

KAS YRA TEISINGA PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO (PIRKIMO) KAINA LIETUVOJE?

Feliksas Miliutis

Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto
Verslo teisės katedra
Ateities g. 20, LT-08303 Vilnius, Lietuva
Telefonas (+370 5) 271 4525
Elektroninis paštas: f.miliutis@glimstedt.lt

Pateikta 2012 m. spalio 29 d., parengta spausdinti 2013 m. sausio 29 d.

***Anotacija.** Dėl privalomo akcijų pardavimo/pirkimo „teisingos“ kainos kyla nemažai teisminių ginčų. Neabejotina, kad dalis šių ginčų kyla dėl to, jog teisės aktai nenumato išsamių ir aiškių taisyklių, kuriomis vadovaujantis tokia kaina galėtų būti nustatoma. Šio darbo autorius, taikydamas tradicines formaliosios logikos technikas (sisteminę analizę, redukciją ir dedukciją), sieks atsakyti į klausimą, kas yra teisinga privalomo akcijų pardavimo (supirkimo) kaina Lietuvoje, t. y. nustatyti, kokia privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina yra ir turėtų būti laikoma teisinga, kokiais kriterijais ir metodais ji yra nustatoma, bei įvertinti tokios kainos priimtinumą akcininkų teisių ir teisėtų interesų apsaugos užtikrinimo požiūriu.*

***Reikšminiai žodžiai:** privalomas akcijų pardavimas, privalomas akcijų pirkimas, oficialus siūlymas, teisinga kaina.*

Įvadas

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatyme¹ (toliau –VPĮ) privalomas akcijų pardavimas yra apibrėžiamas kaip 95 proc. balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime ir 95 proc. balsavimo teisės suteikiančio kapitalo įgijusio akcininko teisė reikalauti, kad visi kiti emitento akcininkai parduotų jiems priklausančias balso teisę suteikiančias akcijas (37 straipsnio 1 dalis), o privalomas akcijų pirkimas – kaip mažojo emitento akcininko teisė reikalauti, jog 95 proc. balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime ir 95 proc. balsavimo teisės suteikiančio kapitalo įgijęs akcininkas nupirktų smulkiajam akcininkui priklausančias akcijas VPĮ nustatyta tvarka (37 straipsnio 15 dalis).

Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo teisė Lietuvos Respublikos teisėje buvo įtvirtinta netrukus po to, kai privalomo akcijų pardavimo institutas ES mastu buvo pristatytas 2004 m. balandžio 21 d. priėmus tryliktąją EB įmonių teisės Direktyvą dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (toliau – Direktyva). Nors pats privalomo akcijų pardavimo teisės pristatymas ES mastu buvo sutiktas palankiai, vis dėlto dėl kai kurių nuostatų Direktyva sulaukė didelės ir kategoriškos kritikos², ypač dėl to, kad nepasiekė pagrindinio ja siekto tikslo – harmonizuoti tam tikrus ES valstybių nacionalinės įmonių teisės aspektus, kas, savo ruožtu, sumenkina Direktyvoje įtvirtintos privalomo akcijų pardavimo teisės reikšmę. Privalomo akcijų pardavimo teisė, dar prieš jos įtvirtinimą Lietuvos teisyne, sulaukė tam tikros visuomenės dalies neigiamos reakcijos³. Privalomas akcijų pardavimas/pirkimas iškart tapo gana populiariu ir naudojamu institutu – dar iki 2007 metų buvo inicijuota jau per 30 privalomų akcijų pardavimų⁴, kilo ir pirmieji ginčai, susiję su šios teisės įgyvendinimo procedūra ir vienu iš problemiškesnių jos aspektų – „teisingos“ kainos nustatymu.

VPĮ nedetalizuoja, kokia turėtų būti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina tais atvejais, kai siekiama šiomis teisėmis pasinaudoti ne po privalomo ar oficialaus siūlymo įgyvendinimo: apsiribojama nurodymu, kad tokia kaina yra nustatoma akcijas superkančio asmens pasirinktu būdu, užtikrinančiu teisingą superkamų akcijų kainą. Manytina, jog aiškaus teisinio reglamentavimo trūkumas, kuris nebūtinai turėtų būti laikomas trūkumu, taip pat prisidėjo dėl teisminių ginčų dėl privalomo akcijų pirkimo/pardavimo kainos kilimo. Greičiausiai siekdama bent iš dalies kompensuoti išsamaus teisinio reglamentavimo trūkumą, Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija (toliau – VPK)

1 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas. *Valstybės žinios*. 2007, Nr. 17-626.

2 Pavyzdžiui, žr. Edwards, V. The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On? *European Company and Financial Law Review*. 2004, 1(4): 416–439.

3 Žr. Lietuvos laisvosios rinkos instituto nuomonė „Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo 15 str. papildymo ir įstatymo papildymo 19¹ str. įstatymo projekto Nr. IXP-2879“ [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <<http://www.lrinka.lt/Tyrimai/Akcines/Vprist.phtml>>.

4 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje apžvalga* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <[http://www.lsc.lt/uploads/Privalomo akciju pardavimo apzvalga.pdf](http://www.lsc.lt/uploads/Privalomo_akciju_pardavimo_apzvalga.pdf)>; Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje 2007 metais apžvalga* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <[http://www.vpk.lt/new/documents/Privalomasakciju pardavimas2007\(inten zinute\)\(2\)\(2\).doc](http://www.vpk.lt/new/documents/Privalomasakciju_pardavimas2007(inten_zinute)(2)(2).doc)>.

2011 m. birželio 2 d. sprendimu patvirtino Teisingos akcijų kainos nustatymo gaires⁵, kas dar kartą patvirtina, jog teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos nustatymo Lietuvoje problema yra itin aktuali.

Šio darbo objektas yra privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo kainos teisinis reglamentavimas Lietuvos Respublikoje. Autoriaus turimomis žiniomis, Lietuvoje iki šiol nėra nė vieno mokslinio darbo privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo teisingos kainos tema.

