

## SMULKIOJO AKCININKO INTERESŲ APSAUGA PRIVALOMO OFICIALAUS SIŪLYMO METU: EUROPOS SAJUNGOS IR LIETUVOS PATIRTIS

Vytautas Šenavičius

Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto

Verslo teisės katedra

Ateities g. 20, LT- 08303 Vilnius, Lietuva

Telefonas (+370 5) 271 45 25

Elektroninis paštas: vytautas.senavicius@mruni.eu

Pateikta 2012 m. rugsėjo 12 d., parengta spausdinti 2013 m. balandžio 15 d.

***Anotacija.** Straipsnyje analizuojami smulkiojo akcininko interesų apsaugos teisinio reglamentavimo formavimosi bei įgyvendinimo praktiniai aspektai. Siekiama atskleisti, kaip formavosi smulkiojo akcininko interesų apsaugos privalomo oficialaus siūlymo metu teisinės idėjos, kaip šios idėjos įgyvendintos Europos Sąjungos teisės normose ir interpretuotos Europos Teisingumo Teismo. Kartu straipsnyje siekiama įvertinti, ar Europos Sąjungos lygmeniu iškeltas tikslas privalomo oficialaus siūlymo metu užtikrinti efektyvų smulkiųjų akcininkų apsaugos teisinį reglamentavimą atspindi Lietuvos teisinėje sistemoje ir atskleisti, kokios praktinės problemos kyla Lietuvos teismų praktikoje.*

***Reikšminiai žodžiai:** oficialus siūlymas, oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas, smulkiųjų akcininkų apsauga.*

## Įžanga

Smulkiojo akcininko interesų apsauga privalomo oficialaus siūlymo (toliau – OS arba oficialus siūlymas) metu Europos Sąjungos (toliau – ES arba Europos Sąjunga) valstybių narių teisėje privalo būti įgyvendinta. Atrodytų, kad Europos Sąjungos egzistavimo laikotarpis jau turėjo būti pakankamas tam, kad susiformuotų iš tiesų efektyvus teisinių santykių, kylančių dėl OS teikimo, reguliavimas. Vis dėlto, kaip rodo teisės normų, reglamentuojančių oficialų siūlymą, taikymas praktikoje, ir šiandien smulkiųjų akcininkų apsaugos klausimais dažnai kyla vienokių ar kitokių neaiškumų. Antai net ir akademiniam diskurse dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos instituto reikšmės ir apimtios oficialaus siūlymo metu nėra vienos nuomonės. Nesutariama, ar akcininkų teisė pasitraukti už teisingą kainą turi siūlymo gavėjui nedaryti nuostolių, ar teisinga kaina turi apginti tik smulkiųjų akcininkų interesus ignoruojant perėmėjo kaip profesionalo interesus. Pažymėtina, kad šis diskursas akivaizdus ir Europos Teisingumo Teismo, ir Lietuvos teismų praktikoje.

Tyrimo objektas – smulkiojo akcininko interesų apsauga teikiant privalomą oficialų siūlymą.

Tyrimo tikslas – identifikuoti smulkiojo akcininko interesų apsaugos privalomo oficialaus siūlymo metu ribas Europos Sąjungoje ir Lietuvoje, išanalizuoti praktikoje kylančius smulkiojo akcininko interesų apsaugos įgyvendinimo ir taikymo probleminius aspektus bei pasiūlyti jų galimus sprendimo būdus. Tikslą pasiekti padėjo lyginimo, istoriniu lyginamuoju ir retrospektyviniu metodu atlikta smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos įgyvendinimo Europos Sąjungoje analizė, sintezės bei sisteminės analizės metodais išnagrinėta ir apibendrinta smulkiųjų akcininkų apsaugos privalomo oficialaus siūlymo metu problematika.

Nagrinėjamos problemos ištyrimo laipsnis. Pirmasis straipsnis oficialaus siūlymo tematika Lietuvoje yra R. Misiaus straipsnis „Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos“<sup>1</sup>. Straipsnyje buvo aptarti kai kurie 2005 metų laikotarpiu egzistavę reguliavimo trūkumai, tačiau būda ta, kad nuo šio straipsnio pasirodymo oficialaus siūlymo teisinis reglamentavimas Lietuvoje iš esmės pasikeitė.

Oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo problemos Lietuvoje yra specifinės lyginant su esančiomis kitose valstybėse narėse, kurių finansų rinkos yra kur kas labiau išsivysčiusios nei Lietuvos. Todėl kai kuriuos šios srities klausimus, susijusius su dabartinio laikotarpio problemomis, pastaruoju laiku bandoma spręsti. Neseniai pasirodė oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo klausimui skirtas Tomo Talučio ir autoriaus straipsnis, aptaręs oficialaus siūlymo probleminius praktinius aspektus<sup>2</sup>. Kadangi tyrimų dabartine Lietuvos oficialaus siūlymo problematika daugiau nėra, straipsnyje remiamasi pirminiais šaltiniais – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos (kaip buvu-

1 Misius, R. Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos. *Jurisprudencija*. 2005, 77 (69).

2 Talutis, T.; Šenavičius, V. Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai. *Jurisprudencija*. 2010, 2(120): 341–356.

sios finansų rinkos priežiūros institucijos, toliau – VPK)<sup>3</sup>, Lietuvos banko (kaip dabartinės priežiūros institucijos), kurioms buvo pavesta užtikrinti, jog Lietuvoje būtų tinkamai įgyvendinamas OS, sprendimais, nutarimais bei išaiškinimais, taip pat Lietuvos teismų praktika ir esamu teisiniu reguliavimu.

## 1. Smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos privalomo oficialaus siūlymo metu reglamentavimas Europos Sąjungoje

### 1.1. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2004/25/EB priėmimo būtinybė

Iki priimant Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (toliau – Direktyva)<sup>4</sup>, kiekviena Europos Sąjungos valstybė narė savitai reguliavo bendrovių, kurių akcijomis buvo prekiaujama reguliuojamose rinkose, kontrolės perėmimo procesą<sup>5</sup>. Valstybių narių specifinis nacionalinis teisinis reguliavimas dažnai negalėjo užtikrinti smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų apsaugos. Siekiant išvengti tokios situacijos ne tik valstybėje narėje, bet ir Europos Sąjungos lygiu buvo pradėtas kurti vienodas kontrolės perėmimų reguliavimo mechanizmas, pirmiausia skirtas smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai: Europos Komisija inicijavo Direktyvos parengimą.

