

PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS IR PIRKIMAS – INSTITUTO ESMĖ IR KAI KURIE PROBLEMINIAI ASPEKTAI

Oksana Fruzerova

Lietuvos banko Priežiūros tarnybos
Finansinių paslaugų ir rinkų priežiūros departamento
Reguliuojamos rinkos priežiūros skyriaus
vyriausioji juriskonsultė
Tel. (+370 5) 268 05 31
El. paštas: ofruzerova@lb.lt

Pagrindinis straipsnio tikslas – pateikti privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto analizę ir atskleisti probleminius šio instituto taikymo aspektus. Kadangi privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas, kurį reglamentuoja Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 37 straipsnis, yra tiesiogiai susijęs su oficialaus siūlymo institutu, straipsnyje taip pat nagrinėjami tam tikri aktualūs oficialaus siūlymo, ypač Lietuvos teismų praktikos, klausimai. Straipsnis skiriamas finansų rinkos dalyviams, investuotojams, teisininkams ir šia sritimi besidomintiems mokslininkams.

The main goal of this article is to analyze the essence and main features of squeeze-out and sell-out rights and to reveal the problematic aspects of the application of this institute in practice. Taking into consideration the close link between the squeeze-out and sell-out rights, established in Article 37 of The Law on Securities, and takeover bids, this article also reveals some relevant aspects of Lithuanian case law and takeover bids regulation. The article should be relevant to the participants of financial markets, investors, lawyers and researches.

Įvadas

Įmonių perėmimo direktyvoje 2004/25/EB nustatytos kelios privalomos pagrindinės nuostatos, kurios turėjo būti perkeltos į valstybių narių nacionalinę teisę: oficialaus siūlymo (5 straipsnis); privalomo akcijų pardavimo (angl. *squeeze-out right*) (15 straipsnis) ir privalomo akcijų pirkimo (angl. *sell-out right*) (16 straipsnis) [1]. Nors direktyvos preambulėje nustatyta, kad būtina apsaugoti bendrovių vertybinių popierių savininkus, kai yra pateikiami pasiūlymai dėl tų bendrovių perėmimo arba kai keičiasi jų valdymas, minėtos

nuostatos turi nemažai trūkumų ir dažnai susiduriama su problemomis jas taikant ir interpretuojant. Kai kurių autorių teigimu, problemos yra tokios esminės, kad būtų galima teigti, jog vienas iš pagrindinių minėtos direktyvos tikslų – smulkiųjų akcininkų apsauga – nebuvo pasiektas, ir minėta direktyva praktikoje apskritai neegzistuoja [12]. Todėl nuodugnesnė Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB pagrindinių nuostatų analizė yra svarbi tiek nacionaliniu, tiek ES lygiu.

Tarp privalomo oficialaus siūlymo, kai remiantis Lietuvos teisės aktais stambusis akcininkas peržengia 1/3 balsų ribą bend-

rovės visuotiniame akcininkų susirinkime, ir privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto, kai yra įgyjama 95 procentai balsų bendrovės akcininkų susirinkime, institutų yra glaudus ryšys, nes tik po tinkamai įgyvendinto oficialaus siūlymo gali būti taikomos privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo nuostatos. Abu šie institutai (oficialaus siūlymo bei privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo) siejami su stambiųjų ir smulkiųjų akcininkų teisėmis ir pareigomis, kai yra įgyjamas atitinkamo dydžio akcijų paketas, kuris leidžia jo turėtojui daryti reikšmingą įtaką valdant bendrovę.

Turimos kelios reikšmingos Lietuvos teismų bylos, susijusios su privalomu akcijų pardavimu ir pirkimu; teismų suformuota pozicija yra pakankamai reikšminga taikant šį institutą, todėl verta atskiros analizės. Nors privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutas Lietuvoje buvo taikytas mažai, tačiau kyla nemažai klausimų, kurių analizė galėtų padėti efektyviau taikyti šį institutą. Nagrinėjant privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutą, šiame straipsnyje detaliau aptariami du probleminiai klausimai: 1) dėl pareigos vykdymo reorganizavus bendrovę, t. y. ar stambiajam akcininkui išlieka prievolė privalomai išpirkti iš smulkiųjų akcininkų turimas akcijas, kai po reorganizavimo nebelieka juridinio asmens, kurio akcijos turi būti superkamos; ir 2) dėl privalomo akcijų išpirkimo kainos teisingumo, kai šis institutas taikomas po privalomo oficialaus siūlymo, kai akcijų kaina priežiūros institucijos buvo koreguojama siekiant padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei.

Straipsnio tikslas. Atskleisti privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto esmę, identifikuoti tam tikrus Lietuvoje aktualius

probleminius minėto instituto taikymo aspektus ir pateikti šio instituto taikymo tobulinimo pasiūlymų. Kadangi privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas įmanomas tik po tinkamai įgyvendinto oficialaus siūlymo, straipsnyje taip pat siekiama nustatyti ir teismų praktikos išgrynintus esminius oficialaus siūlymo elementus.

Straipsnio objektas. Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutas ir tam tikri probleminiai instituto taikymo aspektai, taip pat tam tikri oficialaus siūlymo reglamentavimo ir teismų praktikos elementai.

Problematika, darbo aktualumas ir naujumas. Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo tema Lietuvos mokslinėje teisės literatūroje nagrinėta mažai, todėl trūksta tyrimų šioje srityje. Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo klausimu pavyko rasti tik du mokslinius straipsnius, viename iš esmės nagrinėjamas teisingos kainos nustatymo klausimas [11], kuris nėra šio straipsnio objektas, kitas straipsnis yra publikuotas 2004 m. [10], tad nagrinėjamo instituto reglamentavimas yra pasikeitęs. Oficialaus siūlymo klausimu Lietuvoje pavyko rasti tris mokslinius straipsnius [9; 13; 14]. Tai, kad ši sritis menkai nagrinėta Lietuvos moksle, lemia srities specifiškumas ir sąlyginis šio instituto naujumas, nes privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo nuostatos Lietuvoje buvo įtvirtintos tik 2005 metais. Šiame straipsnyje aptariami kiti Lietuvos mokslinėje literatūroje dar nenagrinėti kylantys praktiniai analizuojamų institutų taikymo aspektai.

Pagrindiniai darbe taikyti *tyrimo metodai*: loginės analizės, lingvistinis, teleologinis, lyginamasis ir duomenų analizės.

Šiame darbe yra pateikiama nepriklausoma straipsnio autorės pozicija.

I. Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto sąlyga – oficialaus siūlymo įgyvendinimas

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo (toliau – VPI) 37 straipsnyje reglamentuojamas privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutas [3]. Pažymėtina, kad pagal bendrąją taisyklę privalomas akcijų pardavimas galimas tik įgyvendinus oficialų siūlymą. Pareiga teikti oficialų siūlymą įtvirtinta VPI 31 straipsnyje.

VPI 31 straipsnio 1 dalyje nustatyta, kad jeigu asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijas, kurios suteikia daugiau kaip 1/3 balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, jis privalo: 1) perleisti akcijas, viršijančias šią ribą, arba 2) teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teise suteikiančias bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, akcijas. Pažymėtina, kad už pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą nevykdymą VPI 47 straipsnio 4 punkte nustatyta griežta teisinė atsakomybė – iki 500 tūkst. litų bauda. Taip pat atkreiptinas dėmesys, kad dabartinis oficialaus siūlymo reglamentavimas iš esmės remiasi nuostatomis, kurios yra įtvirtintos ES lygmeniu. Tačiau atsižvelgiant į oficialių siūlymų praktiką Lietuvoje, teisės doktrinoje daroma išvada, kad Lietuvoje įtvirtintas teisinis reglamentavimas nėra išsamus ir visiškai aiškus, todėl praktikoje kyla nemažai keblumų [13]. Su tokia pozicija iš dalies galima sutikti.

Taigi, stambusis akcininkas, peržengęs 1/3 balsų ribą bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime¹, ir per VPI nustatytus

terminus (nedelsiant, bet ne vėliau kaip per 4 prekybos dienas) nepasinaudojęs teise perleisti akcijas, viršijančias šią ribą, įgyja prievolę teikti privalomą oficialų siūlymą ir supirkti likusias akcijas iš smulkių akcininkų už teisingą kainą. Ši pozicija aiškiai išreikšta ir dar nelabai gausioje Lietuvos teismų praktikoje. Lietuvos Aukščiausiasis Teismas (toliau – LAT) savo praktikoje ne kartą konstatavo, kad asmenims per įstatymo nustatytą terminą neįgyvendinus vienos iš minėtų alternatyvių pareigų, smulkieji akcininkai įgyja teisę reikalauti oficialaus siūlymo paskelbimo dėl likusių vertybinių popierių, suteikiančių balsavimo teisę, supirkimo. Smulkieji akcininkai turi teisę reikalauti tik įpareigojimo pateikti privalomą oficialų siūlymą. Todėl asmenys, peržengę įstatyme nustatytą balsų ribą bei praleidę įstatyme nustatytą terminą apsispręsti, ar perleisti vertybinius popierius, viršijančius nustatytą balsų ribą, ar teikti privalomą oficialų siūlymą, turi tik vieną galimybę – teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teise suteikiančias bendrovės akcijas ir ši prievolė lieka galioti, kol bus įgyvendinta [21; 22]. LAT praktika formuojama aiški pozicija, kad oficialaus siūlymo institutas skirtas apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus. Įgyvendinant privalomą oficialų siūlymą sudaroma galimybė smulkiesiems akcininkams parduoti turimas akcijas ir pasitraukti iš bendrovės dalininkų arba ir toliau likti smulkiaisiais akcininkais. Aiškiai pasakoma, kad jeigu per VPI 31 straipsnio 3 dalyje nustatytą terminą stambusis akci-

įmonės kontrolės nustatymo dinamikoje; jie padeda „atsikratyti“ neefektyvaus bendrovės valdymo. Tai taip pat užtikrina kontrolę turinčių asmenų discipliną. Tad ši rinka, kai tinkamai funkcionuoja (angl. *functioning takeover market*), gali būti įvardijama kaip efektyvi bendrovės valdymo sistemos prielaida [8, p. 8].

¹ Ekonominiu požiūriu įmonių perėmimai (kontrolinių akcijų paketų įgijimai) yra esminis elementas

ninkas akcijų neperleido, jam lieka viena alternatyva – įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą.

