto vertimo paprasčiausiai nepriims, kol jis nebus sutrumpintas, kas gali sutrukdyti įvykdyti IPO nustatytu laiku.

Emitentų galimybės rinktis kompetentingą instituciją, kuri prižiūrėtų emitentą konkrečios emisijos atžvilgiu, yra ribotos. Tokia galimybė nustatyta tik ne nuosavybės vertybinių popierių emisijoms, kurių nominali vertė yra ne mažesnė kaip 1000 eurų. Kodėl išimtis nustatyta ne nuosavybės vertybiniams popieriams, suprasti nesunku: vienas pagrindinių įstatymų leidėjo tikslų kuriant Prospektų direktyvą buvo nesudaryti kliūčių Londonui ir Liuksemburgui toliau plėstis kaip euroobligacijų centrams Europoje (Avgouleas, 2006, p. 216). Tačiau šiuo atveju neaišku, kodėl išvis buvo pasirinkta 1000 eurų riba ir neleista bet kokios nominalios vertės ne nuosavybės vertybiniams popieriams. Neaišku ir kodėl emitentams neleidžiama pasirinkti kompetentingos institucijos ir nuosavybės vertybinių popierių emisijoms. Žinoma, galima teigti, kad būtent tų valstybių, kuriose emitentas yra įsteigtas ir veikia, kompetentingos institucijos gali geriausiai atlikti emitento priežiūrą. Tačiau jei emitentas vertybinius popierius viešai platina ar į prekybą reguliuojamoje rinkoje platina išimtinai tik kitoje valstybėje narėje, vargu ar reikalavimas, kad toks emitentas būtų prižiūrimas savo buveinės valstybės priežiūros institucijos, yra logiškas. Be to, galimybė pasirinkti priežiūros instituciją nuosavybės vertybinių popierių emisijai, vykdomai keliose valstybėse narėse, paskatintą konkurenciją tarp skirtingų valstybių narių priežiūros institucijų geriau vykdyti savo pareigas (Ferran, 2008, p. 440).

Kadangi Prospektų direktyva harmonizuoja tikrai reikalavimus, susijusius su prospektais, praktikoje kai kurios valstybės narės numato įvairių papildomų reikalavimų užsienio emitentams, platinantiems vertybinius popierius jų teritorijoje, kurie neretai kelia neaiškumų ar papildomų sunkumų. Antai Belgijoje pagal Belgijos bendrovių kodekso 88 str. prieš viešai platindama vertybinius popierius, užsienio bendrovė turi registruotis Belgijos juridinių asmenų registre (Linklaters, 2006, p. 3), o Prancūzijoje užsienio emitentai privalo bendrovės įstatus išversti į prancūzų kalbą ir registruoti Komercijos ir bendrovių registre Paryžiuje (Linklaters, 2006, p. 5).

Bene didžiausia galiojančios prospekto paso sistemos problema yra susijusi su emitento civiline atsakomybe už prospekte pateiktą informaciją. Prospektų direktyva šio klausimo išsamiai nereglamentuoja, o tik nurodo, kad tokia atsakomybė valstybės narės nacionalinėje teisėje turi būti taikoma bent jau emitentui, garantui, emitento vadovui, valdymo ar priežiūros organams, vertybinių popierių siūlytojui arba asmeniui, kuris kreipiasi dėl vertybinių popierių įtraukimo į prekybą reguliuojamoje rinkoje (Direktyvos 6 str.). Tokia abstrakti nuostata reiškia, kad skirtingose valstybėse narėse gali gerokai skirtis atsakingų asmenų ratas bei civilinės atsakomybės sąlygos. Emitentui pagal prospekto paso sistemą išplatinus vertybinius popierius keliose valstybėse narėse arba net visoje ES, toks skirtingas teisinis reglamentavimas gali turėti neigiamų pasekmių, atsižvelgus į taikytinos teisės ir tarptautinio teisingumo taisyklės. Deliktinėms prievolėms taikytiną teisę ES nustatančio Europos Parlamento ir Tarybos reglamento (EB) Nr. 864/2007 dėl nesutartinėms prievolėms taikytinos teisės

(Roma II) 4 str. 1 d. numato bendrą taisyklę, kad iš delikto atsirandančiai nesutartinei prievolei taikoma tos šalies teisė, kurioje atsirado žala, neatsižvelgiant į tai, kurioje šalyje įvyko žalą sukėlęs įvykis ir neatsižvelgiant į tai, kurioje šalyje ar šalyse atsirado netiesioginių to įvykio pasekmių. Kadangi civilinė atsakomybė vertybinių popierių rinkų srityje yra susijusi su grynai ekonomine žala ir jai atsirasti fizinė žala nėra būtina (kaip, pavyzdžiui, autoįvykio atveju), tiksliai nustatyti, kur minėta žala atsirado, gali būti sudėtinga. Nors ETT praktikos dėl minėtos normos taikymo vertybinių popierių srityje nėra, specialistų nuomone tokiems ieškiniams dažniausiai būtų taikoma investuotojo nuolatinės gyvenamosios valstybės teisė, kadangi būtent ten yra vieta, kur klaidinga informacija prospekte sukėlė tiesiogines pasekmes (Tison, 2006, p. 462), tos valstybės teisė, kur investuotojas perskaito ir pasinaudoja informacija (Burn, 2008, p. 151) arba tos valstybės teisė, kur yra saugomas investuotojo finansinis turtas, kuriam buvo padaryta žala (Ringe ir Hellgardt, 2010, p. 32). Bet kuriuo atveju, tokia situacija lemia tai, kad skirtingų šalių investuotojų ieškiniai dėl to paties emitento prospekto būtų nagrinėjami pagal skirtingų valstybių teisę. Civilinių bylų teisingumo klausimus ES reglamentuoja Reglamentas „Briuselis I“, kurio 2 str. įtvirtina bendrą taisyklę, kad ieškinys turi būti pareiškiamas atsakovo buveinės valstybės teismuose. Bendrovės atveju tai būtų vieta, kurioje yra jos registruota buveinė. Tačiau minėto reglamento 5 str. 3 dalis numato specialią jurisdikcijų kolizijos taisyklę deliktinėms prievolėms – ieškinys gali būti pateikiamas teisme tos valstybės, kurioje įvyko įvykis, sukėlęs žalą. Pagal ETT praktiką 1996 m. byloje C-21/76 *Bier v Mines de Potasse* formuluotė „vieta, kurioje įvyko žalą sukėlęs įvykis“ reiškia žalos atsiradimo vietą ir pažeidimo, dėl kurio žala atsirado, vietą, todėl atsakovui ieškinys gali būti pareiškiamas ieškovo nuožiūra vienos iš šių dviejų vietų teisme. Kadangi dėl žalos ekonominio pobūdžio minėtą vietą nustatyti gali būti sunku, sudėtinga tiksliai numatyti, kurios valstybės teisme tokia byla būtų nagrinėjama. Atsižvelgiant į prieš tai minėtas taikytinas teisės ir jurisdikcijų kolizijų sprendimo taisykles, darytina išvada, kad emitentas, kuris vertybinius popierius platintų vienoje ar keliose valstybėse narėse pasinaudodamas prospekto paso sistema, susidurtų su ieškinių dėl atsakomybės už prospekte pateiktą informaciją rizika visose valstybėse narėse, kuriose pasinaudotų prospektu. Tokie ieškiniai būtų nagrinėjami skirtingų valstybių teismuose pagal skirtingą civilinio proceso teisę, o emitento civilinės atsakomybės klausimas būtų sprendžiamas pagal skirtingų valstybių materialinės teisės normas ir doktrinas, reglamentuojančias deliktinės atsakomybės klausimus. Žinoma, galima teigti, kad investuotojų ieškiniai bendrovėms dėl prospekte pateiktos informacijos Europoje, kol kas buvo retenybė, kadangi skirtingai nuo JAV, Europoje grupės ieškinių institutas kapitalo rinkų srityje nėra išvystytas (Kung, 2005, p. 436). Emitento civilinė atsakomybė Europoje kol kas nėra laikoma priemone, kuri užtikrintų emitento vertybinių popierių rinką reglamentuojančiuose teisės aktuose numatytų pareigų laikymąsi, tačiau situacija pamažu keičiasi. Antai Švedijoje, Olandijoje, Vokietijoje, Prancūzijoje, Ispanijoje ir Norvegijoje jau priimti teisės aktai, sudarantys palankesnes sąlygas bylinės su bendrove naudojant

panašius į JAV grupės ieškinius (Fox, 2008, p. 14). Be to, 2007-2008 m. tarptautinė finansų krizė gali paskatinti investuotojus aktyviau ginti savo teises (Hudson, 2009, p. 629). Be to ieškinių dėl informacijos prospekte rizika didėja, kadangi patys prospektai tampa vis ilgesni, kartu didėja ir klaidų bei netikslumų juose tikimybė. 2007 m. atliktas tyrimas parodė, kad ES IPO skirtus prospektus vidutiniškai sudarė 300 psl., o kai kurie baziniai prospektai kartu su registravimo dokumentais buvo ilgesni nei 750 psl. (ESME, 2007, p. 10) Ieškinių dėl prospekte pateiktos informacijos rizika dar padidėja atsižvelgus į tai, kad emisijos kitose valstybėse narėse vykdomos prie prospekto pateikiant prospekto santrauką tų valstybių kalba. Prospektų direktyvos 6 str. 2 d. numato, kad emitentui ar kitiems asmenims atsakomybė negali būti taikoma, jeigu investicinis sprendimas buvo priimtas vadovaujantis vien tik santraukoje (įskaitant ir santraukos vertimą) pateikta informacija, išskyrus atvejus, kai santrauka, skaitoma kartu su kitomis prospekto dalimis, yra klaidinanti, neteisinga arba prieštaringa. Tikimybė, kad viena kalba parengta prospekto santrauka, skaitoma kartu su kita kalba parengtomis kitomis prospekto dalimis, bus klaidinanti, neteisinga arba prieštaringa, yra pakankamai didelė. Žinoma, dėl minėtos problemos pasinaudoti prospekto paso sistema nėra neįmanoma, tačiau gali būti nepatogu. Vieniems emitentams, ketinantiems platinti vertybinius popierius keliose valstybėse narėse, gali tekti samdyti brangiai kainuojančias teisine konsultacijas, kad įvertinti galimą minėtų ieškinių riziką. Kiti emitentai gali tiesiog vertybinių popierių neplatinti viešai keliose valstybėse narėse pagal prospekto paso sistemą, o tiesiog pasinaudoti šios sistemos išimtimis ir vertybinius popierius platinti profesionaliesiems investuotojams užsienyje. Nors neaišku, ar emitentų pasirinkimui naudotis prospekto paso sistema įtaką daro galima bylinėjimosi skirtingose valstybėse pagal skirtingą teisę rizika, tačiau tokia galimybė nėra atmestina.

Atsižvelgdama į tam tikras praktines problemas, kilusias dėl prospekto paso sistemos veikimo praktikoje, 2009 m. rugsėjo 23 d. Europos Komisija paskelbė Prospektų direktyvos pakeitimų projektą (EC, 2009), kuris numato kai kuriuos esminius pakeitimus. Fizinių ar juridinių asmenų skaičius, kuriam galima siūlyti vertybinius popierius be pareigos parengti prospektą padidinamas nuo 100 iki 150. Ši nuostata turėtų gerokai praplėsti minėtų asmenų ratą, kuriems vertybinius popierius bus galima platinti be prospekto (nuo 3200 iki 4800 skaičiuojant visoje EEE). Prospekto santraukos turinys bei pačios santraukos formatas bus standartizuoti, kad leistų investuotojams nesunkiai palyginti skirtingų emitentų emisijų prospektų santraukas. Santraukoje turės būti pateikta esminė informacija, kuri apims ne tik pagrindines rizikas ir charakteristikas, susijusias su emitentu, bet kokiu garantu ir vertybiniais popieriais, tačiau ir viešo siūlymo vykdymo priežastis bei kam bus naudojamos siūlymo metu gautos lėšos. Civilinė atsakomybė už prospekto santraukos turinį bus taikoma ne tik, jei santrauka, skaitoma kartu su kitomis prospekto dalimis, yra klaidinanti, neteisinga arba prieštaringa tuo atveju, bet ir jei santraukoje nebus pateikta esminė informacija. Atsižvelgiant į tai, kad 2500 žodžių riba santrauka nepanaikinta, emitentams gali kilti papildomų sunkumų įgyvendinant naujus reikalavimus, be to,

padidėja civilinės atsakomybės rizika dėl prospekto santraukos. Bendros per 12 mėn. siūlomų vertybinių popierių vertės išimtis bendrovėms iš 2,5 mln. eurų pakeista į 5 mln. eurų, o kredito įstaigų leidžiamais ir tam tikras sąlygas atitinkantiems ne nuosavybės vertybiniais popieriais – iš 50 mln. eurų į 75 mln. eurų. Mažiausia įsigyjamų vertybinių popierių vertė ir mažiausia vertybinio popieriaus vieneto nominali vertė, kuomet prospekto parengti nereikia nuo 50 000 eurų padidinama iki 100 000 eurų. Tai gali sukelti papildomų problemų vertybinių popierių emitentams, kurie juos platina daugiausia instituciniams investuotojams, kadangi pastariesiems dėl padidėjusios nominalios vertės gali būti sudėtingiau diversifikuoti investicinius portfelius. Minėti pakeitimai kai kurias problemas turėtų išspręsti, tačiau ne visas. O kai kuriais atvejais gali sukelti papildomų problemų.

Šiame skyrelyje minėti prospekto sistemos trūkumai jokių būdų nereiškia, kad galiojanti prospekto paso sistema neveikia. Priešingai – ji, palyginti su galiojusia abipusio pripažinimo sistema, yra gerokai pažangesnė ir paprastesnė. Minėti trūkumai atskirais atvejais gali sukelti nepatogumų, tačiau esminių kliūčių emitentams vertybinius popierius platinti vienoje ar keliose kitose EEE valstybėse narėse nesudaro, o įsigaliojus Prospektų direktyvos pakeitimams ir valstybėms narėms perkėlus į nacionalinę teisę, minėtų trūkumų turėtų kiek sumažėti. Faktas, kad Lietuvos emitentai mažai naudojami prospekto paso sistema, veikiausiai yra aiškintinas ekonominėmis priežastimis nei prospekto paso sistemos trūkumais. Daugumai Lietuvos bendrovių naudotis šia sistema dėl galimo menko neprofesionalių investuotojų susidomėjimo jų išleidžiamais vertybiniais popieriais EEE vertybinių popierių rinkose paprasčiausiai nereikia. Kadangi Lietuvos emitentais daugiausia domisi užsienio instituciniai investuotojai, kuriems platinant akcijas ar obligacijas nemažai laiko ir finansinių sąnaudų reikalaujanti prospektą pagal Prospektų direktyvos reikalavimus parengti nebūtina, Lietuvos emitentai paprasčiausiai pasirenka prospekto pagrindu IPO atlikti tik Lietuvos, o užsienio instituciniams investuotojams vertybinius popierius išplatinti neviešu būdu, nesinaudodami prospekto pasu.

2.3.4. Vertybinių popierių prekybos platformų reglamentavimo pokyčiai Europoje ir jų suteikiamos galimybės

Prospektų direktyvos nuostatų nelankstumas atskirų emitentų atžvilgiu buvo netikėtai išspręstas pačios rinkos, įsigaliojus kitam 1999 m. ES finansinių paslaugų veiksmų plane numatytam teisiniam instrumentui – Europos Parlamento ir Tarybos direktyvai 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų (toliau – MiFiD direktyva). Šia direktyva siekiama integruoti fragmentiškas valstybių narių finansinių priemonių rinkas bei sudaryti palankias sąlygas tiek emitentams, tiek investuotojams sudaryti sandorius dėl vertybinių popierių per įvairias platformas, užtikrinant investuotojų apsaugą ir skaidrumą. Esminė MiFiD įtaka palankesnėms emitentų galimybėms platinti vertybinius popierius

užsienio asmenims yra sudarytos teisinės prielaidos konkurencijai tarp tradicinių vertybinių popierių biržų ir kitų prekybos platformų.

MiFiD direktyva buvo panaikinta Tarybos direktyvos 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje numatyta koncentracijos taisyklę, t.y. reikalavimas, kad tam tikri sandoriai dėl vertybinių popierių (pvz. IPO), turi būti vykdomi tik valstybėje narėje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje. Minėtas reikalavimas gerokai apribojo konkurenciją tarp tradicinių vertybinių popierių biržų ir kitų prekybos platformų, kadangi vertybinių popierių platinimas per biržą dažnai lėmė būtinybę atitikti aukštus kiekybinius ir kokybinius bei informacijos atskleidimo reikalavimus, kurie kai kurioms bendrovėms buvo paprasčiausiai per griežti, o pats platinimas – per brangus.

Kita naujovė – MiFiD direktyva numato galimybę steigti ne tik reguliuojamas rinkas, bet ir kitas alternatyvias prekybos platformas. Esminis reguliuojamų rinkų ir kitų pagal MiFiD steigiamų alternatyvių prekybos platformų skirtumas yra skirtingas jų statusas ES vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų prasme. Emitentams, kurie nori platinti vertybinius popierius per reguliuojamą rinką, reikia atitikti kur kas daugiau reikalavimų, kadangi praktiškai visuose ES vertybinių popierių rinką reglamentuojančiuose teisės aktuose numatytų pareigų laikymasis siejamas su vertybinių popierių įtraukimu į reguliuojamą rinką. Pirmiausia, emitentas turi atitikti tam tikrus kiekybinius ir kokybinius kriterijus, kad jo vertybiniai popieriai būtų įtraukti į reguliuojamos rinkos pagrindinį sąrašą. Minėti kriterijai ES lygiu harmonizuoti Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2001/34/EB dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos apie tuos vertybinius popierius paskelbimo: akcijos turi būti be apribojimų perleisti nuosavybės teisę, minimali platinamų akcijų rinkos vertė turi būti ne mažesnė nei 1 mln. eurų, laisvos akcijos rinkoje turi sudaryti ne mažiau kaip 25 proc. įstatinio kapitalo dalies, kurią sudaro tos klasės akcijos minimali veiklos istorija – bendrovė turi būti parengusi 3 metinius pranešimus. Reguluojamos rinkos operatoriui leidžiama tam tikrai atvejais nustatyti griežtesnius ar paprastesnius kriterijus, tačiau praktikoje skirtingų ES valstybių narių pagrindinių vertybinių popierių biržų oficialaus sąrašo reikalavimai mažai skiriasi (žr. 4 priedą). Žinoma, vertybinių popierių biržos paprastai turi kelis sąrašus (dažnai vieną su griežtesniais, kitą – su mažesniais, bei skolos vertybinių popierių sąrašą), tačiau emitentas vis tiek turi atitikti tam tikrus pakankamai griežtus reikalavimus, susijusius su minimalia platinamų vertybinių popierių verte, veiklos istorija ir pan. Kitas skirtumas – emitentas, kuris ketina vertybinius popierius platinti reguliuojamoje rinkoje, pagal Prospektų direktyvos 3 str. 3 d. turi parengti ir paskelbti minėtos direktyvos reikalavimus atitinkantį prospektą, nepriklausomai nuo to, ar vertybiniai popieriai bus platinami viešai platinami, ar ne. Trečia, emitentas, kurio vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, turi laikytis tam tikrų informacijos atskleidimo pareigų. Pagal Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš

dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB (toliau – Skaidrumo direktyva), emitentas turi parengti ir viešai paskelbti metinę ir tarpinę informaciją, parengtą pagal Tarptautinius apskaitos standartus. Metinę informaciją sudaro audituotos metinės finansinės ataskaitos, auditorių patikrintas metinis pranešimas ir atsakingų asmenų patvirtinimas, o tarpinę – 3, 6, 9 ir 12 mėn. tarpinių finansinių ataskaitų rinkinys ir atsakingų asmenų patvirtinimas. Be to, emitentas turi pareigą viešai paskelbti iš bendrovės gautą informaciją apie bendrovės akcijų paketo įsigijimą ar netekimą. Pagal Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (toliau – Piktnaudžiavimo rinka direktyva) emitentas turi laikyti vadinamosios *ad hoc* informacijos atskleidimo pareigos, siekiant išvengti galimo piktnaudžiavimo rinka. Emitento vadovai ir su jais glaudžiai susiję asmenys nustatyta tvarka ir terminais turi viešai pranešti apie sandorius, kuriuos jie sudarė dėl emitento vertybinių popierių. Be to, emitentas ar emitento vardu ar sąskaita veikiantis asmuo, kuris, atlikdamas įprastines tarnybines, profesines ar kitas pareigas, viešai neatskleistą informaciją atskleidžia bet kuriam trečiajam asmeniui, turi tuo pačiu metu veiksmingai paskelbti visą šią viešai.

MiFiD direktyva suteikia teisę steigti alternatyvią prekybos platformą – daugiašalę prekybos sistemą (toliau – DPS). DPS – tai finansų maklerio įmonės ar rinkos operatoriaus valdoma daugiašalė sistema, kurioje pagal neleidžiančias veikti savo nuožiūra taisykles suderinami trečiųjų asmenų ketinimai pirkti ir parduoti finansines priemones, lemiantys sandorių dėl finansinių priemonių sudarymą. Kadangi pagal MiFiD direktyvos nuostatas DPS nėra reguliuojama rinka ES vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų prasme, skirtingai nuo reguliuojamų rinkų, emitentai, kurių vertybiniai popieriai įtraukiami į DPS, neprivalo atitikti minimalių įtraukimo į prekybą kriterijų (juos DPS operatorius gali laisvai nustatyti savo nuožiūra), jiems nėra taikomos ir nekyla informacijos atskleidimo pareigos pagal Skaidrumo ir Piktnaudžiavimo rinką direktyvas, taipogi pareiga parengti ir paskelbti prospektą pagal Prospektų direktyvą, jei įtraukimas į prekybą DPS nėra kartu ir viešas siūlymas.

