



PRIVALOMO OFICIALAUS SIŪLYMO¹ SUPIRKTI EMITENTO AKCIJAS TEISINIS REGULIAVIMAS LIETUVOJE: PROBLEMINIAI PRAKTINIAI ASPEKTAI

Tomas Talutis, Vytautas Šenavičius

Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto
Verslo teisės katedra
Ateities g. 20, LT- 08303 Vilnius, Lietuva
Telefonas (+370 5) 2714 525
Elektroninis paštas vrtk@mruni.eu

Pateikta 2010 m. kovo 25 d., parengta spausdinti 2010 m. gegužės 5 d.

Anotacija. Straipsnyje analizuojami privalomų oficialių siūlymų teisinio reguliavimo efektyvumo praktiniai aspektai. Nagrinėjamos teisės aktų, reguliuojančių oficialius siūlymus, nuostatos. Konstatuojama, kad Lietuvoje įtvirtintas teisinis reguliavimas, susijęs su oficialių siūlymų teikimu ir jo įgyvendinimu, nėra išsamus ir visiškai aiškus, todėl praktikoje kyla keblumų ypač tuomet, kai asmenys, kuriems tenka pareiga teikti oficialius siūlymus, nevykdo šios pareigos arba ją vykdo netinkamai. Straipsnyje yra siekiama parodyti šiuo metu egzistuojančias praktines problemas, kurios kyla taikant oficialius siūlymus reglamentuojančias teisės normas, taip pat pateikti siūlymus, kaip egzistuojančio teisinio reguliavimo spragos galėtų būti pašalintos ateityje.

Reikšminiai žodžiai: oficialus siūlymas, oficialių siūlymų teisinis reguliavimas, teisinga kaina, sutartinai veikiančios asmenys.

1 Privalomas oficialus siūlymas – asmens, įgijusio akcijų, suteikiančių daugiau kaip 40 procentų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, vertybinių popierių savininkams teikiamas privalomas viešas siūlymas supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Ivadas

Privalomo oficialaus siūlymo (toliau – OS) institutas Lietuvos teisėje žinomas jau daugiau nei dešimt metų. Atrodytų, kad tiek laiko pakanka iš tiesų efektyviam teisinių santykių, kylančių dėl OS teikimo, reguliavimui susiformuoti. Vis dėlto, kaip rodo teisės normų, reglamentuojančių OS, taikymas praktikoje daugeliu atveju kyla vienkovių ar kitokių neaiškumų, į kuriuos vadovaujantis esamu teisiniu reguliavimu negalima rasti aiškių atsakymų. Žinant, kad teisminė praktika taikant OS yra dar tik pirminėje formavimosi stadijoje², OS teisinio reguliavimo spragos tampa dar aktualesnės. Be to, kadangi pastaraisiais metais daugėja atvejų, kai turi būti skelbiamas OS, galima tikėtis, kad ateityje, neišanalizavus egzistuojančių problemų ir esamo teisinio reguliavimo efektyvumo sprendžiant šias problemas, daugės ir ginčų, susijusių su OS teikimu. Siekiant to išvengti, jau šiandien yra svarbu išnagrinėti, kiek esamas OS teisinis reguliavimas yra efektyvus, kur slypi pagrindinės OS instituto taikymo problemos, kaip jos turėtų būti sprendžiamos.

Tyrimo tikslas – identifikuoti esamo OS teisinio reguliavimo spragas, išanalizuoti praktikoje kylančias problemas, pasiūlyti galimus sprendimus pašalinant teisinio reguliavimo spragas ir sprendžiant teisės normų, reguliuojančių OS, aiškinimo ir taikymo probleminius aspektus.

Tyrimo objektas – OS teisinis reguliavimas Lietuvoje.

Nagrinėjamos problemos ištyrimo laipsnis – deja, bet iki šiol Lietuvoje OS taikymo problematika nėra išsamiau analizuota. Tai galėtų būti paaiškinama tuo, kad, viena vertus, OS institutas Lietuvos teisėje yra palyginti naujas dalykas, antra vertus, OS reguliuojami santykiai yra labai specifiški, todėl jų analizė reikalauja išskirtinio domėjimosi tokio pobūdžio klausimais. Atsižvelgiant į tai šiame straipsnyje daugiausia yra remiamasi pirminiais šaltiniais – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos (toliau – VPK), kaip valstybės institucijos, prižiūrinčios, jog Lietuvoje būtų tinkamai įgyvendinami OS, sprendimais, nutarimais, išaiškinimais, taip pat negausia Lietuvos teismų praktika, esamu teisiniu reguliavimu, parengtais įstatymų projektais bei kitų Europos Sąjungos valstybių narių praktika.

1. Oficialaus siūlymo instituto teisinis reguliavimas

Dabartiniu metu OS institutą iš esmės reguliuoja Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo³ ketvirtasis skirsnis (27–36 straipsniai). Kaip nurodo šio įstatymo 27 straipsnis, OS esmė yra ta, kad tais atvejais, kai juridinis ar fizinis asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijas, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu

2 Teismų praktikoje nagrinėtos tik kelios bylos.

3 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas. *Valstybės žinios*. 2001, Nr. 112-4074.

akcijų paketu suteikia daugiau kaip 40 proc. balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas⁴ visuotiniame akcininkų susirinkime, jis privalo:

1) perleisti akcijas, viršijančias šią ribą, arba

2) teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, akcijas ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Kitai patariant, OS yra asmens, kuris vienas arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įsigijo akcijų, suteikiančių daugiau kaip 40 proc. balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, vertybinių popierių savininkams teikiamas privalomas viešas siūlymas supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Pažymėtina, kad pirmą kartą Lietuvos Respublikos teisės aktuose OS institutas buvo įtvirtintas 1996 m. priėmus Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymą⁵ (OS reguliavo šio įstatymo 10 straipsnis). Tai buvo pirmas žingsnis Lietuvoje reguliuojant OS, todėl tuo metu buvęs teisinis reguliavimas jį vertinant iš šiandieninių pozicijų buvo gana abstraktus ir netobulas.

Tuo metu Europos Sąjungoje susitariančioms šalims OS institutas buvo seniai žinomas, tačiau valstybės narės neturėjo bendrųjų suvienodintų įmonių perėmimo taisyklių⁶. Priimta Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimų priėmimo⁷ iš dalies suvienodino reguliavimą ir padarė bene didžiausią įtaką OS teisinio reguliavimo formavimuisi Lietuvoje. Būdamą Europos Sąjungos nare, Lietuva privalėjo įgyvendinti šios direktyvos nuostatas savo nacionalinėje teisėje. Taip 2006 m. tuo metu OS reguliuojantis Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas⁸ buvo papildytas naujomis nuostatomis, priimtomis įgyvendinant Europos Sąjungos direktyvą, kartu gerokai išplėtė ir sukongretino OS reguliavimą Lietuvoje. Vertybinių popierių rinkos įstatymo nuostatos, reguliuojančios OS, be didelių pakeitimų buvo įtvirtintos ir šiuo metu galiojančiame Vertybinių popierių įstatyme. Taigi dabartinis OS teisinis reguliavimas Lietuvoje iš esmės remiasi OS teisiniu reguliavimu, kuris yra nustatytas Europos Sąjungos lygiu.