LAT taip pat konstatavo, kad pareiga pateikti privalomą pasiūlymą pagrįsta ne tik investuotojų (šiuo atveju akcininkų) apsaugos, bet ir kitais viešojo intereso apsaugos tikslais, t. y. siekiu užtikrinti sąžiningą, atvirą ir efektyvų finansinių priemonių rinkų veikimą. Šių tikslų pasiekimas tiesiogiai susijęs su teisės aktuose nustatytų pareigų vykdymu, padedančiu užtikrinti drausmę ir stabilumą finansų rinkose. Elgesys finansų priemonių rinkose negali būti pripažįstamas teisėtu, jei nesąžiningai pasinaudojant finansinių priemonių perleidimo sandoriais išvengiama imperatyviųjų finansų rinkas reglamentuojančių įstatymų nuostatų taikymo. Dėl to asmenims pareiga pateikti oficialų pasiūlymą yra privalomai vykdytina įstatymo nustatyta tvarka ir vėlesnis akcijų perleidimas šios pareigos nepanaikina [23]. Šis teismo išaiškinimas vertinamas ypač palankiai, nes užkerta kelią asmenims, peržengusiems VPĮ 31 straipsnio 1 dalyje nustatytą balsų ribą ir nepateikusiems oficialaus siūlymo, išvengti teisės aktuose nustatytų pareigų vykdymo vėliau perleidus vertybinius popierius kitiems asmenims. Tokiu būdu taip pat užtikrinamas smulkiųjų investuotojų teisėtų lūkesčių ir teisėtumo principo įgyvendinimas. 1/3 balsų ribą bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime peržengęs ir bendrovės kontrolę įgijęs asmuo ar asmenų grupė (sutartinai veikiantys asmenys), per teisės aktų nustatytą terminą neperleidę akcijų, viršijančių šią ribą, privalo teikti oficialų siūlymą ir už teisingą kainą supirkti akcijas iš tų akcininkų, kurie atsilieps oficialaus siūlymo metu. Taigi pareiga gali išnykti tik vienu atveju – tinkamai

įgyvendinus oficialų siūlymą, ir vėlesnis akcijų perleidimas, nesilaikant VPĮ nustatytų terminų, ar priežiūros institucijos paskirta poveikio priemonė už pareigos pateikti oficialų siūlymą neįgyvendinimą neturi reikšmės atsiradusiai pareigai.

Privalomo oficialaus siūlymo tikslą savo praktikoje išaiškino ir Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas (toliau – LRKT) konstatavęs, kad šis institutas yra smulkiųjų akcininkų apsaugos priemonė. Visų pirma siekiama apsaugoti nuosavybės teisę tais atvejais, kai kuris nors subjektas (akcininkas) vienas arba kartu su kitais subjektais įgyja tiek akcinės bendrovės akcijų, kad gali (vienas arba kartu su kitais subjektais) kontroliuoti tos akcinės bendrovės veiklą ir dėl to smulkiųjų akcininkų galimybės daryti įtaką tos akcinės bendrovės veiklai sumažėja, tad gali sumažėti ir jiems priklausančių akcijų vertė. Teismas pažymėjo, kad tokių akcininkų interesų apsauga – viešasis interesas² [19; 25]. Be to, privalomo oficialaus siūlymo institutas, kaip smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos priemonė, yra labai paplitęs daugelyje Europos ir pasaulio valstybių [18]. Teismas pripažino, kad smulkieji akcininkai yra silpnesnioji šalis, kuriai turi būti taikomi proporcingi jų teisių apsaugos mechanizmai, kai bendrovės kontrolė pereina į vieno ar sutartinai veikiančių subjektų rankas

² Pažymėtina, kad smulkiųjų akcininkų teisių apsauga yra glaudžiai susijusi su kitu esminiu principu – visų akcininkų lygiateisiškumu. Privalomo oficialaus siūlymo institutas taip pat remiasi akcininkų lygiateisiškumo logika. Jeigu stambusis akcininkas neturėtų pareigos teikti privalomo oficialaus siūlymo, kai yra peržengiama teisės aktuose nustatyta balsų riba, tokiu atveju naudą gautų tik tie akcininkai, kurie pardavė savo akcijas kontrolę įgijusiam subjektui. Kiti investuotojai taptų naujojo stambiojo akcininko „įkaitais“ ir galėtų savo akcijas parduoti tik įprastu būdu – rinkoje, galbūt už gerokai mažesnę kainą [12].

ir iš esmės sumažėja smulkiųjų akcininkų galimybės daryti įtaką bendrovės veiklai.

Pabrėžtina, kad LAT ir LRKT pozicijos dėl būtinybės užtikrinti smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą atitinka ir Europos Teisingumo Teismo (toliau – ETT) praktiką. Teismas, nagrinėdamas Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatas³ konstatavo, kad bendrovės kontrolę įsigijęs asmuo turi būti įpareigotas visiems tos bendrovės vertybinių popierių savininkams pasiūlyti nupirkti visas jų akcijas vienoda ir teisinga kaina. Nors, ETT nuomone, pareiga teikti privalomą oficialų siūlymą ir smulkiųjų akcininkų apsauga neturi būti laikomi savarankišku bendroju Bendrijos teisės principu (ši tema buvo pagrindinis bylos objektas), tačiau pozicija, kad smulkiesiems akcininkams reikalinga speciali apsauga, teismo sprendime nėra paneigiama⁴ [16].

ES ir Lietuvos teisės aktuose, taip pat teismų praktikoje įtvirtinta, kad oficialaus siūlymo kaina turi būti teisinga, nors sąvoka „teisinga kaina“ ir yra vertinamoji kategorija [27]. Būtinybę įtvirtinti teisingą oficialaus siūlymo kainos taisyklę paży-

mėjo dar įmonių teisės ekspertai, teikdami pasiūlymus dėl Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatų [31, p. 9]. Taigi smulkieji akcininkai turi turėti galimybę savo akcijas parduoti ne už bet kokią, o už teisingą kainą [25]. Įdomu pažymėti, kad netgi jeigu investuotojai nežino, kokia bus vertybinių popierių vertė po oficialaus siūlymo, jie pagrįstai gali tikėtis, kad ta kaina bus didesnė už siūlomą kainą, kitaip stambūs akcininkas patirtų nuostolių [8, p. 10]. Įmonių perėmimo direktyvoje 2004/25/EB reglamentuojami tik privalomo oficialaus siūlymo kainos klausimai, o apie savanoriško oficialaus siūlymo kainą nėra kalbama [34]. Lietuvoje priežiūros institucija, be oficialaus siūlymo cirkuliaro rengimo ir tvirtinimo taisyklių [6], yra patvirtinusi teisingos kainos apskaičiavimo gaires, kurios padeda tinkamai nustatyti oficialaus siūlymo ir privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo kainą [7]. Reikia pažymėti, kad, kilus neaiškumų ar esant tam tikro aspekto reglamentavimo stokai, visos dviprasmybės turi būti sprendžiamos vadovaujantis „investuotojų interesų“ principu, t. y. pirmenybė turi būti teikiama teisingam elgesiui su visais bendrovės akcininkais [31, p. 50]. Iš esmės teisinga oficialaus siūlymo kaina yra svarbiausias instrumentas, užtikrinantis tinkamą smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos lygį. Svarbiausia, kad oficialus siūlymas apskritai būtų skelbiamas, o superkamų akcijų kaina būtų teisinga, kiti aspektai yra labiau techniniai ir ne tokie reikšmingi.

Atsižvelgiant į tai, kad Lietuvos praktikoje yra nemažai atvejų, kai oficialus siūlymas nėra pateikiamas laiku ir jis turi būti skelbiamas pasibaigus teisiniams ginčams, todėl praeina pakankamai ilgas laiko tarpas po teisės aktuose nustatytos

³ Direktyva remiasi šiais pagrindiniais bendraisiais principais: akcininkų lygybė, smulkiųjų akcininkų apsauga keičiantis bendrovės kontrolei, draudimas manipuluoti ar piktnaudžiauti rinka, tinkamas ir laiku akcininkų informavimas, kuris leistų priimti pagrįstą sprendimą dėl oficialaus siūlymo [32].

⁴ Įdomu pažymėti, kad šioje byloje buvo pateikta Generalinės advokatės Verica Trstenjak išvada, kad akcininkų lygybės principas neturi konstitucinio statuso nei Bendrijos, nei valstybių narių teisinėse sistemose. Atsižvelgiant į tai, kad šis principas iš esmės apsiriboja specifine bendrovių teisės sritimi, jis, priešingai nei būdinga bendriesiems teisės principams, nėra absoliutus teisinėje sistemoje. Ši pozicija nėra palanki smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos požiūriu, kita vertus, be jokios abejonės, turi būti saugoma visų teisių pusiausvyra, t. y. turi būti atsižvelgiama ne tik į smulkiųjų akcininkų interesus, bet ir į bendrovės tinkamą veiklos tęstinumą ir stabilumą [17].

ribos peržengimo, pakankamai aktualus klausimas, kurių akcininkų atžvilgiu turi būti įgyvendinamas oficialus siūlymas? VPĮ šio klausimo nereglamentuoja. Tačiau mokslinėje doktrinoje šią problemą siūloma spręsti įtvirtinant aiškią nuostatą, kad privalomas oficialus siūlymas turi būti teikiamas dėl visų balsavimo teisę suteikiančių akcijų, kurios įgyvendinant oficialų siūlymą nepriklauso sutartinai veikiantiems asmenims. Toks reguliavimas užtikrintų smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą, būtų lengvai taikytinas ir skatintų asmenis, įgijusius nustatytą kontrolės ribą, laiku ir tinkamai įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą [13, p. 351–352]. Su šia pozicija būtų galima sutikti, nes vadovavimasis nuostata, kad į privalomą oficialų siūlymą gali atsiliiepti tik tie smulkieji akcininkai, kurie tokie buvo VPĮ 31 straipsnio 1 dalyje nustatytos ribos peržengimo metu, būtų palankus dažniausiai piktybiškai teikti privalomą oficialų siūlymą vengiančiam asmeniui ar susijusiai asmenų grupei. Priežiūros institucijos tyrimas ir teisminiai ginčai gali trukti, ir dažnai trunka ne vienerius metus, tad nemažai akcininkų, nesulaukdami laiku savo teisių apsaugos, gali perduoti turimas akcijas. Tokiu atveju sumažėja smulkiųjų akcininkų, iš kurių pareigos tinkamai neįvykdęs stambusis akcininkas turėtų už teisingą kainą supirkti jiems praklausančias akcijas, skaičius. Tad oficialaus siūlymo teikėjui gali būti palanku vilkinti oficialaus siūlymo nepateikimo procesą. Kita vertus, šiuo metu galiojantys teisės aktai už oficialaus siūlymo nepateikimą nustato pakankamai griežtą teisinę atsakomybę – iki 500 tūkst. Lt baudą (nors poveikio priemonė yra įtvirtinta visai neseniai – 2010 metais), tad ši problema iš dalies yra išspręsta, nes sumažina stambio-

jo akcininko „interesą“ vilkinti oficialaus siūlymo įgyvendinimą.

Minėta, kad oficialių siūlymų reglamentavimas Lietuvoje remiasi ES teise, tačiau ekspertai išskiria nemažai ES reglamentavimo trūkumų.

Teigiama, kadangi Įmonių perėmimo direktyva 2004/25/EB buvo minimalaus suderinimo teisės aktas [31], harmonizavimo tikslų nepasiekė, tad valstybių narių teisinis šios srities reglamentavimas yra gana skirtingas [11]. Iš esmės Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB priėmimas nepadarė didelės įtakos valstybių narių teisiniam režimui, nes panašios nacionalinės teisės nuostatos egzistavo arba buvo rengiamos dar iki minėtos direktyvos priėmimo [32]. Vienas iš Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB iškeltų tikslų – suderinti stambiųjų ir smulkiųjų akcininkų teises [30]. Atsižvelgiant į tai teisingos kainos klausimai, kai abi šalys (stambusis akcininkas ir smulkieji akcininkai) siekia visiškai priešingos akcijų kainos (stambusis akcininkas – kuo mažesnės, smulkieji akcininkai – kuo didesnės), yra pakankamai jautrūs ir sudėtingi.