DPS pagrindu ES buvo įkurta nemažai alternatyvių rinkų, siekiant sudaryti galimybę mažoms ir vidutinėms bei naujoms bendrovėms, kurios nori platinti vertybinius popierius per organizuotą rinką, tačiau tradicinių vertybinių popierių biržų reikalavimai joms yra kol kas per griežti. Didžiausios ir svarbiausios iš jų yra Londono AIM (angl. *Alternative Investment Market*) ir PSM (angl. *Professional Securities Market*), Liuksemburgo „EuroMTF“, Frankfurto „Entry Standard“, Belgijoje, Olandijoje ir Prancūzijoje veikianti „NYSE Alternext“ bei Skandinavijoje ir Baltijos valstybėse veikianti „First North“. Kadangi Londonas ir Liuksemburgas yra pagrindiniai euroobligacijų centrai tiek ES, tiek pasaulyje, Lietuvos bendrovėms, ketinančioms finansuoti savo veiklą išleidžiant euroobligacijas, turėtų būti itin aktualios Londono PSM ir Liuksemburgo „EuroMTF“ rinkos. Jos suteikia galimybę pakankamai paprasta tvarka išplatinti euroobligacijų emisijas itin plačiam investuotojų ratui, kadangi

euroobligacijų platinimas per formalią vertybinių popierių rinką užtikrina investuotojams, kurie privalo investuoti į rinkoje prekiaujamas obligacijas, galimybę įsigyti išleidžiamų obligacijų bei palankų tokių vertybinių popierių apmokestinimą investuotojų atžvilgiu (Ferran, 2008, p. 529).

Alternatyvių rinkų reikalavimai emitentams ir jų išleidžiamiems vertybiniais popieriams yra ganėtinai panašūs (žr. 5 priedą) ir gerokai mažesni nei ES reguliuojamose rinkose (žr. 4 priedą). Nors alternatyvių rinkų emitentai neprivalo laikytis Skaidrumo direktyvoje numatytos pareigos parengti metinius ir tarpinius pranešimus, investuotojams jie pateikti metinę ir tarpinę informaciją, kurios turinys iš esmės yra paprastesnė Skaidrumo direktyvoje numatyto turinio versija, atitinkanti alternatyvių rinkų emitentų specifiką (Ferran, 2008, p. 429). Kadangi minėtos rinkos nėra reguliuojamos rinkos, emitentui, ketinančiam platinti vertybinius popierius per vieną minėtų rinkų nebūtina parengti Prospektų direktyvos reikalavimus atitinkančios prospekto, jei nebus atliekamas jų viešas siūlymas. Tokio dokumento turinys paprastai yra siauresnės apimties ir pritaikytas investuotojų poreikiams ir emitentų galimybėms. Žinoma, per alternatyvią rinką galima atlikti ir viešą siūlymą, tačiau tuomet teks parengti pilną Prospektų direktyvą atitinkantį prospektą. Visgi atsižvelgiant į paprastesnes metinės ir tarpinės informacijos atskleidimo pareigas kai kuriems emitentams tai gali būti patraukli ir pigesnė alternatyva, palyginti su IPO reguliuojamoje rinkoje. Skirtingai nuo reguliuojamų rinkų, alternatyvių rinkų emitentai privalo sudaryti sutartį su sertifikuotu patarėju (angl. *certified advisor* arba *nominated advisor*), t.y. audito, teisinių paslaugų ar investicinių paslaugų bendrovės, kuri padėtų alternatyvioje rinkoje esančiai bendrovei tinkamai vykdyti savo pareigas (Xetra, 2009, p. 4).

Tokių rinkų privalumai emitentams akivaizdūs. Pirma, alternatyvios rinkos suteikia galimybę pasinaudoti dauguma užsienio vertybinių popierių rinkų teikiamų privalumų tokioms bendrovėms, kurios dėl griežtų ir mažai lanksčių Prospektų direktyvos ir kitų vertybinių popierių rinkų reglamentuojančių teisės aktų to būtų negalėjusios padaryti arba tai būtų dariusios gerokai vėliau. Antra, paprastai tokių bendrovių pagrindinis patekimo į organizuotą vertybinių popierių rinką tikslas yra ne likvidumo užtikrinimas ar tapimas tikrai vieša bendrove, o galimybė pasinaudoti alternatyviu finansavimo šaltiniu – nemažai institucinių investuotojų negali investuoti į vertybinius popierius, kuriais nėra prekiaujama vertybinių popierių biržoje arba gali įsigyti itin ribotą jų kiekį. Kadangi vertybinių popierių platinimas per alternatyvią rinką paprastai atitinka investavimo taisyklių sąlygą, kad bendrovės vertybiniai popieriai turi būti listinguojami ar jais prekiauja vertybinių popierių biržoje, minėti instituciniai investuotojai gali laisvai jų įsigyti. Trečia, užsienio, ypač instituciniai investuotojai, dažnai pasižymi savybe investuoti daugiausia į savo „namų“ vertybinių popierių biržas, kuri dažnai pasireiškia net ir nesant konkrečioms investavimo taisyklėms ar apribojimams (Luetje ir Menkhoff, 2004). Kadangi alternatyvios rinkos yra įsteigtos pagrindiniuose ES finansų centruose, kur dauguma minėtų institucinių investuotojų ir veikia, tai sudaro bendrovėms galimybę vertybinius popierius išplatinti minėtų investuotojų „namų“ rinkose, kas lemia padidėjusį jų polinkį investuoti į tokias

bendrovės. Rinkos duomenys tik patvirtina tokių alternatyvių rinkų patrauklumą emitentams. 2006 m. ES alternatyviose rinkose įvyko 507, o reguliuojamose rinkose 331 visų ES vykdytų IPO (PWC, 2008). Nors 2007-2008 m. finansų krizė lėmė tarptautinės IPO rinkos nuosmukį, alternatyvios rinkos ir per krizę IPO skaičiumi lenkė ES reguliuojamas rinkas: 2008 m. ir 2009 m. alternatyviose rinkose buvo vykdomi atitinkamai 180 ir 85 IPO, o reguliuojamose rinkose – 115 ir 51 (PWC, 2010). Vien Londono AIM nuo jos įkūrimo buvo įvykdyti net 522 tarptautiniai IPO (AIM, 2010). Deja, kol kas nei viena Lietuvos bendrovė dar nepasinaudojo alternatyvių rinkų teikiamomis galimybėmis.

Sėkmingų IPO skaičius rodo alternatyvių ES vertybinių popierių rinkų populiarumą ne tik emitentų, bet ir investuotojų tarpe, kas leidžia teigti, kad mažesnių emitentams taikomų informacijos atskleidimo reikalavimų nei numatyti ES direktyvose jiems pakanka. ES alternatyvių rinkos sudaro palankias sąlygas tiek Lietuvos, tiek užsienio bendrovėms gauti finansavimą ES kapitalo rinkose paprasčiau ir pigiau, ko kai kurios jų negalėtų padaryti reguliuojamose rinkose dėl Prospektų direktyvos ir kitų informacijos atskleidimą investuotojams reglamentuojančių ES direktyvų menko lankstumo atskirų emitentų atžvilgiu.

2.4. Vertybinių popierių platinimo teisinis reglamentavimas JAV

Alternatyva ES rinkoms galėtų būti Lietuvos bendrovių platinimas JAV kapitalo rinkose. Ilgą laiką JAV dominavo tarptautinėse kapitalo rinkose kaip pagrindinė vieta, kurioje dėl didelio rinkos gylio ir likvidumo savo vertybinius popierius siekėt siūlyti dauguma užsienio bendrovių (McKinsey & Co., 2007). Prestižinėmis laikomos JAV biržos kaip Niujorko vertybinių popierių birža (toliau – NYSE) ar NASDAQ buvo kiekvienos tarptautinės bendrovės tikslinė vieta, siekiant vertybinių popierių emisija užsienyje finansuoti savo veiklą. Dar 2000 m. 50 proc. visų pasaulio tarptautinių IPO buvo įvykdyta būtent JAV (Committee on Capital Markets Regulation (CCMR), 2007). Vienoje išsamiausių bendrovių vertybinių popierių platinimo tarptautinėse kapitalo rinkose studijų pastebėta, kad 9 dešimtmetyje JAV vertybinių popierių rinkoje savo akcijas iš Europos bendrovių daugiausia siūlė aukštųjų technologijų bendrovės, kurių plėtrai buvo būtinas finansavimas (Pagano et al., 2002). Autoriai pastebėjo, kad JAV rinkos konkurencinis pranašumas buvo kvalifikuoti analitikai ir instituciniai investuotojai, besispecializuojantys būtent tokių bendrovių finansavimo srityje (kas įprastai lemia geresnį bendrovių vertinimą, didesnę vertybinių popierių kainą didesnę finansavimą), didelis JAV vertybinių popierių biržų likvidumas, aukštas JAV finansinės atskaitomybės standartų ir akcininkų teisių apsaugos lygis bei didelės rinkos galimybės eksportuoti produkcijai į JAV. Kiti autoriai kaip JAV vertybinių popierių rinkos privalumą akcentuoja savanorišką užsienio emitentų susisiejimą su aukštais JAV standartais, dėl to kylantį didesnę investuotojų pasitikėjimą užsienio bendrovėmis, kurie už tokių bendrovių akcijas sumoka premiją (Coffee, 2002).

Tačiau nuo 2002 m. Europos bendrovių IPO JAV ėmė tendencingai mažėti. 2003 m. 31 proc. visų IPO Niujorko vertybinių popierių biržoje vykdė užsienio bendrovės, o 2005 m. šis skaičius siekė tik 8 proc. (McKinsey & Co., 2007). Tais pačiais metais tik 5 proc. visų tarptautinių IPO vertės teko JAV, palyginti su 50 proc. 2000 m. (CCMR, 2007) Kitų metų statistika tendenciją tik patvirtina: 2007 m. JAV teko 56 tarptautiniai IPO, tuo tarpu kai Europos rinkoms teko 131, 2008 m. JAV – 17, Europos – 81 (PWC, 2009). Minėtą tendenciją galima paaiškinti įvairiai, tačiau dažniausiai minima priežastis yra po JAV Enron ir WorldCom bendrovių skandalų bei analogiškų skandalų prevencijai skirto 2002 m. Sarbanes-Oxley akto, gerokai sugriežtinusio bendrovių valdymo ir skaidrumo standartus, priėmimas ir JAV akcininkų polinkis bylinėtis teismuose su bendrovėmis (CCMR, 2007). Logiška manyti, kad griežtesnių standartų laikymasis užsienio bendrovėms neturi prasmės, jei standartų laikymosi kaštai yra didesni už jų laikymosi naudą. Nustatyta, kad griežtesnių JAV standartų laikymosi nauda užsienio bendrovėms gerokai sumažėjo priėmus minėtą 2002 m. aktą, kadangi vidutiniškai standartų laikymosi kaštai tapo didesni nei jų teikiama nauda, ypač mažesnėms bendrovėms ir bendrovėms, kurių valdymo ir skaidrumo standartai jau ir taip yra dideli (Litvak, 2007, p. 195). Paskaičiuota, kad 70 Didžiosios Britanijos bendrovių, platinančių vertybinius popierius JAV biržose, bendri „Sarbanes-Oxley“ akto laikymosi kaštai gali būti apie 860 mln. JAV dolerių (Pan, 2006). Tačiau kiti autoriai, analizavę užsienio emitentų vertybinių popierių siūlymo priežastis ir pasekmes Londono ir Niujorko vertybinių popierių biržose 1990-2005 m., priėjo prie išvados, kad sumažėjęs užsienio emitentų susidomėjimas JAV rinka nėra susijęs su „Sarbanes-Oxley“ akto priėmimu, kadangi aukštų JAV standartų teikiamos naudos neįmanoma gauti vertybinius popierius siūlant kitose pasaulio vertybinių popierių biržose, o minėtų standartų naudos „Sarbanes-Oxley“ aktas nesumažino (Doidge et al., 2007). Visgi reikėtų sutikti su nuomone, kad ne vien minėto teisės akto priėmimas lėmė sumažėjusį užsienio emitentų susidomėjimą JAV rinka, tačiau tai buvo vienas pagrindinių veiksnių. Nemažai įtakos turėjo ir kitų valstybių vertybinių popierių rinkų plėtra, lėmusi tų valstybių galimybę su konkuruoti su JAV dėl emitentų technologiniu aspektu, investuotojų pasitikėjimo lygiu, likvidumu bei atsiradusi galimybė investuotojams prekiauti vertybiniais popieriais kitose rinkose, t.y. investuotojams pasiekti emitentus jų namų rinkose, o ne emitentams pasiekti investuotojus kitų valstybių rinkose (CCMR, 2007). Kitų rinkų populiarumą galėjo lemti ir IPO kaštų skirtumai: Europoje jie sudaro 3-4 proc. emisijos vertės, tuo tarpu JAV – apie 6,5-7 proc. (Oxera, 2006).

2.4.1. Užsienio emitentų viešo akcijų ir obligacijų platinimo JAV ypatumai

Vertybinių popierių apyvartos pagrindus JAV reglamentuoja du pagrindiniai teisės aktai: 1933 m. Vertybinių popierių aktas (angl. *Securities Act*) ir 1934 m. Vertybinių popierių rinkos aktas (angl.

Securities Exchange Act). Vertybinių popierių aktas reglamentuoja vertybinių popierių viešą ir neviešą platinimą, o Vertybinių popierių rinkos aktas nustato emitentų pareigas, jei jų vertybiniais popieriais prekiaujama JAV vertybinių popierių biržose. Taigi emitentams, siekiantiems atlikti IPO NYSE ar NASDAQ biržose, būtina atitikti abiejų teisės aktų reikalavimus, tačiau reikalavimai iš esmės analogiški (Ferran, 2008, p. 506). Pavyzdžiui, emitentas, kuris nori vykdyti IPO NYSE biržoje turi atitikti šiuos minimalius reikalavimus: pelnas prieš apmokestinimą turi būti tarp 2,5 ir 4,5 mln. JAV dolerių, balanse nurodyto materialaus turto vertė – 40 mln. JAV dolerių, laisvų akcijų skaičius turi būti didesnis nei 40 mln. JAV dolerių, o minimalus akcininkų skaičius – tarp 500 ir 2200 priklausomai nuo tam tikrų sąlygų (Kraakman et al., 2009, p. 291).

Bet koks vertybinių popierių siūlymas JAV turi būti registruotas JAV priežiūros institucijoje (angl. *Securities Exchange Commission*, toliau – SEC) arba atliekamas naudojantis viena iš kelių išimčių iš pareigos registruoti vertybinius popierius. Vertybinius popierius registravimas SEC lemia visų griežtų JAV teisės aktų, įskaitant ir Sarbanes-Oxley akto, taikymą. Joks viešas akcijų platinimas negali būti atliekamas, kol emisijos registravimo pažymėjimas nėra patvirtintas, kuris naujiems emitentams tai gali trukti iki kelių mėnesių. Užsienio emitentu (angl. *foreign private issuer*) pagal JAV vertybinių popierių rinką reglamentuojančius teisės aktus yra laikomos užsienio bendrovės, išskyrus tas bendroves, kurių daugiau nei 50 proc. paprastųjų vardinių akcijų tiesiogiai ar netiesiogiai nevaldo JAV rezidentai ir tenkinama bent viena iš šių sąlygų: dauguma valdymo organų narių yra JAV rezidentai ar piliečiai; daugiau nei 50 proc. emitento turto yra JAV; bendrovė faktiškai yra valdoma JAV teritorijoje.

Užsienio emitento sąvoka yra svarbi, kadangi tik užsienio emitentai gali naudotis tam tikrais JAV vertybinių popierių rinkos teisinio reglamentavimo ypatumais, kuriais siekiama apsaugoti JAV investuotojus, tačiau kartu bandoma išlaikyti JAV vertybinių popierių rinką konkurencinga pasaulyje, atsižvelgiant į tendenciją užsienio emitentams vengti JAV rinkos. Tuo tikslu per pastaruosius kelis metus JAV padaryta nemažai pakeitimų vertybinių popierių apyvartos teisiniame reglamentavime, siekiant minėtą tendenciją pakeisti (Johnson, 2008).

Vienas ypatumų užsienio emitentams JAV yra speciali tik užsienio emitentams skirta vertybinių popierių registracijos ir informacijos teikimo forma, kuri yra suderinta su IOSCO tarptautiniais informacijos atskleidimo standartais. Tai palengvina dokumentų formos pildymą Europos emitentams, kadangi ES prospektų turinio reikalavimai yra parengti pagal analogiškus standartus.

Vienas pagrindinių pakeitimų yra galimybė užsienio emitentams finansinę informaciją ir ataskaitas SEC teikti pagal Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus. Pareiga teikti finansines ataskaitas pagal JAV taikomus GAAP atskaitomybės standartus arba kitus užsienio emitento naudojamus finansinės atskaitomybės standartus, tačiau esant neatitikimams (kurių praktiškai visuomet pasitaikydavo) būtinybė suderinti finansinę informaciją su GAAP, ilgą laiką buvo vienas pagrindinių

sunkumų užsienio emitentams patekti į JAV vertybinių popierių rinką. Tokia procedūra ne tik užtrukdavo, padidindavo išlaidas, tačiau dažnai finansinė informacija po suderinimo procedūros gerokai skirdavosi. Antai Vokietijos bendrovei Daimler-Benz siekiant įtraukti savo akcijas į prekybą Niujorko vertybinių popierių biržoje, ir suderinus finansinės atskaitomybės dokumentus su GAAP standartais, finansinės ataskaitose 949 mln. Vokietijos markių pelnas pavirto į 168 mln. markių nuostolį (Schwarcz, 2002). Nuo 2007 m. pabaigos užsienio emitentams nebereikia finansinių pranešimų ir atskaitomybės suderinti su JAV GAAP finansinės atskaitomybės standartais, jei užsienio emitentai ją teikia pagal Tarptautinius apskaitos standartus. Šis pakeitimas itin palankus emitentams iš ES, kadangi pagal Europos Parlamento ir Tarybos Reglamentą (EB) Nr. 1606/2002 dėl tarptautinių apskaitos standartų taikymo minėti standartai taikomi ir ES emitentams.

Nors užsienio emitentams Sarbanes-Oxley aktas taipogi yra taikomas, tačiau 2007 m. su tam tikromis išimtimis. Minėtas aktas reglamentuoja bendrovių valdymo principus, įskaitant bendrovės vadovų pareigą patvirtinti bendrovėje taikomų finansinės atskaitomybės procedūrų ir dokumentų teisingumą, nepriklausomų audito komitetų bendrovėje sudarymą, audito partnerių rotaciją ir auditorių priežiūrą. Sarbanes Oxley aktas taipogi nustato bendrovių valdymo standartus, nepriklausomai nuo to, ar emitentas yra iš JAV ar iš užsienio. Siekiant išvengti galimų kolizijų tarp minėto akto ir bendrovės valdymo standartų, nustatytų užsienio emitentų nacionalinėje teisėje, numatytas tokių standartų derinimo mechanizmas (Coffee, 2002). Vienas labiausiai diskutuotų Sarbanes-Oxley akto aspektų yra jo 404 str., pagal kurią emitentui nustatyta pareiga į metines finansines ataskaitas ir įtraukti nepriklausomo auditoriaus patvirtintą ir įvertintą bendrovės vadovų pranešimą apie bendrovės vidaus audito sistemą ir jos efektyvumą. Praktikoje tokio pranešimo rengimas yra daug laiko ir finansinių sąnaudų reikalaujantis procesas (Pan, 2006). Minėta pareiga užsienio emitentams tebetaikoma, tačiau nustatyti ilgesni terminai, per kuriuos toks pranešimas turi būti pateiktas (Ferran, 2008, p. 507). 2007 m. buvo dar supaprastinta pranešimų apie vidaus audito sistemą tvarka, atsisakant nereikalingų procedūrų ir taip taupant emitentų laiką ir lėšas (Johnson, 2008, p. 393).

Paskutinė problema, susijusi su viešu vertybinių popierių platinimu JAV, ilgą laiką buvo tai, kad nors užsienio emitentams išbraukti iš biržos sąrašų savo vertybinius popierius buvo pakankamai nesudėtinga, tai dar nereiškė pareigų, susijusių su vertybinių popierių registracija SEC, pasibaigimą, t.y. ir vykdyti informacijos atskleidimo pareigas, teikti ataskaitas ir pan. (Ferran, 2008, p. 509) Iki 2007 m. emitentas negalėjo vertybinių popierių emisijos išregistruoti SEC, kol vertybinių popierių emisija priklausė daugiau nei 300 asmenų pasaulyje arba daugiau nei 300 JAV rezidentų. Toks reikalavimas akivaizdžiai neatitiko tendencijos diversifikuoti investicinius portfelius, kadangi daugumos užsienio emitentų vertybiniai popieriai priklausė kur kas daugiau nei nustatytam skaičiui investuotojų (Ferran, 2008, p. 509). SEC 2007 m. pakeitė minėtą reikalavimą nauju. Dabar galimybė išregistruoti vertybinius popierius JAV priklauso nebe nuo tam tikro fiksuoto investuotojų skaičiaus, o

vidutinės tos emisijos vertybinių popierių apyvartos JAV palyginus su apyvarta kitose rinkose. Užsienio emitentas turit teisę išregistruoti vertybinių popierių emisiją ir nustoti vykdyti su tuo susijusias pareigas, jei vidutinė tos akcijų emisijos dienos apyvarta JAV yra ne didesnė kaip 5 proc. vidutinės tos akcijų emisijos apyvartos kitose rinkose per 12 mėn. ir jei patenkinamos tam tikros neesminės papildomos sąlygos (Ferran, 2008, p. 509).