Lietuvoje OS teisinį reguliavimą detalizuoja taip pat ir įstatymų įgyvendinamieji teisės aktai. VPK, kaip valstybės institucija, kuriai pavesta prižiūrėti Vertybinių popierių įstatymo įgyvendinimą, yra priėmusi teisės aktus, kurie konkretizuoja OS įgy-

4 Bendrovė, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, yra akcinė bendrovė, kuri yra emitentas ir kurios akcijos yra įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje. Tokia išvada darytina sistemaiškai analizuojant Vertybinių popierių įstatymo nuostatas, nors, kita vertus, tiesiogiai įstatymai to neįtvirtina.

5 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas. *Valstybės žinios*. 1996, Nr. 16-412.

6 Dine, J. *Company Law*. Second Edition. Hampshire: Macmillan Press LTD, 1994, p. 332–333.

7 Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. *Oficialus leidinys*. 2004 m. specialusis leidimas, 17 skyrius, 2 tomas, p. 20.

8 Vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19⁽¹⁾, 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo Trečiuoju⁽¹⁾ skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas. *Valstybės žinios*. 2006, Nr. 77-2963.

vendinimą. Štai VPK yra priėmusi Oficialaus siūlymo cirkuliario rengimo, tvirtinimo ir oficialaus siūlymo įgyvendinimo taisyklės⁹, kurios reguliuoja OS cirkuliario rengimo, pateikimo, tvirtinimo, paskelbimo ir OS įgyvendinimo bei įgyvendinimo sustabdymo tvarką, taip pat būtina atskleisti informaciją ir atvejus, kada galima keisti OS sąlygas ir kada jis netenka galios.

Kalbant apie OS teisinį reguliavimą būtina paminėti ir tai, kad Lietuvos Respublikos Seime yra įregistruotas Vertybinių popierių įstatymo pakeitimo ir papildymo projektas¹⁰ (toliau – Vertybinių popierių įstatymo pakeitimo projektas), kuriame, be kita ko, siūloma sumažinti balsų ribą, kurią peržengus kiltų pareiga teikti privalomą OS, t. y. siekiama įtvirtinti, kad tokia pareiga atsiranda peržengus ne 40 proc., bet 1/3 balsų visuotiniame akcininkų susirinkime ribą. Be to, nurodytame projekte siūloma tiesiogiai įtvirtinti, kad OS institutas taikytinas tik dėl tų emitentų, kurie yra išleidę nuosavybės vertybinius popierius¹¹, taip pat tiesiogiai įtvirtinti pareigą teikti privalomą OS įgijus netiesioginę bendrovės (emitento)¹² kontrolę.

2. Oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo problematika

Kaip jau buvo minėta, dabartinis OS teisinis reguliavimas Lietuvoje remiasi Europos Sąjungos lygiu priimta Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimų priėmimo. Nors Lietuvos nacionalinėje teisėje ir buvo perkeltos šios direktyvos nuostatos, tačiau, kaip parodė jų praktinis taikymas, teisinis OS instituto reguliavimas susidūrė su akivaizdžiomis problemomis. Jas galėtume suskirstyti į dvi pagrindines grupes:

- 1) akcijų suteikiamų balsų visuotiniame akcininkų susirinkime skaičiavimo problemos;
- 2) problemos, kylančios dėl netinkamo (ne nustatytu laiku įgyvendinto, ne taip, kaip reikalauja teisės aktai) OS įgyvendinimo.

Šios problemos panagrinėtinos detaliau.

-
- 9 Vertybinių popierių komisijos 2006 m. liepos 17 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2002 m. balandžio 12 d. nutarimo Nr. 14 „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 1998 m. vasario 20 d. nutarimo Nr. 7 „Dėl oficialaus pasiūlymo pateikimo, registravimo ir įgyvendinimo taisyklių“ pakeitimo“ pakeitimo“. *Valstybės žinios*. 2006, Nr. 80-3185.
 - 10 Vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymas [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-02-20]. <http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=351604&p_query=&p_tr2>.
 - 11 Nuosavybės vertybinių popierių sąvoką pateikia Vertybinių popierių įstatymo 2 straipsnio 23 dalis.
 - 12 Šiuo metu pareiga teikti privalomą OS netiesioginės kontrolės įgijimo atveju nėra reglamentuojama Vertybinių popierių įstatyme, kita vertus, VPK yra pateikusi išaiškinimą, kad pareiga teikti privalomą OS egzistuoja ir netiesioginės kontrolės atveju: Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2007 m. spalio 18 d. išaiškinimas Nr. 4K-99 „Dėl pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę“ [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-02-20]. <<http://www.vpk.lt/uploads/2007-7.pdf>>.

2.1. Akcijų suteikiamų balsų visuotiniame akcininkų susirinkime skaičiavimo problemos

Vertybinių popierių įstatymo 27 straipsnis numato, kad pareigą teikti OS turi kiekvienas juridinis ar fizinis asmuo, kuris, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinais veikiančiais asmenimis, įgyja akcijas, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu ir (ar) kartu su kitų sutartinais veikiančių asmenų turimu akcijų paketu bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime suteikia daugiau kaip 40 proc. balsų.

Paprastai, kai asmuo veikia vienas ir įgyja 40 proc. balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, problemų dėl balsų skaičiavimo nekyla. Kita vertus, kaip rodo praktika, jos susiklosto tuomet, kai 40 proc. balsų visuotiniame akcininkų susirinkime ribą peržengia sutartinais veikiančias asmenys.

Vertybinių popierių įstatymo 2 straipsnio 43 dalis numato, kad sutartinais veikiančias asmenys – tai fiziniai ar juridiniai asmenys, kurie bendradarbiauja su oficialaus siūlymo teikėju ar bendrove, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, remdamiesi aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu arba rašytiniu susitarimu, kuriuo siekiama įgyti kontrolę, suteikiamą 40 ar daugiau procentų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, arba sužlugdyti sėkmingą oficialaus siūlymo rezultata. Kito asmens kontroliuojami asmenys, sutartinais veikiančias su tuo kitu asmeniu, taip pat laikomi sutartinais veikiančiais vienas su kitu. Be to, preziumuojama, kad Vertybinių popierių įstatymo 24 straipsnyje¹³ nustatytais atvejais asmenys veikia sutartinais.

Šis sutartinais veikiančių asmenų apibrėžimas reiškia, kad:

- 1) asmenys visada bus laikomi veikiančiais sutartinais Vertybinių popierių įstatymo 24 straipsnyje numatytais atvejais, jeigu jie neįrodys priešingai;
- 2) net jeigu ir asmenys negali būti laikomi veikiančiais sutartinais Vertybinių popierių įstatymo 24 straipsnyje numatytais atvejais, jie gali būti laikomi sutartinais veikiančiais remiantis tarp jų aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu ar rašytiniu susitarimu, kuriuo siekiama įgyti bendrovės kontrolę.