Skirtingai valstybėse narėse įgyvendintos Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatos nekelia nuostabos atsižvelgiant į minėtos direktyvos priėmimo procesą, kuris buvo pakankamai sunkus ir labai ilgas. Minėta direktyva buvo priimta praėjus 27 metams po pirminio pasiūlymo atsiradimo ir praėjus 15 metų nuo aktyvių diskusijų pradžios. Europos Komisija siekė teisės akto, kuris skatintų didesnę Europos konkurencingumą⁵, tačiau Europos

⁵ Oficialaus siūlymo suderinimu ES lygiu buvo siekiama padidinti ES bendros rinkos patrauklumą investuotojams, ji turėjo tapti atsvara tokioms rinkoms kaip JAV (JAV valstijų teisinis reguliavimas, susijęs su

Taryba ir Europos Parlamentas pirminį pasiūlymą smarkiai pakeitė, ir buvo priimtas tekstas, kuris leido valstybėms nustatyti protekcionistinius režimus [12]. Apskritai, rengiant ir keičiant direktyvos nuostatas, valstybės narės rodė mažą suinteresuotumą ir siekį kuo greičiau priimti teisės aktą [8, p. 2]. Įmonių perėmimų ir oficialių siūlymų reguliavimas iki direktyvos priėmimo valstybėse narėse reikšmingai skyrėsi, Europoje nebuvo efektyvios oficialių siūlymų rinkos, ir tai trukdė pasiekti finansų rinkos integralumą šioje srityje [32, p. 1–3]. Dauguma valstybių narių Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatas įgyvendino 2006–2007 metais. Šis direktyvos nuostatų perkėlimas į nacionalinę teisę atsitiktinai sutapo su pasaulinės finansų krizės pradžia. Kaip krizės padarinys įmonių perėmimo ir oficialių siūlymų skaičius valstybėse narėse reikšmingai smuko⁶. Atsižvelgiant į tai, kad direktyvos nuostatų perkėlimas į valstybių narių nacionalinę teisę sutapo su pasauline finansų krize, EP nuomone, šiuo metu (2013 metais) yra pakankamai sudėtinga įvertinti tikrąjį direktyvos nuostatų poveikį finansų rinkai ir naudingumą [34].

Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB preambulės (9) dalyje nustatyta, kad tais atvejais, kai įsigyjama bendrovės kontrolė, valstybės narės turėtų imtis būtinų priemonių vertybinių popierių savininkams, ypač smulkiesiems akcininkams, apsaugoti. Minėtos direktyvos 5 straipsnyje

oficialiais siūlymais, tarpusavyje reikšmingai skiriasi) ir Kinija. Kitas pagrindinis Direktyvos tikslas – investuotojų apsauga, nors iš esmės pripažįstama, kad įmonių perėmimo rinka ir smulkiųjų akcininkų apsauga – prieštaringi tikslai ir juos sunku suderinti.

⁶ Pavyzdžiui, Didžiojoje Britanijoje 2006–2007 m. užregistruoti 127 sėkmingi pasiūlymai, o 2010–2011 m. šis skaičius sumažėjo perpus [34].

nustatyti detalūs oficialaus siūlymo teikimo reikalavimai, kai yra įgyjama bendrovės, kurios vertybiniai popieriai įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, kontrolė. Pagrindinė nuostatos problema – valstybėms narėms nustatoma didelė nuostatos įgyvendinimo diskrecijos teisė, nes pasirinkta minimalaus harmonizavimo technika [12]. Tai aiškiai matyti ir iš minėtos direktyvos preambulės (26) dalies, kurioje nustatyta, kad direktyvoje nustatomi tam tikri bendri principai ir reikalavimų pamatai, kuriuos valstybės narės privalo įgyvendinti, taikydamos detalesnes taisykles pagal savo nacionalinę sistemą. Nustatomi minimalūs reikalavimai, kurie turėtų užtikrinti skaidrumą ir teisinį oficialių siūlymų apibrėžtumą [34]. Kitaip tariant, valstybės narės gali nuspręsti, kad tam tikrais atvejais, pavyzdžiui, turi būti koreguojama teisinga oficialaus siūlymo kaina. Nemažai reikšmingų aplinkybių, tokių kaip antai kainos skaičiavimo metodai ar balsų ribos peržengimo slenkstis, kai laikoma, kad yra įgyta bendrovės kontrolė, paliekama nustatyti valstybėms narėms, o tai, savaimė aišku, neprideda nei prie šios srities tinkamo derinimo ES, nei prie veiksmingesnės investuotojų apsaugos⁷.

⁷ Kita esminė problema, kuri įvardijama doktrinoje [12] ir praktiškai gali daryti žalą smulkiųjų akcininkų teisių apsaugai, tai bandymas išvengti pareigos teikti privalomą oficialių siūlymą formaliai neperžengiant teisės aktuose nustatytos kontrolės ribos, nuo kurios peržengimo reikalaujama apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus teikiant oficialių siūlymą. Tai yra kai stambusis akcininkas ar susijusių asmenų grupė superka šiek tiek mažesnį akcijų paketą, negu nustatyta teisės aktuose, tačiau iš esmės gali daryti reikšmingą įtaką bendrovei. Kadangi nėra peržengtas oficialiam siūlymui nustatytas balsų slenkstis, negali atsirasti ir pareigos teikti pasiūlymą supirkti smulkiųjų akcininkų akcijas. Tokiu būdu galima apeiti teisės aktų reikalavimus ir išvengti su oficialiu siūlymu susijusių išlaidų. Tokios situacijos Įmonių perėmimo direktyva 2004/25/EB nedraudžia, todėl atsiranda piktnaudžiavimo galimybių.

Įdomu pažymėti, kad 2012 m. Europos Komisija paskelbė Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatų įgyvendinimo valstybėse narėse ataskaitą, kurioje daroma išvada, kad atliktas tyrimas parodė, jog sukurtas režimas iš esmės veikia patenkinamai (angl. *satisfactory*) [32]. Su šia nuostata būtų sudėtinga sutikti netgi atsižvelgiant į minėtoje ataskaitoje nustatytus režimo trūkumus ir kylančias praktines problemas. Doktrinoje netgi išsakoma pozicija, kad oficialaus siūlymo institutas gali būti vertinamas kaip papildoma kliūtis įmonių perėmimo srityje. Neigiamai vertinama suderinimo stoka ribos peržengimo srityje, t. y. valstybėms narėms paliekama teisė apsispręsti dėl „slenksčio“ dydžio, kurį peržengus kyla prievolė teikti privalomą oficialų siūlymą, nes atsiranda prielaida protekcionistinei valstybių politikai šioje srityje, taip pat netinkamai smulkiųjų akcininkų apsaugai. Tad šioje srityje Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatos galėjo būti labiau preciziškai suformuluotos [12]. Valstybėse narėse ir ES lygiu didelį susirūpinimą kelia sutartinai veikiančių asmenų (angl. *acting in concert*) sąvokos neaiškumas ir skirtingos interpretacijos. Valstybės narės savo nacionalinėje teisėje šią sąvoką traktuoja skirtingai⁸ ir tarptautinių investicijų požiūriu ši aplinkybė vertintina neigiamai [31]. Tai didelė problema, nes nuo sutartinai veikiančių asmenų sąvokos aiškinimo priklauso balsų skaičiavimas ir nustatytos ribos peržengimas, kai atsiranda pareiga

⁸ Kai kurios valstybės „sutartinai veikiančių asmenų“ apibrėžimą perkėlė panašiai, t. y. nenutolstant nuo Direktyvos teksto, pavyzdžiui, Austrija, Kipras, Danija, Italija, Liuksemburgas, Olandija; kitos valstybės pasinaudojo ir Skaidrumo direktyvos 2004/109/EB nuostatomis šioje srityje, pavyzdžiui, Belgija, Prancūzija, Vokietija, Ispanija, Švedija.

teikti privalomą oficialų siūlymą. Kai skiriasi valstybių narių teisinės šios srities nuostatos, investuojas neturi teisinio apibrėžtumo, kaip skirtingose valstybėse narėse bus vertinami jo veiksmai ir ar nekils pareiga teikti privalomą oficialų siūlymą. Teorijoje taip pat pabrėžiama, kad „sutartinai veikiančių asmenų“ apibrėžimas yra nepagrįstai sudėtingas ir užkerta kelią efektyviai smulkiųjų akcininkų apsaugai, nes yra gana sudėtinga įrodyti, kad asmenys koordinavo ir derino savo veiksmus [12].

Galima įžvelgti ir kitą medalio pusę dėl sutartinai veikiančių asmenų apibrėžimo neaiškumo ir suderinto požiūrio nebuvimo – dėl akcininkų aktyvumo (angl. *shareholder activism*). Akcininkų aktyvumas suprantamas kaip koordinuoti akcininkų (dažniausiai institucinių investuotojų) veiksmai siekiant apginti savo turimas teises, inicijuoti reformas ir bendrovės valdymo tobulinimus. Dažniausiai tokie veiksmai yra išreiškiami pasiūlymų teikimu visuotiniame akcininkų susirinkime. Tačiau tokie asmenys nesiekia įgyti kontrolės. Todėl jeigu minėti veiksmai būtų vertinami kaip „sutartinis asmenų veikimas“ pagal Įmonių perėmimo direktyvą 2004/25/EB, minėtiems asmenims įgijus atitinkamą balsų skaičių bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime, jiems atsirastų pareiga teikti privalomą oficialų siūlymą. Tokia situacija gali lemti investuotojų pasyvumą ir stabdyti pokyčius siekiant efektyvesnio bendrovės valdymo. Taigi, turime vidinį Įmonių perėmimo direktyvoje 2004/25/EB nustatytų nuostatų tam tikrą konfliktą. Kaip sprendimo pavyzdį būtų galima pateikti Didžiosios Britanijos praktiką – siekiant minėtoje direktyvoje įtvirtintų tikslų pusiausvyros, visuotiniame akcininkų su-

sirinkime svarbu nustatyti, ar akcininko pasiūlymas vertintinas kaip kontrolės siekimas (angl. *board control-seeking*). Jei ši aplinkybė nustatoma, tai pasiūlymą teikiantys akcininkai yra vertinami kaip sutartinai veikiantys ir privalo vykdyti privalomo oficialus siūlymo nuostatas. Taip yra užtikrinama kitų bendrovės akcininkų, kurie neturi ir nesiekia kontrolės, apsauga [12]. Pažymėtina, kad 2013 m. ataskaitoje Europos Parlamentas taip pat pasiūlė sutartinai veikiančių asmenų apibrėžimą tobulinti ir labiau suderinti [34].

Kita vertus, teorijoje išsakoma ir neigiamų nuomonių privalomo oficialaus siūlymo instituto atžvilgiu. Teigiama, kad privalomo oficialaus siūlymo institutas dėl su juo susijusių finansinių įsipareigojimų (pareigos iš visų likusių bendrovės akcininkų supirkti jų turimas akcijas už teisingą kainą) atgraso potencialius investuotojus. Akcijų paketo įsigijimu besidomintis asmuo, susidūręs su pareiga ateityje teikti privalomą oficialų siūlymą, gali atsisakyti savo ketinimų [12]. Taip pat teigiama, kad rinkos ekonomika savarankiškai gali pasiekti efektyvumo tikslus geriau negu ES ir valstybių narių imperatyvūs reikalavimai. Be to, teisės aktų leidėjai neturi pakankamai žinių ir patirties, kad galėtų priimti efektyviai veikiančius ir sklandžiai taikomus šios srities teisės aktus, tad kiekviena bendrovė, atsižvelgdama į savo valdymo struktūros ir veiklos specifiškumą, galėtų geriau nustatyti reikalingas taisykles [8, p. 5].