Empiriniai duomenys lyg ir patvirtina, kad minėti pakeitimai pamažu padeda atkurti investuotojų pasitikėjimą JAV rinka: 2009 m. JAV teko jau 2 iš 20 didžiausių tarptautinių IPO, tuo tarpu 2007 ir 2008 m. JAV biržose nebuvo vykdomas nei vienas iš didžiausių IPO pasaulyje (CCMR, 2009). Mažėja ir viešo bei neviešo platinimo JAV rinkose santykis: 2009 m. 81,1 proc. užsienio vertybinių popierių emisijų JAV buvo platinama neviešu būdu, pasinaudojant išimtimis, tuo tarpu 2007 ir 2008 m. šis skaičius atitinkama siekė 87,9 ir 95,5 proc. (CCMR, 2009). Tačiau daryti konkrečias išvadas, kad vertybinių popierių viešo platinimo JAV rinkose tvarka tapo palankesnė užsienio emitentams, sudėtinga, kadangi 2007-2008 m. pasaulinė finansų krizė, galėjo lemti, jog užsienio emitentai paprasčiausiai neturėjo palankios alternatyvos vykdyti vertybinių popierių emisiją kitur, todėl didelis JAV rinkos gylis jiems buvo vienintelė alternatyva gauti būtiną finansavimą tarptautinėse kapitalo rinkose, todėl ir stebimas tarptautinių IPO JAV padidėjimas. Galimas ir atvirkštinis variantas, kad duomenys realiai neatspindi galimo JAV biržų patrauklumo padidėjimo dėl paprastesnių sąlygų užsienio emitentams, kadangi dėl pasaulinės finansų krizės vertybinius popierius JAV vertybinių popierių biržose siūlo mažiau užsienio emitentų nei siūlytų įprastomis ekonomikos sąlygomis.

2.4.2. Neviešas vertybinių popierių platinimas JAV

Pastaraisiais metais stebima tendencija, kad užsienio emitentai vis dažniau vengia siekti gauti finansavimą JAV vertybinių popierių rinkose. JAV kapitalo rinkų komiteto duomenimis 1994 m. 45 proc. tarptautinių IPO buvo įvykdyta būtent JAV vertybinių popierių biržose, tačiau 2007 m. šis skaičius nukrito tik iki 10 proc. (CCMR, 2007, p. 2) Manoma, kad vienas pagrindinių veiksnių, lėmusių tokią tendenciją, yra su viešu vertybinių popierių platinimu JAV susijusi teisinio reguliavimo našta. Nors JAV imtasi priemonių šią naštą užsienio emitentams sumažinti, tačiau tendencija užsienio emitentams siūlyti savo vertybinius popierius JAV pasinaudojant įvairiomis išimtimis, leidžiančiomis išvengti teisinio reguliavimo naštos, išlieka.

Nors JAV vertybinių popierių rinką reglamentuojantys teisės aktai numato keletą išimčių, dažniausiai naudojama išimtis – 1934 m. JAV vertybinių popierių rinkos akto 144A str. numatyta teisė perparduoti vertybinius popierius profesionaliems investuotojams – kvalifikuotiems instituciniams pirkėjams (angl. *qualified institutional buyers*). Naudojantis šia išimtimi, nekyla pareiga registruoti vertybinių popierių emisiją SEC, taigi nereikia vykdyti ir su tuo susijusių pareigų – atskleisti

informaciją, teikti periodines ataskaitas, vykdyti Sarbanes-Oxley akto reikalavimus. Tai leidžia išvengti didelių kaštų, susijusių su pareigų siūlant vertybinius popierius viešai, vykdymu bei potencialios bylinėjimosi su JAV akcininkais galimybės. 1996 m. apie 29 proc. užsienio emitentų vertybinių popierių emisijų JAV buvo vykdoma naudojantis minėta išimtimi, tuo tarpu 2006 m. šis skaičius pakilo iki 86 proc. (CCMR, 2007, p. 4) 144A str. numatytos išimties esmė yra ta, kad galimybė gauti finansavimą kapitalo rinkose, kuomet vertybiniai popieriai siūlomi išimtinai profesionaliems investuotojams, yra svarbesnė nei apsauga, kurią suteikia privalomi informacijos atskleidimo reikalavimai (Ferran, 2008, p. 505). Minėta išimtis leidžia neregistruoti vertybinių popierių emisijos (taigi ir nevykdyti su registravimu susijusių pareigų), kai vertybiniai popieriai perparduodami kvalifikuotiems instituciniams investuotojams JAV, jei perparduodami vertybiniai popieriai yra ne tos pačios klasės kaip emitento jau siūlomi vertybiniai popieriai JAV biržose (jei emitentas ten juos siūlo). Iš esmės ši išimtis taikoma tais atvejais, kai asmuo iš užsienio emitento superka visą išleidžiamą vertybinių popierių emisiją, naudodamasis kitomis išimtimis, numatytomis JAV teisėje (kaip ofšorinis sandoris pagal Reglamentą S arba ne viešas siūlymas pagal Reglamentą D) ir perparduoda vertybinius popierius kvalifikuotiems instituciniams investuotojams JAV. Nors pasinaudojant šia išimtimi pats emitentas tiesiogiai vertybinių popierių parduoti negali, kadangi teisės aktas aiškiai nurodo sąvoką „perpardavimas“, tačiau užsienio emitentams pasinaudoti šia išimtimi nėra sudėtinga, kadangi tarptautinėje praktikoje praktiškai visos vertybinių popierių emisijos yra platinamos per tarpininkus (pavyzdžiui, investicinius bankus).

Pagal 144A str. išimtį kvalifikuotu instituciniu pirkėju yra laikoma institucija, kuri savo nuožiūra ruošiasi investuoti arba jai jau priklauso ne mažiau kaip 100 mln. JAV dolerių vertės vertybinių popierių (10 mln. JAV dolerių, jei tai yra JAV brokeris; jei tai yra bankas arba kredito institucija, jos turtas turi būti mažiausiai 25 mln. JAV dolerių vertės). Jei sandorį sudaro juridinis vienetas, priklausantis kvalifikuotam instituciniam pirkėjui, arba JAV finansų tarpininkas, veikiantis kaip kvalifikuoto institucinio pirkėjo atstovas taip pat, taip pat laikoma, kad sandorį sudaro kvalifikuotas institucinis pirkėjas. Norint platinti vertybinius popierius pasinaudojant minėta išimtimi būtina įvykdyti tik dvi sąlygas. Pirma, vertybinių popierių pardavėjas turi aiškiai pranešti pirkėjui, kad remiasi minėta išimtimi. Antra, pardavėjas taip pat turi pateikti trumpą informaciją apie tai, kokią veiklą vykdo emitentas, naujausius finansinių ataskaitų duomenis bei finansinės atskaitomybės duomenis už praėjusius 2 metus (nebūtinai pagal JAV taikomus finansinės atskaitomybės standartus). Ataskaitos turėtų būti patvirtintos auditorių, jei tai protingai įmanoma.

Verta paminėti, kad naudojantis minėta išimtimi ir neplatinant vertybinių popierių JAV viešai per vertybinių popierių biržas kaip Niujorko ar NASDAQ, emitentai netenka kelių pagrindinių vertybinių popierių siūlymo JAV rinkose privalumų: prestižo, kurią suteikia vertybinių popierių įtraukimas į prekybą minėtose vertybinių popierių biržose, bei teigiamo pavyzdžio investuotojams,

siekiant susieti save su aukštais ir griežtais vertybinių popierių rinkos standartais, taip skatinant investuotojų pasitikėjimą (Jackson ir Pan, 2008, p. 216). Visgi manome, kad naudojimas minėtomis išimtimis platinant vertybinius popierius JAV yra naudingas užsienio bendrovėms, ypač toms, kurios JAV nėra plačiai žinomos (nes tokiomis bendrovėmis neprofesionalūs investuotojai JAV praktiškai nesusidomi). Kaip rodo praktika, į užsienio emitentų vertybinius popierius daugiausiai investuoja JAV instituciniai investuotojai (Jackson ir Pan, 2008, p. 232). Tai sukuria palankias sąlygas gauti finansavimą itin likvidžioje JAV vertybinių popierių rinkoje ir tuo pačiu išvengti daug laiko ir finansinių sąnaudų reikalaujančių pareigų, susijusių su vertybinių popierių viešu platinimu JAV, vykdymu.

2.4.3. Lietuvos emitentų perspektyvos JAV rinkose

Nepaisant JAV teisinių iniciatyvų bei galimos premijos už susisiejamą su griežtais JAV vertybinių popierių rinkos standartais, mažesnėms kontinentinės Europos bendrovėms (taigi ir Lietuvos) viešose JAV akcijų rinkose gali kilti sunkumų.

Vienas pagrindinių sunkumų – neproporcingai didelė Sarbanes-Oxley akto sukeliama finansinė našta mažesniems emitentams (Kamar et al., 2007). Paskaičiuota, kad dėl minėto akto priėmimo mažos kapitalizacijos bendrovėms vidutiniai metinio audito kaštai išaugo 22 proc., o bendri listingavimo kaštai – net 174 proc. Žinoma, tai ateityje gali pasikeisti, kadangi 2010 m. Dodd-Frank aktas įpareigoja SEC atlikti studiją, kaip sumažinti Sarbanes-Oxley akto naštą vidutinės kapitalizacijos (tarp 75 ir 250 mln. JAV dolerių) emitentams (Bainbridge, 2009).

Tačiau esminis skirtumas, kuris dažnai atbaido Europos emitentus nuo viešų JAV rinkų yra skirtinga JAV rinkos priežiūros sistema ir veiklos principai. Vien vertybinių popierių rinkų priežiūros institucijų veikla šiuo aspektu tarp JAV ir ES gerokai skiriasi: 2005-2006 m. SEC emitentams paskirtų baudų skaičiumi D. Britanijos rinkos priežiūros instituciją aplenkė santykių net 30 prie 1. Tačiau tai – tik viena medalio pusė. Dar didesnis skirtumas tarp likusio pasaulio vertybinių popierių rinkos priežiūros sistemų ir JAV yra tas, kad akcininkų ieškiniai ir galimybė emitentui taikyti civilinę atsakomybę JAV yra laikomi itin svarbia vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų laikymosi užtikrinimo ir skaidrumo rinkoje skatinimo priemone (Fox, 2006). Akcininkams JAV, skirtingai nuo Europos, yra suteikta daug procesinių priemonių, skatinančių bylinėjimąsi su emitentu: grupės ieškiniai finansinėse bylose, teisininkus skatinantis atlygio mechanizmas, kuomet dalis priteisiamos sumos atitenka kaip atlygis už paslaugas (angl. *contingent fee*) bei, skirtingai nei Europoje, netaikomas bylinėjimosi išlaidų paskirstymo principas „pralaimėjęs moka“ (Coffee, 2007, p. 35). JAV akcininkų polinkis bylinėtis su bendrove yra gerai žinomas pasaulyje: 2000-2002 m.

laikotarpiu SEC emitentams skyrė baudų už 1,8 mlrd. JAV dolerių, tuo tarpu investuotojai iš emitentų ieškiniais prisiteisė net 2,2 mlrd. JAV dolerių (Coffee, 2007, p. 36).

Minėta priežiūros sistemos skirtumų problema tampa dar opesnė kontinentinės Europos ir JAV bendrovių nuosavybės struktūros (angl. *ownership structure*) kontekste. Kontinentinės Europos bendrovėse (tame tarpe ir Lietuvos) paprastai dominuoja vienas ar keli stambieji akcininkai, kurie yra linkę naudotis šia padėtimi savo naudai (paskolos kontroliuojantiems akcininkams itin palankiomis sąlygomis, kartais nemokami dividendai ir pan.). Tuo tarpu JAV bendrovių teisės sistema, kuri skatina bendrovės nuosavybės struktūros paskirstymą tarp daugelio akcininkų, kurių nei vienas individualiai neįgyja kontrolės, nėra palanki bendrovėms, kurias valdo vienas ar keli stambūs akcininkai, todėl nei teismai, nei akcininkai, nei SEC minėtų stambiujų akcininkų veiksmų netoleruoja (Kraakman, 2009, p. 108-109). Taigi bendrovėms, kurias kontroliuoja vienas ar keli stambūs akcininkai, ir kurie ketina naudotis šia padėtimi savo naudai, JAV gali kilti daug sunkumų siekiant platinti vertybinius popierius viešose rinkose.

Jei Lietuvos bendrovėms pavyktų laikytis griežtų JAV standartų, tai gerokai pakeltų jų prestižą ir leistų gauti finansavimą vienoje didžiausių ir likvidžiausių vertybinių popierių rinkų pasaulyje. Deja, kol kas nei viena Lietuvos bendrovė JAV rinkoje IPO dar nevykdė. Manome, kad tokią situaciją lėmė ir ekonominiai veiksniai. Vargu ar Lietuvos bendrovei vykdyti IPO JAV rinkoje būtų ekonomiškai racionalu: IPO kaštai būtų didesni nei Europoje (Oxera, 2006), o dauguma Lietuvos bendrovių dėl savo dydžio pasauliniu mastu ir geografinio nuotolio vargu ar galėtų sudominti viešas JAV vertybinių popierių rinkas. Sunkumų sukeltų ir 2007-2008 m. pasaulinės finansų krizės metastas šešėlis Baltijos valstybių ekonomikai. Atsižvelgiant į tai, manome, kad racionaliausias būdas gauti finansavimą JAV kapitalo rinkoje pirmiausia būtų neviešas vertybinių popierių platinimas JAV instituciniams investuotojams, jei pastarieji susidomėtų Lietuvos bendrovių vertybiniais popieriais.

2.5. Galimybės taikyti sekiuritizaciją Lietuvoje teisiniai aspektai

Sekiuritizacija Lietuvoje teisės aktuose tiesiogiai reglamentuojama nėra, tačiau šiam finansavimo būdui aktualūs aspektai reglamentuojami įvairiuose įstatymuose. Vienintelis teisės aktas, kuriame tiesiogiai minima sekiuritizacija, yra Lietuvos banko valdybos 2006 m. lapkričio 9 d. nutarimu Nr. 138 patvirtintos Kapitalo pakankamumo skaičiavimo bendrosios nuostatos. Be kitų klausimų, jose reglamentuojamos Lietuvos Respublikoje veikiančių kredito įstaigų kapitalo pakankamumo normatyvų skaičiavimo ypatumai, jei kredito įstaiga dalį savo pozicijų perleidžia SPI sekiuritizacijos būdu, tačiau pats sekiuritizacijos procesas teisiškai nėra reglamentuojamas.

Panašius į sekiuritizaciją teisinius santykius reglamentuoja 2003 m. priimtas hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymas. Hipotekinis kreditavimas – tai nekilnojamo turto

įkeitimu užtikrintų kreditų teikimas panaudojant lėšas, kurios generuojamos išleidžiant hipotekines obligacijas – kredito įstaigos skolos vertybinius popierius, kurių išpirkimas užtikrintas kredito įstaigos reikalavimo teisių pagal hipotekinius kreditus ir kito papildomo turto įkeitimu. Manome, kad hipoteka užtikrintų obligacijų leidimas pagal minėtą įstatymą nėra tikroji sekiuritizacija, kadangi reikalavimo teisės nėra perduodamos SPĮ, taigi nors išleistos hipotekinės obligacijos yra užtikrintos komercinio banko reikalavimo teisėmis pagal išduotus hipotekinius kreditus, tačiau obligacijų kredito rizika nėra atskirta nuo jas išleidžiančio banko kredito rizikos.

Į sekiuritizaciją panašūs teisiniai santykiai yra ir faktoringas LR CK 6.903-6.912. Nors abiem atvejais perleidžiama reikalavimo teisė mainais už pinigus ir paprastai perleidimo kaina būna kiek mažesnė nei rinkos vertė, tačiau sekiuritizacijos, priešingai nei faktoringo atveju, reikalavimas perleidžiamas finansuotojui tiesiogiai (bankui ar kitai kredito įstaigai), tačiau tarpinei struktūrai – SPĮ – tam, kad SPĮ išleidžiamų vertybinių popierių kreditingumas priklausytų tik nuo perleistų reikalavimo teisių kreditingumo. Be to, naudojant sekiuritizaciją, mokėjimus pagal perleistus reikalavimus ir toliau administruoja bendrovė iniciatorė, tuo tarpu naudojant faktoringą mokėjimai surenkami ir perleistas turtas administruojamas subjekto, kuriam perleista reikalavimo teisė.

Reikalavimo teisės perleidimo klausimus Lietuvoje reglamentuoja LR CK. Pagal bendrą taisyklę kreditorius turi teisę perleisti reikalavimą tiek esamą, tiek būsimą reikalavimo teisę be skolininko sutikimo, bet sutartis ar įstatymas gali numatyti tokio sutikimo būtinumą (LR CK 6.101 str. 1 d.). Tai yra, jei ko kita nenumatyta įstatymuose, niekas nedraudžia šalims įtraukti į sutartį sąlygą, pagal kurią kreditorius netenka teisės perleisti reikalavimą trečiajam asmeniui. Jei tokios sąlygos sutartyje nėra, kreditorius gali perleisti savo reikalavimo teisę neatsiklausdamas skolininko. Tačiau be skolininko sutikimo kreditoriui draudžiama perleisti reikalavimą, jei skolininko asmuo kreditoriui turi esminės reikšmės (LR CK 6.101 str. 5 d.). Nors yra nuomonių, kad perleidžiant reikalavimus pagal vadinamąsias tęstines sutartis (produkcijos tiekimas, elektros energijos tiekimas ir pan.) kreditorius turi pasikeisti visiškai ir besąlygiškai, nes negalima perleisti teisės gauti iš pirkėjų (vartotojų) tik dalį skolos neperkeliant kartu visų iš sutarties kylančių pareigų, sutiktume, kad toks teiginys nebūtų pagrįstas (Ambrasienė, 2004, p. 83). Juk įstatyme nėra įtvirtinta taisyklė, kad kreditorius, perleisdamas reikalavimo teisę, būtinai turi perleisti ir savo pareigas naujam kreditoriui.

Tačiau tai – tik bendrosios LR CK nuostatos, taigi atskiras sutarčių rūšis reglamentuojančios CK ar kitų įstatymų nuostatos gali numatyti, kad reikalavimo teisę perleisti draudžiama. Kai kurios reikalavimo teisės turi teisinio reglamentavimo ypatumų. Speciali reikalavimo perleidimo tvarka numatyta hipoteka užtikrintoms reikalavimo teisėms. Hipotekinį reikalavimą būtina registruoti hipotekos registre (LR CK 4.189 str.). Tai sekiuritizacijos atveju gali būti nepraktiška – jei perleidžiamos reikalavimo teisės į mokėjimus, tarkime, pagal 100 000 hipoteka užtikrintų paskolų, kyla pakankamai didelė administracinė našta. Lietuvos Respublikos draudimo įstatymo 41 str.

numato, kad teisės ir pareigos pagal draudimo sutartis (tiek gyvybės, tiek ne gyvybės) draudimo bendrovė gali perleisti tik turėdama Draudimo priežiūros komisijos sutikimą ir tik kitai draudimo bendrovei. Šiuo atveju neaišku, ar įstatymas suteikia teisę perleisti tik teisės ir pareigas, drausdamas perleisti tik dalį reikalavimo teisių, t.y. teisę gauti draudimo įmoką, ar turi būti perleidžiamos visos teisės ir visos pareigos pagal sutartis. Manome, kad atsižvelgiant į sutarties laisvės principą reikalavimo teisės į mokėjimus, gaunamus pagal gyvybės draudimo sutartis, perleisti turėtų būti galima, kadangi perleidžiant minėtas reikalavimo teises SPI pereina tik teisė į draudėjo įmokas – bendrovės iniciatorės suteikiama draudimo apsauga draudėjui ir toliau lieka galioti tomis pačiomis sąlygomis. Perleidžiant reikalavimo teises pagal čekius ar vekselius, perleidimo faktą būtina pažymėti vekselyje, t.y. jį indosuoti, kas tokias reikalavimo teises paverčiant vertybiniais popieriais sukeltų praktinių problemų.

Bendrovė iniciatorė gali siekti perleisti reikalavimo teisę ne tik iš komercinių sutarčių, bet ir sutarčių su vartotojais. Lietuvos teisėje apribojimų perleisti reikalavimo teises, kilusias iš sutarčių su vartotojais nėra, tačiau LR CK 6.188 2 d. 17 punkte numatyta, kad jei sutartyje su vartotojų suteikiama teisė pardavėjui ar paslaugų teikėjui be vartotojo sutikimo perleisti iš sutarties su vartotojų atsiradusią reikalavimo teisę, tokia sąlyga laikoma nesąžininga, jei tai gali sumažinti vartotojui teikiamas garantijas, ir pagal LR CK 6.188 str. gali būti vartotojo reikalavimu teismo tvarka pripažinta negaliojančia. Manome, kad ši nuostata neturėtų sudaryti problemų sekiuritizacijai: vargu ar sąlyga, kuria perleidžiama reikalavimo teisė į vartotojo mokamas įmokas, sumažintų vartotojui teikiamas garantijas, kadangi sekiuritizacijos atveju būtų perleista tik reikalavimo teise gauti apmokėjimą, tačiau ne bendrovės pareigos vartotojui, kylančios iš jų sudarytos sutarties.

Svarbus klausimas, ar būtinas pranešimas apie reikalavimo perleidimą skolininkui turi įtakos reikalavimo perleidimo galiojimui. Pagal LR CK 6.101 str. skolininko sutikimas reikalavimo teisės perleidimo galiojimui įtakos neturi. Tačiau nepranešimas skolininkui apie reikalavimo perleidimo faktą turi kelias svarbias teises pasekmes:

1. skolininkas gali įvykdyti prievolę pradiniam kreditoriui ir tai bus laikoma tinkamu prievolės įvykdymu (LR CK 6.106 str.);
2. reikalavimo perleidimo faktas gali būti panaudotas prieš trečiuosius asmenis tik nuo to momento, kai skolininkas sutiko, kad reikalavimas būtų perleistas, arba nuo to momento, kai skolininkas gavo reikalavimo perleidimo faktą patvirtinančio dokumento kopiją arba kitokią reikalavimo perleidimo fakto įrodymą (LR CK 6.109 str.);
3. skolininkas turi teisę įskaityti naujo kreditoriaus priešpriešinį reikalavimą iki kol sužino apie reikalavimo teisės perleidimą (LR CK 6. 108 str.).

