

AKCIJŲ OPCIONAI KAIP PRIVATAUS KAPITALO INVESTUOTOJO IR BENDROVĖS VADOVŲ INTERESŲ DERINIMO PRIEMONĖ

Juozas Rimas

Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Privatinės teisės katedros doktorantas
Advokatų kontoros „Raidla, Lejins & Norcous“ advokato padėjėjas
Saulėtekio al. 9, I rūmai, LT-10222 Vilnius
Tel. (+370 5) 236 61 70
El. paštas: Juozas.Rimas@rln.lt

Straipsnyje apžvelgiami akcijų opcionų, kaip bendrovių vadovų motyvavimo priemonės privataus kapitalo sandoriuose, teisiniai aspektai. Pateikiama su akcijomis siejamo atlyginimo samprata, pagrindimas, detaliau analizuojamos akcijų opcionų, kaip tokio atlyginimo rūšies, efektyvumo ir apmokestinimo problemos.

The article is aimed to overview the legal issues of stock options as a tool to motivate managers of the target company in private equity transactions. An outline of the concept of equity-based compensation and its rationale is followed by a more detailed analysis of efficiency and taxation of stock options as a type of such compensation.

Įvadas

Bendrovės akcininkų ir valdymo organų interesų derinimas – viena iš pagrindinių bendrovių teisės problemų [23, p. 22]. Ji svarbi tiek atviro, tiek uždaro tipo bendrovėms, taip pat neatsižvelgiant į tai, ar jų akcijos yra įgijimo objektas. Tačiau specialiai organizuotas bendrovės taikinio¹ vadovų motyvavimas yra vienas esminių privataus kapitalo sandorių² kaip specifinio uždaro

tipo bendrovių akcijų įgijimo būdo, skiriamųjų bruožų. Esant tipiškam privataus kapitalo sandoriui akcijų įgijėjo (investuotojo³) ir vadovų⁴ interesų derinimas turi

¹ Taikiniu (angl. *target*) šiame straipsnyje vadinama bendrovė, kurios akcijas ketina įgyti kitas asmuo.

² Privataus kapitalo sandoris (angl. *private equity transaction*) gali būti apibrėžiamas kaip bendrovės, kurios akcijos neplatinašios viešai, akcijų dalies ar visų akcijų įgijimas, atliekamas profesionalaus investuotojo, kuris aktyviai kontroliuoja bendrovę ir motyvuoja

jos vadovus, siekdamas kuo didesnės grąžos perleidęs akcijas po apibrėžto laikotarpio [18, p. 10]. Tipiškas investuotojas tokia sandoryje (privataus kapitalo investuotojas) yra kompleksinis darinys, susidedantis iš privataus kapitalo fondo ir jį valdančios valdymo įmonės [18, p. 11]. Privataus kapitalo fondas – tai pensijų fondams, draudimo įmonėms, bankams ir kitiems profesionaliems investuotojams priklausančios sukauptos lėšos, kurias valdo valdymo įmonė, laikydamasi dokumento, kuriuo įforminti investuotojų ir valdymo įmonės santykiai, nustatytos tvarkos ir sąlygų [18, p. 11].

³ Toliau tekste nuorodos į „investuotoją“ reiškia nuorodas į privataus kapitalo investuotoją.

⁴ Pagal Lietuvos teisę privataus kapitalo sandoriuose galima išskirti tris kategorijas asmenų, kurie gali būti įvardyti kaip bendrovės vadovai – tai bendrovės val-

ypatingą reikšmę: taikinio veiklos efektyvumo didinimas būtinas tiek bendrovės, tiek investuotojo interesams, siekiant užtikrinti akcijoms įgyti naudojamos paskolos gražinimą ir kuo didesnę investavimo grąžą. Be to, investuotojo ir vadovų interesai gali būti geriau suderinti būtent uždaro, o ne atviro tipo bendrovėje, nes uždarnosios bendrovės paprastai pasižymi didesne akcijų nuosavybės koncentracija, taigi ir investuotojo galimybe aktyviai prižiūrėti taikinio vadovų veiklą [18, p. 12]. Galiausiai privataus kapitalo sandoriams būdinga tai, kad motyvavimo priemonės planuojamos dar rengiant sandorio struktūrą ir įdiegiamos sudarant ar užbaigiant sandorį kaip neatsiejama jo dalis [18, p. 12].

Taikinių veiklos efektyvumo didinimas motyvuojant jų vadovus laikomas vienu iš pagrindinių privataus kapitalo sandoriais kuriamų socialinių gėrių. Europos privataus ir rizikos kapitalo asociacijos (EVCA) nuomone, teisinė ir mokesčių aplinka Europos valstybėse turi skatinti gabių vadovų ir darbuotojų lojalumą bendrovėms po to, kai į jas investuojama [19, p. 10].

Straipsnio tema, iki šiol nenagrinėta Lietuvos teisės doktrinoje, aktuali siekiant tinkamai reguliuoti Lietuvos privataus kapitalo sandorių rinką. Šio straipsnio tikslas – pateikti su akcijomis siejamo atlyginimo sampratą ir pagrindimą, taip pat detaliau paanalizuoti akcijų opcionų, kaip tokio atlyginimo rūšies, efektyvumo ir apmokestinimo problemas. Sisteminės analizės metodu straipsnyje siekiama trumpai

dybos – kolegialaus valdymo organo – nariai (Akcinių bendrovių įstatymo (ABI) 33 str.), bendrovės vadovas – vienasmenis valdymo organas (ABI 37 str.) ir vadovaujamas pareigas einantys kiti bendrovės darbuotojai.

apibendrinti nagrinėjamai temai svarbias Lietuvos civilinės teisės ir mokesčių teisės normas, taip pat kai kuriuos užsienio autorių darbus finansų ir ekonomikos mokslo srityse.