Šio darbo autorius, taikydamas tradicines formaliosios logikos technikas (sistemine analizę, redukciją ir dedukciją), sieks atsakyti iš pažiūros į gana nesudėtingą klausimą, kas yra teisinga privalomo akcijų pardavimo (supirkimo) kaina Lietuvoje, t. y. nustatyti, kokia privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina yra laikoma teisinga ir turėtų būti laikoma teisinga, kokiais kriterijais ir metodais ji yra nustatoma, bei įvertinti tokios kainos priimtinumą akcininkų teisių ir teisėtų interesų apsaugos užtikrinimo požiūriu.

Pirmoje šio straipsnio dalyje yra aptariama, kokia privalomo akcijų pardavimo/pirkimo, einančio po oficialaus siūlymo supirkti visas emitento akcijas įgyvendinimo, kaina yra laikoma teisinga. Antra dalis yra skiriama išsamiai aptarti „teisingos“ kainos turinio elementus, ją atitinkančius vertės standartus bei priimtinausius „teisingos“ vertės nustatymo metodus pagal Lietuvos Respublikos teisinės bazės nuostatas bei teismų praktikoje suformuluotas taisykles. Trečioje šio darbo dalyje pateikiamos galimos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo „teisingos“ kainos Lietuvoje sąvokos.

1. Privalomo akcijų pardavimo/pirkimo, kurio kaina yra lygi oficialaus siūlymo supirkti visas emitento akcijas kainai, kaina

Kaip nurodoma VPĮ 37 straipsnio 4 dalies 1 punkte, privalomo akcijų pardavimo kaina tuo atveju, jei privalomą akcijų pardavimą inicijuojantis asmuo peržengė 95 proc. balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime ribą privalomo oficialaus siūlymo būdu, yra laikoma (teisinga) privalomo oficialaus pasiūlymo kaina. Tokia pat taisyklė galioja ir privalomo akcijų pirkimo atveju (VPĮ 37 straipsnio 15 dalis). Šios VPĮ nuostatos įgyvendina Direktyvos 15 straipsnio 5 dalyje įtvirtintą taisyklę, kuri nustato prezumpciją, jog privalomo akcijų pardavimo kaina, atitinkanti privalomo oficialaus pasiūlymo, kurio metu buvo peržengta riba, leidžianti pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise, kaina, yra teisinga (sąžininga). Taigi galima tvirtinti, jog VPĮ aspektu privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kuri yra lygi privalomo akcijų pardavimo kainai, yra preziumuojama kaip „teisinga“. Privalomo oficialaus siūlymo kaina, kiek tai aktualu šio darbo atveju, privalo būti ne mažesnė kaip didžiausia vertybinių popierių, kuriuos akcininkas įsigijo per 12 mėnesių iki įgydamas 1/3 balsų taikinio įmonės akcininkų susirinkime, ir ne mažesnė už šešių mėnesių (skaičiuojant iki 1/3 balsų taikinio

5 Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos *Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <<http://www.vpk.lt/new/documents/Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf>>, p. 4.

įmonės akcininkų susirinkime įgijimo dienos) svertinę vertybinių popierių rinkos kainą (VPĮ 34 straipsnio 1 dalis).

Panaši prezumpcija VPĮ yra nustatyta ir privalomo akcijų pardavimo/pirkimo, kuris vyksta po sėkmingai pasibaigusio savanoriško oficialaus pasiūlymo supirkti visas emitento akcijas, atveju. VPĮ 37 straipsnio 4 dalies 2 punkte nurodoma, jog tada, kai akcininkas, pateikęs savanorišką oficialų pasiūlymą, įgyja daugiau kaip 95 proc. balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime bei daugiau kaip 90 proc. visų akcijų, kurios buvo savanoriško oficialaus pasiūlymo objektu, tokio savanoriško oficialaus pasiūlymo kaina yra laikoma privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina. Ši VPĮ taisyklė taip pat bene pažodžiui perkelia Direktyvos 15 straipsnio 5 dalies nuostatą, kuria įtvirtinta prezumpcija, jog privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, lygi oficialaus pasiūlymo, kurio metu buvo įsigyta ne mažiau kaip 90 proc. visų ketintų įsigyti taikinio įmonės akcijų, kainai, yra teisinga.

Pačioje Direktyvoje nėra nurodoma, ar su privalomo akcijų pirkimo/pardavimo kaina susijusios anksčiau aptartos prezumpcijos gali būti paneigtos. Kai kurie autoriai laikosi pozicijos, kad tam tikrais atvejais (pavyzdžiui, dėl esminės informacijos neatskleidimo) šios prezumpcijos gali būti paneigtos⁶. Vis dėlto kitų (ypač Vokietijos) autorių nuomone⁷, Direktyvoje įtvirtintos prezumpcijos negali būti paneigtos. Šio straipsnio autorius laikosi pozicijos, jog tai, ar Direktyvoje įtvirtintos prezumpcijos gali būti paneigtos, ar ne, lemia ES valstybių narių įstatymų leidėjų pozicija. Taigi siekiant atsakyti į klausimą, ar jau aptartos, Direktyvoje numatytas prezumpcijas įgyvendinančios, VPĮ normos, kuriomis privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina susiejama su prieš tai įvykusio privalomo oficialaus pasiūlymo ar sėkmingo savanoriško oficialaus pasiūlymo kaina, įtvirtina nenuginčijamas ar nuginčijamas prezumpcijas, derėtų detalčiau apžvelgti VPĮ įtvirtintą įstatymų leidėjo poziciją.

Visų pirma derėtų pasakyti, jog VPĮ 37 straipsnio 4 dalies 1–2 punktuose nėra tiesiogiai įvardinta, jog privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kuri yra lygi privalomo ar savanoriško oficialaus pasiūlymo kainai, yra laikoma „teisinga“. Kadangi akcininkas, įgyvendindamas privalomo akcijų pirkimo/pardavimo teisę, privalo garantuoti teisingą vertybinių popierių kainą, galima daryti prielaidą, jog tiek privalomo oficialaus pasiūlymo, tiek savanoriško oficialaus pasiūlymo kainos priimtimumo prezumpcija gali būti nuginčyta. Vis dėlto pagrįsta atrodytų pozicija, jog yra atvirkščiai.