Atsižvelgiant į nepranešimo skolininkui apie reikalavimo teisės perleidimo jo atžvilgiu teises pasekmes, akivaizdu, kad Lietuvos bendrovė, perleisdama reikalavimą SPI, siekiant galutinai perleisti

reikalavimo teisę ir taip apsaugoti nuo Lietuvos Respublikos civiliniame kodekse numatytų nepranešimo skolininkui apie reikalavimo teisės perleidimą teisinių pasekmių, turėtų pranešti skolininkui apie reikalavimo teisės perleidimą. Kaip jau minėjome, pranešimas skolininkui apie reikalavimo teisės perleidimą apsunkina sekiuritizacijos taikymo galimybę, tačiau nedaro jos neįmanomos. Visgi kai kurių reikalavimo teisių perleidimas yra gerokai apsunkintas, taigi tokių reikalavimo teisių panaudojimas pavertimui vertybiniais popieriais būtų ekonomiškai neracionalus dėl pernelyg didelės administracinės naštos.

Nagrinėjant galimybę sandorio, pagal kurį bendrovė iniciatorė mainais už pinigus perleidžia reikalavimo teises, pripažinti negaliojančiu, Lietuvos teisėje egzistuoja vienas būdas, kuriuo teoriškai būtų galima pažeisti SPI turto apsaugą nuo bendrovės iniciatorės bankroto – kitiems bendrovės kreditoriams ginčijant reikalavimų perleidimo sutartį, sudarytą su SPI kaip nenaudingą bendrovei. LR CK 6.66 str. numato teisę ginčyti kreditoriaus sudarytus sandorius kaip nenaudingus skolininkui *actio Pauliana* pagrindu. Pažymėtina, kad *actio Pauliana* gali taikyti ne tik bendrovės kreditoriai, tačiau ir bankroto administratorius, bendrovei iškėlus bankroto bylą. Tai gerokai praplečia šio kreditoriaus teisių gynimo instituto taikymo sritį – jį galima taikyti tiek bendrovei iškėlus bankroto bylą, tiek bendrovės nemokumo atveju. Sprendžiant iš bendros teismų praktikos bylose dėl reikalavimo teisių perleidimo, svarbu nustatyti reikalavimo perleidimo pagrindą, kas lemtų tokio sandorio teisėtumo ir pagrįstumo vertinimą (Ambrasienė, 2002). Pavyzdžiui, jei reikalavimas perleidžiamas prieš pat bankroto bylos iškėlimą bendrovei iniciatorei, atsižvelgiant į sandorio sudarymo aplinkybes, abejotina, ar sandorio dalyvių veiksmai atitiktų sąžiningumo principus. Atsakant į klausimą, ar bendrovės iniciatorės bankroto ar nemokumo atveju *actio Pauliana* pagrindu galėtų būti nuginčytas reikalavimo teisių perleidimas SPI, reikia pastebėti jog esminės reikšmės minėto instituto taikymui turi tai, ar bendrovės sudarytas sandoris yra nenaudingas bendrovei. Viena vertus, tai kad kartais sekiuritizacijos metu reikalavimo teisės kartais perleidžiamos už kainą, šiek tiek mažesnę nei reali jų rinkos vertė, siekiant sumažinti SPI kredito riziką, galima būtų abejoti, kad toks sandoris yra naudingas bendrovei iniciatorei ir nepažeidžia bendrovės ir jos kreditorių interesų. Kita vertus, galima pagrįstai teigti, kad toks sandoris nėra nenaudingas bendrovei, kadangi turtas ar reikalavimo teisės yra perleidžiamos atlygintinai, be to, bendrovės mažiau likvidų turtą – reikalavimo teises, pakeičia likvidus turtas – pinigai. Vargu, ar tai pablogina bendrovės kreditorių padėtį. Be to, sunku būtų sutikti su argumentu, kad sekiuritizacija nėra naudinga bendrovei, jei jos būdu bendrovė gauna finansavimą, kurio įprastai galbūt net negautų. Taigi galimybė bendrovės kreditoriams ginčyti Lietuvos bendrovės sudarytą sandorį, kuriuo perleista reikalavimo teisė SPI, *actio Pauliana* pagrindu bendrovės nemokumo ar bankroto atveju vargu ar būtų pagrįstas. Tačiau dėl teismų praktikos sekiuritizacijos klausimais nebuvimo Lietuvoje tai nėra visiškai aišku, todėl bendrovės iniciatorės kreditorių ieškinių rizika išlieka. Be to, panaši problema iškyla Įmonių bankroto įstatymo 11 str. 3 d. 8 p. suteikia teisę bankroto

administratoriui patikrinti bankrutuojančios įmonės sandorius, sudarytus per ne mažesnę kaip 36 mėn. laikotarpį iki bankroto bylos iškėlimo, ir pareikšti ieškinius dėl sandorių, priešingų įmonės veiklos tikslams ir (arba) galėjusių turėti įtakos tam, kad įmonė negali atsiskaityti su kreditoriais, pripažinimo negaliojančiais. Taigi teoriškai mažai tikėtina, kad reikalavimo teisių SPI perleidimo sandoriai, sudaryti prieš daugiau kaip 36 mėn. iki bankroto bylos iškėlimo, bus nugincyti minėtų pagrindu, tačiau sandoriai, patenkantys į minėtą laikotarpį, kaip ir *actio Pauliana* atveju keltų neaiškumą.

Pagal Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymą, draudžiama tenkinti reikalavimus iš bankrutuojančios įmonės turto kitaip nei minėto įstatymo nustatyta tvarka. Kadangi surinkti mokėjimai pagal galiojančią reikalavimo perleidimo sutartį su SPI nėra laikytini bankrutuojančios įmonės turto, tokius surinktus mokėjimus bendrovė iniciatorė, kuriai iškelta bankroto byla, galėtų pervesti SPI be apribojimų ir rizikos, kad surinkti mokėjimai pateks į bankrutuojančios bendrovės turto masę. Tačiau jeigu nebūtų laikomasi reikalavimo teisės perleidimo formalumų (pvz. skolininkui nepranešama apie reikalavimo perleidimo teisę), tuomet reikalavimo teisės perleidimo fakto bendrovės bankroto atveju nebūtų galima panaudoti prieš trečiuosius asmenis, taigi kiti bendrovės kreditoriai įgytų reikalavimo teisę į minėtus surinktus mokėjimus, kas leistų teigti, jog SPI turtas nėra visiškai atskirtas nuo bendrovės iniciatorės ir bendrovė iniciatorė, šiai iškėlus bankroto bylą, ir ji surinktų mokėjimų perleisti SPI negalėtų.

Taigi nors Lietuvoje sekiuritizacija kaip verslo finansavimo būdas nėra atskirai teisiškai reglamentuojamas, pagal esmines sekiuritizacijos taikymo sąlygas šį finansavimo būdą taikyti Lietuvoje ir galimai išspręsti mažų Lietuvos bendrovių kredito reitingų problemą yra įmanoma. Problemų gali sukelti tai, kad apie reikalavimo teisės perleidimą būtina pranešti skolininkui, siekiant apsaugoti nuo neigiamų nepranešimo padarinių, ypač bendrovės iniciatorės bankroto atveju. Esminės įtakos gali turėti ir ekonominiai veiksniai: neaišku, kaip tarptautinės kredito reitingų agentūros įvertintų perleistų reikalavimo teisių riziką (t.y. faktinę galimybę skolininkams vykdyti mokėjimus) dėl dabartinės ekonominės situacijos Lietuvoje esant tendencijai mokėjimams pagal įvairias sutartis gerokai vėluoti, išvis neatsiskaityti ar skolininkams bankrutuoti. Manome, kad siekiant paskatinti minėto finansavimo būdo naudojimą Lietuvoje būtų tikslinga pasinaudoti kai kurių užsienio valstybių patirtimi ir atitinkamuose teisės aktuose numatyti, kad piniginių reikalavimų teisės perleidimo baigtinumas nėra siejamas su šio fakto pranešimu skolininkui.

2.6. Galimybės steigti rizikos kapitalo fondus Lietuvoje ir juos platinti užsienio asmenims

Vienas galimų Lietuvos bendrovių finansavimo užsienio asmenų finansais būdų yra per Lietuvoje įsteigtą RKF. Toks sprendimas būtų racionalus, kadangi būtent vietiniai fondų valdytojai

gerai žino verslo aplinką Lietuvoje, o geografinis artumas palengvintų RKF galimybes aktyviai valdyti bendroves.

RKF Lietuvoje gali būti steigiami keliais būdais. Kadangi RKF paprastai yra skirti profesionaliems investuotojams ir nėra platinami viešai, tokiems fondams nėra taikomas Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas (toliau – LR KISI) pagal LR KISI 1 str. 3 d. Tai leidžia pakankamai lanksčiai pasirinkti RKF teisinę formą. RKF gali būti steigiami kaip paprastos AB ar UAB, kas praktikoje dažniausiai ir daroma (Vilniaus Kooperacijos kolegija ir UAB „Kompetencijos gildija“, 2006, p. 30). Tokios teisinės formos RKF gali veikti tik vadovaudamiesi bendrosiomis bendrovių teisės nuostatomis, ne visuomet galinčiomis patenkinti profesionaliesiems investuotojams skirtų RKF valdytojų bei investuotojų specifinius interesus užtikrinančių priemonių įgyvendinimą (akcijų išleidimas, jų apmokėjimas, įstatinio kapitalo didinimas, pelno/nuostolio paskirstymas ir pan.). RKF Lietuvoje galėtų būti įsteigtas ir kaip komanditinė ūkinė bendrija (toliau – KŪB) pagal Lietuvos Respublikos ūkinių bendrijų įstatymą (toliau – LR ŪBĮ). Pagrindinis šios teisinės formos, dažniausiai naudojamos RKF steigimui pasaulinėje praktikoje, privalumas yra galimybė nesudėtingai pritaikyti šią teisinę formą RKF finansavimo modeliui ir lengvai įgyvendinti RKF valdytojų bei investuotojų specifinius interesus užtikrinančias priemones. KŪB pagrindu įsteigto RKF tikroju nariu būtų fondo valdytojas, o investuotojai – nariai komanditoriai. Tačiau pagal LR ŪBĮ 2 str. didžiausias galimas narių komanditorių skaičius yra 20, kas praktikoje sukeltų sunkumų ketinant pritraukti didesnę investuotojų skaičių, ypač jei Lietuvoje įsteigtą RKF ketinama platinti užsienyje. Žinoma, galima steigti kelias KŪB ar kitokias papildomas struktūras, tačiau dėl to tik padidėtų fondo administravimo kaštai.

Tačiau visos aukščiau išvardintos RKF steigimo formos turi vieną esminį trūkumą – jos nėra laikomos skaidriomis (angl. *tax transparent*) mokesčių teisės prasme, t.y. mokestinės prievolės tokių struktūrų lygyje netaikomos, o apmokestinimas vykdomas tik jų dalyvių (investuotojų) lygmenyje. Siekiant išvengti apmokestinimo RKF lygmenyje, paprastai pats fondas turėtų būti steigiamas ne Lietuvoje, o palankaus apmokestinimo jurisdikcijoje, kas tik padidintų fondo administravimo sąnaudas. Tik pagal LR KISI įsteigti RKF yra laikomi skaidriais mokesčių prasme. Remiantis Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymo 12 str. 5 p., pagal LR KISI veikiančių investicinių kintamojo kapitalo bendrovių ir uždaro tipo investicinių bendrovių investicinės pajamos, išskyrus dividendus ir kitą paskirstytąjį pelną, nėra laikomos pelno mokesčio objektu. Tačiau RKF iš bendrovių gaunami dividendai taipogi galėtų būti neapmokestinami, kadangi pagal Pelno mokesčio įstatymo 33 str. 2 d. Lietuvos vieneto gaunami dividendai iš Lietuvos vienetų, kuriuose dividendus gaunantis Lietuvos vienetas ne trumpiau kaip 12 mėnesių be pertraukų, įskaitant dividendų paskirstymo momentą, valdo ne mažiau kaip 10 procentų balsus suteikiančių akcijų (dalių, pajų), pelno mokesčiu neapmokestinami ir neįtraukiami į juos gaunančio vieneto pajamas.

Lietuvoje investuojantį ir kitose valstybėse narėse platinamą RKF, rodos, būtų galima steigti kaip suderintąjį KIS pagal Suderintųjų KIS direktyvą įgyvendinančio LR KISĮ nuostatas, kas leistų jį platinti pasinaudojus suderintųjų KIS pasu ir pagal LR KISĮ įsteigtiems KIS skirtomis mokestinėmis lengvatomis. Tačiau tai nebūtų įmanoma, kadangi suderintųjų KIS teisinis reglamentavimas visiškai neatitinka RKF veiklos modelio: suderintieji KIS yra skirti platinti viešai, o jų teisinis reglamentavimas – neprofesionaliųjų investuotojų apsaugai, tokie KIS gali būti tik atviro tipo (LR KISĮ 31 str. 2 d.), į nelistinguojamų bendrovių vertybinius popierius investuoti tik iki 10 proc. grynujų aktyvų (LR KISĮ 57 str. 4 d.), jiems draudžiama įgyti esminį poveikį emitentui (LR KISĮ 59 str.).

2008 m. priėmus LR KISĮ pakeitimus Lietuvoje atsirado galimybė steigti profesionaliesiems investuotojams skirtus specialiuosius KIS: nekilnojamojo turto, alternatyvaus investavimo, privataus kapitalo ir kt. Nagrinėjamu atveju itin aktualia tapo galimybė RKF steigti kaip LR KISĮ numatytą profesionaliems investuotojams skirtą uždaro tipo privataus kapitalo KIS. Privataus kapitalo KIS nuo kitų KIS skiriasi investavimo objekto specifiška – tarp pagrindinių investavimo objektų išskiriant naujai steigiamų įmonių ir (arba) veikiančių įmonių, vertybinius popierius, kurie nėra įtraukti į prekybą vertybinių popierių rinkose (LR KISĮ 79 str. 1 p.). Be to, LR KISĮ numato tokias privataus kapitalo KIS taikomas pagrindines išimtis iš bendrų visiems KIS taikomų reikalavimų: galimybę viešai neskelbti viso ir sutrumpinto prospektų, metų ir pusmečio finansinių ataskaitų (LR KISĮ 21 str. 3 d.); galimybę nesilaikyti investicijų portfelio diversifikavimo reikalavimų (LR KISĮ 80 str. 6 d.); prieš ketinant fondą platinti užsienio valstybėje, nereikia apie tai pranešti LR VPK (LR KISĮ 78 str. 1 d.).

Nors LR KISĮ privataus kapitalo KIS numato nemažai išimčių, sudarančių palankias sąlygas RKF veiklai, kiti ne retai esminiai tik profesionaliesiems investuotojams skirtų privataus kapitalo KIS veiklos klausimai (licencijavimo tvarka, turto saugojimo, informacijos atskleidimo investuotojams, grynujų aktyvų vertės skaičiavimo reikalavimai ir kt.) reglamentuojami tomis pačiomis nuostatomis, kurios iš esmės skirtos apsaugoti patirties ir žinių investavimo srityje neturinčių asmenų interesus. Tai lemia mažas galimybes RKF valdytojams bei investuotojams susitarti dėl jiems aktualių RKF veiklos aspektų ir įgyvendinti specifinius jų interesus užtikrinančias priemones. Esamas privataus kapitalo KIS sudarymo ir veiklos teisinis reglamentavimas stokoja aiškumo dėl kai kurių esminių struktūros principų, minėtų aptariant RKF veiklos modelį (žr. 1.4. poskyrį). Pavyzdžiui, neaišku, ar pagal LR KISĮ nuostatas galimas lankstus numatytojo kapitalo mechanizmo taikymas, įstatyme nesant dėl to specialių nuostatų ir turint omenyje investavimo į fondą proceso siejimą su fondo vienetų įsigijimu: pagal KISĮ 32 str. 1 d. investicinio fondo dalyvio dalis bendrojoje nuosavybėje nustatoma atsižvelgiant į jo asmeninėje investicinių vienetų sąskaitoje įrašytų investicinių vienetų skaičių, o LR KISĮ 34 str. 2 d. nurodo, kad investiciniai vienetai gali būti išleisti tik gavus pinigų į KIS sąskaitą.

Nors Lietuvos teisės aktai nenumato apribojimų platinti Lietuvoje įsteigtą KIS kitose valstybėse, tačiau kai kuriais platinimo aspektais kelia neaiškumą. Galiojantis LR KISĮ taikomas tik tiems KIS,

kurių investiciniai vienetai ar akcijos Lietuvos Respublikoje ar ES siūlomi viešai, t.y. per visuomenės informavimo priemones, reklamą arba kai kreipiamasi į daugiau kaip 100 asmenų (LR KISĮ 2 str. 13 d.). Neaišku, ar neviešai ES ar kitose valstybėse savo investicinius vienetus ar akcijas siūlantys LR KISĮ pagrindu įsteigti RKF neturi galimybės licencijuotis ir veikti pagal minėtąjį įstatymą bei įgyti prižiūrimo KIS statusą, kuris kartais yra reikalingas potencialių institucinių investuotojų pritraukimui. Jei toks RKF nebūtų laikomas įsteigtu pagal LR KISĮ, jis negalėtų pasinaudoti Lietuvoje numatytais mokestinėmis lengvatomis. Deja, detalesnių nuostatų šiuo klausimu LR KISĮ nėra, kaip ir oficialios LR VPK, kaip KIS priežiūros institucijos, pozicijos.

Pagrindinė problema yra ta, kad LR KISĮ nuostatomis siekiama užtikrinti aukštą, visų pirma, neprofesionaliųjų investuotojų interesų apsaugos lygį. Tuo tarpu profesionaliesiems investuotojams skirtiems KIS LR KISĮ numato tik fragmentiškas išimtis, kurios neužtikrina pasaulyje įprasto šios veiklos fondų teisinio reguliavimo ir praktikos, todėl vargu ar yra pakankamos. Galiojančio LR KISĮ itin detalus ir nelankstus teisinis reguliavimas nepagrįstai apsunkina profesionaliesiems investuotojams skirtų KIS veiklą ir vargu ar visiškai tenkina profesionaliųjų investuotojų poreikius.

Būtų galima teigti, kad aiškaus teisinio reglamentavimo trūkumą patvirtina empiriniai duomenys – 2010 m. II ketv. pabaigoje Lietuvoje buvo įsteigti tik 3 privataus kapitalo KIS, iš kurių 2 investicijų dar nebuvo sulaukę (VPK, 2010). Tačiau tikėtina, kad tokia situacija galėjo susiklostyti dėl 2007-2008 m. pasaulinės finansų krizės kilusio investuotojų nepasitikėjimo.

Nepaisant minėtų teisinio reglamentavimo trūkumų, 2008 m. rizikos kapitalo teisinę aplinką Lietuvoje įvertino aukščiau Europos vidurkio kartu su tokiomis valstybėmis kaip Danija, Šveicarija ir Vengrija (EVCA, 2008, p. 92). Pirmąkart Lietuvos istorijoje atliktame vertinime Lietuva apibūdinta kaip palanki vieta rizikos kapitalo investicijos dėl palankios mokestinės aplinkos, užsienio investicijų apribojimų nebuvimo ir galimybės steigti specialius KIS tiek Lietuvos, tiek užsienio investuotojams.

Lietuvoje galiojantys teisės aktai nenumato jokių apribojimų rizikos kapitalo fondus platinti užsienio asmenims, todėl jų platinimas priklauso nuo valstybių, kuriose atliekamas platinimas, teisės aktų reikalavimų. Kaip jau minėta (žr. 1.4. poskyrį), dauguma valstybių yra numačiusios aiškų neviešo platinimo teisinį reglamentavimą, todėl rizikos kapitalo fondų platinimas neturėtų sudaryti sunkumų. Sunkumų kelia tik platinimas ES valstybėse narėse dėl jau minėto neviešo platinimo teisinio reglamentavimo fragmentiškumo.

2.6.1. Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų direktyva ir jos įtaka Lietuvos rizikos kapitalo fondų platinimui užsienio asmenims

Ryžtingesnių veiksmų harmonizuoti RKF ir kitų specialių KIS teisinį reglamentavimą ir jų veiklos sąlygas ES lygiu bei nustatyti galimybę tokius fondus platinti profesionaliems investuotojams

ES pasinaudojant Europos pasu imtasi tik kilus 2007-2008 m. pasaulio finansų krizei ir iš esmės pasikeitus politiniam požiūriui į RKF. 2009 m. ES Aukštosios finansų priežiūros grupės ataskaitoje (de Larosiere, 2009) pažymėta, kad nors alternatyvūs investiciniai fondai ir nebuvo pasaulinės finansų krizės priežastis, tačiau būtina griežtesnė jų priežiūra dėl galimos tokių fondų sisteminės rizikos. 2010 m. lapkričio 11 d. Europos Parlamente buvo priimta Europos Parlamento ir Tarybos direktyva dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų (toliau – AIFV) direktyva – pirmasis teisės aktas ES istorijoje, kuriuo siekiama harmonizuoti visų ES veikiančių alternatyvių investicinių fondų (toliau tekste - AIF) teisinį reglamentavimą ir sukurti priežiūros sistemą. Šis teisės aktas išsamiai reglamentuoja visų ES AIF veiklą ir nustato tokių fondų steigimo ir licencijavimo sąlygas, veiklos vykdymo ir skaidrumo reikalavimus. Direktyva turėtų įsigaliooti 2011 m. pradžioje ir perkelta į valstybių narių nacionalinę teisę iki 2013 m. pradžios.