1. Su akcijomis siejamo atlyginimo samprata

Vadovo atlyginimas gali būti siejamas su akcininkų interesais tiesiogiai (pvz., vadovui suteikiamos akcijos ar akcijų opcionai; keičiama vadovo dalis bendrovėje⁵; sutartimi numatomos „virtualios“ akcijos⁶) arba netiesiogiai (pvz., vadovui skiriama premija, siejama su įvykdymo planais⁷) [20, p. 273]. Tiesiogiai su akcininkų interesais siejamas vadovo atlyginimas vadi-

⁵ Dalies keitimas (angl. *ratchet*) – tai susitarimas dėl akcijų dalių pasiskirstymo tarp šalių (pvz., investuotojo ir vadovo) konkrečiu momentu ateityje [16, p. 110]. Toks susitarimas gali būti naudojamas vadovo motyvavimo tikslais. Pvz., vadovo dalis padidinama iki tam tikro procentinio lygio, jeigu vadovas pasiekė jam nustatytus tikslus.

⁶ Virtualiomis akcijomis (angl. *phantom stock*) vadinama vadovo teisė gauti pinigų sumą, lygią akcijų kainos skirtumui dviem skirtingais laiko momentais [26, p. 141]. Investuotojo požiūriu, virtualios akcijos turi nemažai privalumų. Pvz., nepatiriama išlaidų, reikalingų parengti detalią opcionų suteikimo schemą [35, p. 774]; nedidindamas esamų ar potencialių akcininkų skaičius [26, p. 147; 35, p. 774]. Virtualių akcijų trūkumai visu pirma susiję su apmokestinimu. Pajamos iš virtualių akcijų daugelyje valstybių apmokestinamos kaip su darbo santykiais susijusios pajamos (pvz., Italijoje [15], Lietuvoje [6, p. 82]). Tačiau ekonominiu požiūriu virtualios akcijos yra akcijų opcionas, kurį draudžiama perleisti ir su kuriuo siejamos akcijos parduodamos iškart (automatiškai) po opciono įgyvendinimo. Dėl to virtualias akcijas tikslingiau apmokestinti taip pat kaip akcijų opcionus.

⁷ Įvykdymo planas (angl. *performance target*) gali būti suprantamas kaip rezultatas, kurį turi pasiekti vadovas ar darbuotojas per tam tikrą laiką, veikdamas bendrovės (darbdavio) interesais. Pvz., vadovui gali būti nustatytas įvykdymo planas pasiekti, kad konkrečiu būdu apskaičiuojamas bendrovės pelnas per finansinius metus viršytų tam tikrą sumą.

namas su akcijomis siejama atlyginimu (angl. *equity-based compensation*). Šiame straipsnyje apsiribojama vienos iš tokio atlyginimo rūšių – akcijų opcionų – analize.

Vadovo atlyginimo siejimas su akcijomis grindžiamas tokiais pagrindiniais argumentais:

1. **Bendrovės veiklos efektyvumo didinimas.** Empiriniais tyrimais (pvz., Kaplan (1989), Smith (1990)) parodytas bendrovių, kurios buvo kreditu finansuojamo išpirkimo⁸ objektai, veiklos efektyvumo padidėjimas po išpirkimo ir nustatyta, kad tai buvo reikšmingai susiję su tuo, kad bendrovės vadovai įsigijo jos akcijų [14, p. 23].
2. **Akcininkų ir vadovų interesų derinimas.** Su akcijomis siejamas atlyginimas padeda užtikrinti, kad bendrovė bus valdoma akcininkų interesais dėl vadovų egoizmo [32, p. 188]. Dėl šios priežasties didesnis motyvuojamasis su akcijomis siejamo atlyginimo poveikis pastebimas bendrovėse, kurių vadovai turi galimybę daryti didesnę įtaką bendrovės veiklai (pvz., tokiose, kurios vykdo mokslinių tyrimų ar investicinę veiklą) [10, p. 17]. Empiriškai patvirtinta, kad su akcijomis siejamas atlyginimas skatina vadovus daugiau rizikuoti, o tai atitinka akcininkų interesus dėl jų ribotos atsakomybės [10, p. 17, 19; 36]. Kita vertus, tam tikros su akcijomis siejamo atlyginimo rūšys gali paskatinti vadovą rizikuoti per daug net akcininko požiūriu. Pavyzdžiui,

opciono turėtojas gali gauti iš rizikos naudą, bet, skirtingai nuo akcijų turėtojo, negali dėl rizikos patirti tiesioginių nuostolių. [12, p. 19; 22, p. 1, 11; 20, p. 286, 296]. Tačiau vadovo polinkį rizikuoti natūraliai silpnina tai, kad jo žmogiškasis kapitalas paprastai susietas tik su viena bendrove [11, p. 19; 13; 22, p. 11].

3. **Taikinio veiklos stebėseną.** Finansiniam investuotojui gali būti sudėtinga tiesiogiai stebėti taikinio vadovų veiklą; su akcijomis siejamas atlyginimas verčia vadovus laikytis savidisciplinos [21, p. 412].
4. **Vadovo mokestinė nauda.** Gausimo su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimas vadovui gali būti priimtinesnis nei įprasto atlyginimo apmokestinimas einamuoju laikotarpiu [14, p. 20]. Su akcijomis siejamas atlyginimas ar bent jo dalis gali būti pagrįstai laikomi turto vertės padidėjimo, o ne darbo pajamoms, o tai reiškia palankesnę apmokestinimo režimą [24, p. 129].
5. **Galimybė mokėti atlyginimą nenaudojant pinigų.** Su akcijomis siejamas atlyginimas – svarbus kompensavimo būdas bendrovėje, kurioje trūksta pinigų, tačiau kuri, tikimasi, turi potencialo [14, p. 19]: privataus kapitalo sandorio taikinyt dažnai atitinka tokį bendrovės apibūdinimą [34, p. 567].
6. **Vadovų atranka.** Bendro vadovo atlyginimo paketo didelė su akcijomis siejamo atlyginimo dalis trukdo investuotojui pritraukti vadovus dėl to, kad tokiu būdu mažinamas vadovo pajamų šaltinių diversifikavimas [13, p. 689]. Tačiau jei potencialus su akcijomis sie-

⁸ Kreditu finansuojamas išpirkimas (angl. *leveraged buyout*) – tai privataus kapitalo sandoris, kuriame didžioji dalis akcijų įgijimo kainos apmokama skolintomis lėšomis [21, p. 399].

jamas atlyginimas bus iš esmės didesnis nei garantuotasis atlyginimas, jis gali būti itin patrauklus, ypač vidurinio lygmens vadovams, kuriems lengviau keisti darbdavį nei aukščiausiojo lygio vadovams [13, p. 688].