2010 m. birželio 3 d. priimtomis VPĮ pataisomis buvo papildytas VPĮ 34 straipsnis (papildant jį nauja 1 dalimi), nurodant, jog privalomo oficialaus pasiūlymo kaina privalo būti teisinga, bei nustatant teisingos kainos nustatymo principus (pagrindiniai iš šių principų jau buvo aptarti anksčiau). Be to, pagal VPĮ 34 straipsnio 2 dalies nuostatas priežiūros institucija turi teisę išskirtiniais atvejais reikalauti pakeisti privalomo oficia-

6 Elst, C.; Van den Steen, L. Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights. *ECFR*. 2009, 4: 391–439, p. 421.

7 P vz., žr. Elsland, S.; Weber, M. Squeeze-outs in Germany: Determinants of the Announcement Effects [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-0-02]. <http://www.fbv.kit.edu/symposium/10th/papers/Elsland_Weber%20-%20Squeeze-outs%20in%20Germany%20Determinants%20of%20the%20Announcement%20Effects.pdf>.

laus pasiūlymo kainą, *inter alia*, kai kyla pagrįstų įtarimų, jog siūloma kaina yra neteisinga. Manytina, dėl šių priešasčių privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kuri yra identiška privalomo oficialaus pasiūlymo, kurio metu buvo peržengta privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisei atsirasti būtina riba, kainai, neprivalo būti suderinta su priešiškos institucija (VPĮ 37 straipsnio 6 dalis). Be to, daugeliu atvejų (nors atsižvelgiant į tai, kad VPĮ įtvirtintos 1/3 balsų visuotiniame akcininkų susirinkime ribos pasiekimas nebūtinai reiškia kontrolės įgijimą) privalomo oficialaus pasiūlymo kaina yra kaina, į kurią yra įskaičiuota premija už įgyjamą kontrolę⁸, t. y. privalomo akcijų pardavimo kaina yra ne mažesnė negu kaina, kurią akcininkas sumokėjo kontroliniam taikinio įmonės akcijų paketui įsigyti. Taigi privalomo oficialaus pasiūlymo kaina turėtų būti palanki taikinio įmonės smulkiesiems akcininkams. Dėl šių priešasčių galima pagrįstai teigti, kad prezumpcija, jog privalomo oficialaus pasiūlymo kaina yra teisinga privalomo akcijų pardavimo kaina VPĮ aspektu yra nepaneigiama.

Priešingai negu privalomo oficialaus pasiūlymo atveju, taisyklių, reglamentuojančių savanoriško oficialaus pasiūlymo kainą, nėra. Vis dėlto paprastai oficialaus pasiūlymo kaina yra gana didelė ir dažniausiai didesnė už rinkos kainą, ypač tais atvejais, kai kontroliuojantis akcininkas žino, kad po sėkmingo oficialaus pasiūlymo jis galės išnaudoti visą pridėtinę vertę kuriantį taikinio įmonės potencialą⁹. Nors VPĮ bei kiti teisės aktai nenumato priemonių, kuriomis kontroliuojantis akcininkas galėtų būti priverstas atskleisti informaciją, kuri ir skatina kontroliuojantį akcininką siūlyti santykinai didelę savanoriško pasiūlymo kainą, patys smulkieji taikinio įmonės akcininkai gali savarankiškai priimti sprendimą, ar tokia kaina jiems priimtina, atsiliepdami ar neatsiliepdami į oficialų siūlymą. Taigi, kai kurių mokslininkų nuomone, privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kuri yra lygi savanoriško oficialaus pasiūlymo kainai, yra artimesnė „teisingai“ kainai nei privalomo oficialaus pasiūlymo kaina, lygi privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainai, kadangi 90 proc. smulkiųjų akcininkų patvirtinimas pateikia pakankamą garantiją ir tuo panaikina poreikį inicijuoti įvertinimo procesus (procedūras)¹⁰. Kai kurie autoriai tokią nuostatą laiko pernelyg griežta¹¹. Taigi nors privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainą, kuri yra nustatoma pagal savanoriško oficialaus pasiūlymo kainą, būtina derinti su priešiškos institucija (VPĮ 37 straipsnio 6 dalis), prezumpciją, jog tokia kaina yra teisinga, galima vertinti kaip nepaneigiamą.

Net ir tuo atveju, jei anksčiau aptartas kainos prezumpcijas būtų galima vertinti kaip paneigiamas, šio darbo autorius palaiko kituose moksliniuose darbuose išdėstytą nuo-

8 Visuotinai pripažįstama, jog kontrolė turi vertę (pavyzdžiui, žr. Coates, J. C. “Fair value” as an avoidable rule of corporate law: minority discounts in conflict transactions. *University of Pennsylvania Law Review*. 1999, 147(6): 1251–1359; Booth, R. A. Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings. *57 Business Law*. 2001–2002, 57: 127–161.

9 Miliutis, F. *Privalomo akcijų pardavimo problematika*. Magistro baigiamasis darbas. Vilnius, 2008, p. 57.

10 The High Level Group of Company Law Experts. *Report on Issues Related to Takeover Bids*. Brussels, January 2002, p. 65.

11 Kaisanlahti, T. When is a tender price fair in the squeeze-out? *European Business Organization Law Review*. 2007, 8: 497–519, p. 507, 508.

monę, jog kaina, kuri yra laikoma priimtina įstatymų leidėjo, būtų įdėmiau peržiūrima teisminiu būdu¹².

2. Privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina tuo atveju, kai ji nėra nustatoma pagal oficialaus siūlymo supirkti visas emitento akcijas kainą

2.1. Atvejai, kai privalomo akcijų pirkimo/pardavimo kaina gali būti nustatoma šia teise besinaudojančio akcininko pasirinktu būdu

VPĮ 37 straipsnio 4 dalyje nurodoma, jog už akcijas siūloma kaina turi būti teisinga. Pagal tos pačios šio straipsnio dalies 3 punktą tuo atveju, kai akcijų kaina nustatoma akcijas superkančio asmens pasirinktu būdu, toks būdas turi užtikrinti „teisingą“ kainą. Tam, kad būtų galima atsakyti į klausimą, kas yra teisinga privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina tuo atveju, kai akcijų kaina nustatoma akcijas superkančio asmens pasirinktu būdu, visų pirma derėtų apžvelgti atvejus, kai toks teisingos kainos nustatymo būdas gali būti taikomas.