Rengiant Direktyvą buvo siekiama trijų pagrindinių tikslų:

Nustatyti pagrindines taisykles, kurios leistų perėmimo metu atsižvelgti į visų suinteresuotų asmenų (smulkiųjų akcininkų, bendrovės, darbuotojų, perėmėjo ir t. t.) interesus;

Užtikrinti teisinį skaidrumą ir vientisumą vykstant tarptautiniams perėmimams (t. y. neleisti konkrečios šalies įstatymams pažeisti kontrolės perėmėjo interesų ir kartu smulkiųjų kitose valstybėse esančių akcininkų interesų);

Smulkiąjam akcininkui suteikti kuo didesnę apsaugą keičiantis įmonės kontrolei<sup>6</sup>.

Vis dėlto Direktyvos priėmimo procesas pasirodė gana sudėtingas. Nemažai ginčų susilaukė skirtingo valstybių narių požiūrio į perimamos bendrovės valdybos atsakomybę ir atskaitomybę problema, kitos struktūrinės problemos. Antai Jungtinėje Karalystėje vadovų atsakomybė yra didžiausia – jie tiesiogiai atsakingi akcininkams už dėl jų veikimo ar neveikimo įmonei padarytą žalą. Valdyba yra visiems akcininkams subsidiariai atstovaujantis organas, kuris veikia ir vykdo akcininkams naudingą įmonės politiką.

3 Po finansų rinkų priežiūros reformos emitentų priežiūrą atlieka Lietuvos bankas.

4 Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. [2004] OL, L17/2.

5 Clarke, B. Takeover Regulation – Through the Regulatory Looking Glass. *German Law Journal*. 2007, 8–4: 383.

6 Bolkestein F. kalba Europos politikos studijų centre. The Takeover Directive: A Commission Perspective [interaktyvus]. 2003 [žiūrėta 2010-08-22]. <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/03/106&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>>.

Vokietijoje, Olandijoje valdyba veikia pagal neutralumo principą. Jos tikslas – tinkamai atstovauti visos įmonės, o ne vien įmonės akcininkų interesams<sup>7</sup>.

Rasti kompromisą dėl Direktyvos taip pat trukdė ir ilgos Jungtinės Karalystės ir Vokietijos diskusijos dėl Direktyvos nuostatų. Pavyzdžiui, Jungtinė Karalystė siekė, kad Direktyva plačiai įtvirtintų suvienodintas perėmimų taisykles ir didžiąja dalimi atspindėtų Jungtinės Karalystės perėmimų kodekso nuostatas, o Vokietija reikalavo tam tikrų išlygų, pavyzdžiui, prieštaravo privalomo oficialaus siūlymo įtvirtinimui<sup>8</sup>.

Direktyvos nuostatų inkorporavimas į valstybių narių nacionalinę teisę

Direktyvos projekto svarstymai truko 14 metų ir tik 2003 m. gruodžio 16 d. Europos Parlamentas balsų dauguma (321 „už“ ir 219 „prieš“) pritarė kompromisiniam Direktyvos variantui, kuriame imperatyviai buvo įtvirtinti smulkiojo akcininko apsaugos principai, privalomo oficialaus siūlymo teikimo terminai bei teisingos kainos nustatymo taisyklės. Kita vertus, kai kurių principinių smulkiojo akcininko interesų apsaugos nuostatų įgyvendinimas paliktas valstybių narių dispozicijai.

Direktyvos 12 straipsnio pirmoje dalyje numatyta, jog valstybėms narėms nėra privaloma įgyvendinti Direktyvos nuostatų dėl vadovų ir visuotinio akcininkų susirinkimo pareigos neveikti prieš perėmėjo interesus (Direktyvos 9 straipsnis), daugiabalsių vertybinių popierių ir kitų balsavimo teisių uždraudimo ar apribojimo (Direktyvos 11 straipsnis). Todėl nė viena iš didžiųjų valstybių narių (Vokietija, Jungtinė Karalystė, Prancūzija) neinkorporavo absoliučiai visų Direktyvos nuostatų. Prancūzija sutiko su Direktyvos nuostatomis dėl valdybos teisių reglamentavimo siūlymo metu, tačiau pasinaudojo kitomis Direktyvos 12 straipsnio išlygomis<sup>9</sup>. Teisių ir pareigų persikirstymas apribojo protekcionistines vadovybės galias, tačiau akcininkų teisė rinktis išliko absoliuti<sup>10</sup>. Vokietija savo ruožtu absoliučiai pasinaudojo Direktyvos 12 straipsnio teikiama teisėmis ir neinkorporavo nei 9, nei 11 Direktyvos straipsnio. Nors šioje šalyje priešišku perėmimų skaičius yra gana mažas, daugiabalsiai vertybiniai popieriai yra uždrausti (šiuo metu uždraustos ir „auksinės akcijos“)<sup>11</sup>, tačiau Direktyvos nuostatų atsisakyta pirmiausia siekiant išsaugoti tradicinį germaniškojo įmonių valdymo modelį

7 Harvey, N.; Norman, G.; Nourry, A. *Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union*. London: City and Financial Publishing, 2005, p. 25–26.

8 Clarke, B., *supra* note 5, p. 384–385.

9 Toks teisių persikirstymas sumažino nacionalinio protekcionizmo galimybes ir buvo sėkmingai įgyvendintas Mittal/Arcelor susijungime. Užuot atmetę Indijos plieno gamybos kompanijos „Mittal“ siūlymą, akcininkai pripažino valdybos sprendimus negaliojančiais ir priėmė šį siūlymą. Curtis, M.; Roberts, I.; Cruse, J. Great expectations. *International Financial Law Review* [interaktyvus]. 2007, Nr. 4 [žiūrėta 2012-09-02]. <<http://www.iflr.com/Article/1984342/Great-expectations.html>>.

10 Sagayam, S. Member states struggle to adopt Takeover Directive, *International Financial Law Review* [interaktyvus]. 2006, p. 7 [žiūrėta 2012-08-15]. <<http://www.iflr.com/Article/1984549/Member-states-struggle-to-adopt-Takeover-Directive.html>>.

11 2007 m. vasario 13 d. ETT Generalinis advokatas Damaso Ruiz-Jarabo pateikė oficialią nuomonę Europos Teisingumo Teisme, kad „Volkswagen“ kompanijos taisyklės (vienas akcininkas gali turėti daugiausiai 20 procentų balsų) prieštarauja laisvo kapitalo judėjimo principui ir yra naikintinos [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2010-08-02] <<http://curia.europa.eu/en/actu/communiqués/cp07/aff/cp070014en.pdf>>.