7. **Vadovų išlaikymas bendrovėje.** Atlyginimo atidėjimas gali padidinti kaštus, kuriuos patirtų vadovas, pasitraukdamas iš bendrovės [10, p. 18]. Privataus kapitalo sandoriams vadovo pasitraukimo veiksnys yra esminis, nes gali būti pakankamas pagrindas atsisakyti sudaryti sandorį ar derybų metu keisti jo sąlygas, pavyzdžiui, mažinti kainą [26, p. 46]. Su akcijomis siejamas atlyginimas dažnai išreiškiamas kaip „premija už pasilikimą“ (angl. *stay bonus*), t. y. ne tik atidedamas laiko požįūriu, bet ir išmokamas su sąlyga, kad esama sutartinių vadovo ir bendrovės santykių [26, p. 46; 30, p. 305].

Laikoma, kad su akcijomis siejamas atlyginimas labiau motyvuoja vadovą dirbti, jei priklauso nuo planų įvykdymo [8, p. 141, 142; 10, p. 9, 10]. Skiriami keli įvykdymo planų efektyvumo kriterijai:

1. **Įvykdymo planų bendras pobūdis.** Jeigu įvykdymo planai suformuluojami kaip užduotis pasiekti tam tikrą tikslą (pvz., vadovo turimo opciono atidedamoji sąlyga laikoma įvykdyta, kai kompetentinga institucija priima nagrinėti farmacijos bendrovės paraišką dėl naujo vaisto registravimo) [10, p. 14] arba tam tikrus rezultatus, kurie atspindės konkrečiuose pelno ir nuostolių ataskaitos ar balanso straipsniuose, vadovas tuo gali būti masinamas susikoncentruoti ties konkrečiais darbais ir

nesirūpinti įmonės bendru augimu [9, p. 15]. Tokių padarinių padeda išvengti įvykdymo planų siejimas su bendrais matais, tokiais kaip antai: pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA) tam tikru apibrėžtu laikotarpiu.

2. **Dauginiai ir tęstiniai įvykdymo planai.** Įvykdymo planų efektyvumą didina jų išskirstymas laiko požįūriu. Pavyzdžiui, įvykdymo planų gali būti ne vienas, o keli; su jais siejamas opcionas gali būti įgyvendinamas dalimis, laipsniškai, po kiekvieno iš planų įvykdymo.
3. **Įvykdymo planų siejimas su kitų bendrovių rezultatais.** Įvykdymo planai, siejami su paties vadovo ankstesnės veiklos rezultatais (pvz., reikalaujama, kad taikinio pelnas viršytų praėjusių metų pelną ne mažiau kaip tam tikru dydžiu), laikomi mažiau efektyvūs nei įvykdymo planai, siejami su kitų lyginamų bendrovių (pvz., to paties ūkio sektoriaus bendrovių) rezultatais [8, p. 122, 124]. Pavyzdžiui, net jeigu vadovas dirbo prastai, palyginti su kitų sektoriaus įmonių vadovais, bendrovės akcijų vertė gali pakilti dėl to, kad kilo visas sektorius [8, p. 171]. Toks požįūris kritikuojamas, atkreipiant dėmesį į tai, kad, nesant uždaro tipo bendrovių akcijų viešos rinkos, taip suformuluoti vadovų įvykdymo planus gali būti sudėtinga (tektų lyginti rodiklius pagal viešai prieinamus duomenis, pvz., finansines ataskaitas, tačiau tokie duomenys gali būti neaktualūs). Be to, įvairi bendrovių veikla ir mažas jų skaičius nedidelėse rinkose, tokiose kaip Lietuva, apsunkina tikslaus sektoriaus indekso

apskaičiavimą [13, p. 685, 20, p. 289]. Maža to, įvykdymo planų siejimas su situacija konkrečiame ūkio sektoriuje gali skatinti vadovą, kurio vadovaujama bendrovė sektoriuje nuolat pirmąja, nekeisti veiklos sektoriaus net jei tai būtų vertinga bendrovei ilgalaikėje perspektyvoje [13, p. 685; 20, p. 289].

4. **Nekontroliuojamų investavimo rezultatų ignoravimas.** Esama nuomonių, kad skaičiuojant įvykdymo planus neturi būti atsižvelgiama į taikinio ilgalaikių investicijų vertės padidėjimą, jei tokios investicijos nėra vadovo modifikuojamos ar joms kitaip daroma įtaka [8, p. 125]. Tačiau nustatyti, kad vadovas nedarė įtakos tokio investavimo procesui, gali būti sunku. Pavyzdžiui, tai, kad vadovas stebi investicijas ir prireikus priima sprendimą jas nutraukti, gali būti pakankamai vertinga investuotojui, kad šis leistų vadovui gauti naudą iš bendrovės akcijų vertės padidėjimo. Be to, jei su akcijomis siejamas vadovo atlyginimas modeliuojamas taip, kad galėtų ne tik didėti, bet ir mažėti priklausomai nuo bendrovės akcijų vertės pokyčių, vadovas prisiims taikinio investicijų riziką.

5. **Neatsižvelgimas į atsitiktinę sėkmę.** Vadovo papildomai nemotyvuoja atlyginimas, gautas iš bendrovės vertės padidėjimo dėl tokių objektyvių veiksmų: pokyčiai rinkoje apskritai (pvz., mažėjančios palūkanų normos, vartotojų paklausos kitimas [13, p. 682]) ar tam tikruose ūkio sektoriuose (pvz., naftos kainos kilimas turi teigiamą poveikį naftos produktų rinkai; valiutų kursų kitimas gali turėti teigiamą poveikį rin-

kai, kuri orientuota į eksportą ar importą), ar dėl veiksmų, kuriems vadovas paprastai gali padaryti nedidelę įtaką (pvz., bendrovė gali gauti didelę naudą sudariusi taikos sutartį ar teismui patenkinus jos ieškinį) [8, p. 122, 139].