Kaip jau minėta šio straipsnio įžangoje, Direktyva buvo siekta tik minimaliai harmonizuoti ES valstybių narių nacionalines taisykles pristatant privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisę po oficialaus siūlymo. Dėl šios priežasties kiekviena ES šalis narė gali įteisinti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisę ir kitais (negu Direktyvoje numatytasis) atvejais, t. y. neatsižvelgiant į tai, koku būdu buvo pasiekta privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teise leidžianti pasinaudoti balsavimo teisių ir/ar balsavimo teises suteikiančio kapitalo riba¹³.

Iki 2010 m. birželio 22 d. galiojusi VPĮ redakcija leido akcininkui pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise nepriklausomai nuo to, koku būdu buvo peržengta galimybė šia teise pasinaudoti suteikianti riba (nuo 2008 m. birželio 21 d. iki 2010 m. birželio 3 d. galiojusios VPĮ redakcijos 37 straipsnio 3 dalis). Vis dėlto, motyvuojant tuo, jog Direktyva numato galimybę įgyvendinti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisę tik per tris mėnesius nuo oficialaus siūlymo įgyvendinimo dienos¹⁴, ankstesnė nuostata buvo pakeista, o dabartinė VPĮ redakcija nenumato galimybės pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teise kitais atvejais nei po oficialaus siūlymo įgyvendinimo¹⁵. Taigi atveju, kai privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina gali būti nustatoma šia teise ketinančio pasinaudoti akcininko pasirinktu būdu, itin sumažėjo.

12 Ventoruzzo, M. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals. *Virginia Journal of International Law*. 2010, 50(4): 842–917, p. 893.

13 Elst, C.; Van den Steen, L., *supra* note 6, p. 391–439.

14 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 įstatymo projekto aiškinamasis raštas [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=351607&p_query=&p_tr2=>>.

15 Nors, autoriaus nuomone, tokia motyvacija susiaurinti prieš tai galiojusioje VPĮ redakcijoje įtvirtintos galimybės pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise taikymo apimtį yra neįtikinanti, atsižvelgiant į šio straipsnio objektą išsamiau dėl šios aplinkybės čia nepasisakoma.

Nors tiesiogiai atvejai, kai privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina gali būti nustatoma teise besinaudojančio asmens pasirinktu būdu, nei VPI, nei VPK išaiškinimuose¹⁶ nėra nurodyti, vertinant šiuo metu galiojančios VPI redakcijos nuostatas, galima numanyti, jog privalomo akcijų pirkimo/pardavimo kaina šia teise ketinančio pasinaudoti asmens pasirinktu būdu, be kita ko, nustatoma šiais atvejais: i) kai asmuo, pateikęs oficialų siūlymą, įsigyja ne mažiau kaip 95 proc. balsų taikinio įmonės visuotiniame akcininkų susirinkime ir, nepraėjus trims mėnesiams po oficialaus siūlymo įgyvendinimo, įgyja (pavyzdžiui, tiesioginio pirkimo-pardavimo sandorio būdu) ne mažiau kaip 95 proc. balsų taikinio įmonės visuotiniame akcininkų susirinkime (VPI 37 straipsnio 1 ir 3 dalys bei 4 dalies 1 ir 2 punktai); ii) kai asmuo, pateikęs savanorišką oficialų siūlymą, įsigyja ne mažiau kaip 95 proc. balsų taikinio įmonės visuotiniame akcininkų susirinkime, bet savanoriško oficialaus siūlymo metu įsigyjama mažiau nei 90 proc. taikinio įmonės akcijų, dėl kurių šis siūlymas buvo teiktas (VPI 37 straipsnio 1 ir 3 dalys bei 4 dalies 2 punktas).

2.2. Kokia kaina yra „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina: „teisingos“ kainos standartai

Kaip jau minėta, VPI numatyta, jog privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina privalo būti teisinga. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo nuomone, be kita ko, teisingos kainos taisyklė užtikrina smulkiesiems akcininkams galimybę pasitraukti iš bendrovės¹⁷. Taigi, autoriaus nuomone, toliau pateikiamos diskusijos tikslais galima daryti prielaidą, jog teisinga akcijų kaina turėtų būti laikoma akcininko turimoms akcijoms proporcinga taikinio įmonės vertės dalis privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisės įgyvendinimo metu.

Teismų praktikoje teisingos kainos principas yra įvardijamas kaip vienas pagrindinių finansinių priemonių rinkų teisės principų ir prilyginamas bendriesiems protingumo, teisingumo ir sąžiningumo principams¹⁸. Teismų praktika, vertinanti šio principo, kaip ir sąvokos „teisinga“, turinį privalomo akcijų pardavimo/pirkimo aspektu, yra epizodiška ir netgi prieštaringa. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo (toliau – LVAT) praktikoje sąvoka „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo/pirkimo aspektu yra suprantama kaip „(...) vertinamojo pobūdžio kategorija, kuri paprastai gali būti konstatuota, kai jai nustatyti yra panaudoti teisėti bei pagrįsti tyrimo metodai, skirti nustatyti objektyvią tiesą, atitinkamoje mokslo, socialinėje, ekonominėje ir kt. veikloje.“¹⁹ Vertindamas VPK vaidmenį nustatant teisingą privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainą, LVAT

16 VPK Teisingos kainos nustatymo gairės, supra note 5.

17 Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio 1 dalies atitikties LR Konstitucijai ir dėl pareiškėjo – Panevėžio miesto apylinkės teismo prašymo ištirti, ar Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 16 straipsnio 2 dalis neprieštarauja LR Konstitucijai“, p. 6.

18 Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. balandžio 29 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010.