Su šiais argumentais būtų sudėtinga sutikti. Nereglamentuojant smulkiųjų akcininkų apsaugos priemonių imperatyviomis teisės normomis, stambiajam akcininkui atsirastų paskatos „aukoti“ smulkiųjų akcininkų teises siekiant efektyvesnio bendrovės valdymo, t. y. iš esmės

keisti bendrovės veiklos strategiją, neatsižvelgiant į kitų akcininkų pageidavimus, piktnaudžiauti savo padėtimi, atsisakyti papildomų administracinių išlaidų, susijusių su smulkiųjų akcininkų teisių apsauga ir pan. Be to, valstybių narių šios srities praktika iš esmės skirtųsi. Toks požiūris taip pat kritikuotinas ir dėl to, kad, netgi preziumuojant, jog smulkieji akcininkai yra aktyvūs ir naudojami visomis teisės aktuose nustatytais teisėmis siekdami gerinti bendrovės valdymą ir veiklos efektyvumą, neatmestina galimybė, kad, viena vertus, į jų pasiūlymus nebus atsižvelgiama, kita vertus, kad stambusis akcininkas naudosis savo padėtimi ir ja piktnaudžiaus. Tad jeigu teisės aktai nenustatytų privalomo pasitraukimo iš bendrovės akcininkų mechanizmo, smulkieji akcininkai galėtų „įstrigti“ bendrovėje, kurią valdant yra pažeidžiami teisėti jų interesai.

II. Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto esmė

Privalomą akcijų pardavimą ir pirkimą Lietuvoje reglamentuoja VPĮ 37 straipsnio nuostatos. Šis institutas Lietuvos teisėje įtvirtintas tik nuo 2005 m. pradžios, tad sąlygiškai yra naujas. Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutas iš esmės gali būti taikomas tada, kai, įgyvendinus oficialų siūlymą (privalomą arba savanorišką), apie kurį buvo kalbama I straipsnio dalyje, stambusis akcininkas gauna ne mažiau kaip 95 procentus balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime. Teisė pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutu, siekiant teisinio apibrėžtumo ir kainos teisingumo, yra aiškiai apibrėžta laiko atžvilgiu, t. y. pasinaudoti VPĮ 37 straipsnyje nustatytais teisėmis gali

ma per 3 mėnesius nuo oficialaus siūlymo įgyvendinimo (VPI 37 straipsnio 3 dalis) (paruošiamųjų direktivos dokumentų analizė rodo, kad buvo svarstomas ir ilgesnis terminas – nuo 3 iki 6 mėnesių [31, p. 65]. Šis terminas į Lietuvos teisę yra perkeltas iš Įmonių perėmimo direktivos 2004/25/EB 15 straipsnio 4 dalies. Pažymėtina, kad VPI nuostatos dėl privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo yra taikomos tik emitentų akcijoms (bendrovių, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje) ir, pavyzdžiui, uždarosios akcinės bendrovės akcijoms šis institutas privalomai taikomas būti negali.

Taigi, nuosavybės vertybinių popierių emitento akcininkas, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinais veikiančiais asmenimis, įsigijęs akcijų, sudarančių ne mažiau kaip 95 procentus balsavimo teises suteikiančio kapitalo ir ne mažiau kaip 95 procentus visų balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime, *turi teisę reikalauti, kad visi kiti emitento akcininkai parduotų* jiems priklausančias balso teises suteikiančias akcijas, ir šie privalo jas parduoti šio įstatymo nustatyta tvarka (VPI 37 str. 1 d.). Nuosavybės vertybinių popierių emitento akcininkas *turi teisę reikalauti, kad akcininkas*, kuris, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinais veikiančiais asmenimis, įsigijo akcijų, sudarančių ne mažiau kaip 95 procentus balsavimo teises suteikiančio kapitalo ir ne mažiau kaip 95 procentus visų balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime, *nupirktų* jam priklausančias balso teises suteikiančias akcijas, o šis akcininkas privalo jas nupirkti šio įstatymo nustatyta tvarka (VPI 37 str. 14 d.). LAT yra konstatavęs, kad VPI 37 straipsnyje įtvirtintos teisės įgyvendinimas nesiejamas su smulkiųjų

akcininkų nesąžiningumu ar veikimu priešingai juridinio asmens veiklos tikslams (taip, pavyzdžiui, nustatyta Lietuvos Respublikos civilinio kodekso (toliau – CK) 2.115 straipsnio 1 dalyje, reglamentuojančioje panašų institutą – priverstinį akcijų pardavimą). Privalomo akcijų išpirkimo teisės įgyvendinimas yra siejamas visų pirma su ekonominiu veiksniu – 95 procentų kapitalo ir kontrolės bendrovėje įgijimu [24].

Analizuojant šias VPI nuostatas, darytina išvada, kad stambiajam akcininkui įgijus VPI 37 straipsnio 1 dalyje nustatytą balsų ribą, reikalavimo teises gauna abi šalys, tiek stambusis akcininkas, tiek smulkieji akcininkai. Stambusis akcininkas turi teisę reikalauti, kad likusius 5 procentus bendrovės akcijų turintys smulkieji akcininkai parduotų jiems priklausančias akcijas, o smulkieji akcininkai turi teisę reikalauti, kad stambusis akcininkas nupirktų iš jų turimas bendrovės akcijas. Atkreiptinas dėmesys, kad vienai iš šalių pateikus šį reikalavimą, kita šalis neturi galimybės reikalavimo atsisakyti, kitaip gali būti taikomos VPI 37 straipsnio 10 dalyje numatytos priemonės, t. y. mokėjimų pervedimas į depozitinę sąskaitą ir įrašų vertybinių popierių sąskaitose padarymas remiantis teismo sprendimu, t. y. be akcininkų išreikštos valios. Taigi vieni akcininkai gali priversti kitus akcininkus atlikti su akcijų pardavimu ar pirkimu susijusius veiksmus, tad šio instituto ir nuosavybės neliečiamumo principo santykis taip pat bus paliestas.

Atkreiptinas dėmesys, kad, kitaip negu VPI 37 straipsnyje, Įmonių perėmimo direktivos 2004/25/EB 15 straipsnyje nustatyta minimali 90 procentų riba privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutui. Įtvirtinta nuostata, kad valstybės narės

gali nustatyti aukštesnę ribą, tačiau ši riba negali būti didesnė kaip 95 procentai balsavimo teisių suteikiančio kapitalo. Lietuva pasirinko didžiausią galimą ribą, kurią peržengus atsiranda galimybė pasinaudoti privalomu akcijų pardavimu arba pirkimu. Praktiškai būtų gana sudėtinga pasiekti daugiau negu 95 procentų balsų, todėl ES buvo nuspręsta nustatyti būtent šį maksimalų balsų skaičių. O žemiausias 90 procentų balsų skaičius laikomas pakankamai pagrįstu, kad nebūtų neprotingai apribojama teisė į asmens nuosavybę. Kodėl buvo pasirinkta laisvė pasirinkti ribos dydį nuo 90 iki 95 procentų? Parengiamieji dokumentai atskleidžia, kad toks „koridorius“ valstybėms narėms suteikia pakankamą lankstumą atsižvelgti į savo nacionalinės finansų rinkos, taip pat teisinio reglamentavimo ypatumus (pavyzdžiui, valstybė narė, kurioje vertybiniai popieriai gali būti įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje tik su 10 procentų kapitalo, suprantama sieks nustatyti didesnę negu 90 procentų ribą privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutui) [31, p. 64].

Kol privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutas nebuvo įtvirtintas Įmonių perėmimo direktyvoje 2004/25/EB, šis institutas ES mastu apskritai nebuvo reglamentuojamas. Daugelis valstybių narių savo nacionalinėje teisėje įtvirtino stambiojo akcininko teisę reikalauti parduoti jam akcijas, tačiau iš esmės skyrėsi sąlygos, kuriomis ši teisė gali būti įgyvendinama, ypač šiose srityse: įmonės tipas, kuriai šis institutas gali būti taikomas; ryšys su privalomo oficialaus siūlymo institutu ar ryšio nebuvimas; balsų ribos peržengimo dydis ir kt. Smulkiųjų akcininkų teisė priversti stambųjį akcininką išpirkti jų turimas akcijas buvo nustatyta pusėje valstybių na-

rių, tačiau kaip ir kito instituto – privalomo oficialaus siūlymo – atveju, reikšmingai skyrėsi šios teisės įgyvendinimo sąlygos. Viena valstybė narė buvo nustačiusi ypač aukštą ribą – 98 procentų (Italija) [10, p. 93], kurią pasiekus gali būti vykdomas privalomas akcijų supirkimas [31, p. 11, 57]. Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatos užtikrina, kad, nepaisant skirtingų privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutų ekonominių tikslų, smulkiųjų akcininkų apsauga turi būti pakankama.

Kadangi privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas galimas tik po tinkamai įgyvendinto oficialaus siūlymo, šis institutas turi tiesioginę įtaką oficialių siūlymų dinamikai [8, p. 4]. Privalomo akcijų pardavimo institutas pirmiausia suteikia galimybę stambiajam akcininkui supirkti likusias akcijas iš smulkiųjų investuotojų ir taip apsaugoti nuo neproporcingai didelių išlaidų, susijusių su likusių smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimu, taip pat nuo įprastos bendrovės veiklos trikdymo, kurį gali sukelti likę smulkieji akcininkai ėmę piktnaudžiauti savo turimomis teisėmis. Tačiau galimybe savo turimas akcijas už teisingą kainą perleisti stambiajam akcininkui suinteresuoti ir smulkieji akcininkai – apsisaugo nuo galimo turimų akcijų nuvertėjimo sumažėjus jų likvidumui arba nuostolių, jei stambusis akcininkas pakeistų bendrovės veiklos strategiją, dividendų politiką ir kt.

Taigi privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto esmė – stambiajam akcininkui įgyti 100 procentų balsų bendrovėje, o tai palengvina bendrovės atskaitomybės rengimą ir kitus administracinius procesus. Tai ypač aktualu atsižvelgiant į tai, kad smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimas kainuoja pakankamai brangiai [8,

p. 17–18]. Galimybė supaprastinti bendrovės valdymą yra palanki stambiajam akcininkui. Kita vertus, šis institutas palankus ir smulkiųjų akcininkų teisėms, nes pastarieji įgauna galimybę antrą kartą po oficialaus siūlymo parduoti savo akcijas už teisingą kainą [12]. Manoma, kad Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatos turi apriboti oportunistinius bendrovės valdymo metodus ir apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus [15, p. 6–7]. Minėtos direktyvos 16 straipsnyje nustatyta smulkiųjų akcininkų teisė reikalauti, kad stambusis akcininkas supirktų likusias akcijas, yra vertinama kaip smulkiųjų akcininkų galimybė pasitraukti iš bendrovės aiškiai apibrėžtomis ir jų teises nepažeidžiančiomis sąlygomis. Jeigu šis institutas nebūtų įtvirtintas teisės aktuose, stambusis akcininkas turėtų galimybę piktnaudžiauti savo turima kontrole ir tokiu būdu pažeisti smulkiųjų akcininkų interesus, kurie tokiu atveju turėtų vienintelę alternatyvą – parduoti savo turimus vertybinius popierius rinkoje, tikėtina už gerokai mažesnę kainą.