6. **Atsižvelgimas į bendrovės skirstymą padaliniais.** Įvykdymo planai, siejami su visos bendrovės veiklos rezultatais, gali būti neefektyvūs tiems vadovams, kurių funkcijos susijusios tik su bendrovės veiklos dalimi [20, p. 282]. Pavyzdžiui, su akcijomis siejamas finansų direktoriaus atlyginimas gali sumažėti dėl prastos rinkodaros, už kurią jis neatsakingas [13, p. 682; 20, p. 284]. Ši problema iš dalies sprendžiama nustatant su akcijomis siejamą atlyginimą visų pagrindinių padalinių vadovams, taip nepaliekant vadovų, kurie nebūtų specialiai motyvuojami [13, p. 683].

2. Akcijų opcionai kaip vadovo motyvavimo priemonė

2.1. Bendrieji akcijų opcionų klausimai

Akcijų opcionas, kaip vadovo motyvavimo priemonė, yra pirkimo–pardavimo sutartis su atidedamąja sąlyga (CK 6.30 str. 3 d.) ar atidedamuju terminu (CK 6.33 str. 2 d.), pagal kurią viena šalis – **opciono gavėjas** (bendrovės vadovas), įvykdamas tam tikrą sąlygą (ar jai įvykus) arba suėjus nustatytam terminui, turi teisę nusipirkti (įgyvendindamas opcioną) sutartyje nustatytą bendrovės (**opciono emitento**) akcijų (**opciono akcijų** arba **bazinių akcijų**) skaičių iš kitos šalies – **opciono davėjo** (paprastai bendrovės akcininko) už tam tikrą kainą

(**įgyvendinimo kainą**) [24, p. 67]. Atidedamoji sąlyga gali būti suformuluota įvairiai, pavyzdžiui, opciono gavėjas privalo tam tikrą laiką dirbti kaip opciono emitento ar tos pačios grupės įmonės darbuotojas arba per tam tikrą laikotarpį privalo pasiekti tam tikrą įvykdymo planą [7, p. 839; 24; 27, p. 5; 28, p. 6]. Atidedamasis terminas gali būti išreikštas kaip vienas laikotarpis ar suskirstytas etapais, pavyzdžiui, vadovas turi teisę įgyvendinti opcioną po ketverių metų ar po 25 procentus kiekvienais metais [27, p. 15]. Laikoma, kad opcionai su atidedamąja sąlyga motyvuoja labiau negu opcionai su atidedamuoju terminu (kaip minėta, su akcijomis siejamas atlyginimas labiau motyvuoja vadovą dirbti, jei priklauso nuo tam tikrų sąlygų, pavyzdžiui, veiklos planų, įvykdymo). Šiame straipsnyje toliau nagrinėjami tik opcionai su atidedamąja sąlyga.

Skiriami „amerikietiškieji“ ir „europietiškieji“ opcionai [31, p. 205]. Amerikietiškas opcionas suteikia teisę įgyti akcijų per tam tikrą laikotarpį (**įgyvendinimo laikotarpį**), pavyzdžiui, bet kuriuo opciono gavėjo pasirinktu momentu per ketverius metus nuo opciono suteikimo. Europietiškas opcionas suteikia teisę įgyti akcijų tam tikru momentu, pavyzdžiui, investuotojui parduodant visas taikinio akcijas. Opciono gavėjui gali būti nustatytos papildomos prievolės, vykdytinos po opciono įgyvendinimo, pavyzdžiui, minimalus laikotarpis tarp opciono įgyvendinimo ir opciono akcijų pardavimo [28, p. 6].

Opciono emitentas gali būti vadovo darbdavys (ar bendrovė, kurios organo narys yra vadovas) arba kita darbdavio grupės bendrovė, paprastai darbdavio pa-

grindinė bendrovė⁹ [28, p. 7]. Pagrindinės bendrovės suteiktas opcionas skatina vadovą priimti sprendimus atsižvelgiant į visos grupės, o ne tik taikinio interesus – taip kuriama sinergijos vertė įmonių grupėje [28, p. 14].

2.2. Opciono vertės problema

Opciono įgyvendinimo kaina gali būti lygi opciono akcijų rinkos vertei opciono suteikimo dieną, būti mažesnė ar didesnė už šią vertę [34, p. 567]. Tokie opcionai atitinkamai vadinami tikrosios vertės (angl. *at-the-money*), nuvertintais (angl. *in-the-money*) ir pervertintais (angl. *out-of-the-money*) opcionais.

Jei vadovas turi tikrosios vertės ar nuvertintą opcioną, kuri galima įgyvendinti, pavyzdžiui, per trejus metus nuo jo suteikimo, ir opciono emitento akcijų vertė pakyla per šį laikotarpį, vadovas gaus naudą net jei investuotojas dėl šio vertės padidėjimo realios vertės negaus (vadovo „nepelnytos naudos“ efektas (angl. *windfall effect*)) [8, p. 161]. Problema gali būti sprendžiama numatant tam tikrą opciono įgyvendinimo kainos didinimo mechanizmą, pavyzdžiui, suderintą su infliacijos lygiu [8, p. 161]. Kitas ryžtingesnis problemos sprendimo būdas – suteikti vadovui pervertintą opcioną. Empiriškai nustatyta, kad pervertinti opcionai skatina vadovą veikti aktyviau nei tikrosios vertės opcionai [20, p. 289; 22, p. 4]. Be to, vien investuotojas gaus naudą iš opciono akcijų vertės didėjimo iki įgyvendinimo kainos [20, p. 289]. Tie-

⁹ Šiame straipsnyje nenagrinėjama tokiais atvejais aktuali sandorių kainodaros (angl. *transfer pricing*) problema.

sa, vadovas gali neturėti lėšų sumokėti pervertinto (ar net tikrosios vertės) opciono kainą, o gauti finansavimą pareikalautų papildomų kaštų (paskolai iš bendrovės šiuo atveju būtų taikomos finansinės pagalbos taisyklės ir apribojimai). Problema lengviau spręsti esant tipiškam privataus kapitalo sandoriui, kuriame opcionas įgyvendinamas tuo metu, kai investuotojas parduoda taikinio akcijas: vadovui sumokama opciono akcijų kainą, atskaičius opciono įgyvendinimo kainą (įskaitymas).