(stambius ilgalaikius investuotojus, pastovumą)<sup>12</sup>. Jungtinė Karalystė, būdama daugiausia perėmimų sulaukianti Europos Sąjungos valstybė narė ir siekdama tai išlaikyti, savo nacionalinėje teisėje įgyvendino tik Direktyvos 9 straipsnio nuostatas, tiksliau – detalizavo Jungtinės Karalystės kodekso dėl įmonių perėmimo taisyklės, kuriose jau buvo numatyta, kad joks valdantysis subjektas negali imtis savignos priemonių siūlymo metu, prieš tai negavęs akcininkų pritarimo<sup>13</sup>.

Taigi, atsižvelgiant į valstybėse narėse įsitvirtinusių oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo skirtumus, reiktų sutikti su kitų autorių nuomone, kad Direktyva iš esmės yra rekomendacinis ir patariamasis smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą perėmimo metu reglamentuojantis dokumentas. Anot Blanaido Clarke'o, priešišku perėmimų atmetimo galimybe, įmanomas valstybių narių protekcionizmas perėmimų atveju (pavyzdžiui, per daugiabalsius vertybinius popierius) bei skirtingų teisės mokyklų tradicijos neleido sukurti suderinto perėmimų mechanizmo Europos Sąjungoje<sup>14</sup>. Tokiai nuomonei pritaria ir kiti teisės ekspertai, teigiantys, jog neatsiejama siekio sukurti laisvą ir konkurencingą rinką sąlyga yra absoliutus minėto principo „vienas balsas – viena akcija“ įgyvendinimas<sup>15</sup>. Bet kokie apribojimai, tokie kaip „auksinės akcijos“, dauginių balsavimo teisių vertybiniai popieriai, trukdo laisvos rinkos funkcionavimui<sup>16</sup>, kartu sukelia smulkiųjų akcininkų apsaugos efektyvumo problemas.

## 2.1. Smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos privalomo oficialaus siūlymo metu tendencijos valstybėms narėms inkorporavus Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/25/EB

Nors rengiant Direktyvą vienas iš pagrindinių tikslų buvo smulkiajam akcininkui suteikti kuo didesnę apsaugą keičiantis įmonės kontrolei<sup>17</sup>, tačiau po Direktyvos priėmimo ėmė ryškėti ir kitokia nuomonė, kad smulkiųjų akcininkų apsauga perėmimo procese neturėtų būti pervertinama<sup>18</sup>. Pradėta abejoti, ar smulkiųjų akcininkų apsaugos suabsoliutinimas yra naudingas bendrovei<sup>19</sup>. Tinkamai funkcionuojanti bendrovė siekia

12 Šis modelis atsispindi Vokietijos perėmimų kodekse, kurio nuostatos dėl apsaugos mechanizmų leidimo priešiško siūlymo atveju ir po Direktyvos priėmimo liko tolerantiškiausios lyginant su Prancūzija, Jungtine Karalyste. Simpson, S. V.; Corte, L. European overview: EU Directive fails to harmonize takeovers. *International Financial Law Review*. 2005-04:17–18.

13 Sagayam, S., *supra* note 10.

14 Clarke, B. The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation? *European Law Journal*. 2009, 15-2: 175.

15 Geens, K.; Clottens, C. One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited. *Leuven University Press*, 2010, 1: 21.

16 Winter, J.; Christensen, J. S.; Garcia, J. M. G. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids [interaktyvus]. 2002 [žiūrėta 2012-08-28]. <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)>, p. 73 (toliau – Jaap Winter ataskaita).

17 Bolkestein, F., *supra* note 6.

18 2009 m. birželio 30 d. ETT Generalinės advokatės Verica Trstenjak nuomonė byloje Nr. C-101/08 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-08-10]. <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62008C0101:EN:HTML>>.

19 Haan-Kamminga, A. *Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangements*. Deventeras: Kluwer publishing, 2006, p. 49.

ilgalaikės naudos ir pelno. Pagal Aleksandros Kacperczyk išvadą<sup>20</sup>, toks siekimas gali būti įgyvendintas tik tada, kai bendrovė atstovauja ne mažumos, o daugumos akcininkų interesams. Su jos nuomone sutinka ir Athanasios Kouloridas, kuris teigia, kad, teikiant privalomą oficialų siūlymą, gali susiklostyti bendrovei nepalanki situacija, kai iš perėmimo gautą naudą pasidalins siūlymo gavėjai, o bendrovės kontrolės įgijėjas bus finansiškai ap sunkintas<sup>21</sup>.

Kylančios diskusijos, ar akcininkų teisė pasitraukti už teisingą kainą privalomo siūlymo gavėjui nedaryti nepagrįstų nuostolių, ar teisinga kaina turi apginti tik smulkiųjų akcininkų interesus neatsižvelgiant į perėmėjo kaip profesionalo interesus<sup>22</sup>, atsispindi ir Europos Teisingumo Teismo (toliau – ETT) praktikoje. ETT 2009 m. spalio 15 d. priėmė prejudicinį sprendimą (toliau – ETT sprendimas) vadinamoje Audiolux byloje<sup>23</sup>. Šis sprendimas davė atsakymą į klausimą, ar pagal įvairių Europos Sąjungos institucijų priimtus bendrovių teisės aktus galima laikyti, kad Europos Sąjungos teisėje smulkiųjų akcininkų apsaugos principas yra pripažintas Europos Sąjungos lygmeniu.

ETT, nagrinėdamas smulkiųjų akcininko apsaugą privalomo oficialaus siūlymo metu, iš dalies rėmėsi Direktyvos nuostatomis, nustatančiomis, kad valstybės narės savo nacionalinėse teisėse privalo įtvirtinti pareigos teikti oficialų siūlymą reglamentavimą, t. y. užtikrinti, kad perėmimo metu visiems pasiūlymą gaunančios bendrovės tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams būtų taikomas vienodas režimas ir interesų apsauga, o oficialus siūlymas pateikiamas teisinga kaina (Direktyvos 3 straipsnio 1 ir 2 dalies a) punktai, 5 straipsnio 1, 3 ir 4 dalys). Siekdamas priimti tinkamą prejudicinį sprendimą, ETT vertino, kaip smulkiųjų akcininkų apsaugos principas yra įtvirtintas valstybių narių teisinėse sistemose ir ar šis principas laikytinas konstituciniu.

Dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos principo konstitucingumo. ETT Generalinės advokatės Vericos Trstenjakas 2009 m. birželio 30 d. Audiolux byloje pateiktoje nuomonėje<sup>24</sup> teigiama, kad smulkiųjų akcininkų apsaugos principas nėra išreikštas pirminėje teisėje ir daugelyje Europos Sąjungos antrinės teisės normų, tad neturi bendriesiems principams būdingo absoliutumo: „akcininkų lygybės sąvoka <...> atsispindi Bendrijos ir jos valstybių narių bendrovių teisėje ir akivaizdžiai demonstruoja esminį šios teisės srities idealą. Tačiau negalima teigti, kad iki šiol šis principas kurioje nors teisinėje tvarkoje yra įgijęs konstitucinį statusą.“<sup>25</sup>

20 Kacperczyk, A. With greater power comes greater responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders. *Strategic Management Journal*. 2009, 30-3: 269–270.