Tyrimai rodo, kad valstybėse, kuriose buvo įtvirtintas privalomas akcijų pardavimo (angl. *squeeze-out*) institutas, šis institutas yra dažnai naudojamas. Tokia statistika reiškia, kad stambiojo akcininko teisės yra tinkamai reglamentuojamos [15, p. 4]. Pažymėtina, kad privalomas akcijų pardavimas yra inicijuojamas dažniau negu privalomas akcijų pirkimas (angl. *sell-out*)⁹. Plačiau požiūriu galima išvardyti šias pagrindines priežastis, kurios paskatino privalomo akcijų pardavimo ir

pirkimo institutų atsiradimą ES teisėje: 1) siekdamas įgyti išskirtinę kontrolę, stambusis akcininkas dažnai siekia įsigyti visas bendrovės akcijas; smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimas nemažai kainuoja ir padaro valdymo procesus sudėtingesnius, todėl stambusis akcininkas siekia efektyvesnio bendrovės valdymo; 2) priimdami sprendimus, bendrovės valdymo organai turi atsižvelgti į mažumos akcininkų nuomonę, todėl stambiajam akcininkui palanku išvengti tokios situacijos; ir atvirkščiai, jeigu smulkieji akcininkai mano, kad į jų nuomonę nėra atsižvelgiama arba kad jų interesai yra pažeidžiami, jie gali reikalauti privalomo akcijų išpirkimo; 3) viso bendrovės akcijų paketo įgijimas gali palengvinti bendrovės „išėjimą“ iš biržos. Visiška bendrovės kontrolė yra vertinama labiau negu didžiosios daugumos. Atsižvelgiant į tai stambusis akcininkas yra linkęs likusias akcijas supirkti už didesnę kainą. Taip pat pažymėtina, kad privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutai subalansuoja smulkiųjų ir stambiųjų akcininkų teises. Šį institutą būtų sudėtinga pakeisti kita efektyvia investuotojų teisių gynimo priemone. Šis institutas taip pat yra naudingas pačiai bendrovei ir jos veiklos efektyvumui [15, p. 9–14].

Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB rengimo proceso metu įmonių teisės ekspertai išskyrė tokius pagrindinius privalomo akcijų pardavimo (angl. *squeeze-out*) „plusus“, dėl kurių šį institutą buvo pasiūlyta įtvirtinti ES teisėje: 1) tolesnis smulkiųjų akcininkų dalyvavimas bendrovėje po oficialaus siūlymo įgyvendinimo stambiajam akcininkui sukuria papildomą administracinę naštą ir rizikas, taip pat padidina išlaidas (slopinamas efektyvus bendrovės valdymas, mažinami oficialaus

⁹ Pavyzdžiui, valstybėse narėse laikotarpiu nuo 1989 m. iki 1999 m., t. y. per 10 metų, buvo atlikta tik 11 privalomų akcijų pirkimų (angl. *sell-out*), o per 3 metus, nuo 1996 m. iki 1999 m., privalomo akcijų pardavimo (angl. *squeeze-out*) skaičius viršijo 120 [15, p. 5].

siūlymo pranašumai, atsiranda rizika, kad smulkieji akcininkai sąmoningai piktnaudžiaus savo turimomis teisėmis siekdami sutrikdyti bendrovės valdymą). Atsižvelgiant į tai tokių smulkiųjų akcininkų teisių apsauga tampa neproporcinga viešojo intereso požiūriu, kai smulkiųjų akcininkų skaičius bendrovėje tampa itin mažas, o jų teisių užtikrinimas kainuoja neproporcingai brangiai; 2) be privalomo akcijų pardavimo instituto įtvirtinimo, atsižvelgiant į išlaidas ir galimas rizikas, susijusias su smulkiųjų akcininkų veiksmais, įmonių perėmimai stambiajam akcininkui tampa mažiau patrauklūs. Įdomu pažymėti, kad privalomo akcijų pardavimo instituto įtraukimas į Įmonių perėmimo direktyvą 2004/25/EB buvo įvardytas kaip kompensacija už privalomo oficialaus siūlymo nuostatas, kurias tenka vykdyti stambiajam akcininkui [32, p. 60–63].

Ekspertų ataskaitoje taip pat buvo išskirti ir privalomo akcijų pirkimo (angl. *sell-out*) teigiami aspektai, kurie pateisina tokio reguliavimo įtvirtinimą ir svarbiausia būtinumą: 1) po oficialaus siūlymo įgyvendinimo stambusis akcininkas gali būti linkęs piktnaudžiauti savo įgyta kontrole bendrovėje (pavyzdžiui, smulkiesiems akcininkams pateikdamas mažiau informacijos); 2) situacijomis, kai po oficialaus siūlymo įgyvendinimo rinka tampa nelikvidi, smulkieji akcininkai netenka galimybės gauti teisingą atlygį už savo turimas akcijas tiesiog jas parduodami rinkoje; 3) šis institutas yra tinkamas mechanizmas nuimti nuo akcininkų spaudimą parduoti savo akcijas oficialaus siūlymo metu (smulkieji akcininkai gali turėti racionalių priežasčių neparduoti savo turimų akcijų oficialaus siūlymo metu, pavyzdžiui, jeigu siūloma nepatraukli kaina, jie tiki ge-

romis bendrovės perspektyvomis), tačiau jie turi turėti tinkamą galimybę pakeisti savo sprendimą ateityje; 4) privalomo akcijų pirkimo institutas laikomas teisinga privalomo akcijų pardavimo atsvara, taip užtikrinama stambiųjų ir smulkiųjų akcininkų teisių pusiausvyra ir proporcingumo principas [31, p. 62–63]. Kadangi visuotinis akcininkų susirinkimas yra vienas iš pagrindinių bendrovės valdymo organų ir būtent šiam organui yra nustatyta išimtinė teisė priimti reikšmingus sprendimus, pavyzdžiui, padidinti bendrovės įstatinį kapitalą, reorganizuoti bendrovę arba ją likviduoti [5, straipsniai 19, 20], stambusis akcininkas, naudodamasis savo turimais balsais, visuotiniame akcininkų susirinkime įgauna didelę galią ir galimybę daryti lemiamą poveikį bendrovei, todėl smulkiųjų akcininkų teisė tinkamai pasitraukti iš bendrovės akcininkų yra ypač reikšminga.

Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nustatytas privalomo akcijų pardavimo institutas (angl. *squeeze-out*) taip pat vertinamas kaip priemonė, palengvinanti oficialius siūlymus [31]. Šio instituto esmė – smulkiųjų akcininkų galimybė priversti stambųjį akcininką išpirkti jų turimas akcijas už teisingą kainą, taip apsaugoma nuo stambiojo akcininko neteisėto naudojimosi savo dominuojančia padėtimi. Šio instituto svarba ir ta, kad, atsižvelgiant į mažą likusių laisvų akcijų skaičių rinkoje, gali gerokai sumažėti jų likvidumas, tad smulkiesiems akcininkams parduoti savo turimas akcijas rinkoje gali būti pakankamai sudėtinga [8, p. 20]. Tačiau kaip ir oficialaus siūlymo atveju didžiausia problema kyla dėl menko suderinimo valstybės narėse. Privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas iš esmės priklauso nuo prieš tai

vykdomo privalomo oficialaus siūlymo. Privalomo oficialus siūlymo nuostatos valstybėse narėse įgyvendintos skirtingai. Tad privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo nuostatos ES lygiu tampa mažiau efektyvios. Akivaizdu, kad tai neigiamai veikia akcininkų teises [12]. Pažymėtina, kad Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB svarstymo stadijose Europos Komisija taip pat akcentavo tarpvalstybinį įmonių perėmimo klausimą oficialaus siūlymo kontekste, nes suderintos ES nuostatos šioje srityje padėtų užtikrinti integruotos ir vientisos ES rinkos sukūrimą, tad skirtingi valstybių narių reguliavimai buvo aiškiai nepageidaujami [8, p. 7].

Privalomo akcijų pirkimo institutas yra glaudžiai susijęs su pagrindiniais finansų rinkų reguliavimo tikslais [4, 69 str.] ir šis ryšys rodo minėto instituto svarbą ir reikšmę investuotojų teisių apsaugos kontekste. Europos Parlamentas taip pat yra pažymėjęs, kad Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatos yra esminės ginant smulkiųjų investuotojų teises [34]. Pažymėtina, kad pagrindiniai Tarptautinės vertybinių popierių komisijų organizacijos (angl. *International Organization of Securities Commissions, IOSCO*) įvardijami finansų rinkų priežiūros tikslai, kurie nekinta jau kelis dešimtmečius, yra šie: 1) investuotojų apsauga; 2) sąžiningos, veiksmingos ir skaidrios finansų rinkos užtikrinimas ir 3) sisteminės rizikos mažinimas. Visi trys tikslai yra susiję ir persidengia. Kad minėti tikslai būtų pasiekti, finansų rinkos turi veikti tinkamai. Investuotojai turi būti apsaugoti nuo klaidinamos, manipuliacinės ir apgaulingos praktikos [33, p. 10]. Tad Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB tikslai sutampa su pagrindiniais tarptautiniais finansų rinkų reguliavi-

mo tikslais ir todėl jų reikšmė yra neiginčijama.

Kitas esminis privalomo akcijų pardavimo instituto klausimas – šio instituto santykis su teise į nuosavybę ir jos neliečiamumu, nes šis institutas turi prievartos elementą – įpareigoja smulkiuosius akcininkus priverstinai perduoti savo turimas akcijas stambiajam akcininkui. Tačiau valstybių narių teismai yra pasisakę, kad privalomo akcijų pardavimo institutas nėra nesuderinamas su Europos žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių apsaugos konvencijos nuostatomis, nes privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutas yra skirtas ne tik asmens teisių apsaugai. Šis institutas turi būti tinkamai naudojamas ir vertybiniai popieriai turi būti nuperkami sąžiningai ir už teisingą kainą, be to, šis procesas turi būti proporcingas [15, p. 14]. Įmonių teisės ekspertai taip pat nagrinėjo šį klausimą Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB teksto rengimo metu. Buvo konstatuota, kad nuosavybės neliečiamumo principas gali būti ribojamas, jeigu tai būtina viešojo intereso apsaugai ir už nuosavybės paėmimą teisingai atlyginama. Tad, jeigu bendrovėje lieka itin mažas smulkiųjų akcininkų skaičius ir už jų turimas akcijas yra sumokama teisinga kaina, privalomo akcijų pardavimo institutas nepažeidžia teisės į nuosavybę. Minėtoje direktyvoje neatsitiktinai pasirinkta minimali 90 procentų balsų riba, ji užtikrina, kad nuosavybės teisė bus ribojama tik tais atvejais, kai smulkiųjų akcininkų bendrovėje liks objektyviai mažai [31, p. 61–64]. Doktrinoje taip pat daroma išvada, kad valstybių narių konstitucijose įtvirtintas nuosavybės neliečiamumo principas nėra pažeidžiamas [10, p. 99]. Atsižvelgiant į tai privalomo akcijų pardavimo institutas,

jei tinkamai taikomas, nesikerta su teise į nuosavybę ir jos neliečiamumu.