AIFV direktyvos 2 str., numato, kad Direktyva taikoma visiems Bendrijoje įsteigtiems alternatyvių investicinių fondų valdytojams (toliau – AIFV), valdantiems vieną ar kelis AIF, nepaisant ar AIF turi buveinę Bendrijoje, ar už jos ribų, ar AIFV teikia paslaugas tiesiogiai, ar perduodamas funkcijas, ar AIF yra atvirojo, ar uždarojo tipo bei AIF ir AIFV teisinės formos. Nors Direktyva tiesiogiai taikoma tik AIFV, tačiau joje numatytus reikalavimus turės atitikti ir AIF, kadangi Direktyvos 5 str. 1 d. numato pareigą valstybėms narėms užtikrinti, kad kiekvienas AIF turėtų AIFV, kuris užtikrintų Direktyvoje numatytų reikalavimų laikymąsi. AIFV apibrėžiamas kaip juridinis asmuo, kurio veikla yra vieno ar kelių AIF valdymas. Pats AIF apibrėžiamas kaip bet koks kolektyvinio investavimo subjektas, kuris gauna lėšas iš kelių investuotojų, turėdamas tikslą jas investuoti pagal nustatytą investavimo strategiją investuotojų naudai ir kuriam nėra taikoma Suderintųjų KIS direktyva. Siekiant, sumažinti teisinio reguliavimo našta mažesniems investiciniams fondams, Direktyvos 3 str. 2 d. numato išimtį, kad Direktyvos nuostatos nėra taikomos tokiems AIFV, kurių valdomų grynujų aktyvų vertė yra mažesnė nei 100 mln. eurų, o AIFV, kurie nenaudoja finansinio svėro (angl. *leverage*) ir kurie investuotojams nesuteikia teisės reikalauti išpirkti fondo vienetų per ne trumpesnę nei 5 metų laikotarpį – 500 m. eurų (atsižvelgiant į RKF veiklos modelį, šia išimtimi galės naudotis RKF).

Atsižvelgiant į aukščiau minėtas nuostatas galime teigti, kad į AIFV direktyvos taikymo sritį pateks labai daug specialių KIS: tiek fondų fondai ir nekilnojamo turto fondai, tiek privataus ir rizikos kapitalo ar „hedge“ tipo fondai. Iš esmės, Direktyvos reikalavimus turės atitikti visi KIS, kurie nėra laikomi suderintais pagal ES teisę ir kurių, grynieji aktyvai neviršys direktyvos 3 str. 1 d. numatytų dydžių. Tai reiškia, kad ES liks mažai nesuderintų KIS, kurie nėra bent minimaliai teisiškai reglamentuojami ir prižiūrimi. Direktyvos 7 str. draudžia AIFV steigti ar valdyti AIF, jei nėra gautas leidimas ir AIFV netenkina Direktyvoje numatytų sąlygų. Norėdamas gauti priežiūros institucijos leidimą, AIFV turės pateikti tam tikrą informaciją apie valdomus AIF kaip antai fondo steigimo

dokumentai, investavimo taisyklės, finansinio svėro naudojimo politika, fondo strategija, numatomi investuotojai, kuriems bus platinamas fondas bei kaip ir kur bus saugomas fondo turtas, bei atitikti tam tikrus reikalavimus: AIFV be įvairių kitų reikalavimų privalės atitikti kapitalo pakankamumo, organizacinius, informacijos atskleidimo, depozitaro, turto vertinimo reikalavimus, laikytis finansų sektoriaus atlyginimų politikos principų bei specifinių nuostatų, skirtų fondams, naudojantiems finansinį svėrą bei fondams, kurie įgyja emitentų arba nelistinguojamų bendrovių kontrolę (žr. 6 priedą).

AIFV, atitinkantis visus minėtus reikalavimus ir gavęs priežiūros institucijos leidimą, turi teisę platinti AIF profesionaliems investuotojams valstybėje narėje, kurioje yra įsteigtas. Profesionalus investuotojas apibrėžiamas kaip profesionalus klientams be atskiro pripažinimo bei asmenys, kurie gali būti pripažinti profesionaliaisiais klientais jų prašymu, t.y. iš esmės atitinkantis MiFiD direktyvoje numatytas nuostatas. Tokį platų apibrėžimą vertiname teigiamai, kadangi platinti ne tik profesionaliems investuotojams *per se*, tačiau ir asmenims, kurie tokiais gali būti pripažinti jų prašymu. Tai gerokai praplečia asmenų ratą, kuriems AIF gali būti platinamas. Be to, ES lygiu bus taikoma vienoda profesionalaus investuotojo samprata, kuri suderinama su kitomis ES finansų rinkai taikomomis direktyvomis, kas turėtų gerokai palengvinti fondų platinimą visoje ES, kadangi platinamo fondo valdytojas tiksliai žinos, kokiems asmenims fondas gali būti platinamas.

Bene svarbiausia Direktyvoje numatyta naujovė, kuri turėtų padėti išspręsti ES privataus ir rizikos kapitalo rinkos teisinį fragmentiškumą, yra Direktyvos 32 str. numatyta Europos paso sistema, skirta AIF platinti kitose ES valstybėse narėse. Pagal Europos paso sistemą ES įsteigtas AIFV, kuriam yra suteiktas priežiūros institucijos leidimas valdyti ES įsteigtą AIF, gali būti laisvai platinamas profesionaliems investuotojams kitose ES valstybėse narėse. AIFV, norinčiam pasinaudoti Europos pasu, pakanka pranešti savo priežiūros institucijai, kad jo valdomus AIF ketinama platinti vienoje ar keliose ES valstybėse narėse bei pateikti Direktyvos III B priede numatytus dokumentus (AIF steigimo dokumentus, informaciją, skaitą investuotojams ir kt.). Gavusi pranešimą ir reikiamus dokumentus, priežiūros institucija apie AIFV ketinimą platinti AIF kitose valstybėse narėse išsiunčia pranešimą tų kitų valstybių narių priežiūros institucijoms ir nuo minėto pranešimo išsiuntimo dienos AIFM pradėti platinti AIF toje valstybėje narėje, kurios priežiūros institucijai buvo išsiustas pranešimas. Būtina paminėti, kad kitų valstybių priežiūros institucijos negali nustatyti jokių papildomų ar griežtesnių reikalavimų, kurie nėra numatyti Direktyvoje.

Europos paso sistema turėtų pradėti veikti nuo Direktyvos nuostatų perkėlimo į valstybių narių nacionalinę teisę, t.y. nuo 2013 m. sausio mėnesio. Įsigaliojus Europos paso sistemai, ES AIF kitose valstybėse narėse bus galima platinti tik pasinaudojant Europos pasu. Tai reiškia, kad nuo minėtos sistemos įsigaliojimo nebebus galima vadovautis nacionalinėmis nuostatomis dėl neviešo platinimo kitose valstybėse narėse platinant AIF. Tokia situacija gali sukelti problemų mažesniems RKF, kurie

neatitinka Direktyvoje numatyto minimalaus grynujų aktyvų dydžio kriterijaus (t.y. jų grynujų aktyvų dydis nesiekia 500 mln. eurų). Kadangi minėtiems RKF AIFV Direktyva nėra taikoma, tokie fondai vadovaujantis Direktyvos 3 str. 4 d. jokių Direktyvoje numatytų teisių neįgyja ir pasinaudoti Europos pasu bei platinti AIF kitose valstybėse narėse jie neturi teisės. Paskaičiuota, kad tik apie 50 proc. ES veikiančių RKF grynujų aktyvų dydis viršija Direktyvoje numatytą 500 mln. eurų ribą (CRA, 2009). Tokie RKF galėtų būti platinami ES valstybėse narėse tikrai nepraktišku, brangiu ir sudėtingu būdu, kokiu jie buvo platinami iki šiol – naudojantis atskirų valstybių narių nacionalinėje teisėje numatytomis nuostatomis bei išimtimis dėl neviešo fondų platinimo.

Visgi tokiems RKF Direktyva galimybę pasinaudoti Europos pasu numato. Jau minėta AIFV direktyvos 3 str. 4 d. nurodo, kad ES AIFV, norėdamas pasinaudoti Direktyvoje numatytomis teisėmis, gali savanoriškai pasirinkti savanoriškai įgyti AIFV statusą (angl. *opt-in*). Tai yra vienintelis būdas, kuris leistų RKF, kurio grynujų aktyvų vertė yra mažesnė nei 500 mln. eurų, pasinaudoti Europos pasu ir platinti vienetus profesionaliems investuotojams ES. Tačiau šiuo atveju kyla kita problema – RKF būtų taikomos visos jau minėtos Direktyvoje numatytos nuostatos, kas lemtų neproporcingą naštą ES veikiantiems RKF. Žinoma, būtų nelogiška, jei RKF turėtų laikytis tų nuostatų, kurios su jų veiklos modeliu būtų visiškai nesuderinamos, todėl Direktyva numato tam tikras išimtis, kurios kiek palengvina RKF teisinio reguliavimo naštą. AIF, kurie yra uždaro tipo ir nesuteikia teisių išpirkti jų vienetų per ne trumpesnę nei 5 metų laikotarpį ir kurie investuoja į nelistinguojamų bendrovių vertybinius popierius neprivalo turėti likvidumo valdymo sistemos, numatytos Direktyvos 16 str. (kadangi RKF neprekiauja likvidžiais finansiniais instrumentais finansų rinkose), o depozitaro funkcijoms atlikti be kredito ar kitos prižiūrimos finansų įstaigos gali paskirti kitas prižiūrimas institucijas kaip oficialius registrus ar tam tikrų profesijų atstovus kaip notarus ar advokatus. Be to, laikytis AIFV direktyvoje numatytų pareigų, jei AIF įgyja emitentų ir/arba nelistinguojamų bendrovių kontrolę (įskaitant pareigą dėl tokių bendrovių turto skaidymo), nereikia, jei bendrovė, kurios kontrolė įgyta, yra laikoma smulkia ar vidutine, t.y. joje dirba mažiau nei 250 darbuotojų, metinė apyvarta neviršija 50 mln. eurų, o balanse nurodyto turto vertė neviršija 43 mln. eurų. Manome, kad nors aukščiau minėtos išimtys, ir sudaro palankesnes sąlygas RKF, kuriems AIFV direktyva bus taikoma (o mažesniems RKF – pasirinkti, savanoriškai pasirinkti įgyti AIFV statusą), pasinaudoti Europos pasu, tačiau kai kurie kiti reikalavimai gali sukelti nemažai problemų RKF veikloje, kadangi yra neproporcingi tokių fondų keliamai rizikai ir neatitinka jų specifikos.

Antai AIFV direktyvoje nustatyti kapitalo reikalavimai vargu ar pagrįsti RKF atžvilgiu. Kapitalo pakankamumo reikalavimai fonduose yra skirti fondo operacinei rizikai (rizikai, kad fondas negalės aktyviai valdyti investicijų ir dėl to nukentės fondo investuotojai) mažinti. Taip užtikrinama, kad fondas visuomet turėtų pakankamai lėšų, jei dėl įvairių priežasčių sutriktų gaunamų lėšų srautai sumažėtų ar nutrūktų (pvz. fondo dalyviai laiku nesumoka įmokų arba fondo valdytojas taptų

nemokus). Kadangi RKF valdomo turto kasdieniai kainų svyravimai neveikia, jų operacinė rizika yra mažesnė nei kitų tipų fondų, todėl logiška manyti, kad RKF reikia gerokai mažiau kapitalo apsisaugoti nuo operacinės rizikos. Toks teisinis reguliavimas tik pabrangina RKF steigimą, nes steigėjams reikėtų didesnės pradinės investicijos. Minėta papildoma suma galėtų būti panaudota vienai ar kelioms papildomoms bendrovėms finansuoti vietoje to, kad paprasčiausiai būtų „išaldyta“ ir neatliktų jokios naudingos funkcijos. Be to, atsižvelgiant į RKF operacinės rizikos pobūdį, atrodo keista, kad kapitalo pakankamumo reikalavimai skaičiuojami nuo grynujų aktyvų vertės. Kur kas racionalesnis sprendimas būtų kapitalo reikalavimus susieti ne su grynujų aktyvų verte, bet su fondo veiklos sąnaudomis.

Direktyvoje numatytas reikalavimas kasmet atlikti nepriklausomą grynujų aktyvų vertinimą taipogi kelia problemų. Pagal dabartinę praktiką, turto vertinimą atlieka pats RKF valdytojas, vadovaudamasis šio sektoriaus sukurtais turto vertinimo standartais. Šiuo metu ES nėra oficialiai patvirtintų tokio tipo fondų turto vertinimo standartų, išskyrus tuos, kuriuos nustato įvairios RKF vienijančios organizacijos. Be to, be pačių RKF valdytojų ES nėra pakankamai turto vertintojų, turinčių būtinos patirties vertinti tokio tipo turtą (OpenEurope, 2009, p. 22), todėl neaišku, ar visi turto vertintojai sugebės tinkamai įvertinti RKF valdomas bendroves. Kasmet atliekamas nepriklausomas turto vertinimas vargu ar naudingas, kadangi investuotojai neturi teisės reikalauti išpirkti jų dalies RKF anksčiau numatyto laiko ir tikra RKF turto vertė aktuali tik tuomet, kai RKF realizuoja investicijas ir paskirsto gautas už tai pajamas. Fondo veiklos laikotarpiu investuotojams visiškai pakanka kasmet ir kas tris mėnesius pateikiamų duomenų apie RKF grynujų aktyvų vertę, o nepriklausomą turto vertinimą jie gali užsakyti patys, kai to prireikia (pvz. investuotojui perleidžiant savo RKF dalį kitam investuotojui, kas praktikoje pasitaiko retai). Nepriklausomą turto vertinimą atliekant kasmet, tik padidėtų RKF veiklos sąnaudos, tačiau investuotojams realiai didesnės naudos tai neatneštų – paskaičiuota, kad nepriklausomo turto vertintojo atliekamas turto vertinimas kasmet RKF kainuotų nuo 8 000 iki 22 000 eurų už kiekvieną vertinamą bendrovę priklausomai nuo jos dydžio (CRA, 2009, p. 102). Skaičiuojant per visą RKF veiklos laikotarpį susidarytų nemaža suma. Žinoma, AIFV direktyva numato galimybę ir pačiam RKF atlikti turto vertinimą, tačiau tik tuo atveju, jei jis sugebės atskirti turto valdymo ir vertinimo funkcijas. Neaišku, kaip tokia nuostata turėtų būti įgyvendinama praktikoje, kadangi RKF turtą vertina tie asmenys, kurie aktyviai valdo RKF investicijas, nes būtent jie geriausiai žino realią ir potencialią minėtų investicijų vertę.

Neaiškumų kelia ir AIFV direktyvos nuostatos dėl atlyginimų politikos. Nors 2009 m. Europos Komisijos rekomendacijos dėl atlyginimų finansų sektoriuje nuostatos taikomos tik finansų sektoriaus įstaigų darbuotojų atlyginimų sistemai nustatyti, tačiau AIFV direktyvos II priede, reglamentuojančiame AIFM atlyginimų politiką nurodoma, kad tie patys principai yra taikomi ir valdytojo daliai (angl. *carried interest*), t.y. pelno, gaunamo, gaunamo realizavus AIF investicijas, daliai, skirtai AIFV už AIF valdymą. Minėti atlyginimų politikos principai nurodo, kad kintamosios

atlyginimo dalies išmokėjimas turi būti atidedamas nuo 3 iki 5 metų, ir dalis kintamosios dalies turi būti skiriama AIF vienetais. Tokie principai, manome, nėra suderinami su RKF nusistovėjusia praktika ir neaišku, kaip galėtų būti įgyvendinami praktikoje. RKF valdytojui valdytojo dalis yra išmokama kartu su kitais investuotojais tuomet, kai RKF investicijos yra realizuotos ir fondas likviduojamas, todėl minėta pareiga atidėti valdytojo dalies išmokėjimą praktiškai sunkiai įgyvendinama. Problemų kelia ir reikalavimas, kad dalį valdytojo dalies sudarytų RKF vienetai. Tokiu atveju sumažėtų investuotojų dalis fonde, todėl valdytojo dalis turėtų būti mažinama, arba mažinamas pats RKF valdymo mokestis, kad nenukentėtų investuotojų į RKF interesai sumažėjus jų daliai fonde dėl minėtų principų taikymo. Pripažįstama, kad rizikos kapitalo sektoriuje nusistovėjusi atlyginimo už RKF valdymą sistema yra vienas esminių veiksnių, užtikrinančių fondo investuotojų ir valdytojų interesų derinimą ir paties rizikos kapitalo finansavimo modelio sėkmę (Gilson, 2002), todėl RKF veiklos ypatumų neatitinkanti atlyginimų politika gali sudaryti kliūčių šio finansavimo modelio taikymui praktikoje.

Direktyvoje numatyta pareiga 2 metus laikytis turto skaidymo reikalavimų taipogi sunkiai suderinama su RKF finansavimo modeliu. Kadangi šis reikalavimas nėra taikomas mažų ir vidutinių bendrovių atžvilgiu, RKF galės ir toliau sėkmingai atlikti būtinus kapitalo struktūros pakeitimus bei naudoti veiksmingą bendrovės priežiūros įrankį – teisę reikalauti bendrovės išpirkti jų turimas akcijas ar inicijuoti bendrovės likvidavimą, jei pastaroji nepasiekia numatytų veiklos tikslų. Tačiau nemažai RKF bendrovės finansuoja panaudodami į akcijas konvertuojamas obligacijas arba privilegijuotas akcijas, taigi kontrolę įgyja tik tuomet, kai pasinaudoja konvertavimo teise. Dažniausiai tai įvyksta tada, kai bendrovę rengiamasi parduoti, ir ji gali gerokai viršyti numatytus kriterijus, dėl kurių turto skaidymo reikalavimai nėra taikomi (t.y. bendrovė nebelaikoma maža ar vidutine). Šiuo atveju reikalavimai dėl turto skaidymo gali apsunkinti RKF galimybę prieš realizuojant investiciją atlikti svarbius bendrovės kapitalo struktūros pakeitimus. Be to, RKF gali investuoti ir į numatytus kriterijus viršijančias bendroves, turinčias finansinių sunkumų, tačiau turto skaidymo reikalavimai gerokai apsunkintų tokių bendrovių rekapitalizaciją ar pertvarkymą.

Apie 30 proc. ES valdomų ir į ES investuojančių RKF yra įsteigta ne ES teritorijoje (CRA, 2009, p. 21), dažniausiai siekiant sumažinti RKF administravimo kaštus ir/arba gauti mokestinės ar kitokios naudos bei sudaryti sąlygas ES ir ne ES investuotojams investuoti į tą patį fondą. Vieno fondo ES ir ne ES investuotojams praktika susiformavo todėl, kad tai skatina ne ES investuotojų pasitikėjimą ES bendrovėmis (EVCA, 2009). Tarkime, Lietuvoje įsteigtas RKF valdytojas įsteigia RKF JAV Delavero valstijoje ar Džersyje, kad lengviau pritrauktų JAV investuotojų. Siekdamas sumažinti fondo administravimo išlaidas, tą patį fondą jis nutaria platinti ir ES profesionaliems investuotojams. Įsigaliojus AIFV direktyvai, toks fondas, kuris įsteigtas ne ES ir yra platinamas ES, turės atitikti ne tik visus aukščiau minėtus Direktyvos reikalavimus, tačiau ir papildomus kaip antai:

- 1) tarp valstybės, kurioje įsteigtas AIF ir ES valstybės, kurioje įsteigtas AIFV, priežiūros institucijų turi būti sudaryti atitinkami bendradarbiavimo susitarimai;
- 2) valstybė, kurioje įsteigtas AIF, nėra įtraukta į sąrašus valstybių, atsisakančių bendradarbiauti pinigų plovimo ir terorizmo finansavimo prevencijos srityje;
- 3) tarp valstybės, kurioje įsteigtas AIF ir ES valstybės, kurioje ketinama platinti AIF, turi būti sudarytos sutartys dėl apskaitos informacijos mokesčių administravimo ir fiskalinių pažeidimų prevencijos srityje.

Galimas šios problemos sprendimo būdas būtų dviejų paralelinių (t.y. identiškų fondų, bet skirtų skirtingų valstybių investuotojams) arba subfondų, kurie investuotų į pagrindinį fondą, investuojantį ES, steigimas, siekiant išvengti papildomos reguliavimo naštos. Vienas fondas būtų skirtas ES, o kitas ne ES investuotojams. Tačiau kadangi Direktyva yra taikoma ir ne ES AIF, kuris nėra platinamas ES, toks fondas vis tiek turėtų atitikti Direktyvos reikalavimus (Direktyvos 34 str. numato, kad netaikomi depozitaro ir metinio pranešimo reikalavimai, tačiau būtina, kad tarp valstybės, kurioje įsteigtas AIF ir ES valstybės, kurioje įsteigtas AIFV, priežiūros institucijų turi būti sudaryti atitinkami bendradarbiavimo susitarimai), nepaistant to, kad į jį ES investuotojai neinvestuoja. Toks teisinis reguliavimas gali sudaryti nemažai problemų struktūrizuojant fondus, kurie būtų platinami ne ES investuotojams. Be to, gali kilti situacijų, kuomet tas pats fondas turės atitikti du skirtingus teisinius režimus, pvz. JAV ir ES. EVCA duomenimis, vien 2008 m. ne ES investuotojai į ES rizikos kapitalą investavo apie 50 mlrd. JAV dolerių, o per pastaruosius 5 metus – 589 mlrd. JAV dolerių (EVCA, 2009). Papildoma teisinio reguliavimo našta tokiems fondams gali lemti mažesnę jų patrauklumą ne ES investuotojams, kas neabejotinai lemtų sumažėjusius lėšų srautus ES, o kartu ir Lietuvos bendrovėms.