19 Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.

yra nurodęs, jog tais atvejais, kai VPK nustato, jog (nepaisant to, kad formaliąja prasme teisingai kainai nustatyti taikyti teisėti ir pagrįsti būdai) egzistuoja aplinkybės, patvirtinančios, kad jei minėtu būdu nustatyta akcijų kaina akivaizdžiai neatitinka tikrosios akcijų vertės, ji turi teisę atsisakyti tokią kainą suderinti²⁰. Taigi galima teigti, jog LVAT teisingą privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainą supranta kaip tikrąją akcijų vertę. Vis dėlto tai nėra vienintelė teismų praktikoje pasitaikanti pozicija. Pavyzdžiui, Klaipėdos apygardos teismo nuomone, teisinga privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina yra kaina, kuri yra didesnė arba lygi nustatytai akcijų rinkos vertei²¹.

Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo²² (toliau –TVVPI) požiūriu „kaina“ yra reliatyvus vertės patvirtinimas, padarytas konkrečių pardavėjų ir pirkėjų tam tikromis aplinkybėmis (2 straipsnio 12 dalis). Taigi TVVPI „kainos“ kategoriją sieja su pirkėjo ir pardavėjo valios sutapimo faktu. Kadangi privalomas akcijų pirkimas/pardavimas savo esme yra vienašalė teisė, autoriaus nuomone, TVVPI pateikiama „kainos“ sąvoka yra nepriimtina privalomo akcijų pardavimo/pirkimo aspektu ir todėl netinkama privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos turiniui aiškinti²³. Pagal TVVPI 2 straipsnio 11 dalį „verte“, *inter alia*, yra laikomas turto ar verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas atitinkamu vertinimo metodu. Šio darbo autoriaus nuomone, sprendžiant dėl privalomo akcijų pardavimo kainos derėtų vadovautis čia paminėta „vertės“ sąvoka.

TVVPI skiria šias vertės atmainas (turto vertinimo standartus): rinkos vertės, atkuriamosios vertės ir naudojimo vertės (TVVPI 2 straipsnio 13–15 dalys). Turint omenyje, kad privalomas akcijų pardavimas yra prievartinis turto (akcijų) nusavinimas, jis neturėtų būti sutapatinamas su rinkos sąlygomis už tarp pirkėjo ir pardavėjo sutarimu nustatytą kainą vykdomu sandoriu²⁴. Dėl minėtos priežasties rinkos vertė neturėtų būti vienintelis ir neginčijamas standartas vertinant privalomo akcijų pardavimo/pirkimo objektu esančių akcijų kainą, ypač tada, kai mažas akcijų likvidumas ar yra manipuliavimo akcijų rinkos kaina požymių²⁵. Rinkos kaina taip pat laikytina neuniversaliu teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos standartu ir dėl to, jog taikinio įmonės akcijų rinkos kaina gali būti diskontuota atsižvelgiant į kontroliuojančio akcininko elgesį siekiant išnaudoti įmonę savo asmeniniams tikslams ir naudai²⁶, paties privalomo akcijų pardavimo/pirkimo galimybę²⁷ ar kontroliuojančiojo akcininko galimybę pasirinkti privalo-

-
- 20 Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.
- 21 Klaipėdos apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2008 m. spalio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-189-123/2008.
- 22 Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas. *Valstybės žinios*. 1999, Nr. 52-1672; 2011, Nr. 86-4139.
- 23 Pasakytina, jog nuo 2011 m. gegužės 1 d. įsigaliosiančios TVVPI redakcijos 2 straipsnio 20 dalyje pateikiama priimtinesnė turto kainos sąvoka: „kaina – pinigų suma, kuri yra paprašyta, pasiūlyta arba sumokėta už turtą“.
- 24 *VPK Teisingos kainos nustatymo gairės, supra* note 5, p. 3.
- 25 *Ibid.*
- 26 Bebchuk, L. A.; Kahan, M. Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. In: *Concentrated corporate ownership*. Morck, R. K. (ed.). University of Chicago Press, 2000, p. 247, 250.
- 27 Bebchuk, L. A.; Kahan, M. The “Lemons Effect” in Corporate Freeze-Outs. *Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper* No. 6938, 1999 [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226397>.

mo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo laiką, pavyzdžiui, pasinaudojant šia teise, kai rinkos kaina yra itin maža²⁸. Šią grėsmę pripažįsta ir VPK, siūlydama turto vertintojui, siekiančiam nustatyti teisingą akcijų kainą, atsižvelgti į išskirtines išorines aplinkybes²⁹. Iš esmės tokios pat nuomonės laikėsi ir LVAT, konstatuodamas, kad teisingos akcijos kainos nustatymas VPI 37 straipsnio 4 dalies 3) punkto prasme turi užtikrinti „teisingą atlyginimą už perkamas akcijas“, o ne akcijos rinkos vertę³⁰.

Priežiūros institucija savo rekomendacijose tiesiogiai neišskiria nė vieno iš TVVPĮ įvardintų teisingos kainos nustatymo standartų³¹. Vis dėlto, nustatant teisingą akcijų kainą, priežiūros institucija rekomenduoja atsižvelgti ne tik į padėtį iki vertinimo momento atspindinčią informaciją, bet ir į pagrįstas bei patvirtintas (veiklos) prognozes³². Anksčiau viešai paskelbtose VPK rekomendacijose papildomai buvo nurodoma, jog privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina turėtų būti laikoma vienai akcijai tenkanti taikinio įmonės, kaip veikiančio verslo, vertė³³. Pasakytina, jog (bent teoriškai) vadovaujantis tokiu teisingos kainos nustatymo būdu, priešingai negu vertinant akcijų paketo vertę, yra išvengiama mažumos ir kitų diskontų (į teisingą akcijų kainą įskaičiuojama kontrolės ir kitų elementų vertė)³⁴. Šios aplinkybės patvirtina, jog, bent netiesiogiai, priežiūros institucija prioritetą skiria naudojimo vertės standartui, kuris apibūdinamas kaip apskaičiuota pinigų suma, išreiškianti turto ekonominį naudingumą (turto teikiamą ekonominę naudą) (TVVPĮ 2 straipsnio 15 dalis). Šio darbo autoriaus nuomone, prioritetas taip pat turėtų būti skiriamas naudojimo vertės standartui, išskyrus atvejus, kai, vadovaujantis šiuo požiūriu, gauta kaina būtų akivaizdžiai neteisinga (pavyzdžiui, nustačius, jog atkuriamosios vertės požiūriu nustatyta kaina galėtų būti žymiai didesnė).