Teoriškai efektyvesnis pervertintas opcionas vadovų nemėgstamas: jis turi potencialią vertę, tačiau tai, kad vertei gauti reikės didelių papildomų pastangų, gali demoralizuoti [8, p. 165; 20, p. 291]. Todėl investuotojas turėtų kiekvienu konkrečiu atveju ieškoti pervertintų opcionų, kurie motyvuoja vadovą „pranokti save“, tačiau gali demotyvuoti, ir tikrosios vertės ar nuvertintų opcionų, kurie atneša vadovui nepelnytą naudą, bet kartu suteikia vadovui daugiau užtikrintumo dėl jo finansinės padėties, pusiausvyros.

3. Akcijų opcionų apmokestinimas

3.1. Esamas apmokestinimas

Pajamų iš opcionų apmokestinimas nėra reguliuojamas specialiomis Lietuvos mokesčių teisės normomis. Iki 2009 metų mokesčių reformos mokesčių administratoriaus oficialūs išaiškinimai pajamų iš opcionų apmokestinimo klausimu atrodė itin liberalūs. Remiantis Gyventojų pajamų mokesčio (GPMĮ) komentare pateiktu pavyzdžiu, pajamos, 2008 metais ir anksčiau mokesčiais laikotarpiais gautos įgyvendinant opcioną įgijus akcijas už

kainą, mažesnę nei jų rinkos kainą, nelaiškomos pajamomis natūra [6, p. 97]. Galima suprasti, taip apmokestinimas buvo atidedamas iki vėlesnio akcijų perleidimo ir buvo turto vertės padidėjimo pajamų apmokestinimas, o ne su darbo santykiais susijusių pajamų apmokestinimas. Tiesa, nesant specialaus iš opcionų gaunamų pajamų apmokestinimo reguliavimo, toks aiškinimas nešalino rizikos, kad mokesčių administratorius ar teismai tam tikrais atvejais pritaikytų turinio viršenybės formai principą (Mokesčių administravimo įstatymo (MAI) 10 str., 69 str.). Pavyzdžiui, pajamos, gautos vadovui pardavus nemokamai gautas opciono akcijas, galėtų būti pripažintos su darbo santykiais susijusiomis pajamomis, jei būtų įrodyta, kad galimybė įgyti akcijų nemokamai vadovui buvo suteikta siekiant išvengti didesnio su darbo santykiais susijusių pajamų apmokestinimo. Tokios pozicijos mokesčių administratorius dar iki 2009 metų reformos laikėsi virtualių akcijų apmokestinimo atžvilgiu, t. y. išmokos už virtualias akcijas laikytos su darbo santykiais susijusiomis pajamomis¹⁰ [6, p. 82–83].

Po 2009 metų mokesčių reformos nuostatos dėl gyventojų pajamų, gautų natūra (visų pirma GPMĮ 9 str.), buvo pakeistos iš esmės: užuot vardijus, kokios pajamos laikomomis pajamomis, gautomis natūra [5], įstatyme išvardijamos pajamos, kurios nepripažįstamos gautomis natūra (GPMĮ 9 str. 1 d.). Galima daryti išvadą, kad va-

¹⁰ Plg. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2009 m. vasario 6 d. nutartį administracinėje byloje Nr. A822-172/2009 UAB „Bitė Lietuva“ v. VMI (kurioje patvirtinta, kad pinigine išmoka, darbuotojo gauta už teisės įgyvendinti opcioną atsisakymą, yra su darbo santykiais susijusios pajamos).

dovo nauda, gauta išsigijus opciono akcijų, būtų laikoma pajamomis, gautomis natūra (GPMĮ 2 str. 15 d.; 5 str. 1 d.; 9 str.) ir su darbo santykiais susijusiomis pajamomis (GPMĮ 2 str. 31 d.). Nėra aišku, ar vadovo nauda, 2009 metais ar vėlesniais mokestiniais laikotarpiais gauta jam *suteikus* opcionalą (t. y. dar iki opciono įgyvendinimo), būtų laikoma pajamomis, gautomis natūra. Tokia išvada GPMĮ neprieštarautų, tačiau abejotina, ar būtų įgyvendinama, nesant nei konkrečių teisės aktų nuostatų, nei mokesčių administratoriaus išaiškinimų ir turint omenyje sudėtingą pajamų skaičiavimą tokiu atveju.

Esamas su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimo reguliavimas nepalankus privataus kapitalo sandorių rinkai Lietuvoje plėtotis. Toliau pateikiami samprotavimai apie optimalų (skatinant privataus kapitalo sandorių rinką) akcijų opcionalų apmokestinimą.