21 Kouloridas, A. *The Law and Economics Of Takeovers: An Acquirer's Perspective*. Oregon: Hart Publishing, 2008, p. 212–213.

22 Burkart, M.; Panunzi, F. Takeovers, *ECGI Working Paper Series in Finance* [interaktyvus]. Belgija, 2006 [žiūrėta 2012-08-10]. <<http://ssrn.com/abstract=420940>>. Haan-Kamminga, A. *supra* note, p. 49.

23 Byla C-101/08, *Audiolux SA, BIP Investment Partners SA ir kiti prieš Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL), RTL Group SA ir kiti*, 2009 (toliau – *Audiolux* byla).

24 Europos Teisingumo Teismo Generalinės advokatės Verica Trstenjak nuomonė (bylos Nr. C-101/08). [interaktyvus]. 2009 [žiūrėta 2012-08-25]. <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62008C0101:EN:HTML>>.

25 *Ibid.*, pastraipos 74–88.



Pažymėtina, jog jos nuomonę palaikė ir Europos Komisija, pagal kurią akcininkų lygybė bei smulkiųjų akcininkų apsauga negali būti laikomi bendraisiais Europos Sąjungos teisės principais, nes minėti principai yra per daug detalūs. Europos Komisijos nuomone, Direktyva išsako tik teisės aktų leidėjo poziciją nustatyti taisykles, kurios gintų smulkiuosius akcininkus pasikeitus kontrolei bendrovės viduje<sup>26</sup>.

ETT padarė išvadą, kad konstitucinį statusą turi tik bendrieji Europos Sąjungos teisės principai. O smulkiųjų akcininkų apsaugos principas yra konkretus, reikalauja priimti teisės aktus antrinės teisės forma, taigi neturi konstitucinio statuso. Pagal ETT išvadą, Direktyvoje nėra aiškiai apibrėžta smulkiųjų akcininkų apsauga kaip Europos Sąjungos principas<sup>27</sup>, t. y. ES teisėje nėra bendrojo teisės principo, kuris įpareigotų akcininką, įgyjantį ar vykdančią bendrovės kontrolę, pasiūlyti supirkti smulkiųjų akcininkų akcijas tokiomis pačiomis sąlygomis kaip ir tos, kurios buvo įsigyjant akcijas.

Dėl smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos reglamentavimo. Audiolux byloje ieškovai rėmėsi ne tik Europos Sąjungos teisės aktais, bet ir parengiamaisiais dokumentais, tokiais kaip Jaapo Winterio ekspertų grupės ataskaitos<sup>28</sup>, kuriose yra aiškiai išsakyta būtinybė sukurti bendrą smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos reguliavimo mechanizmą Europos Sąjungos lygiu. Tuo būdu ieškovai siekė įrodyti, kad parengiamieji dokumentai atskleidžia valstybių narių ketinimus įtvirtinti smulkiųjų akcininkų apsaugos principą Europos Sąjungos lygiu.

Tačiau sprendimo priėmimo procese reiškėsi kita nuomonė. Pavyzdžiui, Generalinė advokatė pasisakė<sup>29</sup>, kad parengiamieji dokumentai neįrodo valstybių narių siekio sukurti smulkiųjų akcininkų apsaugos mechanizmą ir juo labiau – siekimą smulkiųjų akcininkų apsaugos principą įtvirtinti Europos Sąjungos lygmeniu. Teigta, kad faktą, jog šio principo Europos Sąjungos lygiu nėra, įrodo dokumentuose pateiktos skirtingos valstybių narių pozicijos bei Direktyvos vizijos. Kitoks dalyko vertinimas galėtų pažeisti teisinio saugumo ir teisėtų lūkesčių principus, taip pat teisės aktų negaliojimo atgaline data principą<sup>30</sup>.

Atsižvelgdamas į Generalinės advokatės nuomonę, ETT padarė išvadą, kad Europos Sąjungos norminiai aktai bei teisės šaltiniai neįrodo bendrojo Europos Sąjungos teisės principo, susijusio su smulkiųjų akcininkų apsauga, egzistavimo. Kita vertus, ETT pažymėjo, jog tai neturėtų sumenkinti smulkiųjų akcininkų apsaugos svarbos – smulkiems akcininkams privalo būti garantuojama apsauga perėmėjui pateikiant pasiūlymą. Tokia apsauga yra būtina siekiant: 1) suderinti smulkiųjų akcininkų ir dominuojančio akcininko interesus, 2) užtikrinti interesų pusiausvyrą įgyjant įmones bei 3) užtikrinti,

26 *Supra* note 24. pastraipos 50–51.

27 Byla C-101/08, *supra* note 23, pastraipos 34, 43.

28 Winter, J.; Christensen, J. S.; Garcia, J. M. G., *supra* note 16, Winter, J.; Garcia, J. M. G. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2002, Briuselis.

29 Europos Teisingumo Teismo Generalinės advokatės Verica Trstenjak nuomonė, *supra* note 24, pastraipos 91–93.

30 Direktyvos 10-oji konstatuojamoji dalis: „Įpareigojimas pateikti siūlymą visiems vertybinių popierių savininkams netaikomas tiems kontrolės paketams, kurie jau egzistuoja tą dieną, kai įsigalioja nacionaliniai teisės aktai, kuriuose galioja ši direktyva.“

kad suinteresuotieji asmenys galėtų aiškiai suprasti savo teises ir pareigas ir imtis atitinkamų veiksmų<sup>31</sup>.

Iš to, kas pasakyta, galima daryti išvadą, kad ETT pozicija atitinka besiformuojančią nuomonę, jog perėmimo procese smulkiųjų akcininkų interesai neturėtų būti suabsoliutinami. Kita vertus, atrodytų diskutuotina, ar toks ETT sprendimas neturės neigiamos įtakos smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai perėmimo metu, nes gali suponuoti praktiką, kurioje smulkiųjų akcininkų apsauga bus taikoma tik tiek, kiek tai nepažeidžia perėmėjo interesų. Mūsų manymu, atsižvelgiant į tai, kad smulkusis akcininkas yra silpnosioji teisinio santykio šalis, jam turėtų būti taikoma platesnė interesų apsauga.