Nustatant privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisingos kainos vertinimą VPK rekomenduoja vadovautis dviem požiūriais³⁵. Tokia pozicija, autoriaus nuomone, galėtų būti pateisinama tuo, jog vėliau tiek priežiūros institucijai, tiek teismui būtų lengviau patikrinti, ar galutinė nustatyta kaina atitinka teisingumo kriterijų.

2.3. Kaip yra nustatoma teisinga kaina: metodai

Kaip jau minėta, VPI suteikta privalomo akcijų pirkimo/pardavimo teise ketinančiam pasinaudoti asmeniui teisė pasirinkti bet kokią akcijų vertės nustatymo būdą su sąlyga, kad tokiu būdu nustatyta kaina yra „teisinga“ (VPI 37 straipsnio 4 dalies 3 dalis). LVAT, aiškindamas šią sąvoką, yra nurodęs, jog „(sąvoka „teisinga“ yra vertinamojo pobūdžio kategorija, kuri paprastai gali būti konstatuota, kai jai nustatyti yra panaudoti teisėti bei pagrįsti tyrimo metodai, skirti nustatyti objektyvią tiesą, atitinkamoje mokslo,

28 Ventoruzzo, M., *supra* note 12, p. 886.

29 VPK Teisingos kainos nustatymo gairės, *supra* note 5, p. 5, 6.

30 *Supra* note 18.

31 VPK Teisingos kainos nustatymo gairės, *supra* note 5, p. 6.

32 *Ibid.*

33 VPK Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje apžvalga, *supra* note 4.

34 Žr., pavyzdžiui, Gordon, J. N.; Kornhause, L. A. Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research. *N.Y.U. L. Razv.* 1985, 60: 761, 825.

35 VPK Teisingos kainos nustatymo gairės, *supra* note 5, p. 3.

socialinėje, ekonominėje ir kt. veikloje³⁶. Lietuvoje turto vertinimo principai ir metodai nustatyti minėtame TVVI, o rekomendacijos dėl konkretaus vertinimo metodo pasirinkimo pateikiamos Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimu patvirtintoje Turto vertinimo metodikoje³⁷ (toliau – TVM). VPK taip pat yra parengusi savo rekomendacijas dėl privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos nustatymo metodų³⁸.

TVVI 7 straipsnyje yra įvardinti šie vertinimo metodai: lyginamosios vertės, atkuriamosios vertės, naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba pinigų srautų diskonto) bei ypatingosios vertės metodas. Pasakytina, kad šiame TVVI straipsnyje pateiktų vertinimo metodų sąrašas nėra baigtinis – priimtini ir kiti tarptautinėje praktikoje pripažinti metodai (TVVI 7 straipsnio 5 dalis). Taigi, iš esmės akcijų vertę galima nustatyti bet kokiais visuotinai pripažįstamais metodais. Tokios pat pozicijos laikosi ir priežiūros institucija³⁹.

Nors VPK rekomenduoja motyvuotai pasiūlyti bent keletą skirtingų metodų, galutinis vertinimas atliekamas tik vienu privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teise besinaudojančio asmens pasirinktu metodu⁴⁰. Konkretaus metodo taikymas yra glaudžiai susijęs su naudojamu teisingos vertės standartu (požiūriu, aspektu) – šią aplinkybę pripažįsta ir priežiūros institucija, specifiskai įvardindama kiekvienam požiūriui artimus metodus⁴¹.

Neatsižvelgiant į tai, jog privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kaip jau minėta, gali būti nustatoma iš esmės visais visuotinai pripažįstamais metodais (žinoma, kiek jų pasirinkimo neriboja galimi teisingos vertės standartai), šio darbo autoriaus nuomone, galima argumentuotai išskirti kelis metodus, kurie turėtų būti priimtinausi nustatant privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisingą kainą.

Kaip jau buvo minėta šio straipsnio 2.2 skyriuje, teisinga akcijų kaina, tikėtina, yra artimiausia naudojimo vertei, t. y. akcininko turimų akcijų skaičiui proporcingai įmonės, kaip veikiančio ekonominio vieneto, vertei. Tokiu atveju priimtinausias akcijų teisingos kainos nustatymo metodas turėtų būti naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba pinigų srautu diskonto) metodas (toliau – diskonto metodas), kuris yra taikomas tada, kai turtas vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną (TVM 21.3). Pasakytina, kad būtent diskonto metodas leidžia tiksliausiai nustatyti taikinio įmonės verslo vertę įvertinant visas privalomo akcijų pardavimo/pirkimo metu egzistuojančias ir įmonės verslo vertei įtakos turinčias (turėsiąsias) aplinkybes, taip pat daugelį VPI rekomendacijose⁴² minimų išorinių bei vidinių aspektų, į kuriuos rekomenduojama atsižvelgti atliekant vertinimą. Pasakytina, kad diskonto metodas (bent iki 2007 metų) buvo dažniausias praktikoje taikomas privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos nustatymo metodas⁴³.

36 *Supra* note 18.

37 Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1996 m. vasario 14 d. nutarimas Nr. 244 „Dėl Turto vertinimo metodikos“. *Valstybės žinios*. 1996, Nr. 16-426.

38 *Supra* note 5.

39 *Ibid.*, p. 4.

40 *Ibid.*, p. 4.

41 *Ibid.*, p. 6–7.

42 *Ibid.*

43 *Supra* note 32; Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje 2007 metais apžvalga, *supra* note 4.

Tuo atveju, jei nepakanka duomenų analizei diskonto metodu atlikti, autoriaus nuomone, turėtų būti vadovojamasi lyginamosios vertės metodu, kuriuo, atsižvelgiant į tai, kad kitų sandorių lyginamieji duomenys paprastai atspindi ir už kontrolę mokamą premiją⁴⁴, nustatyta kaina turėtų būti palanki akcijas perleidžiančiam akcininkui. Vis dėlto, paprastai nustatant įmonės (verslo) vertę lyginamosios vertės metodu yra naudojamos istoriniai duomenimis⁴⁵, kurie gali tiksliai neatskleisti dabartinės vertės. Be to, atliekant vertinimą lyginamosios vertės metodu į vertę nėra įtraukiama reinvestavimo galimybių bei kitų veiklos planų, kurie egzistuoja privalomo akcijų pardavimo/pirkimo įgyvendinimo metu, diskontuota ateities vertė⁴⁶ – taigi gali būti nepateisinamai sumažinama galutinė akcijų kaina. Dėl šių priežasčių, autoriaus nuomone, pirmenybė turėtų būti teikiama diskonto metodu.