3.2. Akcijų opcionalų optimalus apmokestinimas

Apmokestinimo režimas. Vadovo ar kito darbuotojo gaunami akcijų opcionalai dažnai laikomi su darbo santykiais susijusiomis pajamomis, nes jais gavėjui neva atlyginama už darbą. Be to, tokių opcionalų įgyvendinimo atidedamosios sąlygos taip pat laikomos susijusiomis su darbo santykiais (pvz., su tam tikrų darbo tikslų pasiekimu) [17, p. 27]. Privataus kapitalo sandorių kontekste toks aiškinimas nepriimtinas, nes investuotojas vadovui suteikia opcionalą siekdamas motyvuoti vadovo veiklą ateityje, o ne kaip atlyginimą už praeityje atliktą darbą. Nors vadovas igis opcionalo ak-

cijas *po to*, kai įvykdys nustatytus planus, svarbu, kad investuotojas suteikia opcionalą *prieš* vadovui pradėdant dirbti ir *su sąlyga*, kad vadovas įvykdys nustatytus planus. Be to, vadovo sprendimas priimti opcionalą vietoj atlyginimo pinigais yra sprendimas investuoti [17, p. 27]. Dėl šių priežasčių iš opcionalo gaunamos pajamos laikytinos pajamomis iš turto vertės padidėjimo, o ne su darbo santykiais susijusiomis pajamomis [17, p. 27]. Remiantis Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos (OECD) Finansinių reikalų komiteto išaiškinimais, pajamos iš opcionalo laikytinos su darbo santykiais susijusiomis pajamomis, jeigu jos gaunamos iki opcionalo įgyvendinimo, ir pajamomis iš turto vertės padidėjimo, jei jos gaunamos po opcionalo įgyvendinimo [27, p. 9, 11].

Autoriaus nuomone, optimalus yra visų pajamų iš opcionalo apmokestinimas taikant lengvatinį – vien turto vertės padidėjimo pajamų apmokestinimo režimą. Probleminiu laikytinas tik **opcionalo nuolaidos** (t. y. neigiamo skirtumo tarp opcionalo įgyvendinimo kainos ir opcionalo akcijų rinkos vertės opcionalo suteikimo momentu) apmokestinimas¹¹. Teigiama, kad, apmokestinant opcionalo nuolaidą kaip turto vertės padidėjimo pajamas, būtų skatinama kuo didesnę vadovo atlyginimo dalį išforminti kaip opcionalą, taip vengiant didesnio apmokestinimo, kuris būtų taikomas su

¹¹ Šiame straipsnyje nėra nagrinėjama, kokią ekonominę poveikį (pvz., surenkant mokesčius) turėtų opcionalo nuolaidos apmokestinimas taikant turto vertės padidėjimo pajamų, o ne su darbo santykiais susijusių pajamų apmokestinimo režimą. Atliekant tokią analizę būtina atsižvelgiant į tai, kad vienas iš vadovų motyvavimo tikslų yra bendrovių pelningumo didinimas, o jo vienas iš padarinių yra pelno mokesčio bazės didėjimas.

darbo santykiais susijusioms pajamoms [23, p. 129]. Tačiau vadovo motyvacija tokiu būdu vengti mokesčių abejotina: su akcijomis siejamas atlyginimas yra neužtikrintas, todėl vadovas suinteresuotas gauti kuo didesnę fiksuotą atlyginimą pinigais. Problema, kad tokiu būdu mokesčių vengs investuotojas, gali būti išspręsta nustatant taisyklę, jog opciono nuolaida apmokestinama kaip turto vertės padidėjimo pajamos tik su sąlyga, kad vadovas gauna rinkos lygį atitinkančias su darbo santykiais susijusias pajamas, palyginti su panašiomis to paties ūkio sektoriaus bendrovėmis [32, p. 3, 4].

Taip pat pateikiama nuomonių, kad, apmokestinant opciono nuolaidą kaip su darbo santykiais susijusias pajamas, sumažės opcionų su nuolaida patrauklumas, o investuotojui tai naudinga, nes nuvertinti opcionai motyvuoja mažiau nei tikrosios vertės ar pervertinti opcionai (žr. 2.2 skyrių). Tačiau investuotojui turėtų būti paliekama kiekvienu konkrečiu atveju savo nuožiūra įvertinti, ar tikėtinas nuvertintų opcionų motyvacinis efektas investuotojui pakankamas.

Kaip papildomą opciono nuolaidos lengvatinio apmokestinimo argumentą galima paminėti aplinkybę, kad toks apmokestinimas iš dalies išsprendžia uždarytų bendrovių akcijų vertės nustatymo problemą: apmokestinamas pajamas iš opciono sudarytų opciono įgyvendinimo kainos ir kainos, vadovo gautos pardavus opciono akcijas, skirtumas. O kiekvieną kartą suteikus opcioną nustatyti, ar yra opciono nuolaida, ir jei taip, kokia ji, būtų sudėtinga.

Dalis pajamų iš opciono gali būti neapmokestinamos, remiantis teisės aktuose

aiškiai nustatytais kriterijais (pvz., tokia papildoma mokestinė lengvata galėtų būti taikoma, kai opciono emitentas yra maža įmonė, kurios darbuotojų skaičius, grynosios pajamos ir (ar) kiti rodikliai neviršija tam tikrų teisės aktuose numatytų lygių)¹².

Lietuvos teisės aktuose nėra reglamentuotas teisių į su akcijomis siejamą atlyginimą perleidimo apmokestinimas. Vadovaujantis GPMĮ komentaru (taikomu apskaičiuojant ir deklaruojant 2008 metų ir ankstesnių mokesčių laikotarpių pajamas), jeigu darbuotojas, turintis teisę ateityje įsigyti akcijas už iš anksto sutartą kainą, šią teisę perleidžia kito asmens nuosavybėn (net jei tuo metu jau nėra bendrovės darbuotojas), laikoma, kad darbuotojas gavo su darbo santykiais susijusias pajamas, neatsižvelgiant į tai, ar šią teisę perduoda darbdaviui ar kitiems asmenims [6, p. 83]. Turint omenyje, kad opcionas yra vertybinis popierius (CK 1.101 str. 1 d.), ar pajamos iš opciono perleidimo neturėtų būti apmokestinamos kaip turto vertės padidėjimo pajamos? Mokesčių administratoriaus pozicija apmokestiti opciono perleidimo pajamas kaip susijusias su darbo santykiais yra pagrįsta. Galimybė perleisti opcioną nesuderinama su motyvavimo tikslu, kurio siekia investuotojas suteikdamas opcioną, ir būtent šis