Vertinant AIFV direktyvos galimą bendrą poveikį ES RKF veiklai, tenka konstatuoti, kad jis nėra griežtai vienareikšmis. Viena vertus, kadangi RKF ilgą laiką veikė tarsi šešėlyje ir apie juos mažai buvo žinoma, daugiau skaidrumo šiam sektoriui turėtų ne tik kad nepakenkti, tačiau ir padėti skatinti pasitikėjimą. AIFV Direktyva harmonizuojami skaidrumo reikalavimai, todėl visiems ES veikiantiems RKF bus taikomos vienodos taisyklės. Tai itin aktualu Lietuvos RKF, kadangi kitų ES valstybių investuotojai žinos, kad Lietuvoje veikiantys RKF atitinka tokius pat standartus, kaip ir kitų valstybių RKF, įsteigti tokiuose finansų centruose kaip Londonas ar Frankfurtas. Empiriniai tyrimai rodo, kad griežti apskaitos ir informacijos teikimo standartai skatina investuotojus investuoti į kitų valstybių RKF. Antai 39 valstybių institucinių investuotojų tyrimas parodė, kad minėti standartai gerokai sumažina tikimybę, kad RKF valdytojas RKF investicijas įvertins didesne nei tikroji vertė, todėl į tokius standartus atitinkančius RKF užsienio investuotojai investuoja noriau (Cumming ir Walz, 2010). Kitas tyrimas, nagrinėjęs 100 Olandijos institucinių investuotojų investicijas į užsienio RKF, parodė, kad teisinio reguliavimo trūkumas, ypač informacijos teikimo investuotojams srityje, lėmė mažesnę Olandijos institucinių investuotojų investicijų į užsienio RKF srautą. Kadangi RKF

informaciją investuotojams nuolat teikia ir dabar, papildomi skaidrumo reikalavimai neturėtų pernelyg padidinti jų kaštų. Atsižvelgiant į potencialią naudą, kasmetinės vidutinės 26 000 eurų papildomos išlaidos skaidrumo reikalavimams atitikti neatrodo didelės (CRA, 2009, p. 97). Antra, RKF pagaliau bus suteikta galimybė pasinaudoti Europos pasu ir laisvai platinti RKF visoje ES tiek RKF, kuriems Direktyva taikoma *per se*, tiek savanoriškai įgijusiems AIFV statusą. Europos paso sistema RKF turėtų panaikinti iki tol buvusias kliūtis, leisti išvengti ES valstybių narių teisinio reglamentavimo fragmentiškumo, kas turėtų sumažinti RKF platinimo sąnaudas kitose valstybėse narėse bei pritraukti daugiau investuotojų mažesnėmis platinimo sąnaudomis. Be to, ES rizikos kapitalo teisinio reglamentavimo harmonizavimas bent jau teoriškai turėtų išspręsti šios rinkos fragmentiškumo problemą bei paskatinti šios rinkos integraciją ES.

Kita vertus, AIFV direktyva turės ir neigiamų pasekmių RKF plėtrai ES. RKF, kurie pateks į Direktyvos taikymo sritį ir RKF, kurie į ją nepateks, tačiau norės savanoriškai įgyti AIFV statusą, teks atitikti griežtus jų rizikai ne visai proporcingus ir su veiklos modeliu sunkiai suderinamus reikalavimus. Esminė AIFV direktyvos problema ta, kad ja siekiama tomis pačiomis taisyklėmis reglamentuoti iš esmės skirtingos strategijos ir rizikos investicinius fondus. Tokia teisinio reguliavimo strategija yra pasmerkta sukelti nemažai problemų. Vargu ar logiška, kad, tarkime, 20 mln. eurų grynujų aktyvų portfelį valdantis Lietuvoje įsteigtas, finansinio sverto nenaudojantis ir investuojantis į Lietuvoje besikuriančias ir veikiančias aukštųjų technologijų bendroves RKF turėtų atitikti tokius pačius reikalavimus, kaip ir 5 mlrd. eurų grynujų aktyvų vertės „hedge“ tipo fondas, naudojantis 5 kartus už jo grynuosius aktyvus didesnę finansinę svertą bei aktyviai investuojantis į įvairiausias išvestines finansines priemones spekuliaciniais tikslais. Nors Direktyva ir siekiama kontroliuoti įvairių alternatyvių investicinių fondų sisteminę riziką, manome, kad RKF kelia kur kas mažesnę sisteminę riziką nei kiti alternatyvūs investiciniai fondai vien dėl savo dydžio: 2009 m. ES RKF valdomi grynieji aktyvai tesudarė 27 mlrd. eurų, tuo tarpu nekilnojamo turto ir „hedge“ tipo fondų – atitinkamai 254 mln. ir 258 mln. eurų (CRA, 2009, p. 13). Fondams, kurie turės atitikti AIFV direktyvos reikalavimus, gerokai padidės kaštai. Paskaičiuota, kad vienkartiniai kaštai, kuriuos patirs visi ES RKF savo pertvarkai, kad atitiktų AIFV direktyvos reikalavimus, gali siekti apie 45 mln. eurų, o kasmetiniai kaštai turėtų padidėti 33 mln. eurų (CRA, 2009). Atitikimas AIFV direktyvos nuostatomis ES veikiančioms RKF veiklos sąnaudoms kai kuriais atvejais gali padidinti apie 31,5 proc. (OpenEurope, 2009, p. 5). Dėl padidėjusių kaštų gali sumažėti ir RKF investicijų grąža. Rizikos kapitalo sektorių atstovai prognozuoja, kad RKF grąža dėl būtinybės atitikti AIFV direktyvos reikalavimus gali sumažinti RKF grąžą 1-2 ar net kai kuriais atvejais 5-10 proc. (OpenEurope, 2009, p. 5). Grąžos sumažėjimas gali lemti investuotojų pasitraukimą į kitas, likvidesnes turto klases. Be to, Direktyvos nuostatos dėl ne ES įsteigtų fondų, skirtų ne ES investuotojams gali lemti tai, kad sumažės ES RKF konkurencinė pozicija kitų valstybių RKF atžvilgiu ir gali sumažėti investicijų srautai į ES bei

Lietuvos bendroves. Nors dėl 2007-2008 m. pasaulinės finansų krizės sumažėjo investicijų srautai į RKF, tačiau JAV jie jau pasiekė prieškrizinį lygį, o Europoje investuotojų pasitikėjimas RKF grįžta (Meyer, 2010). Tačiau AIFV direktyva dėl minėtų trūkumų gali sukliudyti šios ES ekonomikai svarbios rinkos atsigavimui.

Vertinant Lietuvoje įsteigtų RKF perspektyvas AIFV direktyvos kontekste, tenka konstatuoti, kad vargu ar kuris Lietuvoje įsteigtas RKF galėtų peržengti 500 mln. eurų kartelę, kuri lemtų AIFV direktyvos reikalavimų taikymą ir galimybę pasinaudoti Europos pasu. Žinoma, Lietuvos RKF galėtų pasinaudoti Direktyvoje numatyta teise savanoriškai įgyti AIFV statusą ir pasinaudoti Europos pasu bei paprasta tvarka pritraukti užsienio investuotojus iš kitų valstybių narių. Tačiau vėlgi atsižvelgiant į AIFV direktyvos papildomus kaštus ir Lietuvos RKF dydį, vargu ar toks sprendimas būtų ekonomiškai racionalus, kadangi AIFV direktyvos reikalavimų laikymasis paprasčiausiai būtų per brangus. Dėl šios priežasties Lietuvoje įsteigtą RKF tektų platinti jau minėtu (žr. 1.4. poskyrį) ir problemų keliančiu būdu – pasinaudojant atskirų valstybių narių teisės aktuose numatytais išimtimis. Tokia situacija gerokai apriboja Lietuvos RKF rinkos plėtrą bei galimybes pritraukti užsienio investuotojų.

Atsižvelgiant į aukščiau išdėstytą, manome, kad kai kurios Direktyvoje numatytos priemonės, tinkančios vieno tipo investicinių fondų rizikai kontroliuoti, gali ne tik visiškai netikti kitokio tipo investiciniams fondams, bet ir sudaryti kliūčių jų veiklai, todėl AIFV direktyvoje būtina nustatyti tokį teisinį reguliavimą, kuris būtų proporcingas skirtingų fondų keliamai rizikai ir atitiktų jų veiklos strategiją. Antai JAV finansų sektoriaus reformuojančiame Dodd-Frank akte yra numatytos specialios išimties RKF, siekiant neuždėti pernelyg didelės naštos šiam itin didelę reikšmę JAV ekonomikai turinčiam verslo finansavimo sektoriui (Painter, 2010). Tik tokiu būtu galima užtikrinti tinkamą teisinę aplinką RKF veiklai bei galimybes mažesniems RKF pasinaudoti Europos pasu ir gerokai paprasčiau pritraukti investuotojus iš kitų valstybių. Tai paskatintų rizikos kapitalo plėtrą Lietuvoje bei visoje ES ir sudarytų sąlygas greitesniam ekonomikos atsigavimui.

IŠVADOS IR SIŪLYMAI

Išvados

1. Lietuvoje galiojantys teisės aktai jokių specialių apribojimų ar teisinių kliūčių tarptautinėms paskoloms sudaryti ir vykdyti nenumato, o pagrindinės su tokiais paskolomis susijusios pareigos kaip pareiga registruoti užsienio paskolas ar pranešti apie atidarytas sąskaitas užsienio kredito įstaigose laikytinos tik formalumais, kadangi jos nedaro įtakos Lietuvos bendrovių sudarytų tarptautinių paskolų galiojimui ar vykdymui.
2. Europos Sąjungoje galiojanti prospekto paso sistema sudaro palankias sąlygas Lietuvos bendrovėms akcijas ir obligacijas platinti viešai bei įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje. Nors šią sistemą įvedusi Prospektų direktyva ir nėra lanksti mažesnių emitentų atžvilgiu ir potencialiai problemų gali kelti neharmonizuotas civilinės atsakomybės už informaciją prospekte teisinis reglamentavimas, tačiau esminių kliūčių emitentams pasinaudoti minėta sistema ir gauti finansavimą Europos Sąjungos vertybinių popierių rinkose nesudaro.
3. Vertybinių popierių prekybos platformų teisinio reglamentavimo reforma Europos Sąjungoje lėmė nemažai alternatyvių vertybinių popierių biržų susikūrimą, kuriose sukurtos palankios sąlygos Lietuvos bendrovėms pasinaudoti pagrindiniais akcijų ar obligacijų platinimo oficialioje užsienio vertybinių popierių biržoje privalumais, tačiau gerokai paprastesne tvarka ir patiriant mažiau kaštų.
4. Užsienio emitentams skirti vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų pokyčiai JAV numato gerokai palankesnes sąlygas platinti akcijas ir obligacijas itin griežtais standartais garsėjančioje JAV viešojo rinkoje. Tačiau Lietuvos bendrovėms minėtoje viešojo rinkoje gali kilti nemažai sunkumų dėl mažesniems emitentams neproporcingai didelių teisės aktų laikymosi kaštų, skirtingos bei itin griežtos priežiūros sistemos, kurios sudedamoji dalis yra itin dažni akcininkų ieškiniai emitentams, bei nepalankumo kontinentinėje Europoje (taigi ir Lietuvoje) vyraujančiai bendrovių nuosavybės struktūrai.
5. Kadangi JAV teisės aktai numato pakankamai išimčių, kurios suteikia galimybę užsienio bendrovėms platinti akcijas ir obligacijas JAV rinkoje neviešai, Lietuvos bendrovėms yra galimybė gauti finansavimą minėtoje rinkoje.
6. Tarptautinių kredito reitingų agentūrų suteikiamų kredito reitingų įtaka tarptautinėse kapitalo rinkose nėra palanki Lietuvos bendrovėms, kadangi Lietuvos kredito reitingai, kurie kaip taisyklė yra viršutinė riba šalies emitentų kredito reitingams, istoriškai niekuomet nebuvo aukšti ir buvo dar sumažinti dėl pasaulinės finansų krizės sukulto nepasitikėjimo Lietuvos ekonomikos perspektyvomis. Tokia situacija gali gerokai suvaržyti Lietuvos bendrovių galimybės gauti

finansavimą tarptautinėse kapitalo rinkose, kadangi žemi reitingai paprastai lemia arba dideles palūkanų normas, arba draudimą investuotojams įsigyti tokių vertybinių popierių.

7. Lietuvoje sekiuritizacija kaip verslo finansavimo būdas nėra atskirai teisiškai reglamentuojamas, tačiau pagal esmines sekiuritizacijos sąlygas ją Lietuvoje taikyti įmanoma. Esminių praktinių taikymo problemų gali kelti tai, kad pagal Lietuvos teisę siekiant galutinai perleisti reikalavimo teises specialios paskirties bendrovei būtina apie reikalavimo perleidimo faktą pranešti skolininkui, kas paprastai dėl itin didelio perleidžiamų reikalavimo teisių skaičiaus yra nepraktiška ir brangu.
8. Nors teisinė aplinka, skirta rizikos kapitalo fondų steigimui ir veiklai Lietuvoje, teisinių kliūčių tokius fondus platinti kitų valstybių investuotojams nesudaro ir numato palankų apmokestinimą, tačiau Lietuvoje galiojantis specialus tokio tipo profesionaliems investuotojams skirtų fondų teisinis reguliavimas numato tik fragmentiškas išimtis, stokoja aiškumo, todėl neužtikrina pasaulyje įprastos rizikos kapitalo finansavimo veiklos praktikos ir nėra pakankamas.
9. Neviešo platinimo teisinio reglamentavimo Europos Sąjungoje fragmentiškumas dėl didelių papildomų kaštų, administracinių sunkumų ir rizikos yra itin nepalankus mažesnėse rinkose (kaip Lietuvos) veikiantiems rizikos kapitalo fondams, kuriems dėl minėtų priežasčių paprastai tenka gerokai apriboti valstybių, kuriose toks fondas platinamas, skaičių.
10. Alternatyvaus investavimo fondų direktyva numato galimybę pagal ją veikiančius fondus platinti profesionaliems investuotojams pasinaudojant Europos paso sistema, kuri iš esmės galėtų išspręstą neviešo tokio tipo fondų platinimo teisinio reglamentavimo fragmentiškumą. Tačiau abejotina, ar Lietuvoje veikiančios rizikos kapitalo fondai galės pasinaudoti minėta Europos paso sistema, kadangi dėl jų dydžio direktyva jiems neturėtų būti taikoma, o savanoriškai įgyti pagal minėtą direktyvą veikiančio fondo statusą gali būti sudėtinga dėl ne visai proporcingų ir su veiklos modeliu sunkiai suderinamų reikalavimų bei gerokai padidėjusių direktyvos nuostatų laikymosi kaštų.

Atsižvelgdami darbe išanalizuotą teorinę ir praktinę medžiagą bei darbo išvadas, galime teigti, kad iškelta hipotezė pasitvirtino iš dalies. Nors tokių verslo finansavimo būdų kaip tarptautinės paskolos ar tarptautinės akcijų ir obligacijų emisijos teisinis reglamentavimas nenumato didesnių kliūčių arba jos nelaikytinos itin reikšmingomis, kadangi teisinis reguliavimas suteikia tam tikras alternatyvas. Tačiau galiojantis teisinis reguliavimas Lietuvoje sudaro didesnių kliūčių veiksmingai panaudoti sekiuritizaciją Lietuvoje, o rizikos kapitalo fondų teisinis reguliavimas taipogi sudaro nemažai kliūčių, kadangi Lietuvoje jis neužtikrina pasaulyje įprastos rizikos kapitalo finansavimo veiklos praktikos, o minėtų fondų teisinis reguliavimas Europos Sąjungos lygiu iš esmės neišsprendžia tokių fondų platinimo Europos Sąjungoje problemos. Todėl galime teigti, kad tarptautinių verslo

finansavimo būdų teisinis reguliavimas kai kuriais atvejais sudaro kliūčių Lietuvos verslą finansuoti užsienio asmenų finansais.

Siūlymai

1. Siūlome daugiau diferencijuoti Prospektų direktyvos reikalavimus emitentams priklausomai nuo jų dydžio ar tipo taip sudarant galimybes ir mažesniems emitentams pasinaudoti prospekto paso sistema bei Europos Sąjungos lygiu harmonizuoti emitentų ir kitų asmenų civilinės atsakomybės už informaciją prospekte reglamentavimą, taip sumažinant bylinėjimosi skirtingose valstybėse pagal skirtingą teisę rizika ir užtikrinant teisinį tikrumą platinant akcijas ir obligacijas viešai keliose Europos Sąjungos valstybėse narėse.
2. Siūlome atitinkamuose Lietuvos teisės aktuose numatyti, kad piniginių reikalavimų teisės perleidimo baigtinumas nėra siejamas su pranešimu apie reikalavimo teisės perleidimo faktą skolininkui, taip sudarant palankias sąlygas sekiuritizacijai Lietuvoje ir tokiu būdu suteikti realią galimybę išspręsti Lietuvos bendrovių kredito reitingų problemą.
3. Siūlome nustatyti aiškesni ir lankstesnį profesionaliems investuotojams skirtų privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektų reglamentavimą Lietuvoje, įskaitant galimybę tokius subjektus steigti plačiai pasaulinėje praktikoje naudojama komanditinės ūkinės bendrijos teisine forma, taip užtikrinant plačias galimybes investuotojams ir valdytojams susitarti dėl įvairių tokio tipo fondų veiklos aspektų ir paprastai taikyti pasaulinėje praktikoje pripažintą ir užsienio investuotojams gerai žinomą rizikos kapitalo fondų veiklos modelį Lietuvoje.
4. Siūlome Alternatyvaus investavimo fondų direktyvoje įtvirtinti atitinkamas išimtis rizikos kapitalo fondams, kurios visapusiškai suderintų direktyvos nuostatas su rizikos kapitalo finansavimo modeliu, taip suteikiant realią galimybę mažesniems minėto tipo fondams pasinaudoti direktyvoje numatytu Europos pasu.

LITERATŪRA

1. **AB bankas „Snoras“**. Euroobligacijos 2010. <http://www.snoras.com/lt/invest/bonds> [žiūrėta 2010 11 05]
2. **AB bankas „Snoras“**. Tarptautiniai reitingai. <http://www.snoras.com/lt/about/reports/ratings> [žiūrėta 2010 11 05]
3. **AB „Linus Agro Group“**. Pranešimas žiniasklaidai (2010.01.07). http://www.linusagro.lt/index.php?mact=News,cntnt01,detail,0&cntnt01articleid=157&cntnt01lang=lt_LT&cntnt01returnid=70 [žiūrėta 2010 10 15]
4. **AIM**. A Guide to AIM, 2010. <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf> [žiūrėta 2010 11 05]
5. **Ambrasienė D.** Asmenų pasikeitimas prievolėje (kai kurie teoriniai ir praktiniai aspektai) // Jurisprudencija. 2002, T. 28 (20)
6. **Ambrasienė ir kt.** Civilinė teisė. Prievolių teisė. – Vilnius: Mykolo Romerio universiteto Leidybos centras, 2004. – 608 p. – ISBN 9955-563-72-9
7. **Antenbrink F., de Haan J.** Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal (April 24, 2009) // <http://ssrn.com/abstract=1394332> [žiūrėta 2009 11 30]
8. **Armour J.** Law, Innovation and Finance: A Review (2002). <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP243.pdf> [žiūrėta 2010 10 20]
9. **Avgouleas E.** A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead // *Transnational Lawyer*, Vol. 18, p. 179, 2005. <http://ssrn.com/abstract=1132896> [žiūrėta 2010 03 10]
10. **Baele L. et al.** Measuring Financial Integration in the Euro area // *ECB Occasional Paper Series*, No.14, April 2004. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf> [žiūrėta 2010 03 10]
11. **Bagdanavičiūtė V.** Verslo sandoriuose – jos didenybė Anglijos teisė. <http://poziuris.eversus.lt/naujienos/997> [žiūrėta 2010 03 10]
12. **Bainbridge S. M.** Corporate Governance and U.S. Capital Market Competitiveness // *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-13* (October 22, 2010). <http://ssrn.com/abstract=1696303> [žiūrėta 2010 11 05]
13. **Bank of International Settlements.** Asset Transfers and Securitisation. September, 1992. <http://www.bis.org/publ/bcbsc124.pdf> [žiūrėta 2009 11 30]
14. **Bank for International Settlements.** *BIS Quarterly Review*, December 2010. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1012.pdf#page=100 [žiūrėta 2010 11 05]

15. **Bevilacqua J.** Convergence and Divergence: Blurring the Lines Between Hedge Funds and Private Equity Funds // Buffalo Law Review, Vol. 54, 2006. <http://ssrn.com/abstract=912964> [žiūrėta 2010 10 20]
16. **Bienz C., Leite T. E.** A Pecking Order of Venture Capital Exits (April 2008). <http://ssrn.com/abstract=916742> [žiūrėta 2010 10 20]
17. **Black B. S., Gilson R. J.** Does Venture Capital Require an Active Stock Market? // Journal of Applied Corporate Finance, pp. 36-48, Winter 1999. <http://ssrn.com/abstract=219174> [žiūrėta 2010 10 20]
18. **Blaurock U.** Control and Responsibility of Credit Rating Agencies // Electronic Journal of Comparative Law (December 2007), vol 11.3. <http://www.ejcl.org/113/article113-16.pdf> [žiūrėta 2009 11 30]
19. **Burn L.** Disclosure in the EEA securities markets—making sense of the puzzle // Capital Markets Law Journal (2008) 3 (2): 139-153. <http://cmlj.oxfordjournals.org/content/3/2/139.full.pdf+html> [žiūrėta 2010 03 10]
20. **Buch C. M.** Distance in international banking // Kiel Working Paper No. 1043, April 2001. <http://ideas.repec.org/p/kie/kieliw/1043.html> [žiūrėta 2010 05 06]
21. **Cantor R. et al.** The Use of Credit Ratings in Investment Management in the US and Europe (February 16, 2007). <http://ssrn.com/abstract=996133> [žiūrėta 2009 11 30]
22. **Carey M., Nini G.** Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle (December 2003). http://www.eu-financial-system.org/fileadmin/content/Dokumente_Events/symposium_2004/M.Carey-G.Nini.pdf [žiūrėta 2010 11 05]
23. **Cbonds.** Bond Issues: Eurobonds Bankas SNORAS, 2010. <http://www.cbonds.info/em/eng/emissions/emission.phtml/params/id/7330> [žiūrėta 2010 11 05]
24. **Cendrowski H.** Private Equity: History, Governance and Operations. – New Jersey: Wiley, 2008. – 480 p. – ISBN 978-0-470-17846-1
25. **CESR.** Data on Prospectuses approved and passported July 2006 to December 2008 (March 2009). http://www.cesr-eu.org/data/document/09_315.pdf [žiūrėta 2010 11 05]
26. **CESR.** Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members (November 2010). http://www.cesr.eu/data/document/10_1337.pdf [žiūrėta 2010 11 05]
27. **Charles River Associates.** Impact of the proposed AIFM Directive across Europe (October 2009). www.fsa.gov.uk/pubs/other/Impact_of_AIFM_Directive.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
28. **Cheffins B. R., Armour J.** The Eclipse of Private Equity // ECGI - Law Working Paper No. 082/2007. <http://ssrn.com/abstract=982114> [žiūrėta 2010 10 20]