## 2. Smulkiųjų akcininkų apsaugos privalomo oficialaus siūlymo metu reguliavimas Lietuvoje

### 2.1. Smulkiųjų akcininkų apsauga Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo praktikoje

Direktyva pasirodė ypač naudinga Lietuvai ir kitoms besiformuojančia rinkos ekonomika pasižyminčioms ES valstybėms narėms, nes bendras perėmimų reglamentavimo harmonizavimas leido laisviau investuoti į besivystančių šalių bendroves, o padidėjęs bendras tarptautinių susijungimų, prisijungimų ir apsiungimų aktyvumas paskatino jose investicijų galimybes. Antra vertus, inkorporavus Direktyvą į Lietuvos teisę, kilo pareigos teikti oficialų siūlymą vertinimo problemų, išryškėjusių tuometinėje Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo (toliau – LRKT) praktikoje.

2005 m. gruodžio 12 d. nutarime LRKT padarė išvadą dėl AB „Būtingės nafta“, AB „Mažeikių nafta“ ir AB „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo, pagal kurį OS nebuvo taikomas AB „Mažeikių nafta“ privatizavimo santykiams<sup>32</sup>. AB „Mažeikių nafta“ smulkiesiems akcininkams buvo atimta teisė parduoti savo akcijas stambiesiems drauge veikiantiems akcininkams. Tokią išvadą LRKT padarė laikydamas, kad šios valstybinės reikšmės įmonės restruktūrizavimo mechanizmas, kaip ir pati įmonė, yra išimtinis ir nesietinas „su bendroju teisiniu reguliavimu, nustatytu kituose įstatymuose“<sup>33</sup>. Išimtį iš bendro reguliavimo LRKT motyvavo tikslingumo sumetimais<sup>34</sup>, kuriais turėtų remtis po reorganizavimo AB „Mažeikių naftos“ veikla ir valdymas.

Suteikdamas AB „Mažeikių nafta“ įmonei išimtinį reguliavimą, LRKT drauge pažymėjo, kad smulkiųjų akcininkų apsaugos mechanizmo išimtis prieštarauja Konstitucijos 23 straipsnio 2 dalies nuostatai. Todėl, pagal proporcingumo principą, įmonės atleidimas nuo pareigos teikti oficialų siūlymą turi būti akcininkams kompensuotas tiek, kiek smulkiojo akcininko teisės buvo susiaurintos AB „Mažeikių nafta“ atžvilgiu,

31 Byla C-101/08, *supra* note 23, pastraipa 58.

32 Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas byloje Nr. 20/02 „Dėl AB „Mažeikių nafta“ reorganizavimo įstatymo“. *Valstybės žinios*. 2005, Nr. 146-5332.

33 *Ibid.*, p. 53, konstatuojamosios dalies 48.2 punktą.

34 *Ibid.*, p. 54, konstatuojamosios dalies 49 punktą.



t. y. tiek, kiek smulkieji akcininkai iš tikrųjų patyrė praradimų dėl privalomo oficialaus siūlymo nepateikimo<sup>35</sup>.

Manome, jog tokia LRKT praktika prieštarauja Direktyvos nuostatomis dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos. Direktyva įpareigoja, kad akcininkų interesams apsaugoti turi būti naudojamas oficialus siūlymo institutas. Alternatyvos šiam institutui nėra nei Europos Sąjungos, nei Lietuvos teisės aktuose, todėl LRKT nutarimu legitimizuotas OS instituto atsisakymas „tikslingumo sumetimais“ (beje, nėra paaiškinta, kokius konkrečius tikslinius dalykus apima šis terminas) vertintinas kaip neteisėtas ir neteisingas. Antra, Direktyva nustato, kad akcininkai turi teisę į iš OS instituto kylančią naudą tik tokiu atveju, jeigu patiriamą žalą galima apskaičiuoti ir įvertinti. Taigi, AB „Mažeikių nafta“ atveju turėjo būti nustatytas terminas, iki kada galėjo atsirasti žala (iki OS įgyvendinimo ar per tam tikrą laiką po OS įgyvendinimo).

Kitame 2006 m. sausio 17 d. LRKT nutarime<sup>36</sup> buvo nagrinėjamas klausimas, ar pareigos teikti oficialų siūlymą institutas neprieštarauja Lietuvos Respublikos Konstitucijoje įtvirtintam nuosavybės neliečiamumo principui. LRKT konstatavo, kad akcininkui vienam ar kartu su kitais asmenimis įgyjant įmonės akcijų paketą, kuris leidžia kontroliuoti įmonės veiklą ir priimti sprendimus, atitinkamai sumažėja kitų akcininkų, ypač smulkiųjų, galimybės daryti įtaką įmonės veiklai. Todėl nutarime išsakyta būtinybė ginti tokių akcininkų teises, kadangi tai – viešasis interesas<sup>37</sup>. Taigi, šis nutarimas LRKT yra tinkamas pagrindas formuoti smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos institutui.

## 2.2. Smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos reguliavimo problemos

Oficialaus siūlymo institutą Lietuvoje iš esmės reguliuoja Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo<sup>38</sup> (toliau – VPĮ) ketvirtasis skirsnis (29–36 straipsniai). 2010 m. VPĮ padarius kai kuriuos pakeitimus, buvo įtvirtintos palankios smulkiesiems akcininkams nuostatos: numatyta mažesnė<sup>39</sup>, t. y. 1/3 balso teisę suteikiančių emitento vertybinių popierių riba, kurią peržengęs asmuo ar asmenų grupė turi pareigą teikti oficialų siūlymą (VPĮ 31 straipsnio pakeitimai), priimta teisingos kainos nuostata (VPĮ 34 straipsnis), nustatytos sankcijos už OS nevykdymą (VPĮ 35, 46–47 straipsniai), padidintos Lietuvos banko teisės oficialaus siūlymo procese. Be to, siekiant spręsti teisingos kainos oficialaus siūlymo metu nustatymo problematiką<sup>40</sup>, VPK ir suinteresuotų dalyvių dėka buvo patobulinta teisingos kainos nustatymo metodika<sup>41</sup>.

35 *Supra* note 32, konstatuojamosios dalies 58 punktas.

36 Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas byloje Nr. 25/04 „Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo atitikties Konstitucijai“. *Valstybės žinios*. 2006, Nr. 8-284.

37 *Ibid.*, p. 6.

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

39 Anksčiau galiojo 40 procentų peržengimo riba.

40 Plačiau apie jas rašoma Talutis, T.; Šenavičius, V. Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai. *Jurisprudencija*. 2010, 2(120): 344-353

41 Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-09-09]. <<http://www.vpk.lt/new/documents/Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf>>.