¹² Turto vertės pajamų apmokestinimo režimui būdinga, kad pajamos iš nedidelio tam tikrą laikotarpį išlaikyto akcijų paketo yra neapmokestinamos, nebent paketas perleidžiamas akcijas išleidusiai bendrovei (plg. GPMĮ 17 str. 1 d. 30 p.). Todėl papildoma mokestinė lengvata turėtų prasmės tik jei būtų trumpinamas akcijų paketo išlaikymo minimalus laikotarpis, didinamas paketo maksimalus dydis ar neatsižvelgiama į tai, kad paketas perleidžiamas akcijas išleidusiai bendrovei.

visuomenei naudingas tikslas pateisina lengvatinio mokestinio režimo taikymą [17, p. 41]. Jei investuotojas sutartinėmis priemonėmis neriboja vadovo teisės gautą opcioną perleisti asmeniui, kuris negali didinti bendrovės vertės, investuotojas nebuvo nuoseklus motyvuodamas vadovą ir gali pagrįstai patirti neigiamus mokesčius padarinius. Vadovui išmokėta suma tokiu atveju tėra išmoka darbuotojui, kuri pagal bendras taisykles turi būti apmokestinama kaip darbo užmokestis.

Apmokestinimo momentas. Pajamos iš akcijų opciono skirtingose valstybėse apmokestinamos įvairiais momentais, pavyzdžiui, suteikus opcioną; atsiradus opciono atidedamajai sąlygai ar suėjus terminui; įgyvendinus opcioną; pašalinus apribojimus perleisti įgyvendinus opcioną įgytas akcijas; perleidus šias akcijas [27, p. 6; 31, p. 204]. Dalis pajamų (pvz., opciono nuolaida) gali būti apmokestinama vienu momentu (pvz., suteikus opcioną), o likusi dalis – vėliau (pvz., perleidus opciono akcijas) [27, p. 6]. Lietuvos teisės aktuose su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimo momentas specialiai neapertiamas, todėl taikytinos bendrosios nuostatos, pagal kurias pajamos pripažįstamos jų gavimo momentu (GPMĮ 8 str. 1 d.). Nėra aišku, kaip, vadovaudamasis tokiu neapibrėžtu teisiniu reguliavimu, mokesčių administratorius vykdys su akcijomis siejamo atlyginimo apmokestinimą. Iš mokesčio administratoriaus parengtų GPMĮ komentarų (taikomų apskaičiuojant ir deklaruojant 2008 metų ir ankstesnių mokesčių laikotarpių pajamas) galima daryti išvadą, kad, pavyzdžiui, pajamos iš virtualių akcijų, laikytos gautomis gavus

už jas pinigus, o ne numačius virtualias akcijas kaip motyvavimo priemonę sutartyje [6, p. 82–83].

Privataus kapitalo sandorių rinkos skatinimo požiūriu optimaliu laikytinas opciono apmokestinimas tuo mokestiniu laikotarpiu, kai vadovas parduoda opciono akcijas. Toks apmokestinimo mechanizmas patrauklus investuotojui ir paprastas administruoti: pavyzdžiui, investuotojui nereikia suteikiant opcioną iškart numatyti lėšų vadovo pajamų mokesčiui sumokėti; mokesčių administratoriui nereikia grąžinti mokesčio permokos investuotojui, kuris apskaičiavo vadovo pajamų mokesčių opciono suteikimo metu, o akcijų vertė jų pardavimo metu po opciono įgyvendinimo buvo mažesnė nei opciono suteikimo metu. Vadovo požiūriu, mokestis už pajamas iš opciono akcijų perleidimo taip pat turėtų būti apskaičiuojamas tuo mokestiniu laikotarpiu, kai vadovas gauna pinigus už parduotas opciono akcijas, nes tik tada vadovas tikrai bus gavęs lėšų mokesčiui sumokėti.

Išvados

1. Specialiai organizuotas bendrovės tautinio vadovų motyvavimas yra vienas iš esminių privataus kapitalo sandorių skiriamųjų bruožų. Tinkamas teisinis tokio motyvavimo reguliavimas svarbus privataus kapitalo sandorių rinkai plėtoti.
2. Su akcijomis siejamas vadovų atlyginimas didina bendrovių veiklos efektyvumą; suderina akcininkų ir vadovų interesus; gali atnešti vadovui mokesčių naudą; leidžia mokėti atlyginimą

nenaudojant pinigų; padeda vadovus atrinkti, stebėti ir išlaikyti bendrovėje.

3. Su akcijomis siejamas atlyginimas labiau motyvuoja vadovą, kai priklauso nuo planų įvykdymo. Įvykdymo planų efektyvumą teoriškai didina bendras, dauginis ir tęstinis pobūdis; siejimas su kitų bendrovių rezultatais; neatsižvelgimas į nekontroliuojamus investavimo rezultatus ir atsitiktinę sėkmę; atsižvelgimas į bendrovės skirstymą padaliniais.
4. Nuvertinti ir tikrosios vertės opcionai teoriškai motyvuoja vadovą mažiau nei pervertinti opcionai. Tačiau pervertinti opcionai gali demotyvuoti vadovą dėl psichologinių priežasčių.
5. Esamas su akcijomis siejamo atlygini-

mo apmokestinimo reguliavimas pagal Lietuvos teisę nepalankus privataus kapitalo sandorių rinkai plėtotis. Visas su akcijomis siejamas atlyginimas turėtų būti apmokestinamas tik kaip turto vertės padidėjimo pajamos, su sąlyga, kad teisė gauti tokį atlyginimą yra neperleidžiama. Siekiant smulkių įmonių veiklos efektyvumo didinimo ar kitų visuomenei naudingų tikslų, dalis su akcijomis siejamo atlyginimo gali būti neapmokestinama, remiantis teisės aktuose aiškiai nustatytais kriterijais. Mokestis turėtų būti apskaičiuojamas ne anksčiau nei tuo mokestiniu laikotarpiu, kai vadovas realiai gauna su akcijomis siejamą atlyginimą, pavyzdžiui, parduoda opciono akcijas.