Balsų skaičiavimo problemų paprastai kyla, kai nėra aiški sutartinais veikiančių asmenų grupė. Ši problema akivaizdi nagrinėjant teismų praktiką.

Bene detaliausiai sutartinais veikiančių asmenų balsų skaičiavimo klausimas buvo analizuojamas byloje, susijusioje su AB „Linus“ sutartinais veikiančių akcininkų turimų balsų skaičiavimu (toliau – AB „Linus“ byla)¹⁴. Šios bylos esmė – sutartinais veikiančių asmenų (motinos L. L. ir sūnaus R. L.) ginčas su VPK dėl 40 procentų ribos peržengimo momento. 2007 m. gegužės 31 d. VPK nusprendė netvirtinti¹⁵ L. L. pateikto privalomo

13 Šis straipsnis reguliuoja asmens turimų balsų skaičiavimo tvarką.

14 Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. spalio 20 d. nutarimas administracinėje byloje L.L. v. *Vertybinių popierių komisija* (bylos Nr. A-261-1740/2008).

15 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2007 m. gegužės 31 d. posėdis, kuriame nuspręsta netvirtinti L. L. OS cirkuliario [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-29]. <http://www.vpk.lt/lt_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814>.

nekonkurencinio OS cirkuliario supirkti likusias AB „Linas“ paprastąsias vardines akcijas, mokant už vieną akciją po 0,28 Lt. VPK nuomone, pareiga pateikti ir įgyvendinti privalomą OS turėjo būti teikiamas kitomis sąlygomis nei tos, kurias pasiūlė L. L.

Lietuvos vyriausiasis administracinis teismas (toliau – LVAT) šioje byloje pabrėžė, kad siekiant pripažinti asmenis sutartinai veikiančiais, būtina nustatyti: pirma, bendradarbiavimo, remiantis aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu arba rašytiniu susitarimu, faktą; antra, bendradarbiavimo tikslą; trečia, nustatyti, koks yra šis tikslas – siekimas įgyti kontrolę, suteikiančią 40 ar daugiau procentų balsų, ar siekimas sužlugdyti sėkmingą OS rezultatą¹⁶.

Giminystės ryšys, kurį kaip pagrindinį įrodymą dėl veikimo kartu naudojo VPK, teismo nebuvo akcentuojamas, tačiau surinkti įrodymai dėl pinigų srautų tarp šių asmenų „draugiški susitarimai“, iš kurių naudą turėjo tikta viena šalis, leido susidaryti nuomonę dėl buvusio sutartinio veikimo. Teismo nuomone, surinktus įrodymus reikia vertinti sistemiškai ir jų chronologinė ir loginė visuma leidžia daryti išvadą, kad sutartinai veikiančius ir veikusius asmenis ne tik siejo giminystės ir formalūs svainystės ryšiai, bet ir įvairūs tarpusavio ryšiai sudarant įvairius sandorius dėl nekilnojamojo turto, pinigų ar akcijų perleidimo

Remdamasis bylos medžiaga LVAT paliko nepakeistą Vilniaus apygardos administracinio teismo 2007 m. gruodžio 20 d. sprendimą, kad pareiga pateikti ir įgyvendinti OS L. L. ir su ja sutartinai veikiantiems nurodytiems asmenims atsirado 2006 m. liepos 11 d., kai buvo peržengta Vertybinių popierių įstatymo įtvirtinta 40 proc. turimų balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime riba.

Kitoje byloje¹⁷ (toliau – AB „Ukmergės keliai“ byla) ieškovas prašė teismo įpareigoti atsakovus teisės aktų nustatyta tvarka pateikti privalomą OS supirkti likusias atskaitingo emitento AB „Ukmergės keliai“ paprastąsias vardines akcijas, suteikiančias balsavimo teisę dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnyje numatytos balsų peržengimo ribos. Ieškovo teigimu, atsakovai buvo kartu veikiančių asmenų grupė, 2003 m. balandžio 9 d. valdžiusi daugiau kaip 52,53 proc. AB „Ukmergės keliai“ akcijų. Lietuvos Aukščiausiasis Teismas šioje byloje konstatavo, kad nors atsakovas G. D. formaliai perleido turimas akcijas ir jų suteikiamus balsus sutuoktinei, tačiau laikytina, kad atsakovui akcijos tebeprisklaido bendrosios jungtinės nuosavybės teise pagal Vertybinių popierių rinkos įstatymo 16 straipsnio 1 dalį ir Civilinio kodekso 3.87, 3.88 ir 3.92 straipsnius.

Dar vienoje byloje¹⁸ (toliau – AB „Panevėžio statybos trestas“ byla) svarstoma panaši situacija – įmonę kontroliuojantys stambieji akcininkai perdavė dalį valdomų akcijų savo sutuoktinėms. Lietuvos Aukščiausiasis Teismas padarė išvadą, kad apeliacinės

16 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2007 m. gegužės 31 d. posėdis, kuriame nuspręsta netvirtinti L. L. OS cirkuliario [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-29]. <http://www.vpk.lt/lt_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814>.

17 Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje *M.V. v. G. D., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.* (bylos Nr. 3K-3-176/2007).

18 Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje *M.V. v. R. J., R. J., K.B., N. E. B., V. Š., AB „Panevėžio keliai“* (bylos Nr. 3K-3-215/2007).

instancijos teismas, konstatavęs, jog vedybų sutartis nesudaryta, skaičiuodamas asmenų turimus balsus, pagrįstai sumavo ir sutuoktinių turimus balsus bei teisingai nepripažino, kad dėl sutuoktinių sudarytų balsavimo teisių perleidimo sutarčių balsų skaičius mažėja iki Vertybinių popierių rinkos įstatyme nurodytos ribos.

Remiantis šiais faktais teigtina, jog Lietuvos teismų praktikoje, skaičiuojant sutartinai veikiančių asmenų turimus balsus, vertinamos visos faktinės bylos aplinkybės, o sutartinai veikiančių asmenų buvimą gali suponuoti netgi bet kokie sutartiniai asmenų tarpusavio ryšiai, kurie, atrodytų, tiesioginės įtakos tų asmenų susisiejimui negalėtų turėti. Be to, darytina išvada, kad artimi giminystės ryšiai dar nepreziūmuoja, jog asmenys yra sutartinai veikiantys, nes kiekvienu atveju būtina įrodyti, kad giminystės ryšiais siejami asmenys veikia vadovaudamiesi bendrais interesais, bendru turtu, siekdami bendros naudos.

2.2. Problemos dėl netinkamo oficialaus siūlymo įgyvendinimo

Kaip jau buvo minėta, nemaža dalis problemų yra susijusi su netinkamu OS įgyvendinimu. Jas pirmiausia sukelia teisės aktų, bendrovių akcijų kainos bei akcininkų struktūros pasikeitimai, taip pat iškyla visuotinių akcininkų sprendimų galiojimo klausimas.