Už tinkamą privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto reikalavimų nevykdymą Lietuvoje yra nustatyta teisinė atsakomybė. VPI 47 straipsnio 5 dalyje įtvirtinta iki 100 tūkst. litų bauda asmenims, VPI 37 straipsnyje nustatyta tvarka pareikalavusiems, kad visi kiti emitento akcininkai parduotų jiems priklausančias akcijas, bet nustatytais terminais neatsiskaičiusiems su jais arba nevykdantiems prievolės kuriam nors akcininkui pareikalavus išpirkti jam priklausančias akcijas. Taigi, jei stambusis akcininkas pareikalauja išpirkti akcijas iš likusių akcininkų, tačiau tinkamai su jais neatsiskaito, arba jeigu smulkiesiems akcininkams pareikalavus, kad stambusis akcininkas iš jų išpirktų akcijas, tačiau stambusis akcininkas šios pareigos nevykdo, priežiūros institucija – Lietuvos bankas gali paskirti piniginę baudą. Atsakomybė už VPI 37 straipsnio nevykdymą ar netinkamą vykdymą įtvirtinta tik stambiajam akcininkui. Toks reglamentavimas yra logiškas atsižvelgiant į siektiną tikslą – kad stambusis akcininkas nepiktnaudžiautų savo dominuojančia padėtimi. Taip pat pažymėtina, kad VPI 37 straipsnio 16 dalyje numatyta papildoma „baudimo“ priemonė, kuri skatina stambųjį akcininką laiku ir tinkamai įvykdyti privalomą akcijų supirkimą, t. y. nustatyta, kad jeigu akcininkas per VPI nustatytus terminus neįvykdo prievolės privalomai nupirkti akcijas ir neužginčija akcijų kainos, jis privalo sumokėti 10 procentų metinių palūkanų nuo sumos, kurios mokėjimo terminas praleistas. Manytina, kad toks mechanizmas, kai yra nustatoma tiek priežiūros institucijos teisė stambiajam akcininkui skirti piniginę

baudą, tiek palūkanų skaičiavimas už mokėjimo terminų praleidimą, yra pakankamas siekiant užtikrinti sklandų privalomo akcijų pardavimo instituto įgyvendinimą.

III. Probleminiai privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo aspektai

Akivaizdu, kad taikant privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo teisės nuostatas, ypač atsižvelgiant į jų sąlyginį naujumą Lietuvos teisėje, neišvengiamai kyla praktinių nuostatų taikymo aspektų, kurie nėra iki galo reglamentuoti teisės aktuose arba išgryninti teismų praktikoje. Šioje straipsnio dalyje yra analizuojami du privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto probleminiai aspektai: 1) pareigos vykdymas reorganizavus emitentą ir 2) privalomas akcijų išpirkimas, kai privalomo oficialaus siūlymo kaina yra koreguojama, siekiant padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei.

1) Pareigos vykdymas reorganizavus emitentą

Lietuvos teisės aktai nereglamentuoja, kaip turi būti sprendžiama situacija, kai yra reorganizuojamas emitentas, dėl kurio akcijų dar nėra įgyvendinta kilusi pareiga privalomai supirkti smulkiųjų akcininkų akcijas. Tačiau teismų praktikoje jau buvo nagrinėjamas atvejis, kai stambusis akcininkas, konkrečiu atveju – valstybė, peržengęs VPI 37 straipsnio 1 dalyje nustatytą balsų ribą, siekė išvengti pareigos supirkti likusias AB „Lietuvos elektrinė“ akcijas remdamasis tuo, kad emitentas buvo reorganizuotas ir atsirado naujas juridinis asmuo. Stambiojo akcininko teigimu, negali būti išpirktos pasibaigusio juridinio asmens akcijos [26].

Nagrinėjant konkretų atvejį, bendrosios kompetencijos teismuose iš pradžių buvo nagrinėjamas teisingos privalomo AB „Lietuvos elektrinė“ akcijų supirkimo kainos klausimas (dar iki minėto emitento reorganizavimo). Lietuvos apeliacinis teismas patvirtino teisingą kainą – 7,48 litų, taip pat buvo nustatyta, kad pareigą supirkti likusias akcijas turi valstybė, nes būtent ji buvo AB „Lietuvos elektrinė“ stambiuoju akcininku ginčo kilimo metu ir todėl privalo supirkti akcijas neatsižvelgiant į tai, kad vėliau savo akcijas perleido UAB „Visagino atominė elektrinė“. Atsižvelgiant į reorganizavimo sąlygas, 1 AB „Lietuvos elektrinė“ akcija buvo prilyginta 1,37 naujai įsteigtos AB „Lietuvos energija“ akcijų [30].

Tačiau valstybė kreipėsi į teismą su nauju ieškiniu, prašydama pripažinti, kad neegzistuoja valstybės pareiga išpirkti smulkiesiems akcininkams priklausančias pasibaigusio juridinio asmens – AB „Lietuvos elektrinė“ – akcijas. Atsižvelgiant į šį naują ieškinį, teisingos kainos klausimo nagrinėjimas LAT buvo sustabdytas. Pažymėtina, kad pirmosios instancijos teismas Lietuvos valstybės, atstovaujamos Lietuvos Respublikos energetikos ministerijos, ieškinį dėl neegzistuojančios pareigos supirkti smulkiųjų akcininkų akcijas atmetė. Teismas pažymėjo, kad smulkieji akcininkai dėl pareigos išpirkti akcijas kreipėsi iki AB „Lietuvos elektrinė“ reorganizavimo. Ieškovas, reorganizuodamas bendrovę ir likviduodamas jos akcijas, žinojo smulkiųjų akcininkų reikalavimą išpirkti jų akcijas, todėl ši pareiga jam turi išlikti. Aiškinant priešingai, bendrovės reorganizavimas galėtų būti vertinamas kaip siekis išvengti teisės aktuose nustatytos pareigos išpirkti smulkiųjų akcininkų akcijas, toks siekis

galėtų būti vertinamas kaip nesąžiningi veiksmai. Teismas taip pat pažymėjo, kad preziumuojant, jog ieškovas kaip stambus akcininkas veikė sąžiningai, reorganizuodamas bendrovę jos turtą įvertino teisinga jo verte, kartu ir atsakovams priklausančias akcijas, teisinga kaina transformavosi į kitos bendrovės turtą ir akcijas, todėl išpirkdamas šias akcijas taps jų savininku ir materialiai nenukentės [30].

Yra pagrindas sutikti su šiais pirmosios instancijos teismo motyvais ir padaryta išvada dėl stambiajam akcininkui išlikusios pareigos supirkti smulkiųjų akcininkų turimas akcijas. Minėta teismo pozicija atitinka tiek teisinį reglamentavimą, tiek faktines aplinkybes, tiek privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto tikslus. Reikia pažymėti, kad vienas iš pagrindinių Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB tikslų – suderinti stambiųjų ir smulkiųjų akcininkų teises. Be abejo, privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutas turi būti taikomas pagrįstai ir esant visoms aplinkybėms, kurios yra prielaida šio instituto taikymui atsirasti. Tačiau ne mažiau svarbu tinkamai užtikrinti, kad kai yra visos reikalingos ir teisės aktuose įtvirtintos sąlygos, pareiga išpirkti akcijas būtų tinkamai ir greitai įgyvendinta, t. y. kad nebūtų paneigti silpnosios sandorio šalies – smulkiųjų akcininkų interesai.

Manytina, kad VPĮ nustatyta privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo pareiga turi riboti stambiojo akcininko ar sutartinai veikiančių asmenų galimybes vengti privalomo akcijų supirkimo pareigos vykdymo reorganizuojant / jungiant / skaidant ar kitaip pertvarkant bendrovę. Priešingu atveju stambieji akcininkai visada turėtų galimybę išvengti teisės aktuose nustatytos pareigos vykdymo ir su pareigos

vykdymu susijusių išlaidų, o tai pažeistų teisinio tikrumo, teisėtų lūkesčių¹⁰, teisės aktų privalomumo ir kitus pagrindinius teisės principus. Kalbant apie privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto taikymą, svarbiausias aspektas yra ne tai, kokia buvo AB „Lietuvos elektrinė“, t. y. emitento, situacija teismo nutarties priėmimo metu, bet tai, kad stambusis akcininkas apskritai buvo peržengęs teisės aktuose nustatytą 95 procentų ribą ir, smulkiesiems akcininkams reikalaujant, likusios akcijos turėjo būti supirktos teisės aktų nustatyta tvarka. Manytina, kad ši pareiga negali išnykti vien dėl to, kad akcijos nebuvo supirktos iki bendrovių sujungimo ir naujojo juridinio asmens įregistravimo. Taip pat pažymėtina, kad toks pareigos vykdymo vilkinimas atsirado būtent stambiojo akcininko iniciatyva ginčijant superkamų akcijų kainą teismuose; be to, teismo buvo prašoma (prašymą teikė stambusis akcininkas) netaikyti reikalavimo užtikrinimo priemonių sustabdant emitento reorganizavimą iki galutinio teismo sprendimo priėmimo. Kadangi pareiga privalomai supirkti jau reorganizuoto, t. y. naujo emitento, akcijas remiantis VPI 37 straipsniu turi būti vykdoma dėl paties stambiojo akcininko aktyvių veiksmų, toks pareigos ginčijimas, be kitų išvardytų aplinkybių,

¹⁰ LRKT 2009 m. rugsėjo 2 d. nutarime pabrėžė, kad „teisėtų lūkesčių apsaugos principas suponuoja valstybės, taip pat valstybės valdžią įgyvendinančių bei kitų valstybės institucijų pareigą laikytis valstybės priimtų įsipareigojimų. Minėtame nutarime teismas konstatavo, kad teisėtų lūkesčių apsaugos principas taip pat reiškia įgytų teisių apsaugą, t. y. asmenys turi teisę pagrįstai tikėtis, kad jų pagal galiojančius įstatymus ar kitus teisės aktus <...> įgytos teisės bus išlaikytos nustatyta laiką ir galės būti realiai įgyvendinamos. Neužtikrinus asmens teisėtų lūkesčių apsaugos, teisinio tikrumo ir teisinio saugumo, nebūtų užtikrintas asmens pasitikėjimas valstybe ir teise.“

taip pat galėtų būti vertinamas kaip nesąžiningas elgesys.

Kaip matyti iš bylos medžiagos, anot ieškovų, CK 6.3 straipsnio 4 dalyje nustatyta, kad „prievolės dalyku negali būti tai, kas neįvykdoma“. Tačiau, straipsnio autorės nuomone, ši nuostata konkrečiu atveju nėra taikoma, nes minėta prievolė yra aiški ir įvykdoma, t. y. kiekvienas smulkusis akcininkas turi įrodymų, kad jam priklauso konkretus AB „Lietuvos elektrinė“ akcijų skaičius (išrašai iš vertybinių popierių sąskaitų), teismas nustatė teisingą akcijų kainą, reorganizavimo sąlygose yra aiškiai nurodomas pasibaigusio ir naujojo juridinio asmens akcijų santykis (1 ir 1,37), taip pat yra aiškus 95 procentų ribą peržengęs ir akcijas privalantis supirkti subjektas – Lietuvos valstybė. Šios prievolės esmė – tinkamai atsiskaityti su smulkiaisiais akcininkais už jiems priklausančias akcijas, ši prievolė yra absoliučiai įvykdoma (kai pasibaigs ginčas dėl teisingos akcijų kainos nustatymo LAT). Maža to, CK 6.4 straipsnyje nustatyta, kad „kreditorius ir skolininkas privalo elgtis sąžiningai, protingai ir teisingai tiek prievolės atsiradimo ir egzistavimo, tiek ir jos vykdymo ar pasibaigimo metu“. Todėl vengimas vykdyti prievolę vien dėl bendrovių sujungimo ar kitokio reorganizavimo pažeistų sąžiningo elgesio principą ir smulkiųjų akcininkų turtines ir neturtines teises. Smulkieji akcininkai neturi patirti neigiamų padarinių ir nuostolių ar būti „baudžiami“ už tai, kad dėl nuo jų nepriklausančių sprendimų įvyko bendrovių sujungimas, AB „Lietuvos elektrinė“ buvo išregistruota iš Juridinių asmenų registro ir todėl, kaip savo skunde teigia ieškovai, smulkieji akcininkai negalės įvykdyti prievolės perduodami akcijas jas superkančiam subjektui, nes šių akcijų fiziškai jau nėra.