Šie ir kiti pakeitimai yra sveikintini ir, be abejonės, turės teigiamą įtaką smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai. Tačiau ar smulkiųjų akcininkų apsaugos mechanizmas Lietuvoje iš tiesų yra efektyvus, verčia abejoti tam tikrais atvejais besiformuojanti ydinga oficialaus siūlymo praktika – VPK sprendimai ginčiuose, kylančiuose dėl pareigos teikti oficialų siūlymą. Aptarsime tai detaliau.

Nevienodo panašių situacijų vertinimo problema. Smulkiųjų akcininkų apsaugos mechanizmui svarbu, kad būtų išlaikomas bendras vienodo požiūrio principas, t. y. panašios situacijos nebūtų vertinamos skirtingai, o skirtingos – vienodai (suprantama, jei toks vertinimas negali būti objektyviai pagrįstas). Tai, kad šis principas Lietuvoje galimai yra pažeidžiamas, geru pavyzdžiu galėtų būti daug panašumų (ilgai trukęs ginčo procesas, susitariančiai veikiančių asmenų skaičiavimo, teisingos kainos nustatymo problemos) turintys ginčai dėl AB „Panevėžio statybos trestas“<sup>42</sup> ir AB „Linas“<sup>43</sup> balso teisę turinčių vertybinių popierių supirkimo.

2010 m. rugsėjo 23 d. VPK patvirtino AB „Panevėžio statybos trestas“ privalomo oficialaus siūlymo cirkuliarą, sutikdama su perėmėjo siūloma kaina, tariamai apsaugančia smulkiųjų akcininkų interesus<sup>44</sup>. Pažymėtina, kad patvirtinta supirkimo kaina neatitiko pareigos atsiradimo metu galiojusio Vertybinių popierių rinkos įstatymo (toliau – VPRĮ) reikalavimų – buvo kelis kartus mažesnė negu investuotojai, vadovaudamiesi VPRĮ, tikėjosi<sup>45</sup>. Priešingai, panašioje AB „Linas“ byloje VPK formulavo kitokią praktiką – reikalavo, kad oficialus siūlymas būtų pateiktas pagal pareigos atsiradimo metu galiojusio VPRĮ reikalavimus. AB „Linas“ perėmėjams nesutikus, VPK, gavusi smulkiųjų AB „Linas“ akcininkų prašymus ir įvertinusi sutartinai veikiančių AB „Linas“ akcininkų atsisakymą vykdyti 2006 m. liepos 11 d. jiems kilusią pareigą pateikti ir įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą dėl likusių AB „Linas“ akcijų supirkimo, atstovaudama daugiau nei 1000 AB „Linas“ akcininkų, VPK 2008 m. gruodžio 24 d. Kauno apylinkės teismui pateikė ieškinį viešajam interesui ginti (toliau – antroji AB „Linas“ byla)<sup>46</sup>.

Priežiūros institucijos įgaliojimų viršijimo problema. Ši problema iš dalies siejasi su pirmąja. VPĮ 31 straipsnio 5 dalyje nustatyta, kad priežiūros institucija tvirtina oficialaus siūlymo cirkuliarus. Tačiau VPĮ<sup>47</sup> labai aiškiai nustato oficialaus siūlymo principus ir kainos nustatymo tvarką, todėl cirkuliaras gali būti patvirtintas tik tada, jei jame nurodyta vertybinių popierių supirkimo kaina atitinka VPĮ keliamus reikalavimus. Atkreipti-

42 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).

43 Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutartis administracinėje byloje *L. L. v. Vertybinių popierių komisija* (bylos Nr. A-261-1740/2008) (toliau – AB „Linas“ byla).

44 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos sprendimas dėl AB „Panevėžio statybos trestas“ privalomo oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo [interaktyvus]. 2010 [žiūrėta 2012-08-13]. <<http://www.vpk.lt/new/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14552/>>.

45 Lietuvos akcininkų asociacijos susirašinėjimas su VPK dėl privalomo oficialaus siūlymo kainos neatitikimo VPRĮ reikalavimams [interaktyvus]. 2010 [žiūrėta 2012-08-24], <[http://www.investuotojams.eu/images/stories/laa\\_susirasin\\_su\\_vpk\\_del\\_pst\\_2009-2010.pdf](http://www.investuotojams.eu/images/stories/laa_susirasin_su_vpk_del_pst_2009-2010.pdf)>.

46 Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. lapkričio 22 d. nutartis civilinėje byloje *Vertybinių popierių komisija v. L. L., R. L., BUAB „Nordic investicija“, E. L., P. J.* (bylos Nr. 3K-3-455/2011).

47 Anksčiau – VPRĮ.

nas dėmesys, jog nagrinėdama 2010 m. rugsėjo 23 d. patvirtintą AB „Panevėžio statybos trestas“ privalomo oficialaus siūlymo cirkuliarą VPK minėtų VPI nuostatų nesilaikė.

AB „Panevėžio statybos trestas“ perėmimo metu galiojusiam VPRĮ yra įtvirtinta, kad teisinga kaina nustatoma remiantis iki perėmimo buvusios kainos vidurkiu, apskaičiuotu iš 12 pastarųjų mėnesių, tačiau siūlymo kaina negali būti mažesnė už tą kainą, kurią akcininkas mokėjo pirkdamas akcijas nuo perėmimo momento iki OS fakto. Tuo tarpu VPK patvirtino kainą, kuri yra daugiau nei dvigubai mažesnė už tą, kurios AB „Panevėžio statybos trestas“ akcininkai galėjo tikėtis pagal VPRĮ (vėliau – VPI) nuostatas. Neoficialiai VPK tokį savo sprendimą argumentavo tuo, kad tuo metu, kai buvo sudaromi sandoriai, AB „Panevėžio keliai“ pareiga teikti privalomą oficialų siūlymą dar nebuvo juridiskai patvirtinta (nebuvo priimtas galutinis ir neskundžiamas teismo sprendimas dėl pareigos teikti oficialų siūlymą), todėl būtų neteisinga, neprotinga ir nesąžininga reikalauti atsižvelgti į sandorius, sudarytus nežinant galimų pasekmių.

Šis teiginys diskutuotinas, nes prieštarauja smulkiųjų akcininkų apsaugą įtvirtinančioms VPI nuostatomis. Be to, jis kuria neigiamą precedentą: skatina perėmėjus vilkinti procesą: sąmoningai ginčyti pareigą pateikti privalomą oficialų siūlymą tikintis, kad balso teisę suteikiančių vertybinių popierių kaina nukris arba, nesant galutinio teismo sprendimo, toliau supirkinėti vertybinius popierius didesne nei OS kaina be įpareigojimo padidinti viso privalomo OS kainą.