Teisės aktų pasikeitimai. Ginčai dėl pareigos teikti OS gali prasidėti galiojant vieniems įstatymams, o galutinis sprendimas ir OS cirkuliaras tvirtinamas bei OS įgyvendinamas jau įsigaliojus vienokioms ar kitokioms įstatymų pataisoms. Taigi dažnai darosi neaišku, kokiais teisės aktais vienu ar kitu atveju turi būti vadovaujama.

Štai AB „Panevėžio statybos trestas“ byloje bylinėjimasis dėl pareigos skelbti privalomą OS truko daugiau kaip 5 metus¹⁹, todėl, galutine Lietuvos Aukščiausiojo Teismo nutartimi palikus nepakeistą 2008 m. lapkričio 19 d. Panevėžio apygardos teismo sprendimą²⁰, iškilo klausimas, o kokiais teisės aktais turi būti vadovaujama skelbiant privalomą OS dėl AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijų: Vertybinių popierių rinkos įstatymu, galiojusiu tuo metu, kai atsirado pareiga skelbti privalomą OS, ar Vertybinių popierių įstatymu, galiojančiu tuomet, kai pareiga skelbti privalomą OS turi būti įgyvendinama. Nors teismai ir konstatavo, kad privalomas OS turi būti skelbiamas Vertybinių popierių rinkos įstatymo nustatyta tvarka, tačiau akivaizdu, jog toks įpareigojimas praktiniu požiūriu gali sukelti keblumą, kadangi tuo metu, kai buvo galutinai išspręsta byla, Vertybinių popierių rinkos įstatymas jau nebegaliojo, o galiojo Vertybinių popierių įstatymas, kuris iš dalies numatė kitokias privalomo OS įgyvendinimo procedūras.

Kainos pasikeitimai. Vertybinių popierių įstatymo 34 straipsnis numato, kad privalomo OS akcijų kaina turi būti ne mažesnė už didžiausią vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įsigijo per 12 mėnesių iki 40 proc. balsų ribos peržengimo dienos, kainą ir ne mažesnė už vidutinę svertinę rinkos kainą per 6 mėnesius iki nurodytos balsų ribos peržengimo dienos, kai vertybiniais popieriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje.

19 Ieškinys buvo paduotas 2003 m. rugpjūčio 14 d., o galutinė Lietuvos Aukščiausiojo Teismo nutartis buvo priimta tik 2009 m. balandžio 3 d.

20 Šiuo sprendimu sutartinai veikiantys asmenys buvo įpareigoti skelbti privalomą OS supirkti AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijas.

Jeigu didžiausios vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įsigijo per 12 mėnesių iki 40 proc. balsų ribos peržengimo dienos, kainos negalima nustatyti ir vertybiniais popieriais nebuvo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, privalomo oficialaus siūlymo būdu superkamų vertybinių popierių kaina nustatoma atsižvelgiant į turto vertintojo nustatytą vertę. Oficialaus siūlymo teikėjo pasirinktą turto vertintoją tvirtina Vertybinių popierių komisija.

Lietuvoje dar tik formuojantis OS instituto taikymo ir aiškinimo praktikai, laiku neįgyvendintas ar netinkamai įgyvendintas privalomas OS sukuria situaciją, kai šios nuostatos tampa nepakankamos teisingai kainai nustatyti, pavyzdžiui, pasikeitus ekonominei padėčiai, sparčiai besiplečiant bendrovės veiklai, augant bendrovės kapitalizacijai ir pan.

AB „Panevėžio statybos trestas“ byloje kasacinis teismas nepakeitė 2008 m. lapkričio 19 d. Panevėžio apygardos teismo sprendimo, tad kilo klausimas, už kokią kainą turi būti superkamos AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijos, t. y. ar už kainą, kuri turėjo būti skaičiuojama tą dieną, kai atsirado pareiga skelbti privalomą OS, ar vis dėlto turi būti atsižvelgiama į tai, kad nuo pareigos skelbti privalomą OS atsiradimo dienos iki praktinio OS įgyvendinimo praėjo gana ilgas laiko tarpas²¹, per kurį AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijų kaina gerokai pasikeitė. Be to, šiuo atveju kainos nustatymui reikšmės taip pat turi ir pasikeitęs reglamentavimas: Vertybinių popierių rinkos įstatymo, kuris galiojo pareigos skelbti privalomą OS atsiradimo momentu, privalomo siūlymo kainos nustatymo taisyklėje numatyta, kad privalomo OS kaina turi būti ne mažesnė nei didžiausia vertybinių popierių, kuriuos siūlytojas įsigijo per 12 mėnesių prieš peržengdamas ribą, kai įgijo atitinkamą vertybinių popierių kiekį, kaina (t. y. nebuvo papildomo reikalavimo atsižvelgti į vidutinę svertinę akcijų rinkos kainą per 6 mėnesius iki pareigos atsiradimo momento). Akivaizdu, kad daugiau nei 5 metus dirbusios ir veiklą plėtojusios bendrovės akcijų kaina gali smarkiai skirtis nuo tos akcijų kainos, kuri turėjo būti nustatoma pareigos skelbti privalomą OS atsiradimo dieną.

Analogiškas klausimas kilo ir išnagrinėjus AB „Ukmergės keliai“ bylą. Teismams pripažinus, kad sutartinai veikiantiems asmenims buvo atsiradusi pareiga skelbti privalomą OS, reikėjo spręsti klausimą dėl akcijų kainos nustatymo. Šiuo atveju VPK 2009 m. gegužės 8 d. nepatvirtino OS teikėjų siūlomoms akcijų už AB „Ukmergės keliai“ kainos (68 Lt už akciją), nes, VPK nuomone, kaina neatitiko teisingumo ir sąžiningumo reikalavimų²². VPK nepatvirtino nurodytos kainos, nes kaina buvo nustatyta kaip didžiausia vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įsigijo per 12 mėnesių prieš peržengdamas įstatyme nustatytą ribą (2003-04-09), kaina. Per 12 mėnesių laikotarpį oficialaus siūlymo teikėjai buvo sudarę tik vienintelį akcijų pirkimo sandorį, kuriuo vienas iš siūlytojų perleido akcijas kitam. VPK konstatavo, kad būtų neteisinga ir nesąžininga teikiant privalomą OS visiems akcininkams vadovautis vien tik nurodyto vienintelio sandorio kaina. Be to, VPK pripažino, jog pareiga skelbti OS atsirado dar 2003 m.,

21 Daugiau nei 5 metai.

22 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d. sprendimas Nr. 2K-160 *Dėl AB „Ukmergės keliai“ oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-01-09]. <<http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14112/>>.

o iki 2009 m. gegužės 8 d. ji dar nebuvo įgyvendinta. Kadangi pažeidimas truko ilgą laiką, todėl apskaičiuojant teisingą OS kainą turi būti atsižvelgiama į per šį laikotarpį dėl padaryto pažeidimo kitų asmenų patirtus nuostolius ir į daugelio kitų pasikeitusių aplinkybių, parodančių tikrąją AB „Ukmergės keliai“ akcijų vertę bei tikėtiną tikrąją akcijų kainą, visumą.