2.3. Ar nustatyta privalomo akcijų pardavimo kaina turi būti patikslinta tam, kad būtų teisinga: premija

Priežiūros institucija, argumentuodama tokią poziciją tuo, jog privalomas akcijų pardavimas yra smulkiųjų akcininkų turto nusavinimas, rekomenduoja stambiajam akcininkui (prieš teikiant priežiūros institucijai derinti galutinę teisingą akcijų kainą) apsvarstyti klausimą dėl kainos priedo taikymo⁴⁷. Be to, tuo atveju, jei akcijų kainos priedas netaikomas, kontroliuojančiam akcininkui „rekomenduojama“⁴⁸ pateikti motyvuotą paaiškinimą, kodėl akcijos kainos priedas netaikomas.

Šio darbo autorius mano, kad „teisingos“ kainos principas garantuoja smulkiesiems akcininkams iš jų paimamų akcijų vertę pinigais. Taigi tol, kol smulkiesiems akcininkams yra garantuojama „teisinga“ akcijų kaina, jokia premija už iš jų paimamas akcijas neturėtų būti mokama, kadangi jie nepagrįstai praturtėtų kontroliuojančio akcininko sąskaita.

Privalomo akcijų pardavimo, kurio kaina yra lygi prieš jį įgyvendinto savanoriško oficialaus siūlymo kainai, kaina yra priimtina didžiajai daliai mažumos akcininkų, todėl yra sunkiai suprantama, kodėl ši kaina turėtų būti padidinta neaiškios kilmės ir dydžio premija. Be to, literatūroje reiškiamas (autoriaus nuomone, pagrįsta) pozicija, jog akcijų kainos priedų taikymas yra nesuderinamas su įmonių finansų teorija⁴⁹. Tais atvejais, kai įvertinimo metu nustatyta akcijų kaina neatitinka tikrosios akcijų vertės dėl kontroliuojančio akcininko inicijuoto netinkamo taikinio įmonės valdymo ar kitų jo atliekamų veiksmų, į šias aplinkybes gali būti nesunkiai atsižvelgiama padidinant taikinio įmonės piniginius srautus (atliekant vertinimą diskonto metodu)⁵⁰.

44 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts. *B.C. L. Rev.* 2009, 50: 1021–1068, p. 1037, 1053.

45 Žr. Eisenhofer, J. W.; Reed, J. L. Valuation Litigation. *Delaware Journal of Corporate Law.* 1997, 22(37): 116–19.

46 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L., *supra* note 44, p. 1037, 1061.

47 *Supra* note 5, p. 5.

48 VPK rekomendacijoje nurodoma, jog paaiškinimas „turi būti pateiktas“.

49 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. The short and puzzling life of the implicit minority discount. *U. Pa. L. Rev.* 2007-2008, 156: 1–61, p. 49.

50 *Ibid.*, p. 60.

Net ir tada, jei akcijų kaina nustatoma lyginamosios vertės metodu, dažniausiai, atsižvelgiant į tai, kad į šią vertę būna įskaičiuota kontrolės premija (kadangi lyginamieji duomenys paprastai yra gaunami iš sandorių, kurių metu siekiama įgyti įmonės kontrolę), tokia kaina turėtų atitikti „teisingumo“ kriterijų, todėl jokia premija neturėtų būti taikoma.

Išvados

Privalomo akcijų pardavimo/pirkimo, einančio po privalomo ar savanoriško oficialaus pasiūlymo, kaina turėtų būti laikoma nenuginčijamai teisinga, kadangi ji neabejotinai užtikrina smulkiųjų akcininkų interesus: pirmuoju atveju smulkieji akcininkai už iš jų paimamas akcijas gauna kainą, kuri paprastai yra padidinta už kontrolę mokama premija, o antruoju – kainą, kuri padidinta premija (lyginant su rinkos kaina), siekiant užtikrinti, jog savanoriškas oficialus siūlymas būtų palaikytas daugumos mažųjų akcininkų.

Galima pagrįstai teigti, jog teisinga privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina Lietuvoje gali būti apibūdinta kaip perkamų akcijų vertė privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu, kuri yra nustatyta vienu iš visuotinai pripažįstamų (ir todėl teisėtų) metodų ir kuri yra didesnė už perkamų akcijų rinkos vertę. Tokia vertė gali būti palanki tiek smulkiesiems, tiek stambiesiems akcininkams, priklausomai nuo to, ar konkrečiu atveju pasirinktas vertinimo standartas (požiūris) bei vertinimo metodas yra tinkamas visapusiškai ir tiksliai įvertinti perkamų akcijų vertę taip, kad ji atitiktų „teisingumo“ kriterijų.

Tikėtina, jog teisinga privalomo akcijų pardavimo kaina Lietuvoje gali būti apibūdinta kaip tikroji perkamų akcijų vertė privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu, kuri yra lygi akcijų skaičiui proporcingos, vadovaujantis naudojimo požiūriu bei diskonto metodu nustatytos, taikinio įmonės vertės privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu daliai. Tokia teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos sąvoka leistų užtikrinti, jog smulkieji akcininkai gauna to, kas iš jų paimama, vertę pinigais – „teisingą“ kompensaciją. Tokios kompensacijos sumokėjimas taip pat atitiktų ir kontroliuojančio akcininko interesus. Tokia privalomo akcijų pardavimo kaina taip pat leistų įvertinti (pakoreguojant taikinio įmonės piniginius srautus) dėl kontroliuojančiojo akcininko netinkamo įmonės valdymo atsiradusį taikinio įmonės vertės (taigi ir taikinio įmonės akcijų vertės) kainos sumažėjimą. Žinoma, čia pateikta teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos sąvoka nėra universalė, ypač dėl to, jog kartais naudojimo požiūriu nustatyta vertė bus žymiai mažesnė už taikinio įmonės turto rinkos vertę, o diskonto metodą taikyti gali būti netikslinga (pavyzdžiui, finansines paslaugas teikiančių įmonių atveju) ar neįmanoma (trūkstant objektyvių finansinių duomenų).