Pareigos teikti oficialų siūlymą galiojimo problema. Nevienodas VPK požiūris į panašias situacijas daro neigiamą įtaką ir Direktyvos nuostatas bei ETT praktiką atitinkančių Lietuvos teismų sprendimų priėmimui. Tai rodo 2011 m. kovo 8 d. Kauno apygardos teismo nutartis antroje AB „Linas“ byloje<sup>48</sup>, kurioje teigiama, kad AB „Linas“ perėmėjams pareiga teikti oficialų siūlymą nekyla dėl to, kad šiuo metu perėmėjai nebeturi AB „Linas“ akcijų. Teismas pažymėjo, kad išnykus šiai pareigai VPK (dabar – Lietuvos bankas) gali skirti VPI 47 straipsnyje nustatytas baudas už pareigos nevykdymą<sup>49</sup>, tačiau negali neturinio akcijų asmens priversti teikti oficialų siūlymą.

Tokį teismo sprendimą būtų gana sudėtinga pagrįsti remiantis pareigą teikti oficialų siūlymą reglamentuojančiais Lietuvos bei Europos Sąjungos teisės aktais, todėl nestebina, kad 2011 m. lapkričio 22 d. nutartimi antroje AB „Linas“ byloje Lietuvos Aukščiausiasis Teismas panaikino minėtą Kauno apygardos teismo nutartį. Teismas pasisakė, kad, kartu veikiančių asmenų grupei peržengus įstatyme nustatytą balsų (akcijų) ribą, kyla alternatyvi pareiga: 1) perleisti viršijančius nustatytą balsų ribą vertybinius popierius per apibrėžtą laiko tarpą arba 2) teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Jei per įstatymo nustatytą terminą nėra viena iš alternatyvių pareigų neįgyvendinama, smulkieji akcininkai įgyja teisę reikalauti oficialaus siūlymo paskelbimo dėl likusių vertybinių popierių, suteikiančių balsavimo teisę, supirkimo.

Toks oficialaus siūlymo pareigos vertinimas visiškai sutampa su ETT pozicija, pagal kurią Direktyvos nuostatos aiškiai ir nedviprasmiškai numato, kad bendrovės kont-

48 Vėliau panaikinta Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. lapkričio 22 d. nutartimi, *supra* note 46.

49 VPI 47 str. 1 d. 4 p. Nesilaikantiems nustatyto reikalavimo pateikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius bendrovės akcijas VPK gali paskirti iki 500 tūkstančių litų baudą.

rolę įsigijęs asmuo turi būti įpareigotas visiems tos bendrovės vertybinių popierių savininkams pasiūlyti nupirkti visas jų akcijas vienoda ir teisinga kaina, atitinkančia įprastą apibrėžimą<sup>50</sup>. Taigi, administracinė VPK bauda yra tik sankcija už pareigos nevykdymą, o ne alternatyva pareigos teikti oficialų siūlymą vykdymui. Akivaizdu, kad netgi maksimali (500 000 Lt) bauda neįstengtų kompensuoti žymiai didesnių smulkiųjų akcininkų praradimų dėl pareigos teikti OS neteikimo.

Sankcijų neefektyvumo problema. VPI 31 straipsnio 6 dalis numato, kad savarankiškai veikiantis asmuo ar sutartinai veikiantys asmenys, peržengę 1/3 balsų ribą, netenka visų balsų visuotiniame bendrovės akcininkų susirinkime, o balsų teisę atgauti tik priežiūros institucijai patvirtinus oficialaus siūlymo cirkuliarą. Be to, OS pareigos nevykdantiems perėmėjams gresia VPI 47 straipsnio 1 dalies 4 punkte nustatyta 500 000 Lt bauda.

Tačiau iš AB „Linas“ pavyzdžio matyti, kad šios prevencinės priemonės neužtikrina smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos. AB „Linas“ perėmėjai OS pareigą siekė apeiti, perleisdami savo turėtas akcijas, taip pat deklaruodami, kad neturi lėšų privalomo oficialaus siūlymo teikimui. Manytume, kad gera priemonė užkirsti kelią tokiems piktnaudžiavimams galėtų būti nauja VPI nuostata, kad pareigos teikti oficialų siūlymą nevykdantis perėmėjas ar jų grupė, be jau išvardytų prevencinių priemonių, netektų ir teisės disponuoti savo turimais emitento vertybiniais popieriais. Taip būtų užtikrinta smulkiųjų akcininkų interesų apsauga.

## Išvados

Neprivalomų Direktyvos nuostatų įgyvendinimo skirtumai Europos Sąjungos valstybių narių teisinėse sistemose suponuoja prieštaringą jų požiūrį į smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą oficialaus siūlymo metu. Europos Teisingumo Teismui nusprendus, kad smulkiųjų akcininkų apsaugos principas nėra bendrasis Europos Sąjungos principas, kyla grėsmė, kad smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos ribos oficialaus siūlymo proceso metu bus vertinamos laisviau. Dėl to ETT išsakyta nuomonė dėl pusiausvyros tarp smulkiųjų akcininkų bei perėmėjo interesų išlaikymo siekimo valstybių narių teismuose gali suponuoti teisinius ginčus dėl teisingos kainos nustatymo.

Smulkiųjų akcininkų interesams apsaugoti Lietuvos teismų praktikoje būtina įtvirtinti nuostatą, kad pareiga teikti oficialų siūlymą neišnyksta iki tol, kol bus pateiktas oficialus siūlymas teisinga kaina. Vienodai teisingai teismų praktikai formuotis taip pat yra privalomas priežiūros institucijos sprendimų dėl oficialaus siūlymo cirkuliarų priėmimo ar atmetimo viešas argumentavimas.

Smulkiųjų akcininkų interesams apsaugoti, šalia jau esančių prevencijos priemonių, VPI būtina įtvirtinti nuostatą, kad pareigos teikti oficialų siūlymą nevykdantis perėmėjas ar jų grupė netenka teisės disponuoti savo turimais emitento vertybiniais popie-

50 Byla C-101/08, *supra* note 23, pastraipa 9.

riais. Perėmėjui piktybiškai vengiant pateikti oficialų siūlymą, tai leistų smulkiesiems akcininkams patenkinti savo turtinius reikalavimus.