Akcininkų struktūros pasikeitimas. Neįgyvendinus arba netinkamai įgyvendinus OS ir tarp akcininkų kilus ginčų, aktualus tampa ir akcininkų pasikeitimo klausimas. Tarkime, pareiga skelbti oficialų siūlymą buvo atsiradusi 2003 m., tačiau galutinis teismo sprendimas yra priimamas tik 2009 m. Per laikotarpį nuo 2003 m. iki 2009 m. bendrovės akcininkai (dalis akcininkų) gali būti pasikeitę, pavyzdžiui, gali parduoti akcijas kitiems asmenims. Tuomet kyla klausimas, kurių akcininkų atžvilgiu turi būti įgyvendinamas OS: ar tų, kurie buvo akcininkais tuomet, kai pareiga skelbti privalomą OS atsirado, ar vis dėlto tų, kurie akcininkais yra tuomet, kai, nors ir pavėluotai, yra įgyvendinamas OS.

Pažymėtina, kad šiais atvejais VPK laikosi nuomonės, kad asmenys, kurie buvo smulkiaisiais akcininkais pareigos teikti OS atsiradimo metu, tuo atveju, jei ji nebuvo įvykdyta laiku, ir toliau išlieka akcininkais ir išlaiko teisę į akcijų pardavimą OS metu. Praėjus ilgesniam laikui teisę į nuostolių atlyginimą dėl neįvykdyto OS išlaiko ir asmenys, kurie buvo smulkiaisiais akcininkais tuo metu, kai kilo privalomo OS teikimo prievolė, tačiau vėliau, asmeniui ar sutartinai veikiantiems asmenims neįvykdžius šios prievolės, pardavė savo akcijas²³. Trečiajai asmenų grupei, t. y. asmenims, įsigijusiems balso teisę turinčių vertybinių popierių (akcijų) po to, kai asmeniui ar sutartinai veikiantiems asmenims atsirado pareiga skelbti privalomą OS, galimybė parduoti savo akcijas per privalomą OS yra ribota. VPK nuomone, šiuo atveju svarbu atkreipti dėmesį į tai, kad faktiškai tokie akcininkai, igydami bendrovės akcijų, turėjo galimybę žinoti apie pasikeitusią kontrolę (pvz., jeigu buvo VPK viešas pranešimas apie tai), todėl jų atžvilgiu bendrovės kontrolė nekito. Vadinasi, privalomo OS siūlymo teikiamos garantijos (teisė parduoti akcijas, jeigu keičiasi bendrovės kontrolė) šiais atvejais neturėtų būti taikomos.

Pasakytina, jog VPK, gindama viešąjį interesą, teisme yra pareiškusi ieškinį dėl „AB Linas“ akcininkų apsaugos, kuriuo kaip tik siekia apsaugoti tik minėtų pirmų dviejų grupių interesus²⁴. Manytina, kad tokia situacija naudinga savo pareigos skelbti privalomą OS nevykdančiam akcininkui (sutartinai veikiantiems akcininkams), nes AB „Linas“ akcininkų, kurie išlaikė akcijas nuo to momento, kai sutartinai veikiantiems asmenims atsirado pareiga skelbti OS iki numanomo OS įgyvendinimo ateityje momento, yra mažuma, o daugelis akcininkų, nusivylę ilgai trunkančiu procesu, išsigandę neišsiskios AB „Linas“ finansinės padėties, kelis kartus nukritusios akcijų kainos, taip pat dėl kitų priežasčių bus pardavę savo turimus vertybinius popierius. Nors VPK ir teigia, kad teisė į nuostolių atlyginimą grupei asmenų, pardavusių vertybinius popierius po to, kai buvo perimta kontrolė, galioja, tačiau ją būtų labai sudėtinga įgyvendinti. Pavyzdžiui,

23 Kauno apylinkės teismo civilinė byla dėl išpareigojimo pateikti ir įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą *Vertybinių popierių komisija v. L. L., R. L. ir kt.* (bylos Nr. 2-239-46-2009 (528), bylos lap. 3.

24 *Ibid.*, bylos lap. 3, 4.

jei akcininkas (ypač kuris aktyviai prekiaavo vertybinių popierių biržoje), praėjus ilgesniam laikui visiškai nebesidomi vertybinių popierių rinka arba yra miręs, sunku būtų tikėtis, kad jam (ar jo turto paveldėtojams) bus suteikta galimybė gauti kompensaciją siūlytojo, kuris piktnaudžiavo vilkindamas procesą, iniciatyva.

Visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimo galiojimo problema. Vertybinių popierių įstatymo 31 straipsnio 5 dalis numato, kad savarankiškai veikiantis asmuo ar sutartinai veikiantys asmenys, peržengę 40 proc. balsų ribą, netenka visų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, visuotiniame akcininkų susirinkime. Balsavimo teisė vėl įgyjama tą dieną, kai:

- 1) VPK patvirtina privalomo OS cirkuliarą; arba
- 2) perleidžiamos akcijos, viršijančios 40 proc. balsų ribą.

Pavyzdžiui, teismui pripažinus pareigos skelbti OS nevykdymo laiku faktą, teoriškai kyla klausimas, kaip turėtų būti vertinami per ilgai trunkančius ginčus priimti visuotinių akcininkų susirinkimų sprendimai, kuriuose, nors ir neturėdami tam teisės, balsuodavo asmenys, įgiję daugiau kaip 40 proc. balsų. Taigi tokių akcininkų dalyvavimas ir balsavimas visuotiniuose akcininkų susirinkimuose gali suponuoti būtinybę pripažinti visuotinių akcininkų susirinkimų sprendimus negaliojančiais remiantis tuo, kad asmenys visuotiniuose akcininkų susirinkimuose balsavo neturėdami tam teisės, kitaip sakant, kad buvo padaryti Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo pažeidimai. Nagrinėjant toliau kiltų klausimas, ar tokio susirinkimo sprendimai dėl valdymo organų išrinkimo galioja ir, atitinkamai, ar žinantys, kad yra išrinkti neteisėtai, valdymo organai gali priimti teisėtus bendrovės valdymo sprendimus.

3. Teisinio reguliavimo efektyvumas įgyvendinant oficialų siūlymą

Vertinant problemas, kurios kyla reguliuojant OS, galima teigti, kad Lietuvoje iš esmės nėra efektyvaus teisinio reguliavimo, kuris leistų aiškiai spręsti OS kainos, akcininkų sąrašo, kuriam turi būti skelbiamas OS, problemas tais atvejais, kai pareiga skelbti OS yra neįgyvendinama ilgą laiką arba įgyvendinama netinkamai.