29. **Coffee J.C.** Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance // Columbia Law and Economics Working Paper No. 205. <http://ssrn.com/abstract=315840> [žiūrėta 2010 11 05]
30. **Coffee J. C.** Law and the Market: The Impact of Enforcement // Columbia Law and Economics Working Paper No. 304., 2007. <http://ssrn.com/abstract=967482> // [žiūrėta 2010 11 05]
31. **Committee on Capital Markets Regulation.** Press Release, December 1, 2009. [http://www.capmksreg.org/pdfs/Competitiveness/Q3_2009_Press_Release_\(12-1-09\).pdf](http://www.capmksreg.org/pdfs/Competitiveness/Q3_2009_Press_Release_(12-1-09).pdf) [žiūrėta 2010 03 10]
32. **Committee on Capital Markets Regulation.** The Competitive Position of the U.S. Public Equity Market (December 4, 2007). http://www.capmksreg.org/pdfs/The_Competitive_Position_of_the_US_Public_Equity_Market.pdf [žiūrėta 2010 03 10]
33. **Coval et al.** The Economics of Structured Finance // Harvard Business School Working Paper No. 09-060, 2008. <http://ssrn.com/abstract=1287363> [žiūrėta 2009 11 30]
34. **CSES.** Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets (June 2008). http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/cses_report_en.pdf [žiūrėta 2010 11 05]
35. **Cumming D. J., Walz U.** Private Equity Returns and Disclosure Around the World (January 24, 2010). <http://ssrn.com/abstract=514105> [žiūrėta 2010 10 20]
36. **Čiulada P.** „Snorui“ skolinimasis tarptautinėse rinkose pasirodė per brangus. http://vz.lt/2/straipsnis/2010/10/20/Snorui_skolinimasis_tarptautinese_rinkose_pasirode_pe?readcomment=1 [žiūrėta 2010 11 05]
37. **de Larosiere J.** Report by the High Level Group on Financial Supervision in the EU (Brussels, 2009). http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf [žiūrėta 2010 03 10]
38. **Dittrich F.** The Credit Rating Industry: Competition and Regulation. Koln, 2007. <http://ssrn.com/abstract=991821> [žiūrėta 2009 11 30]
39. **Doidge et al.** Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time // Fisher College of Business Working Paper No. 2007-03-012 (July 2007). <http://ssrn.com/abstract=982193> [žiūrėta 2010 11 05]
40. **European Central Bank.** Corporate Finance in the Euro Area // Occasional Paper Series, June 2007. www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp63.pdf [žiūrėta 2009 11 30]
41. **European Central Bank.** The Eurobond Market Study (December 2004). <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurobondmarketstudy2004en.pdf> [žiūrėta 2010 05 05]

42. **European Commission.** Impact Assessment Report on Private Placement. SEC(2008) 2341. http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/ia_private-placement_en.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
43. **European Commission.** Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies. COM(2008) 704 final. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_en.pdf [žiūrėta 2009 11 30]
44. **European Commission.** Prospectus directive amendment proposal. COM(2009) 491 final. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/proposal_240909/proposal_en.pdf [žiūrėta 2010 03 10]
45. **European Commission.** Report on the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity (July 2006). http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/equity_en.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
46. **European Commission.** Summary report of workshops on cross-border venture capital with national experts, industry representatives and researchers (February 2009). http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/summary_report_vc_workshops_2008.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
47. **Europos Komisijos reglamentas Nr. 809/2004, įgyvendinantis Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/71/EB nuostatas dėl prospektuose pateikiamos informacijos bei šių prospektų formato, įtraukimo nuorodos būdu ir paskelbimo bei reklamos skleidimo.** http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/reg-2004-809/reg-2004-809_en.pdf [žiūrėta 2010 10 15]
48. **Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2001/34/EB dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos apie tuos vertybinius popierius paskelbimo.** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2001:184:0001:0066:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]
49. **Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinką.** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]
50. **Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB.** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:345:0064:0089:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]

51. **Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų (MiFiD).** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]
52. **Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB.** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]
53. **Europos Parlamento ir Tarybos Reglamentas (EB) Nr. 1606/2002 dėl tarptautinių apskaitos standartų taikymo.** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:243:0001:0004:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]
54. **Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (EB) Nr. 864/2007 dėl nesutartinėms prievolėms taikytinos teisės (Roma II).** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:199:0040:0049:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]
55. **Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (EB) Nr. 593/2008 dėl sutartinėms prievolėms taikytinos teisės („Roma I“).** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:177:0006:0016:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]
56. **Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (EB) Nr. 1060/2009 dėl kredito reitingų agentūrų.** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:EN:PDF> [žiūrėta 2010 01 15]
57. **Europos Parlamento teisėkūros rezoliucija dėl pasiūlymo dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų.** <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0393+0+DOC+XML+V0//EN> [žiūrėta 2010 11 05]
58. **Enriques L., Gatti M.** Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan? // *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Vol. 14, No. 1, 2008. <http://ssrn.com/abstract=982282> [žiūrėta 2010 03 10]
59. **ESME.** Report on Prospectus directive (Brussels, 5 September, 2007). http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/05092007_report_en.pdf [žiūrėta 2010 11 05]
60. **ESME.** Role of Credit Rating Agencies, June 2008. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf [žiūrėta 2009 11 30]
61. **Europos Teisingumo Teismo** sprendimas 1996 m. byloje C-21/76 *Bier v Mines de Potasse*. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61976J0021:EN:HTML> [žiūrėta 2010 11 05]

62. **EVCA.** Benchmarking European Tax and Legal Environments (October 2008).
<http://www.evca.eu/uploadedFiles/Benchmark.pdf> [žiūrėta 2010 10 20]
63. **EVCA.** Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe (November 2005).
http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/evca_employment_contribution_pe_2005.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
64. **EVCA.** Key Facts and Figures. <http://www.evca.eu/publicandregulatoryaffairs/default.aspx?id=86> [žiūrėta 2010 10 20]
65. **EVCA.** Private Equity Fund Structures in Europe, June 2010.
http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
66. **Fabozzi F.J., Kothari V.** Securitization – The Tool of Financial Transformation // Yale ICF Working Paper No. 07-07. <http://ssrn.com/abstract=997079> [žiūrėta 2009 11 30]
67. **Ferran E.** Building an EU Securities Market. – Cambridge: Cambridge University Press, 2004. – 328 p. – ISBN 0521-847222
68. **Ferran E.** Cross-Border Offers of Securities in the EU: The Standard Life Flotation (December 15, 2006). <http://ssrn.com/abstract=955252> [žiūrėta 2010 03 10]
69. **Ferran E.** Principles of Corporate Finance Law. Oxford: Oxford University Press, 2008. – 780 p. – ISBN 978-0-19-923051-8
70. **Fitch Ratings.** Inside the Ratings: What Credit Ratings Mean. August 2007.
<http://www.bankwatchratings.com/descargas/ratings.pdf> [žiūrėta 2009 11 30]
71. **Finansų ministerija.** Kredito reitingų reikšmės. http://www.finmin.lt/web/finmin/kredito_reitingai/kredito_reitingu_reiksmes [žiūrėta 2010 05 05]
72. **Finansų ministerija.** Lietuvos kredito reitingų raida. http://www.finmin.lt/web/finmin/kredito_reitingai/liuvos_kredito_reitingu_raidai [žiūrėta 2010 05 05]
73. **Fleuriet M.** Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the Industry. – London: McGraw-Hill, 2008. – 352 p. – ISBN 978-0-07-149733-6
74. **Flood J.** Rating, Dating, and the Informal Regulation and the Formal Ordering of Financial Transactions: Securitisations and Credit Rating Agencies // Privatising Development: Transnational Law, Infrastructure and Human Rights, M. Likosky, ed., pp 147-171, Martinus Nijhoff, 2005. <http://ssrn.com/abstract=873878> [žiūrėta 2009 11 30]
75. **Fox M. B.** Civil Liability and Mandatory Disclosure // Columbia Law Review, Vol. 109, 2009. <http://ssrn.com/abstract=1115361> [žiūrėta 2010 03 10]
76. **Fraser-Sampson G.** Private Equity as an Asset Class. – Chichester: Wiley, 2007. – 284 p. – ISBN 978-0-470-06645-4

77. **Gilson R. J.** Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience // John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper 248 (November 2002). <http://ssrn.com/abstract=353380> [žiūrėta 2010 10 20]
78. **Godlewski C., Weill L.** Syndicated Loans in Emerging Markets // LARGE Working Paper No. 87 (March 2007). <http://ssrn.com/abstract=1126392> [žiūrėta 2010 05 06]
79. **Goldammer I., Jurčys P.** Romos I Reglamentas Dėl Sutartinėms Prievolėms Taikytinos Teisės Projektas: Kita to Paties Medalio Pusė? // Justitia, Vol. 67, No. 1, 2008. <http://ssrn.com/abstract=1134138> [žiūrėta 2010 03 10]
80. **Goldman Sachs Asset Management.** GSAM's Response to European Commission Call for Evidence regarding Private Placement Regimes in the EU. http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/private_placement/management_gsampdf/_EN_1.0_&a=d [žiūrėta 2010 10 20]
81. **Gompers P., Lerner J.** The Venture Capital Cycle. – London: MIT Press, 1999. – 385 p. – ISBN 978-0-58-5-12394-3
82. **Hartman T. E.** The Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley (June 15, 2006). http://www.foley.com/files/tbl_s31Publications/FileUpload137/3420/ndi%202006%20public%20study%20FINAL.pdf [žiūrėta 2010 03 10]
83. **Hill C. A.** Regulating the Rating Agencies // Washington University Law Quarterly, Vol. 82, p. 43, 2004. <http://ssrn.com/abstract=452022> [žiūrėta 2009 11 30]
84. **Hoffman S. L.** The Law and Business of International Project Finance / 3rd ed. – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – 524 p. – ISBN 978-0-521-70878-4
85. **Houston et al.** Borrowing beyond Borders: The Geography and Pricing of Syndicated Bank Loans (June 2007). <http://warrington.ufl.edu/fire/docs/workingpapers/BorrowingBeyondBorders.pdf> žiūrėta [2010 05 06]
86. **Hudson A.** The Law of Finance. – London: Sweet & Maxwell, 2008. – 1428 p. – ISBN 978-0-421-94730-6
87. **Ibrahim D. M.** The New Exit in Venture Capital // University of Wisconsin Legal Studies Research Paper No. 1137 (October 7, 2010). <http://ssrn.com/abstract=1688982> [žiūrėta 2010 10 20]
88. **IOSCO tarptautinio vertybinių popierių platinimo informacijos atskleidimo standartai, skirti užsienio emitentams.** http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corpfin/crossborder.pdf [žiūrėta 2010 07 15]
89. **Jackson H. E., Pan E. J.** Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999 ? Part I // Business Lawyer, Vol. 56, p. 653, February 2001. <http://ssrn.com/abstract=266176> [žiūrėta 2010 03 10]

90. **Jackson H. E., Pan E. J.** Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe - Part II // *Virginia Law & Business Review*, Vol. 3, No. 2, p. 207, 2008. <http://ssrn.com/abstract=1310195> [žiūrėta 2010 03 10]
91. **Jobst A.** Asset Securitisation as a Risk Management and Funding Tool: What does it Hold in Store for SMEs? (February 14, 2005). <http://ssrn.com/abstract=700262> [žiūrėta 2009 11 30]
92. **Johnson W.C.** Recent SEC initiatives that should enhance access to the US capital markets by foreign private issuers // *Capital Markets Law Journal* (2008) 3 (4): 389-416. <http://cmlj.oxfordjournals.org/content/3/4/389.full.pdf+html> [žiūrėta 2010 03 10]
93. **Kamar et al.** Sarbanes-Oxley's Effects on Small Firms: What is the Evidence? // *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 588; USC Law Legal Studies Paper No. 07-8*. <http://ssrn.com/abstract=993198> [žiūrėta 2010 10 15]
94. **Kancerevyčius G.** *Finansai ir investicijos*. – Kaunas: „Smaltijos“ leidykla, 2004. – 880 psl. – ISBN 9955-551-40-2
95. **Kettering K. C.** Securitization and its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development // *Cardozo Law Review*. 2008, Vol. 29:4. <http://ssrn.com/abstract=1012937> [žiūrėta 2009 11 30]
96. **Kraakman et al.** *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* / 2nd ed. – Oxford: Oxford University Press, 2009. – 248 p. – ISBN 978-0-19-956584-9
97. **Kung F. H.** Regulation of Corporate Bond Offerings: A Comparative Analysis // *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*. 2005, Vol. 26; Numb. 3, pages 409-454. [http://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume26/issue3/Kung26U.Pa.J.Int'lEcon.L.409\(2005\).pdf](http://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume26/issue3/Kung26U.Pa.J.Int'lEcon.L.409(2005).pdf) [žiūrėta 2010 10 15]
98. **Laužikas E. ir kt.** *Civilinio proceso teisė. II tomas*. – Vilnius: Justitia, 2005. – 640 p. – ISBN 9955-616-12-1
99. **Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas.** *Investuotojai į vertybinius popierius*. http://www.csd.lt/lt/aktualijos/statistika/vvp_2007.php [žiūrėta 2009 11 30]
100. **Lietuvos bankas.** *Bankų statistikos metraštis 2009*. – Lietuvos Bankas, 2010. <http://www.lb.lt/lt/leidiniai/metraštis/metraštis2009.pdf> [žiūrėta 2010 10 15]
101. **Lietuvos bankas.** *Išorės sektoriaus statistika, 2010*. http://www.lb.lt/lt/leidiniai/mok_bal/lrmbal_2010_2.pdf [žiūrėta 2010 10 05]
102. **Lietuvos banko valdybos 2006 m. lapkričio 9 d. nutarimas Nr. 138 „Dėl kapitalo pakankamumo skaičiavimo bendrųjų nuostatų“.** http://www.lb.lt/lt/istaigos/n138_061109.pdf [žiūrėta 2009 11 30]
103. **Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodeksas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=389019 [žiūrėta 2010 11 05]

104. **Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=363813 [žiūrėta 2010 11 05]
105. **Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=384488 [žiūrėta 2010 11 05]
106. **Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodeksas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=384484 [žiūrėta 2010 11 05]
107. **Lietuvos Respublikos čekių įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=77012 [žiūrėta 2009 11 30]
108. **Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=386840 [žiūrėta 2010 11 10]
109. **Lietuvos Respublikos finansų įstaigų įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=363813 [žiūrėta 2010 11 05]
110. **Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=323050 [žiūrėta 2009 11 30]
111. **Lietuvos Respublikos investicijų įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=387380 [žiūrėta 2010 11 05]
112. **Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=386813 [žiūrėta 2010 11 10]
113. **Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=376080 [žiūrėta 2010 11 05]
114. **Lietuvos Respublikos juridinių asmenų gaunamų užsienio paskolų be valstybės garantijos ir užsienio ūkio subjektams suteikiamų paskolų įregistravimo Lietuvos banke tvarka.** <http://www.lb.lt/lt/n20080807123.doc> [žiūrėta 2010 11 05]
115. **Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=388537 [žiūrėta 2010 11 05]
116. **Lietuvos Respublikos paprastųjų ir įsakomųjų vekselių įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=77011 [žiūrėta 2009 11 30]
117. **Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=388664 [žiūrėta 2010 11 05]
118. **Lietuvos Respublikos strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių ir įrenginių bei kitų nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbių įmonių įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=350522 [žiūrėta 2010 11 05]
119. **Lietuvos Respublikos ūkinių bendrijų įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=363454 [žiūrėta 2010 11 05]

120. **Lietuvos Respublikos užsienio valiutos Lietuvos Respublikoje įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=362658 [žiūrėta 2010 11 05]
121. **Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas.** http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=382225 [žiūrėta 2010 11 05]
122. **Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija.** 2008 m. Vertybinių popierių komisijos ataskaita ir finansinių priemonių rinkos tendencijos. <http://www.vpk.lt/new/documents/2008%20veiklos%20ataskaita.pdf> [žiūrėta 2010 03 10]
123. **Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija.** 2010 m. II ketvirčio Lietuvos KIS apžvalga. <http://www.vpk.lt/lt/pensiju-ir-investiciniai-fondai/14518/> [žiūrėta 2010 10 20]
124. **Linklaters.** Passporting Procedures into EEA (2006). <http://www.linklaters.com/pdfs/publications/passportingeea.pdf> [žiūrėta 2010 11 05]
125. **Litvak K.** Sarbanes-Oxley and the Cross-Listing Premium // Michigan Law Review, Vol. 105, pp. 1857-1898, 2007. <http://ssrn.com/abstract=959022> [žiūrėta 2010 03 10]
126. **Luetje T., Menkhoff L.** What Drives Home Bias? Evidence from Fund Managers Views (May 2004). <http://www.wiwi.uni-hannover.de/Forschung/Diskussionspapiere/dp-296.pdf> [žiūrėta 2010 03 10]
127. **Marks K. H. et al.** The Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure. – New Jersey: Wiley, 2005. – 560 p. – ISBN 0-471-42957-0
128. **McKinsey & Co.** Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership (2007). http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf [žiūrėta 2010 03 10]
129. **Meyer T.** Venture Capital adds economic spice. Deutsche Bank Research (September 14, 2010). http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000262487.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
130. **Mikelėnas A.** ir kt. Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras. Pirmoji knyga. Bendrosios nuostatos. – Vilnius: Justitia, 2001. – 350 p. – ISBN 9986-567-54-8
131. **Morris T., Machin J.** The pan-European capital market—is the Prospectus Directive a success or failure? // Capital Markets Law Journal (2006) 1 (2): 205-212. <http://cmlj.oxfordjournals.org/content/1/2/205.full.pdf+html> [žiūrėta 2010 03 10]
132. **Nielsen K. M.** Institutional Investors and Private Equity // Review of Finance (2008) 12: 185–219. http://meisnernielsen.com/IPE_RoF.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
133. **OpenEurope.** The EU's AIFM Directive. Likely impact and best way forward (September 2009). www.openeurope.org.uk/research/aifmd.pdf [žiūrėta 2010 10 20]
134. **Oxera.** The cost of raising capital: An international comparison (July 2006). http://www.oxera.com/cmsDocuments/Agenda_July%2006/Cost%20of%20raising%20capital.pdf [žiūrėta 2010 03 10]

135. **Pagano M. et al.** The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? // The Journal of Finance, Vol. 57, pp. 2651-2694, 2002. www.csef.it/pagano/jf-2002.pdf [žiūrēta 2010 03 10]
136. **Painter R. A.** EVCA Tax & Legal Committee USA Tax and Legal Update (May 2010). <http://www.evca.eu/WorkArea/downloadasset.aspx?id=5640> [žiūrēta 2010 10 20]
137. **Pan E. J.** Why the World No Longer Puts its Stock in Us // Cardozo Legal Studies Research Paper No. 176., 2006. <http://ssrn.com/abstract=951705> [žiūrēta 2010 03 10]
138. **Partnoy F.** The Paradox of Credit Ratings // University of San Diego Law & Econ Research Paper No. 20., 2001. <http://papers.ssrn.com/abstract=285162> [žiūrēta 2009 11 30]
139. **Partnoy F.** The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies // Washington University Law Quarterly, Vol 77, pp. 619-712, 1999. <http://ssrn.com/abstract=167412> [žiūrēta 2009 11 30]
140. **Pinto A. R.** Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States // American Journal of Comparative Law, Vol. 54, 2006. <http://ssrn.com/abstract=1280322> [žiūrēta 2009 11 30]
141. **PriceWaterhouseCoopers.** IPO Watch Europe - Review for the year 2007. http://www.pwc.co.uk/pdf/ipo_watch_review_2007.pdf [žiūrēta 2010 03 10]
142. **PriceWaterhouseCoopers.** IPO Watch Europe - Review for the year 2009. http://www.pwc.co.uk/pdf/ipo_watch_review_2009.pdf [žiūrēta 2010 03 10]
143. **PriceWaterhouseCoopers.** The retailisation of non-harmonised investment funds in the European Union (October 2008). http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/study_non-harmonized_funds.pdf [žiūrēta 2010 10 20]
144. **Ringe W.G. Hellgardt A.** The International Dimension of Issuer Liability - Liability and Choice of Law from a Transatlantic Perspective // University of Oxford Legal Studies Research Paper No. 37/2010. <http://ssrn.com/abstract=1588112> [žiūrēta 2010 11 05]
145. **Roosenboom P., Van Dijk M. A.,** The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter? // Journal of Banking and Finance, Vol. 33, pp. 1898-1908, 2009. <http://ssrn.com/abstract=1047261> [žiūrēta 2010 11 05]
146. **Sarbanes-Oxley Act of 2002.** <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf> [žiūrēta 2010 07 15]
147. **Schwarcz S. L.** Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox // University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 1, 2002. <http://ssrn.com/abstract=267273> [žiūrēta 2009 11 30]
148. **Schwarcz S. L.** The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business and Finance. 1992, Vol. 1:133. <http://ssrn.com/abstract=868520> [žiūrēta 2009 11 30]