## Literatūra

- Byla C-101/08, Audiolux SA, BIP Investment Partners SA ir kiti prieš Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL), RTL Group SA ir kiti, 2009.
- Bolkestein F. kalba Europos politikos studijų centre. The Takeover Directive: A Commission Perspective [interaktyvus]. Briuselis, 2003 [žiūrėta 2010-08-22]. <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/03/106&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>>.
- Burkart, M.; Panunzi, F. Takeovers. ECGI Working Paper Series in Finance [interaktyvus]. Belgija, 2006 [žiūrėta 2012-08-10]. <<http://ssrn.com/abstract=420940>>.
- Clarke, B. The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation? *European Law Journal*. 2009, 15-2: 174–197.
- Clarke, B. Takeover Regulation – through the Regulatory Looking Glass. *German Law Journal*. 2007, 8-4: 381–412.
- Curtis, M.; Roberts, I.; Cruse, J. Great expectations. *International Financial Law Review* [interaktyvus]. 2007, 4 [žiūrėta 2012-09-02]. <<http://www.iflr.com/Article/1984342/Great-expectations.html>>. P. 5.
- Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. [2004] OL LM 17/2.
- Geens, K.; Clottens, C. One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited. *Leuven University Press*. 2010: 1–48.
- Haan-Kamminga, A. *Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement*. Deventeras: Kluwer publishing, 2006.
- Harvey, N.; Norman, G.; Nourry, A. *Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union*. Fourth Edition, City and Financial Publishing, London: City and Financial Publishing, 2005.
- Kacperczyk, A. With greater power comes greater responsibility? Takeover protection to stakeholders. *Strategic Management Journal*. 2009, 30-3: 261–285.
- Koulouridas, A. *The Law and Economics Of Takeovers: An Acquirer's Perspective*. Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon: Hart Publishing, 2008.
- Lietuvos akcininkų asociacijos susirašinėjimas su VPK dėl privalomo oficialaus siūlymo kainos neatitikimo VPRĮ reikalavimams [interaktyvus]. 2010 [žiūrėta 2012-08-24] <[http://www.investuotojams.eu/images/stories/laa\\_susirasin\\_su\\_vpk\\_del\\_pst\\_2009-2010.pdf](http://www.investuotojams.eu/images/stories/laa_susirasin_su_vpk_del_pst_2009-2010.pdf)>.
- 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).
- Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. lapkričio 22 d. nutartis civilinėje byloje Vertybinių popierių komisija v L. L., R. L., BUAB „Nordic investicija“, E. L., P. J. (bylos Nr. 3K-3-455/2011).
- Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas byloje Nr. 20/02 „Dėl AB „Mažeikių nafta“ reorganizavimo įstatymo“. Valstybės žinios. 2005, Nr. 146-5332.
- Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas byloje Nr. 25/04 „Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo atitikties Konstitucijai“. Valstybės žinios. 2006-01-21, Nr. 8-284.

- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas. Valstybės žinios. 2007, Nr. 17-626.
- Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos sprendimas dėl AB „Panevėžio statybos trestas“ privalomo oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo [interaktyvus]. 2010 [žiūrėta 2012-08-13]. <<http://www.vpk.lt/new/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14552/>>.
- Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-09-09]. <[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. spalio 20 d. nutartis administracinėje byloje L. L. v. vertybinių popierių komisija (bylos Nr. A-261-1740/2008).
- Misius, R. Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos. *Jurisprudencija*. 2005, 77 (69): 41–57.
- Sagayam, S. Member states struggle to adopt Takeover Directive. *International Financial Law Review* [interaktyvus]. 2006 [žiūrėta 2012-08-15]. <<http://www.iflr.com/Article/1984549/Member-states-struggle-to-adopt-Takeover-Directive.html>>.
- Simpson, S. V.; Corte, L. European overview: EU Directive fails to harmonize takeovers. *International Financial Law Review*. 2005, 4: 15–19 [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-15]. <<http://www.iflr.com/Article/2027907/European-overview-EU-Directive-fails-to-harmonize-takeovers.html>>.
- Talutis, T.; Šenavičius, V. Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai. *Jurisprudencija*. 2010, 2(120): 341–356.
- Winter, J.; Christensen, J. S.; Garcia, J. M. G. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids [interaktyvus]. 2002 [žiūrėta 2012-08-28]. <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)>.
- Winter, J., et al. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2002.
- 2007 m. vasario 13 d. Europos Teisingumo Teismo Generalinio advokato Damaso Ruiz-Jarabo oficiali nuomonė [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2010-08-02]. <<http://curia.europa.eu/en/actu/communiqués/cp07/aff/cp070014en.pdf>>.
- 2009 m. birželio 30 d. Europos Teisingumo Teismo Generalinės advokatės Verica Trstenjak nuomonė [interaktyvus]. 2009, bylos Nr. C-101/08 [žiūrėta 2010-08-25]. <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62008C0101:EN:HTML>>.

## PROTECTION OF MINORITY SHAREHOLDERS' INTERESTS BEYOND THE MANDATORY BID: EUROPEAN UNION AND LITHUANIA'S PRACTICE

Vytautas Šenavičius

Mykolas Romeris University, Lithuania

**Summary.** *This article analyses the efficiency of the minor shareholders' protection beyond the mandatory bid. The article aims to identify and analyse the effectiveness of minority shareholders' protection under the case-law of the European Court of Justice and also the Lithuanian court practice.*



*As laid down in Directive 2004/25/EC, 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 aim of the said obligation is to protect the shareholders' interests. However, the clause of the abovementioned Directive may not ensure that the protection of minority shareholders is efficient within the EU. One can see that the implementation of Directive 2004/25/EC is different from country to country due to the Member States' discretion to opt out of particular clauses (breakthrough rule, neutrality rule, reciprocity) of the said Directive. Therefore, a scientific discussion is ongoing within the EU that raises the question of whether the waivers of Directive 2004/25/EC lead to the lack of minority shareholder protection.*

*In this article, we also analyse the judgment of the European Court of Justice in Audiolux case and its potential outcomes (the said Court put it clearly that the protection of minority shareholders is not the general principle of the European Union). Also, we emphasise that the regulation of mandatory bid does not protect minority shareholders in Lithuania, and raise its main regulatory problems. The supervisory institution should make all efforts to fulfil its obligation to protect the minority shareholders' rights in the mandatory bid procedure, and, secondly, where the major shareholder deliberately rejects to make the mandatory bid, the sanctions that are imposed for the infringement of the laws are not effective.*

**Keywords:** takeover bid, regulation of takeovers, protection of minority shareholders.

---

**Vytautas Šenavičius**, Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto Verslo teisės katedros lektorius, doktorantas. Mokslinių tyrimų kryptys: finansinių priemonių bei kapitalo rinkų reguliavimas, draudimo teisė.

**Vytautas Šenavičius**, Mykolas Romeris University, Faculty of Law, Department of Business Law, Doctoral student, Lecturer. Research interests: regulation of securities and capital markets, Insurance Law.