Pasakytina, jog dabartiniu metu galiojančiame Vertybinių popierių įstatyme nėra tiesiogiai įtvirtinta, jog visais atvejais nustatoma privalomo OS kaina turi būti teisinga. Vertybinių popierių įstatymo pakeitimo projekte būtent yra akcentuojamas kainos teisingumo principas, 34 straipsnio pirmą dalį papildant sakiniu, jog privalomo OS kaina turi būti teisinga. Iš pažiūros abstrakti frazė yra svarbi Vertybinių popierių įstatymo taikymui ir reguliavimo efektyvumui. Teisingumo akcentavimas atitinka turinio pirmenybės prieš formą principą. Teisinga kaina turi atitikti tikrąją bendrovės vertę. Ši kategorija privalo apimti ne tik ekonominį, bet ir kur kas platesnį – viešojo intereso apsaugos per smulkiųjų akcininkų apsaugą turinį.

Vertybinių popierių įstatymo pakeitimo projekte taip pat siūloma, kad tais atvejais, kai didžiausios vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įsigijo per 12 mėnesių iki reikalaujamos balsų ribos peržengimo dienos, kainos negalima nustatyti ir vertybiniais

popieriais nebuvo prekiaujama nei reguliuojamoje rinkoje, nei daugiašalėje prekybos sistemoje, privalomo OS būdu superkamų vertybinių popierių kaina nustatoma atsižvelgiant į turto vertintojo ne mažiau kaip dviem požiūriais nustatytą vertybinių popierių vertę. Manytina, kad toks siūlymas, jeigu jis bus priimtas, turės teigiamą poveikį tokiu būdu nustatant privalomo OS kainą. Kita vertus, kaip rodo šiandieninė praktika, vargu ar visos problemos tuo bus išspręstos. Pavyzdžiui, AB „Ukmergės keliai“ byloje turto vertintojai beveik nenukrypo nuo OS teikėjų siūlomos kainos²⁵, nors ankstesniame VPK sprendime Nr. 2K-160 teigta, kad siūlyta OS kaina (68 Lt už akciją) yra neteisinga.

Dabartinis teisinis reguliavimas taip pat neleidžia vienareikšmiškai atsakyti ir į tuos klausimus, kurie kyla dėl akcininkų pasikeitimo per laikotarpį nuo pareigos teikti OS atsiradimo iki praktinio šios pareigos įgyvendinimo.

Kaip minėta, VPK laikosi nuomonės, kad vienintelis OS instituto tikslas yra suteikti galimybę pasikeitus bendrovės kontrolei parduoti turimas akcijas už teisingą kainą tiems smulkiesiems bendrovės akcininkams, kurių teisinė padėtis, o kartais ir akcijų vertė, pakito, sutelkus kontrolę arba bendrovėje pasikeitus kontroliuojančiam asmeniui²⁶. Tai reiškia, jog, ilgą laiką nevykdant pareigos teikti privalomą OS, teisę parduoti turimas akcijas turėtų tik tie asmenys, kurie akcininkais buvo tuomet, kai tokia pareiga kilo, ir likę jais iki pat privalomo OS teikimo (kuris, kaip rodo praktika, gali būti ir po penkerių metų). Vadinas, privalomo OS įgyvendinimas netaikytinas tiems asmenims, kurie įsigijo balso teisę turinčių vertybinių popierių žinodami apie tai, kad 40 proc. riba yra peržengta (pasikeitė bendrovės kontrolė). Galima diskutuoti, kiek toks interpretavimas yra pagrįstas ir atitinka privalomo OS instituto esmę bei paskirtį. Europos Sąjungos šalių praktikoje įmonės perėmėjas laikomas apdairiu bei profesionaliu investuotoju²⁷, todėl kai kurie autoriai teigia, kad teisinga kaina turi apsaugoti išskirtinai visų smulkiųjų akcininkų interesus²⁸. Tiriant Lietuvos OS institutą akivaizdu yra viena – kol šis klausimas nėra aiškiai sureguliuotas Vertybinių popierių įstatyme, OS institutas ne tik kad nėra smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos mechanizmas, bet net sukuria teisiškai neapibrėžtą situaciją, kai kaip tik gali būti pažeidžiamos dalies smulkiųjų akcininkų teisės. Manytina, jog egzistuojančios problemos sprendimo būdas galėtų būti aiškios įstatymo nuostatos įtvirtinimas, kad privalomas OS turi būti teikiamas dėl visų balsavimo teisę suteikiančių akcijų, kurios įgyvendinant OS nepriklauso sutartinai veikiantiems asmenims. Tuo tarpu akcininkams, kurie per laikotarpį nuo pareigos teikti privalomą OS atsiradimo momento iki OS įgyvendinimo yra pardavę turėtas akcijas, privalo būti užtikrinama teisė į galbūt turėtų nuostolių atlyginimą. Toks reguliavimas užtikrintų smul-

25 Buvo nustatyta 69,91 Lt kaina. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d sprendimas Nr. 2K-160 dėl AB „Ukmergės keliai“ oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo.

26 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. Klausimų-atsakymų skiltis. Klausimas apie AB „Linas“ pareigą teikti oficialų siūlymą [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-12-15]. <<http://www.vpk.lt/lt/klausiate---atsakome/?id=15137>>.

27 Burkart, M.; Panunzi, F. *Law working paper No 118/2006: "Takeovers"*. ECGI Working Paper Series in Finance. 2006, p. 14 [žiūrėta 2009-12-29]. <<http://ssrn.com/abstract=420940>>.

28 Haan-Kamminga, A. *Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement*. Groningen: Kluwer publishing, 2006, p. 49.

kiųjų akcininkų interesų apsaugą, kita vertus, būtų lengvai taikytinas ir skatintų asmenis, įgijusius įstatyme numatytą akcijų skaičių, laiku ir tinkamai įgyvendinti privalomą OS.