149. **Securities Act of 1933.** <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> [žiūrėta 2010 07 15]
150. **Securities Exchange Act of 1934.** <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> [žiūrėta 2010 07 15]
151. **Siems M.** The Foundations of Securities Law // European Business Law Review Vol. 20, 2009, pp. 141-171. <http://ssrn.com/abstract=1089747> [žiūrėta 2010 03 10]
152. **Statistikos departamentas.** Ūkio subjektai: pagrindiniai duomenys 2009 (Vilnius, 2010). http://www.stat.gov.lt/lt/catalog/download_release/?id=3482&download=1&doc=1744 [žiūrėta 2010 10 20]
153. **Tarybos direktyva (85/611/EB) dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS) derinimo.** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:EN:HTML> [žiūrėta 2010 10 15]
154. **Tarybos direktyva 93/22/EEB dėl investicinių paslaugų vertybinių popierių srityje.** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:EN:HTML> [žiūrėta 2010 10 15]
155. **Tarybos reglamentas (EB) Nr. 44/2001 dėl jurisdikcijos ir teismo sprendimų civilinėse ir komercinėse bylose pripažinimo bei vykdymo („Briuselis I“).** <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2001:012:0001:0023:EN:PDF> [žiūrėta 2010 10 15]
156. **Triantis G.** Financial Contract Design in the World of Venture Capital // University of Chicago Law Review, Vol. 68, Winter 2001. <http://ssrn.com/abstract=258392> [žiūrėta 2010 10 20]
157. **United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade.** <http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/payments/receivables/ctc-assignment-convention-e.pdf> [žiūrėta 2009 11 30]
158. **Vilniaus Kooperacijos kolegija ir UAB „Kompetencijos gildija“.** Rizikos kapitalo fondų skatinimo investuoti į smulkiojo ir vidutinio verslo subjektus galimybių analizė: taikomasis mokslinis tyrimas / Užsakovas: Lietuvos Respublikos ūkio ministerija. [http://www.ukmin.lt/lt/svv/doc/RKF_20061206\[1\].zip](http://www.ukmin.lt/lt/svv/doc/RKF_20061206[1].zip) [žiūrėta 2010 10 20]
159. **Weidig T. ir Mahonet P.** The Risk Profile of Private Equity (January 2004). <http://ssrn.com/abstract=495482> [žiūrėta 2010 10 20]
160. **White&Case.** EU–US Risk Retention Comparison. Capital Markets Client Allert, August 2010. http://www.whitecase.com/files/Publication/1918211d-3360-4adc-97c4-92cbec83323f/Presentation/PublicationAttachment/9a6e5f0e-b6a0-4d43-82d2-a70ccc0492c1/alert_EU_US_Risk_Retention_FMD_v5.pdf [žiūrėta 2010 11 05]

161. **Wood P.** Law and Practice of International Finance. – London: Sweet & Maxwell, 2008. – 500 p. – ISBN 978-1-84703-255-3
162. **Wymeersch E., Kruithof M.** Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law // Ghent University Financial Law Institute Working Paper No. 2006-05. <http://ssrn.com/abstract=894820> [žiūrėta 2009 11 30]
163. **Xetra.** Overview of Major Exchange-Regulated Market Segments in Europe, 2009. http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/10_products/Competitor_comparison/competitor_comparison_1009.pdf [žiūrėta 2010 03 10]

SANTRAUKA

Galdikas A. Užsienio asmenų finansų panaudojimas Lietuvos verslo finansavimui / Finansų teisės magistro baigiamasis darbas. Vadovas – prof. dr. A. Miškinis. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2010 m. – 106 p.

Magistro baigiamajame darbe sisteminės analizės, lyginimo, teisinių dokumentų analizės ir kitais tyrimo metodais analizuojama Lietuvoje nenagrinėta tema ir tiriami aktualūs užsienio asmenų finansų panaudojimo būdų Lietuvos verslui finansuoti teoriniai bei praktiniai aspektai ir atliekama minėtų būdų teisinio reguliavimo analizė.

Remiamasi hipoteze, kad verslo finansavimo teisinis reguliavimas nesudaro kliūčių užsienio asmenų finansais finansuoti Lietuvos bendroves. Darbe siekiama išanalizuoti ir įvertinti esminius tarptautinių verslo finansavimo būdų teisinio reguliavimo teorinius bei praktinius aspektus ir nustatyti ar minėtų būdų teisinis reguliavimas nesudaro kliūčių Lietuvos bendroves finansuoti užsienio asmenų finansais. Darbo objektas yra verslo finansavimo teisiniai santykiai. Pagrindiniai darbo uždaviniai: išanalizuoti ir įvertinti Lietuvos bendrovių galimybių gauti tarptautines paskolas, platinti akcijas ir obligacijas ES ir JAV rinkose, rizikos kapitalo fondų steigimo Lietuvoje ir jų platinimo užsienio asmenims bei galimybių taikyti sekiuritizaciją kaip galimo Lietuvos kredito reitingų problemos sprendimo būdo teisinius aspektus.

Darbe prieinama prie išvadų, kad galiojantis teisinis reguliavimas nesudaro esminių kliūčių Lietuvos verslui finansuoti tarptautinėmis paskolomis bei platinti akcijas ir obligacijas ES ir JAV rinkose. Taipogi nustatoma, kad nors Lietuvoje sekiuritizaciją taikyti ir taip išspręsti Lietuvos bendrovių kredito reitingų problemą įmanoma, tačiau dėl kai kurių teisinio reglamentavimo ypatumų šis finansavimo būdas gali būti nepraktiškas ir brangus, o rizikos kapitalo fondų steigimo ir platinimo teisinis reguliavimas tiek nacionaliniu, tiek ES lygiu sukelia nemažai esminių kliūčių jo panaudojimui. Darbe pateikiami pasiūlymai kaip teisinis reguliavimas galėtų būti tobulinamas, kad labiau atitiktų tarptautinių verslo finansavimo teisinių santykių dalyvių poreikius ir sudarytų palankesnes sąlygas Lietuvos bendrovėms gauti finansavimą tarptautinėse kapitalo rinkose.

Darbą sudaro dvi dalys: teorinė ir praktinė. Teorinėje darbo dalyje tiriami atskiri tarptautiniai verslo finansavimo būdai ir jų teoriniai ir praktiniai aspektai. Praktinėje darbo dalyje remiantis teorinėje darbo dalyje išanalizuota medžiaga analizuojamas atskirų tarptautinių verslo finansavimo būdų teisinis reguliavimas ir įvertinamos minėtų būdų panaudojimo Lietuvos verslui finansuoti galimybės.

SUMMARY

Galdikas A. The use of foreign finance to finance Lithuanian business / Master's Work in Finance Law. Supervisor – prof. dr. A. Miškinis. – Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2010. – 106 p.

The master's work analyses, by means of systemic analysis, comparative methodology, analysis of legal documents and other methods, a heretofore neglected subject: the legal framework of using foreign financing by Lithuanian companies. The work is based on the hypothesis that the legal framework of the main international business financing methods does not pose obstacles to financing Lithuanian companies. The purpose of the paper is to analyze and evaluate the key theoretical and practical aspects of the legal framework of using foreign financing by Lithuanian companies.

The main tasks of the paper are to analyze and evaluate the legal aspects of financing Lithuanian companies through international loans, issues of shares and bonds in EU and US markets, the placement of venture capital funds established in Lithuania with foreign investors and the influence of international credit rating agencies on the ability of Lithuanian companies to raise capital in international markets and the possibilities of using securitization as a method of solving the problem of low credit ratings.

The work concludes that although there are no major legal obstacles to using international loans or share and bond issues in EU and US markets, and it is possible to use securitization to solve the credit rating problem of Lithuanian companies, some peculiarities of Lithuanian regulation might make this financing method impractical and costly. The regulation of international venture capital presents even greater problems due to inadequate regulation. The work proposes solutions on how the regulation of international financing could be improved.

This work consists of two parts: theoretical and practical. The theoretical part analyses various aspects of such international financing instruments as international loans, international issues of shares and bonds, securitization, international venture capital, and describes the main features and problems that may arise in practice. The practical part of the work analyses the legal framework in which the main international financing instruments operate based on the material analysed in the theoretical part of the work and evaluates the possibilities of using the above-mentioned instruments for financing Lithuanian companies.

Galdikas A. Užsienio asmenų finansų panaudojimas Lietuvos verslo finansavimui / Finansų teisės magistro baigiamasis darbas. Vadovas – prof. dr. A. Miškinis. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2010 m. – 106 p.

ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuoti ir įvertinti Lietuvos bendrovių galimybių gauti finansavimą tarptautinėse finansų rinkose teisiniai aspektai. Pirmojoje darbo dalyje teoriniu aspektu tiriami pagrindiniai verslo finansavimo būdai, jų panaudojimą sąlygojantys veiksniai, pagrindinės problemos, pasitaikančios praktikoje ir galimi jų sprendimo būdai. Antroje darbo dalyje tiriamas pirmoje darbo dalyje analizuotų tarptautinių verslo finansavimo būdų teisinis reglamentavimas nacionaliniu ir ES lygmeniu. Analizuojami tokie tarptautiniai verslo finansavimo būdai kaip tarptautinės paskolos, tarptautinės akcijų ir obligacijų emisijos ES ir JAV rinkose bei finansavimas tarptautiniu rizikos kapitalu. Darbe taipogi analizuojama Lietuvos bendrovių kredito reitingų problema, kuri gali sudaryti kliūčių gauti finansavimą tarptautinėse rinkose, ir sekuritizacija kaip galimas jos sprendimo būdas.

Pagrindiniai žodžiai: tarptautinis finansavimas, tarptautinės paskolos, tarptautinės vertybinių popierių emisijos, sekuritizacija, rizikos kapitalo fondai.

Galdikas A. The use of foreign finance to finance Lithuanian business / Master's Work in Finance Law. Supervisor – prof. dr. A. Miškinis. – Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2010. – 106 p.

ANNOTATION

Master's work analyses the legal aspects of financing Lithuanian companies in international financial markets. The first part of the work analyses the main methods of international financing, the reasons for using them, the main problems that may arise and possible solutions to those problems. The second part of the work conducts a legal analysis of national and EU legal framework of financing methods analyzed in the first part of the work. The financing methods that are analyzed are international loans, equity and bond issues and international venture capital financing. The work also

researches the problem of credit ratings of Lithuanian companies, which may be an obstacle to obtaining finance in international markets, and securitization as a possible solution to it.

Key words: international financing, international loans, international securities offerings, securitization, venture capital funds.

TARPTAUTINIŲ KREDITO REITINGŲ AGENTŪRŲ KREDITO REITINGŲ REIKŠMĖS

Moody's	S&P	Fitch Ratings	Apibūdinimas
Aaa	AAA	AAA	Aukščiausias saugumo lygis
Aa1	AA+	AA+	Aukštas saugumo lygis
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Aukštesnis investicinis reitingas
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Žemesnis investicinis reitingas
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Neinvesticinis (spekuliacinis) reitingas
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Labai spekuliacinis reitingas
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Bloga būklė
Caa2	CCC	-	
Caa3	CCC-	-	
Ca	CC	CC	Ypač spekuliacinis reitingas
C	C	C	Galimas įsipareigojimų nevykdymas
-	-	DDD	Įsipareigojimų nevykdymas
-	-	DD	
-	D	D	

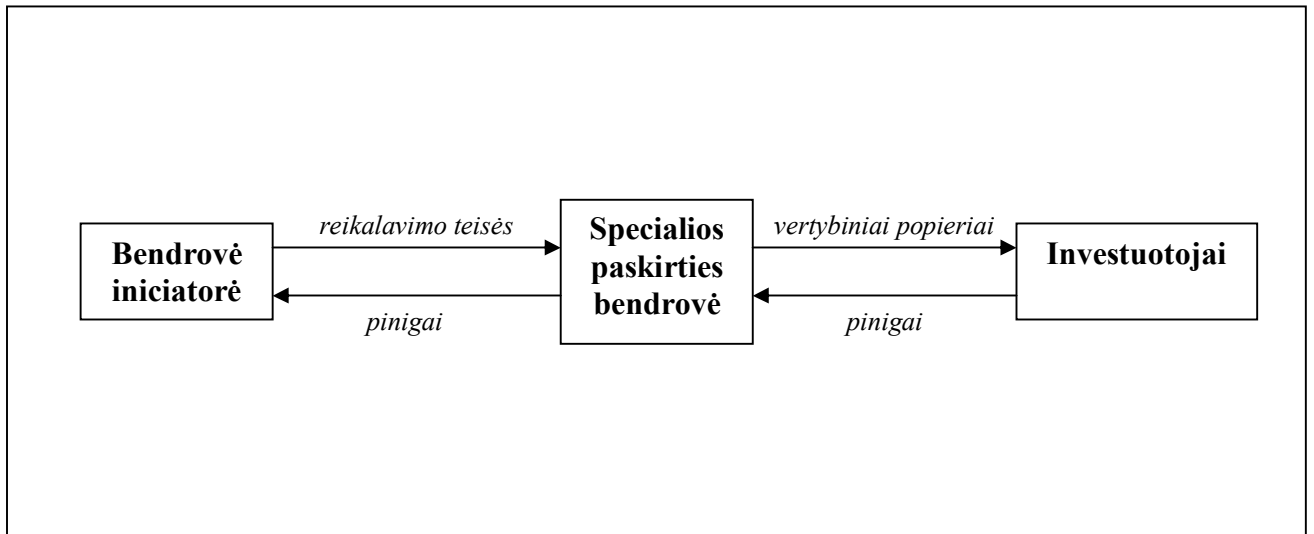
Šaltinis: Finansų ministerija, 2007

LIETUVOS VALSTYBĖS KREDITO REITINGŲ RAIDA
(ilgalaikio skolinimosi užsienio valiuta)

Moody's		S&P		Fitch Ratings	
Suteikimo data	Reitingas	Suteikimo data	Reitingas	Suteikimo data	Reitingas
2010 03	Baa1	2010 02	BBB	2010 03	BBB
2009 09	Baa1	2009 03	BBB	2009 04	BBB
2009 04	A3	2008 10	BBB+	2008 12	BBB+
2008 11	A2	2008 01	A-	2008 10	A-
2006 09	A2	2007 05	A	2007 12	A
2003 12	A3	2006 05	A	2006 10	A
2003 03	Baa1	2005 12	A	2005 02	A-
2002 11	Baa1	2005 02	A-	2004 07	A-
2002 02	Ba1	2004 02	A-	2004 01	BBB+
2000 02	Ba1	2003 07	BBB+	2003 11	BBB
1999 02	Ba1	2003 02	BBB+	2002 12	BBB
1997 12	Ba1	2002 04	BBB	2002 02	BBB-
1996 09	Ba2	2001 07	BBB+	2001 05	BBB-
		2000 10	BBB-	2000 03	BB+
		2000 04	BBB-	1999 02	BB+
		1998 10	BBB-	1998 02	BB+
		1997 06	BBB-	1997 01	BB+

Šaltinis: Finansų ministerija, 2010

APIBENDRINTA SEKIURITIZACIJOS SCHEMA



Šaltinis: sudaryta pagal Hudson, 2009, p. 1200

**PAGRINDINIŲ ES REGULIUOJAMŲ RINKŲ REIKALAVIMŲ EMITENTAMS
PALYGINIMAS**

	Minimali emisijos rinkos kapitalizacija	Minimalus bendrovės amžius	Mažiausias laisvų akcijų kiekis	Min. pelnas prieš apmokestinimą
Londono vertybinių popierių birža (pagrindinis sąrašas)	700 000 svarų sterlingų	3 metai (yra išimčių)	25%	Būtinasis pelnas
Frankfurto vertybinių popierių birža	1 250 000 eurų	3 metai (yra išimčių)	25%	Būtinasis pelnas
Liuksemburgo vertybinių popierių birža	1 000 000 eurų	3 metai (yra išimčių)	25%	Būtinasis pelnas
NYSE Euronext	5 000 000 eurų	3 metai	25%	Būtinasis pelnas
Varšuvos vertybinių popierių birža	1 000 000 eurų	3 metai (yra išimčių)	15%	Būtinasis pelnas

Šaltinis: sudaryta autoriaus pagal atitinkamų vertybinių popierių rinkų taisykles

**PAGRINDINIŲ ES ALTERNATYVIŲ RINKŲ REIKALAVIMŲ EMITENTAMS
PALYGINIMAS**

	Minimalus emisijos dydis	Minimalus bendrovės amžius	Mažiausias laisvų akcijų kiekis	Vertybinių popierių
Alternative Investment market (Didžioji Britanija)	Netaikoma	3 metai (yra išimčių)	netaikoma	Akcijos, Depozitoriumo pakvitavimai
Professional Securities Market (Didžioji Britanija)	Netaikoma	3 metai (yra išimčių)	25% (depozitoriumo pakvitavimams)	Obligacijos, Depozitoriumo pakvitavimai
Euro MTF (Liuksemburgas)	Netaikoma	3 metai (yra išimčių)	Netaikoma	Akcijos, Obligacijos, Depozitoriumo pakvitavimai
NYSE Alternext (Prancūzija, Belgija, Olandija)	5 000 000 eurų (neviešas platinimas), 2 500 000 eurų (viešas siūlymas)	2 metai (yra išimčių)	Netaikoma	Akcijos, Depozitoriumo pakvitavimai
Entry Standard (Vokietija)	Netaikoma	1 metai (yra išimčių)	Netaikoma	Akcijos, Depozitoriumo pakvitavimai
First North (Skandinavija ir Baltijos valstybės)	Netaikoma	Netaikoma	Netaikoma	Akcijos

Šaltinis: sudaryta pagal Xetra, 2009

**ALTERNATYVAUS INVESTAVIMO FONDŲ VALDYTOJŲ DIREKTYVOS
REIKALAVIMAI RIZIKOS KAPITALO FONDAMS**

<p style="text-align: center;">Kapitalo pakankumas (Direktyvos 9 str.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 125 000 eurų minimalus įstatinis kapitalas kiekvienam valdomam AIF (300 000, jei AIF vidinis). • papildomas kapitalas, kurio suma lygi 0,02 proc. nuo sumos, viršijančios 250 000 000 eurų, bet viso ne daugiau nei 10 mln. eurų, jei AIFV valdomų grynųjų aktyvų vertė > 250 000 000 eurų. • minimalios lėšų atsargos, lygios 25 proc. praėjusių ataskaitinių metų veiklos sąnaudų • pareiga AIFV apdrausti savo profesinę civilinę atsakomybę arba turėti papildomai kapitalo žalai, kilusiai dėl profesinės veiklos vykdymo, atlyginti
<p style="text-align: center;">Organizaciniai reikalavimai (Direktyvos III skyrius)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • laikytis bendrųjų finansų sektoriaus principų, tinkamai valdyti interesų konfliktus ir tinkamai įgyvendinti tokių jų valdymo sistemas, bei nustatyti ir naudoti likvidumo ir rizikos valdymo sistemas
<p style="text-align: center;">Skaidrumas (Direktyvos 22-24 str.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • nustatyto turinio auditoriaus patvirtintas metinis pranešimas (pateikti bent AIF turto balansą, pelno/nuostolių ataskaitą ir metų veiklos ataskaitą) kiekvienam AIF • platinimo dokumentuose pateikti apie fondo investavimo strategiją, mokesčius, depozitarą, pagrindinį brokerį, turto vertinimo procedūras, auditorių ar kitų paslaugų teikėjus, pagrindinės investuotojų teises AIF nemokumo atveju, fondo naudojamos likvidumo rizikos valdymo priemonės, bei informuoti investuotojus jei minėti duomenys pasikeičia • periodiškai teikti informaciją apie likvidumo ir rizikos valdymo priemones priežiūros institucijai ir kas 3 mėn. pateikti valdomų AIF sąrašą
<p style="text-align: center;">Atlyginimų politika (Direktyvos 13 str. ir II priedas)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • AIFV turi būti taikoma nuosekli atlyginimų politika, skatinanti protingą ir veiksmingą rizikos valdymą • 50 proc. kintamosios atlyginimo dalies turi sudaryti AIFV valdomo AIF vienetai, o 40 proc. (arba 60 proc., jei kintamąją dalį sudaro didelė suma) kintamosios dalies, kurią sudaro AIF vienetai, išmokėjimas turi būti atidėtas mažiausiai nuo 3 iki 5 metų, nebent AIF įsteigtas trumpesniam laikotarpiui
<p style="text-align: center;">Depozitaras (Direktyvos 21 str.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • kiekvienam AIFV valdomam AIF turi būti paskirtas nepriklausomas depozitaras • depozitaro funkcijas gali atlikti kredito įstaiga, įsteigtą ES, investicinių paslaugų bendrovė arba kita licencijuota ir prižiūrima finansinė institucija • depozitaras atsako AIFV bei AIF už netinkamą savo pareigų vykdymą
<p style="text-align: center;">Turto vertinimas (Direktyvos 19 str.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • bent kartą per metus atlikti turto vertinimą • turto vertinimą gali atlikti nepriklausomas profesionalus turto vertintojas arba pats AIFV, jei gali tinkamai atskirti turto vertinimo funkciją nuo valdymo funkcijos ir užtikrinti interesų konfliktų nebuvimą • uždaro tipo AIF turto vertinimas privalomas ir kai fondo vienetai išperkami arba išleidžiami
<p style="text-align: center;">Bendrovės turto skaidymas (Direktyvos 30 str.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 2 metus nuo kontrolės įgijimo (daugiau nei 50 proc. balsavimo teisių įgijimas) užtikrinti, kad nebus inicijuojamas bendrovės turto paskirstymas bendrovės akcininkams, įstatinio kapitalo mažinimas, vykdomas bendrovės savų akcijų supirkimas ar kitoks turto paskirstymas, kuris viršytų bendrovės skirstytiną pelną ar lemtų, kad bendrovės turtas taptų mažesnis nei bendrovės įstatinio kapitalo ir privalomų rezervų suma

Šaltinis: sudaryta pagal Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, iš dalies keičiančios direktyvas 2003/41/EC ir 2009/65/EC projektą