Taip pat reikia pažymėti, kad remiantis CK 2.36 straipsniu, valstybė ir jos institucijos yra civilinių santykių dalyvės lygiais pagrindais kaip ir kiti šių santykių dalyviai. Atsižvelgiant į tai, valstybė, būdama emitento akcininke, kuriai kilo pareiga išpirkti akcijas iš smulkiųjų akcininkų, neturi jokių privilegijų ir išskirtinių teisių, todėl kaip ir kiti finansų rinkos dalyviai privalo vykdyti imperatyvias VPI 37 straipsnio nuostatas dėl privalomo akcijų išpirkimo.

Teisiškai vertinant šalių santykius, susidariusius dėl privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto taikymo ir teisingos kainos nustatymo, svarbu yra tai, kad atsakovai dėl savo statuso (smulkieji akcininkai) ir ekonominės padėties yra akivaizdžiai silpnesnė teisiųjų santykių (bylos) šalis. Dėl išdėstytų argumentų, remiantis CK 1.5 straipsnyje įtvirtintais *teisingumo, protingumo ir sąžiningumo principais*, atsakovų teisėti lūkesčiai dėl akcijų supirkimo negali būti sumenkinti. Tad apibendrinant manytina, kad, nepaisant emitento reorganizavimo, VPI 37 straipsnyje įtvirtinta pareiga privalo būti tinkamai įgyvendinta bei stambusis akcininkas, kuris konkrečiu atveju yra valstybė, neturi būti vertinamas kitaip negu kiti finansų rinkos dalyviai. Apibendrinant pažymėtina, kad pareiga privalomai supirkti akcijas pagal VPI 37 straipsnį baigiasi tada, kai ši pareiga yra tinkamai ir iki galo įgyvendinama.

2) Privalomas akcijų išpirkimas, kai privalomo oficialaus siūlymo kaina yra koreguojama

Minėta, kad privalomo oficialaus siūlymo kaina turi būti teisinga. Bendra teisingos akcijų kainos skaičiavimo taisyklė įtvirtinta VPI 34 straipsnio 1 dalyje ir ją

skaičiuojant turi būti taikomi du principai: 1) ši kaina negali būti mažesnė už tą, kurią oficialaus siūlymo teikėjas mokėjo per 12 mėnesių iki ribos peržengimo, ir ne mažesnė už vidutinę 6 mėnesių svertinę rinkos kainą iki ribos peržengimo; 2) jeigu remiantis pirmąja taisykle kainos nustatyti neįmanoma, turi būti atsižvelgiama į turto vertintojo ne mažiau kaip dviem požiūriais nustatytą akcijų vertę.

Tačiau teisės aktai nustato ir minėtos bendros teisingos kainos skaičiavimo taisyklės išimčių. VPI 34 straipsnio 3 dalyje nustatyta priešžiūros institucijos teisė *leisti pakeisti privalomo oficialaus siūlymo kainą, kai siekiama padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei*. Ši teisė VPI nustatyta atsižvelgiant į Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB nuostatas, leidžiančias lanksčiai taikyti minėtoje direktyvoje nustatytas pareigas. Ši išimtis pakankamai specifinė ir Lietuvos praktikoje buvo pritaikyta tik vieną kartą. Šis priešžiūros institucijos sprendimas koreguoti oficialaus siūlymo kainą buvo apskūstas teismui [28]. Reikia pažymėti, kad perengiamosiose Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB rengimo dokumentuose buvo vartojama ne sąvoka „pagalba finansinius nuostolius patiriančiai įmonei“, o sąvoka „mažesnė kaina gali būti būtina sąlyga siekiant sunkumus patiriančią bendrovę išgelbėti nuo bankroto“ [31, p. 50]. Tiek minėtoje direktyvoje įtvirtintos sąvokos, tiek parengiamųjų dokumentų analizė leidžia daryti išvadą, kad pasinaudoti teise koreguoti oficialaus siūlymo kainą galima tik išskirtiniais atvejais, kai bendrovės finansinė padėtis yra itin bloga, t. y. bendrovės finansinė padėtis turi būti ne šiaip prasta, bet be pagalbos bendrovei gali būti pradėtas bankroto procesas. Šią išvadą ga-

lima padaryti įvertinus bendrovės finansinę atskaitomybę. Tad ši išimtis koreguoti teisingą oficialaus siūlymo kainą turi būti vertinama siaurai.

Atliekant teisės nuostatų dėl teisingos kainos nustatymo analizę, taip pat būtina atsižvelgti į Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB preambulę, kuri atskleidžia *inter alia* direktyvos tikslus. Preambulės 6 dalyje įtvirtinta, kad, siekiant nuostatų veiksmingumo, jos turėtų būti lanksčios ir sugebėti prisiderinti prie naujų atsirandančių aplinkybių ir atitinkamai numatyti galimybę taikyti išimtis ar leidžiančias nukrypti nuostatas. Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB 5 straipsnyje įtvirtinti teisingos kainos nustatymo principai, o to paties straipsnio 4 dalyje įtvirtinta bendros taisyklės išimtis, t. y. valstybės narės gali įgalioti savo priežiūros institucijas pako-reguoti šios dalies pirmojoje pastraipoje minėtą kainą aiškiai nustatytais aplinkybėmis ir pagal aiškiai nustatytus kriterijus. Tuo tikslu jos gali sudaryti sąrašą aplinkybių, kuriomis aukščiausia kaina gali būti koreguojama ją didinant arba mažinant, pavyzdžiui, siekiant išgelbėti sunkumus patiriančią įmonę. Pažymėtina, kad taikant šią kainos koregavimo išimtį taip pat privalo būti laikomasi teisingos kainos ir smulkiųjų akcininkų apsaugos principų.

Privalomo oficialaus siūlymo kainos klausimai ir galimybė nukrypti nuo bendros teisingos kainos skaičiavimo taisyklės turi tiesioginių padarinių šiame straipsnyje nagrinėjamam privalomam akcijų pardavimo ir pirkimo institutui, nes VPI 37 straipsnio 4 dalies 1 punkte nustatyta, jeigu akcininkas, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, pateikęs privalomą oficialų siūlymą, įsigijo akcijų, suteikiančių ne

mažiau kaip 95 procentus visų balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime, akcijų kaina nustatoma tokia, kokia buvo mokama jam šiuo būdu įsigyjant emitento akcijas ir tokia kaina su priežiūros institucija neprivalo būti derinama, t. y. pagal bendrą taisyklę vykdant privalomą akcijų supirkimą pagal VPI 37 straipsnį, automatiškai turi būti taikoma privalomo oficialaus siūlymo kaina, taip pat ir tais atvejais, kai teisinga kaina priežiūros institucijos buvo koreguojama. Laikoma, kad privalomo oficialaus siūlymo metu mokėta kaina yra teisinga ir privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutui [31, p. 67].

Tačiau ar visada toks automatiškas teisingos kainos principo perkėlimas iš vieno instituto (privalomo oficialaus siūlymo peržengus 1/3 balsų ribą) į kitą (privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo turint 95 procentus balsų) yra teisingas ir pagrįstas? Galbūt teisės aktai turėtų atskirai reglamentuoti privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo kainos teisingumo klausimą, kai oficialaus siūlymo kaina buvo nustatoma ne pagal bendrą taisyklę (VPI 34 straipsnio 1 dalį), bet pasinaudojant išimtimi, kai priežiūros institucija koreguoja kainą (VPI 34 straipsnio 3 dalį)?

Aiškinant VPI 37 straipsnio 4 dalies 1 punkto nuostatą lingvistiškai, jeigu 95 procentų riba peržengiama privalomo oficialaus siūlymo metu, nepaisant to, kad buvo pasinaudota išimtimi ir pakoreguota akcijų kaina turint tikslą padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei, privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo kaina turi būti tokia, kokia buvo mokama privalomo oficialaus siūlymo metu. Tačiau visuotinai pripažįstama, kad vien lingvistinis teisės normų aiškinimo metodas nėra pakankamas, taip pat turi būti atsižvelgiama į te-

leologinį aiškinimo metodą, t. y. į teisės normų tikslus. O privalomo oficialaus siūlymo kainos mažinimo tikslas – pagalba finansinius sunkumus patiriančiai įmonei, o ne teisingos kainos nustatymas kitam, nors ir susijusiam institutui – privalomam akcijų pardavimui ir pirkimui.

Remiantis VPI 37 straipsniu, įtvirtinusi privalomo akcijų pardavimo teisę stambiajam akcininkui, analogiška teisė suteikiama ir smulkiesiems akcininkams. Taigi, jei stambusis akcininkas pasinaudotų savo teise supirkti likusias akcijas už oficialaus siūlymo metu sumažintą kainą, ši situacija galėtų pažeisti smulkiųjų akcininkų teises, kita vertus, jei smulkieji akcininkai reikalautų akcijas supirkti už didesnę negu oficialiai siūlomą kainą, galėtų būti pažeistos stambiojo akcininko, kuris VPI 37 straipsnio 1 dalyje nustatytą 95 procentų ribą peržengė siekdamas visų pirma ne tokio dydžio kontrolės, bet padėti finansinius nuostolius patiriančiai bendrovei ir užtikrinti jos veiklos tęstinumą, teisės. Todėl manytina, kad privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo kaina turėtų būti nustatoma atsižvelgiant į konkretaus atvejo aplinkybes.

Taigi VPI 34 straipsnio 3 dalyje numatyta priežiūros institucijos teisė „įsikišti“ į oficialaus siūlymo procesą ir koreguoti oficialaus siūlymo kainą, kai pagal bendrą VPI 34 straipsnio 1 dalyje numatytą taisyklę apskaičiuota oficialaus siūlymo kaina dėl tam tikrų priežasčių neatitiktų teisingos kainos principo. Priežiūros institucijos „intervencija“ galima tik apibrėžtais atvejais (šiam straipsnyje nagrinėjamas tik vienas – kai siekiama padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei). VPI 34 straipsnio 3 dalis tarsi suponu-

ja, kad pagal bendrą taisyklę apskaičiuota oficialaus siūlymo kaina būtų didesnė, nei tokiu atveju laikytina teisinga kaina, todėl oficialaus siūlymo teikėjas pateikia motyvuotą prašymą pakeisti (mažinti) tą kainą. Ši nuostata apsaugo nuostolius patiriančios bendrovės ir oficialaus siūlymo teikėjo interesus, nes pagal bendrą taisyklę apskaičiuota kaina būtų didesnė. Atsižvelgiant į išdėstytus argumentus, pakoreguota kaina negali būti laikoma automatiškai teisinga kito teisės instituto – privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo – atžvilgiu.