Atkreiptinas dėmesys, kad, tiriant OS reguliavimo efektyvumo klausimą, paminėtina ir tai, jog privalomą OS turintys teikti asmenys dažnai piktybiškai atsisako vykdyti šią pareigą arba vykdo ją akivaizdžiai piktnaudžiaudami savo teisėmis²⁹. Manytina, kad tokį elgesį skatina ir teoriškai per mažos (praktiškai iš viso netaikomos) baudos. Galiojančiame Vertybinių popierių įstatyme nustatyta, kad fiziniams ar juridiniams asmenims, kurių cirkuliaras buvo patvirtintas VPK, bet kurie neįgyvendino OS ar jį įgyvendino netinkamai, skiriama iki 500 tūkstančių Lt bauda (48 straipsnio 5 dalis). Vis dėlto, kaip rodo praktika, pritaikyti sankcijas ir taip paskatinti teikti privalomą OS nėra įmanoma, nes pirmiausiai reikėtų sulaukti, kol asmenys, kuriems tenka pareiga teikti OS, kreipsis į VPK su prašymu patvirtinti OS cirkuliarą ir tik tuomet, jeigu patvirtinus cirkuliarą OS nebus įgyvendintas ar bus įgyvendintas netinkamai, galės būti taikoma bauda. Šiuo aspektu pagrindinė reguliavimo spraga yra ta, kad Vertybinių popierių įstatymas nenumato jokių sankcijų tuomet, kai asmenys iš viso ignoruoja pareigą teikti privalomą OS, t. y. kai nesikreipia į VPK dėl cirkuliario patvirtinimo. Taigi tam, kad praktiškai galėtų būti pritaikytos Vertybinių popierių įstatyme įtvirtintos sankcijos už OS nevykdymą, vilkinimą ar netinkamą vykdymą, reikėtų išplėsti Vertybinių popierių įstatymo 47 straipsnio nuostatas. Pavyzdžiui, galėtų būti numatyta, kad asmenims, nesilaikantiems nustatyto reikalavimo pateikti privalomą OS supirkti likusias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas, turėtų būti skiriama iki 500 tūkstančių Lt bauda, o asmenims, nesilaikantiems kitų pareigos teikti OS įgyvendinimo reikalavimų, – iki 100 tūkstančių Lt bauda. Piniginės sankcijos populiaros kontinentinėje Europoje. Pavyzdžiui, Prancūzijos įstatymai numato, kad, nevykdant privalomos OS pareigos, yra apribojamos balso teisės ir skiriama bauda, kuri gali siekti iki 1 524 490 eurų. Be to, papildomai kyla civilinė atsakomybė, susijusi su OS nevykdymo žalos atlyginimu akcininkams³⁰. Vokietijoje panaši bauda gali siekti iki 1 000 000 eurų, drauge yra apribojamos visos perėmėjo teisės iki tol, kol OS bus įgyvendintas³¹. Kitose šalyse, pavyzdžiui, Belgijoje, Olandijoje, už OS pareigos vilkinimą numatyta baudžiamoji atsakomybė.

Pažymėtina, kad siekiant užtikrinti OS teisinio reguliavimo efektyvumą, būtina persvarstyti VPK kompetencijos ribas, suteikiant jai teisę spręsti tiesiogiai nesureguliuotas situacijas, susijusias su OS įgyvendinimu.

Pagal galiojančio Vertybinių popierių įstatymo 34 straipsnio 3 dalies nuostatas VPK turi teisę reikalauti pakeisti privalomo OS kainą tik išskirtiniais ir motyvuotais atvejais (kai privalomo OS kaina buvo nustatyta pirkėjo ir pardavėjo susitarimu, kai ma-

29 AB „Panevėžio statybos trestas“ kontrolės perėmėjai 2009 m. spalio 29 d. pateikė VPK prašymą patvirtinti OS cirkuliarą, nurodydami 0,71 Lt supirkimo kainą už vieną balso teisę turinčią akciją. Prašymas atmestas dėl akivaizdžiai per mažos supirkimo kainos ir šiuo metu ginčijamas Vilniaus apygardos administraciniam teismui. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009 m. lapkričio 9 d. sprendimas Nr. 2K-338 dėl AB „Panevėžio statybos trestas“ cirkuliario patvirtinimo [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-01-08]. <<http://www.vpk.lt/new/documents/Sprendimas%20del%20PST%20cirkuliario.pdf>>.

30 Allen & Overy LLP. *Public Takeover Offers in Europe and the US*. London: One New Change London, 2004. p. 13–14.

31 *Ibid.*, p. 13.

nipuliuojama vertybinių popierių, kurie yra privalomo OS objektas, rinkos kaina, taip pat kai įtakos vertybinių popierių rinkos kainoms turėjo nenumatyti įvykiai).

Atsižvelgdami į Lietuvoje susiformavusią praktiką galime teigti, jog, siekdamą apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus, VPK negalėtų pasiremti įtvirtintais kriterijais, pavyzdžiui, tais atvejais, kai nuo pareigos teikti OS atsiradimo momento iki praktinio įgyvendinimo praeina gana daug laiko (ši aplinkybė gali būti esminė akcijų kainos teisingumui). Įvertinus tai siūlytina šiuo metu egzistuojančią šią teisinio reguliavimo spragą pašalinti numatant, kad VPK turi teisę reikalauti pakeisti privalomo OS kainą taip pat ir tais atvejais, kai privalomas OS teikiamas praėjus nemažai laiko nuo reikalaujamos balsų ribos peržengimo dienos, taip pat kitais atvejais, kai dėl svarbių aplinkybių kyla pagrįstų įtarimų, kad siūloma kaina yra neteisinga.

Kita vertus, manytina, kad turėtų būti plečiamos VPK teisės ir tais atvejais, kai privalomo OS kainą nustato turto vertintojai.

Galiojantis Vertybinių popierių įstatymas nustato, jog jeigu didžiausios vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įsigijo per 12 mėnesių iki reikalaujamos balsų ribos peržengimo dienos, kainos negalima nustatyti ir vertybiniais popieriais nebuvo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, privalomo oficialaus siūlymo būdu superkamų vertybinių popierių kaina nustatoma atsižvelgiant į turto vertintojo nustatytą vertę (34 straipsnio 2 dalis). Be to, įstatyme numatyta, kad OS teikėjo pasirinktą turto vertintoją tvirtina VPK, o nepatvirtinti turto vertintojo įmanoma tik tada, jeigu jis yra susijęs su OS teikėju ar kitais asmenimis, turinčiais turtinių interesų dėl bendrovės vertybinių popierių.

Manytina, tai, kad akcijų vertinimas atliekamas tik tam tikrais atvejais, ir tai, kad VPK tvirtina turto vertintoją, dar neužtikrina paties turto vertinimo turinio, turto vertinimo išsamumo bei teisingumo, o kartu ir smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos. Kitaip tariant, pagal šiuo metu galiojančius įstatymus VPK negali reikšti pagrįstų reikalavimų dėl turto vertinimo, jeigu yra laikomasi visų Vertybinių popierių įstatymo ir turto vertinimą reguliuojančių teisės aktų. Taigi, siekiant užtikrinti smulkiųjų akcininkų teisių apsaugą, būtina išspręsti klausimą dėl VPK teisių vertinti patį atliktą turto vertinimą. Pavyzdžiui, Vertybinių popierių įstatyme galėtų būti įtvirtinta nuostata, kad jeigu yra pagrįstų įtarimų, jog turto vertintojo nustatyta OS akcijų kaina nėra teisinga, VPK gali įpareigoti OS teikėją pasirinkti kitą turto vertintoją OS kainai nustatyti.

Išvados

1. Esant neaiškiai sutartinais veikiančių asmenų grupei, kuriai turėtų atsirasti pareiga teikti OS, dažnai kyla ginčų dėl teisė normų, reguliuojančių balso teisę suteikiančių akcijų skaičiavimą, taikymo. Lietuvos teismų praktikoje, skaičiuojant sutartinais veikiančių asmenų turimus balsus, yra vertinamos visos faktinės bylos aplinkybės, o sutartinais veikiančių asmenų buvimą gali suponuoti netgi bet kokie sutartiniai asmenų tarpusavio ryšiai, kurie, atrodytų, tiesioginės įtakos tų asmenų susisiejimui negalėtų turėti.