Literatūra

- Bebchuk, L. A.; Kahan, M. Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. In: *Concentrated corporate ownership*. Morck, R. K. (ed.). University of Chicago Press, 2000.
- Bebchuk, L. A.; Kahan, M. The “Lemons Effect” in Corporate Freeze-Outs. *Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper* No. 6938, 1999 [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226397>.
- Booth, R. A. Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings. *Business Law*. 2001-2002, 57.
- Coates, J. C. “Fair value” as an avoidable rule of corporate law: minority discounts in conflict transactions. *University of Pennsylvania Law Review*. 1999, 147(6): 1251–1359.
- Edwards, V. The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On? *European Company and Financial Law Review*. 2004, 1(4): 416–439.
- Eisenhofer, J. W.; Reed, J. L. Valuation Litigation. *Delaware Journal of Corporate Law*. 1997, 22.
- Elst, C.; Van den Steen, L. Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights. *ECFR*. 2009, 4: 391–439.
- Gordon, J. N.; Kornhause, L. A. Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research. *N.Y.U. L. Rev.* 1985, 60.
- Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts. *B.C. L. Rev.* 2009, 50: 1021–1068.
- Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. The short and puzzling life of the implicit minority discount. *U. Pa. L. Rev.* 2007-2008, 57: 1–61.
- Kaisanlahti, T. When is a tender price fair in the squeeze-out? *European Business Organization Law Review*. 2007, 8: 497–519.
- Klaipėdos apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2008 m. spalio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-189-123/2008.
- Lietuvos laisvosios rinkos instituto nuomonė „Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo 15 str. papildymo ir įstatymo papildymo 19¹ str. įstatymo projekto Nr. IXP-2879“ [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <<http://www.lrinka.lt/Tyrimai/Akcines/Vprist.phtml>>.
- Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio 1 dalies atitikties LR Konstitucijai ir dėl pareiškėjo – Panevėžio miesto apylinkės teismo prašymo ištirti, ar Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 16 straipsnio 2 dalis neprieštarauja LR Konstitucijai“.
- Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas. *Valstybės žinios*. 1999, Nr. 52-1672; 2011, Nr. 86-4139.
- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas. *Valstybės žinios*. 2007, Nr. 17-626.
- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje apžvalga* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <<http://www.lsc.lt/uploads/Privalomoakcijupardavimoapzvalga.pdf>>.
- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje 2007 metais apžvalga* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <[http://www.vpk.lt/new/documents/Privalomasakcijupardavimas2007\(intenzinute\)\(2\)\(2\).doc](http://www.vpk.lt/new/documents/Privalomasakcijupardavimas2007(intenzinute)(2)(2).doc)>.
- Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1996 m. vasario 14 d. nutarimas Nr. 244 „Dėl Turto vertinimo metodikos“. *Valstybės žinios*. 1996, Nr. 16-426.
- Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <[http://www.vpk.lt/new/documents/\(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf)>.

- Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.
- Miliutis, F. *Privalomo akcijų pardavimo problematika*. Magistro baigiamasis darbas. Vilnius, 2008, p. 57.
- The High Level Group of Company Law Experts. *Report on Issues Related to Takeover Bids*. Brussels, January 2002.
- Ventoruzzo, M. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals. *Virginia Journal of International Law*. 2010, 50(4): 842–917.
- 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 įstatymo projekto aiškinamasis raštas [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11]. <http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=351607&p_query=&p_tr2=>>.
- Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. balandžio 29 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010.

WHAT IS A „FAIR“ SQUEEZE-OUT/SELL-OUT PRICE IN LITHUANIA?

Feliksas Miliutis

Mykolas Romeris University, Lithuania

Summary. *The object of this work is legal regulation of fair squeeze-out and sell-out price in Lithuania. The author of this paper tries to answer the question that at first glance seems simple—what is a “fair” squeeze-out and sell-out price in Lithuania. More specifically, the author of this work seeks to identify which price is considered and should be considered as fair in squeeze-outs and sell-outs, to identify which methods and standards are employed to determine it and to evaluate whether such price is sufficient to safeguard the rights and legal interests of shareholders.*

The issue of “fair” squeeze-out and sell-out price determination is most troublesome in cases when the squeeze-out/sell-out price is not the price of preceding mandatory or successful voluntary tender offer. At the same time the squeeze-out/sell-out price equal to the price of preceding successful voluntary tender offer or mandatory tender offer is unlikely to raise troubles and is presumed to be “fair.”

The author of this paper presents a discussion on standards of “fair” squeeze-out and sell-out price used by the Securities Commission of the Republic of Lithuania and judiciary as well as methods used to come up to the “fair” squeeze-out and sell-out price. The investigation showed that neither Lithuanian courts, nor the Securities Commission share the same understanding in regard to standards and methods that they have to employ in order to determine a price of squeeze-out and sell-out, which could be considered as “fair.” However, it is more or less clear that both the judiciary and the Securities Commission agree that determination of a “fair” squeeze-out and sell-out price should not be limited to a particular standard or method.

Generally, the author of this paper finds that it is likely that a fair squeeze-out/sell-out price can be defined as the value of shares at the moment of squeeze-out/buy-out, which is

defined according to one of the widely accepted methods and which is higher than the market prices of the shares under squeeze-out/sell-out.

The author of this paper also suggests that the fair squeeze-out/sell-out price could also be defined as the intrinsic value of shares at the moment of squeeze-out/buy-out, i.e. a proportionate value in a going concern (a value of a target company), which on its own term is defined under discounted cash flow method.

Keywords: *squeeze-out, sell-out, takeover-bid, fair price.*

Feliksas Miliutis, Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto Verslo teisės katedros doktorantas. Mokslinių tyrimų kryptys: įmonių teisė, konkurencijos teisė.

Feliksas Miliutis, Mykolas Romeris University, Faculty of Law, Department of Business Law, Doctoral Student. Research interests: Company Law, Competition Law.