LITERATŪRA

1. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios. 2000, Nr. 64-1914.
2. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas // Valstybės žinios. 2000, Nr. 74-2262.
3. Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymas // Valstybės žinios. 2002, Nr. 73-3085.
4. Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymas // Valstybės žinios. 2004, Nr. 63-2243.
5. Lietuvos Respublikos finansų ministro 2002 m. spalio 30 d. įsakymas Nr. 339 „Dėl pajamų, gautų natūra, pripažinimo ir įvertinimo tvarkos patvirtinimo“ // Valstybės žinios. 2002, Nr. 105-4708.
6. Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo komentaras (Valstybinė mokesčių inspekcija prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos; 2008 m. gruodžio 31 d. redakcija).
7. Anabtawi I. Secret Compensation // North Carolina Law Review. 2004, vol. 82, no 835.
8. Bebchuk L. A. et al. Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004.
9. Behrens S. The key to structuring management and leveraged buyouts // International Tax Review. 2003, vol. 14, no 7.
10. Bettis C. et al. Equity grants with performance-based vesting conditions // AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=972424> [2009-03-29]
11. Booth R. A. Executive Compensation, Corporate Governance, and the Partner-Manager // University of Illinois Law Review. 2005, no 1.
12. Booth R. A. Five Decades of Corporation Law – From Conglomeration to Equity Compensation // Villanova University School of Law, Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2008-10, 2008.
13. Cheffins B. R. Company law: theory, structure, and operation. Oxford: Clarendon press, 1997.
14. Core J. E. Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey // Economic Policy Review. 2003, vol. 9, no 1.

15. Dezzani L. The Italian way to LBOs // *International Tax Review*, 2007, Supplement (Mergers & Acquisitions 10th Edition).
16. Dwyer M. Management buyouts. London: Sweet and Maxwell, 1997.
17. European Commission, Enterprise Directorate General. Employee stock options: the legal and administrative environment for employee stock options in the EU. Final report of the Expert Group, 2003.
18. European Commission. Report of Alternative Investment Group – Developing Private Equity. 2006.
19. European Venture Capital and Private Equity Association. Benchmarking European Tax and Legal Environments, 2006.
20. Ferrarini G. et al. Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence and Reform Perspectives // Ferrarini G. et al eds. *Reforming company and takeover law in Europe*. Oxford: Oxford university press, 2004.
21. Gilson R. J. et al. The law and finance of corporate acquisitions. Westbury (N.Y.): Foundation press, 1995.
22. Johnson C. H. Why Stock and Stock-Option Compensation are Such a Terrible Idea. // *The University of Texas School of Law // Law and Economics Working Paper*. 2003, No. 003,
23. Kraakman R. et al. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford university press, 2004.
24. Lamon H. Financial buy-outs: value drivers, deal structuring, financial instruments and funds: analysis from investor and management standpoints in Belgian practice. Brussels: Larcier, 2005.
25. Lawton A. Taxing Private Equity Carried Interest Using an Incentive Stock Option Analogy // *Harvard Law Review*. 2008, vol. 121, no 3.
26. Miller Jr. E. L. *Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008.
27. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). *Cross-border income tax issues arising from employee stock option plans*, 2004.
28. OECD. *Employee Stock Option Plans: Impact on Transfer Pricing*, 2004.
29. Pendleton A. et al. *Theoretical Study on Stock Options in Small and Medium Enterprises*. Final Report to the Enterprise-Directorate General, Commission of the European Communities, 2002.
30. Picot G. *Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration*. Houndmills: Palgrave, 2002.
31. Poetgens F. *Income from international private employment*. Amsterdam: IBFD, 2006.
32. Siems M. M. *Convergence in shareholder law*. Cambridge: Cambridge university press, 2008.
33. SJ Berwin. *Two Safe Harbours: A Passage to CGT Treatment for Management Equity Interests*. 2003 // <http://www.sjberwin.co.uk> [2009-03-29]
34. Walker D. I. *Is Equity Compensation Tax Advantaged?* // Boston University School Of Law. Working Paper Series, Law And Economics. Working Paper No. 04-01, 2004.
35. Whitehouse C. et al. *Revenue law: principles and practice*. London: Butterworths, 1998.
36. Williams M. A. et al. *CEO Stock Options and Equity Risk Incentives (2000)* // <http://ssrn.com/abstract=239640> [2009-03-29]
37. Wullaerts L. *Successful mergers and acquisitions with Benelux companies*. Leuven: Garant, 2000.

STOCK OPTIONS AS A MEANS TO ALIGN THE INTERESTS OF THE PRIVATE EQUITY INVESTOR AND TARGET MANAGERS

Juozas Rimas

S u m m a r y

Incentivisation of the target management is one of the main characteristics of a private equity transaction. Proper legal framework of such incentivisation is important for development of the private equity industry.

The use of equity-based compensation as a motivational tool has been shown to increase company performance; to align the interests of shareholders and managers; to allow for the manager's tax saving; to serve as a convenient form of consideration for cash-low companies, as well as to help to select, monitor and retain managers. Equity-based compensation is more efficient where it is performance-contingent. Efficiency of performance targets increases if they are generalised, multiple, sustained, relative to peer performance, exclude uncontrolled investment and wind-fall gains, and, where necessary, divisional.

The article is limited in its scope to the analysis of share options as a type of equity-based compensation. The options may be issued with an exercise

price equal to, below or above the market value of the issuer's stock on the date of the grant (referred to as at-the-money, in-the-money and out-of-the-money options, respectively). At-the-money and in-the-money options weaken the link between option pay and managerial performance. However, out-of-the-money options may carry negative incentives due to psychological concerns.

The current taxation of equity-based compensation under Lithuanian law, especially after the 2009 tax reform, has been found to be unclear and not conducive to the private equity market. The article is concerned with summarizing the main points and arguments to be addressed when building a legal regime of taxing equity-based compensation that could be optimum for the private equity industry. Equity-based compensation should be taxed as capital gains, provided it is non-transferable. All the tax should be payable at the sale of underlying shares, when the seller receives funds to pay the tax.

Įteikta 2009 m. kovo 30 d.

Priimta publikuoti 2009 m. rugsėjo 9 d.