2. OS teisinis reguliavimas turėtų užtikrinti, jog teisės aktų, akcininkų struktūros ir kitos rizikos, kurios gali atsirasti neįgyvendinus arba netinkamai įgyvendinus OS,

tektų pareigos nevykdantiems arba ją netinkamai vykdančioms asmenims. Toks teisinis reguliavimas atitiktų tuos tikslus, kurių yra siekiama įtvirtinant OS institutą, t. y. apgintų smulkiųjų akcininkų interesus.

3. Galiojantys įstatymai nesuteikia pakankamai teisių ir įgaliojimų VPK, t. y. institucijai, kuri turi pareigą kontroliuoti, kad Lietuvoje būtų laikomasi teisės aktų, reguliuojančių OS. VPK, kaip kompetentingai vertybinių popierių priežiūros institucijai turėtų būti suteikta daugiau galimybių veikti vertinant ir keičiant teisingos kainos nustatymo metodiką, nustatant sankcijas dėl OS nevykdymo ar vilkinimo, aktyviai dalyvauti visose pareigos teikti OS stadijose.

Literatūra

- Allen & Overy LLP. *Public Takeover Offers in Europe and the US*. London: One New Change London, 2004.
- Burkart, M.; Panunzi, F. *Law working paper No 118/2006: "Takeovers"*. ECGI Working Paper Series in Finance. 2006 [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-02-20]. <<http://ssrn.com/abstract=420940>>.
- Dine, J. *Company Law*. Second Edition. Hampshire: Macmillan Press LTD, 1994.
- Haan-Kamminga, A. *Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement*. Groningen: Kluwer publishing, 2006.
- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas. *Valstybės žinios*. 2001, Nr. 112-4074.
- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas. *Valstybės žinios*. 1996, Nr. 16-412.
- Vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19⁽¹⁾, 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo Trečiuoju⁽¹⁾ skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas. *Valstybės žinios*. 2006, Nr. 77-2963.
- Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. *Oficialus leidinys*. 2004 m. specialusis leidimas, 17 skyrius, 2 tomas.
- Kauno apylinkės teismo civilinė byla dėl išpareigojimo pateikti ir įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą *Vertybinių popierių komisi-*
- ja v. L. L., R. L. ir kt.* (bylos Nr. 2-239-46-2009 (528).
- Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje *M.V. v. G. D., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.* (bylos Nr. 3K-3-176/2007).
- Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje. *M. V. v. R. J., R. J., K. B., N. E. B., V. Š., AB „Panevėžio keliai“* (bylos Nr. Nr. 3K-3-215/2007).
- Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. spalio 20 d. nutarimas administracinėje byloje *L. L. v. Vertybinių popierių komisija* (bylos Nr. A-261-1740/2008).
- Vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymas [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-02-20]. <http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=351604&p_query=&p_tr2>.
- Vertybinių popierių komisijos 2006 m. liepos 17 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2002 m. balandžio 12 d. nutarimo Nr. 14 „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 1998 m. vasario 20 d. nutarimo Nr. 7 „Dėl oficialaus pasiūlymo pateikimo, registravimo ir įgyvendinimo taisyklių“ pakeitimo““. *Valstybės žinios*. 2006, Nr. 80-3185.
- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2007 m. gegužės 31 d. po-

sėdis, kuriame nuspręsta netvirtinti L. L. OS cirkuliario [interaktyvus]. [žiūrėta 2009-12-29]. <http://www.vpk.lt/lt_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814>.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d. sprendimas Nr. 2K-160 dėl AB „Ukmergės keliai“ oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-01-09]. <<http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14112/>>.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d. sprendimas Nr. 2K-160 dėl AB „Ukmergės keliai“ oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. Klausimų-atsakymų skiltis. Klausimas

apie AB „Linus“ pareigą teikti oficialų siūlymą [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-01-15]. <<http://www.vpk.lt/lt/klausiate---atsakome/?id=15137>>.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009 m. lapkričio 9 d. sprendimas Nr. 2K-338 dėl AB „Panevėžio statybos trestas“ cirkuliario patvirtinimo [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-01-08]. <<http://www.vpk.lt/new/documents/Sprendimas%20del%20PST%20cirkuliario.pdf>>.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2007 m. spalio 18 d. išaiškinimas Nr. 4K-99 „Dėl pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę“ [interaktyvus]. [žiūrėta 2010-02-20]. <<http://www.vpk.lt/uploads/2007-7.pdf>>.

MANDATORY TAKEOVER BIDS REGULATION IN LITHUANIA: PROBLEMATIC PRACTICAL ASPECTS

Tomas Talutis, Vytautas Šenavičius

Mykolas Romeris University, Lithuania

Summary. *This article analyzes the judicial framework of the takeover bid regulation in Lithuania, identifies the obstacles to the more effective regulation and considers possible solutions. As laid down in the Directive 2004/25/EC of the European Parliament and the Council as well as in the Law on Securities of the Republic of Lithuania, if a natural or legal person acquires a specified percentage of voting rights in the company (the issuer), which gives him a certain degree of control of the company, this person must announce and implement a mandatory takeover bid to protect the minority shareholder rights.*

The regulation process of takeover bids in Lithuania, however, encounters several obstacles in aiming to increase the protection of minority shareholders. The authors claim that the main problems preventing a more efficient takeover regulation are first, issues related to the counting rules of the voting rights and second, the lengthy process of implementing mandatory takeover bids (the implementation process could last up to six years). Finally, the definition of a fair price of the security presents another obstacle to a more efficient takeover regulation as well. The matter of a fair and reasonable price is the most important in emerging markets, such as Lithuania. The authors are also of the opinion that a fair and reasonable price might not be equal to the market price of the security. This is the reason why

a supervisory authority should have a right to demand a price change in order to protect minority shareholders.

Additional analyses show that Lithuanian laws do not impose any real fines or other sanctions on the shareholders who delay in making the mandatory bid offer. This is one of the main obstacles in making the takeover bid regulation in Lithuania more effective.

The existing problems of the implementation process of mandatory takeover bids could be solved by making the process faster, establishing greater protection of shareholder rights, as well as encouraging successful takeover bids. The authors predict that a stronger takeover protection and broader rights of the supervising security authority in Lithuania could make takeover bid regulation more efficient.

Keywords: *takeover bid, takeover bid regulation, fair price.*

Tomas Talutis, Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto Verslo teisės katedros lektorius, daktaras. Mokslinių tyrimų kryptys: finansinių priemonių bei kapitalo rinkų reguliavimas, draudimo teisė.

Tomas Talutis, Mykolas Romeris University, Faculty of Law, Department of Business Law, lecturer, doctor. Research interests: financial instruments and capital market regulation, insurance law.

Vytautas Šenavičius, Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto Verslo teisės katedros magistras. Mokslinių tyrimų kryptys: finansinių priemonių bei kapitalo rinkų reguliavimas.

Vytautas Šenavičius, Mykolas Romeris University, Faculty of Law, Department of Business Law, master in law. Research interests: regulation of securities and capital markets.