Manytina, kad, atsižvelgiant į tai, jog VPI 34 straipsnio 3 dalis nustato bendros taisyklės dėl privalomo oficialaus siūlymo kainos nustatymo išimtį, į tai, kad šios išimties taikymo prerogatyva suteikta išimtinai priežiūros institucijos kompetencijai, į tai, kad, kaip nustato VPI nuostatos ir LRKT savo praktikoje, superkamų akcijų kaina turi būti teisinga, taip pat vadovaujantis turinio prieš formą viršenybės ir teisinio apibrėžtumo kriterijais, priežiūros institucija, pasinaudodama VPI 34 straipsnio 3 dalyje nustatyta teise leisti koreguoti privalomo oficialaus siūlymo kainą, savo motyvuotame sprendime gali pasisakyti ir dėl privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo instituto taikymo, jei bus peržengta VPI 37 straipsnyje nustatyta balsų riba. Atsižvelgiant į visas konkretaus atvejo aplinkybes, gali būti išvengta nepagrįsto stambiojo akcininko praturtėjimo ir nebūtų pažeidžiamos nei smulkiųjų akcininkų, nei stambiojo akcininko teisės ir teisėti interesai, taip pat būtų užtikrintas teisinis apibrėžtumas.

Kita vertus, galima rasti argumentų ir „už“ automatinį teisingos privalomo oficialaus siūlymo kainos, kuri buvo ko-

reguojama pagal VPĮ 34 straipsnio 3 dalį, taikymą privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutui.

VPĮ 37 straipsnio 4 dalies 1 punkte įsakmiai nustatyta, kad privalomo akcijų supirkimo kaina turi būti tokia, kokia buvo mokama stambiajam akcininkui įsigyjant emitento akcijas privalomo oficialaus siūlymo metu. VPĮ nenustato pareigos peržiūrėti privalomo akcijų supirkimo kainos, jeigu vykdant privalomą oficialų siūlymą kaina buvo sumažinta arba padidinta atsižvelgiant į tam tikrus aspektus (pavyzdžiui, padėti nuostolius patiriančiai įmonei).

Lingvistiškai aiškinant VPĮ nuostatas, priežiūros institucijai pasinaudojus VPĮ 34 straipsnio 3 dalyje suteikta teise sumažinti privalomo oficialaus siūlymo kainą siekiant padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei, ir oficialaus siūlymo metu stambiajam akcininkus peržengus VPĮ 37 straipsnio 1 dalyje nustatytą 95 procentų ribą, atsirastų teisinis pagrindas taikyti privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutą už oficialaus siūlymo kainą, t. y. už priežiūros institucijos pagal VPĮ 34 straipsnio 3 dalį pakoreguotą kainą.

Jokių išlygų šiam atvejui VPĮ 37 straipsnyje nenustatyta. Superkamų akcijų kaina turi būti teisinga, ir kadangi priežiūros institucija patvirtino sumažintą privalomo oficialaus siūlymo kainą ir ši kaina laikoma teisinga, nėra pagrindo teigti, kad, vykdant privalomą akcijų pardavimą ir pirkimą remiantis VPĮ 37 straipsniu, oficialaus siūlymo kaina buvo neteisinga. Kita vertus, smulkiesiems akcininkams, jeigu jie mano, kad privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo kaina neatitinka teisingos kainos kriterijų, išlieka teisė remiantis VPĮ 37 straipsnio 13 dalimi kreiptis į teis-

mą dėl teisingos kainos nustatymo. Taigi, nors VPĮ nustato automatišką sumažintos oficialaus siūlymo kainos taikymą privalomam akcijų pardavimui ir pirkimui, akcininkai turi papildomą savo teisių gynimo mechanizmą – gali ginčyti kainą bendrosios kompetencijos teisme.

Teismai taip pat yra pasisakę, kad galutinį sprendimą dėl privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo kainos priima teismas [27]. Įmonių perėmimo direktyvos 2004/25/EB preambulės 8 dalyje taip pat numatyta, kad priežiūros institucijos sprendimai atitinkamomis aplinkybėmis turėtų būti peržiūrėti nepriklausomo teismo. Atsižvelgiant į tai akivaizdu, kad tiek įstatymų leidėjas, tiek teismai laikosi nuomonės, kad veiksmingai smulkiųjų akcininkų apsaugai, kuri taip pat laikoma viešuoju interesu, reikia dvejopo teisingos kainos nustatymo mechanizmo: priežiūros institucija patikrina, ar kaina nustatoma remiantis teisės aktų reikalavimais, o teismas nėra ribojamas priežiūros institucijos priimto sprendimo [27], todėl savarankiškai ir nepriklausomai nustato galutinę teisingą akcijų kainą.

Taip pat reikia nepamiršti, kad pagal VPĮ 34 straipsnio 6 dalį, jeigu privalomą oficialų siūlymą pateikęs asmuo per vienerius metus po privalomo oficialaus siūlymo galiojimo pabaigos įsigyja vertybinių popierių, dėl kurių jis buvo pateikęs privalomą oficialų siūlymą, už didesnę kainą negu privalomo oficialaus siūlymo kaina, jis privalo sumokėti kainų skirtumą į privalomą oficialų siūlymą atsiliepusiems asmenims. Taigi, jeigu būtų padidinta privalomo akcijų supirkimo kaina, atsirastų pareiga sumokėti kainos skirtumą asmenims, kurie pardavė akcijas už žemesnę kainą privalomo oficialaus siūlymo metu.

Taikant VPĮ 34 straipsnio 6 dalį, būtina atsižvelgti į oficialaus siūlymo kainos skirtumo sumokėjimo instituto tikslus ir būtinybę užtikrinti finansinius nuostolius patiriančios įmonės interesus, t. y. kad pareigos sumokėti oficialaus siūlymo kainos ir vėlesnės įsigijimo kainos tikslas nėra akcininkų, kurie iš bendrovės pasitraukė savo noru oficialaus siūlymo metu, pasipelnymas iš sėkmingo oficialaus siūlymo teikėjo atliktų bendrovės gelbėjimo veikslių rezultato, nepatiriant su tuo susijusių sąnaudų ir neprisiimant rizikos. Tie akcininkai, kurie neatsiliepė į oficialų siūlymą ir nepasitraukė iš bendrovės, prisidėmė tam tikrą riziką (nes bendrovė patiria nuostolių), o tie, kurie pasitraukė – šios rizikos neprisiėmė, todėl priemoka tokiems asmenims nebūtų visiškai pagrįsta ir teisinga. Ši aplinkybė taip pat turėtų būti aptariama.

Apibendrinant manytina, kad ne visais atvejais būtų teisinga privalomam akcijų pardavimo ir pirkimo institutui automatiškai taikyti sumažintą oficialaus siūlymo kainą, kai ji buvo koreguojama siekiant padėti finansinius nuostolius patiriančiai bendrovei. Turi būti atsižvelgta į konkretaus atvejo reikšmingas aplinkybes. Teisės aktai tokios galimybės nenumato, todėl manytina, kad VPĮ 37 straipsnis šiuo aspektu galėtų būti tobulinamas.

Išvados

Teismų praktika išryškino tam tikras VPĮ reglamentavimo spragas, susijusias su oficialaus siūlymo institutu, kuris yra esminė prielaida taikyti privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutą. Atsižvelgiant į tai būtina tobulinti oficialaus siūlymo nuostatas, t. y. įsakmiai nustatant, kad asmenims, įgijusiems įstatymo nustatytą akcijų kiekį

(daugiau kaip 1/3 balsų) ir per įstatymo nustatytą terminą (nedelsiant, bet ne vėliau kaip per 4 prekybos dienas) neperleidusių ribą viršijančio akcijų kiekio, pareiga pateikti oficialų pasiūlymą tampa privalomai vykdytina įstatymo nustatyta tvarka ir vėlesnis akcijų perleidimas šios pareigos nepanaikina. Tokia nuostata užkerta kelią išvengti teisės aktuose nustatytų pareigų vykdymo perleidžiant vertybinius popierius kitiems asmenims. Minėta pareiga gali išnykti tik tinkamai įgyvendinus privalomą oficialų siūlymą.

Po bendrovės (emitento) reorganizavimo stambiajam akcininkui išlieka pareiga įgyvendinti VPĮ 37 straipsnyje įtvirtintą pareigą privalomai supirkti likusias akcijas. Aiškinant priešingai, bendrovės reorganizavimas galėtų tapti „teisėtu“ būdu siekiant išvengti teisės aktuose nustatytų pareigų vykdymo, tokiu būdu taip pat būtų pažeistas teisėtų lūkesčių principas. Ši išvada ypač svarbi tais atvejais, kai prieš pradėdamas bendrovės (emitento) reorganizavimo procesus, stambusis akcininkas žino apie savo pareigą supirkti smulkiųjų akcininkų akcijas, t. y. smulkieji akcininkai šį pageidavimą pagal VPĮ 37 straipsnį jam buvo pateikę. Pareiga privalomai supirkti akcijas pagal VPĮ 37 straipsnį baigiasi tada, kai ši pareiga yra tinkamai ir iki galo įgyvendinama ir bendrovės (emitento) reorganizavimo procesai šias pareigas neturi įtakos.

Priežiūros institucijai pasinaudojus VPĮ 34 straipsnio 3 dalyje suteikta teise koreguoti privalomo oficialaus siūlymo kainą siekiant padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei, ir oficialaus siūlymo metu stambiajam akcininkus peržengus VPĮ 37 straipsnio 1 dalyje nustatytą 95 procen-

tų balsų ribą, atsirastų teisinis pagrindas taikyti privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo institutą už oficialaus siūlymo kainą, t. y. už priežiūros institucijos pagal VPĮ 34 straipsnio 3 dalį pakoreguotą kainą. Manytina, kad toks automatinis nuostatos taikymas ne visada yra teisingas ir atitinka

nustatytus tikslus, todėl būtų tikslinga, siekiant teisinio apibrėžtumo, papildyti VPĮ nuostatas, ir suteikti priežiūros institucijai galimybę atsižvelgti į visas reikšmingas konkretaus atvejo aplinkybes, kai yra nukrypstama nuo bendros teisingos kainos skaičiavimo taisyklės.

LITERATŪRA

Europos Sąjungos teisės aktai

1. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. *OL, 2004 L 17, p. 20.*

Lietuvos Respublikos teisės aktai

2. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*, 2000, nr. 74-2262.
3. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*, 2007, nr. 17-626; 2011, nr. 145-6819.
4. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*, 2007, nr. 17-627; 2011, nr. 145-6818.
5. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*, 2000, nr. 64-1914; 2003, nr. 123-5574.
6. Lietuvos banko valdybos 2013 m. vasario 28 d. nutarimas Nr. 03-47 „Dėl oficialaus siūlymo cirkuliario rengimo, tvirtinimo ir oficialaus siūlymo įgyvendinimo taisyklių patvirtinimo“. *Valstybės žinios*, 2013, nr. 25-1254.
7. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės.

Specialioji literatūra

8. BURKART, M.; PANUNZI, F. Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process. *Social Science Research Network*, 2003, p. 1–27.
9. MISIUS, R. Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos. *Jurisprudencija*, 2005, 77 (69).

10. MISIUS, R. Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika. *Jurisprudencija*, 2004, 55(47), p. 90–101.
11. MILIUTIS F. Kas yra teisinga privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kaina Lietuvoje? *Socialinių mokslų studijos*, 2013, 5(1), p. 311–325.
12. PAPADOPOULOS, T. The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies. *Law and Financial Markets Review*, 2007, p. 525–533.
13. TALUTIS, T.; ŠENAVIČIUS, V. Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reglamentavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai. *Jurisprudencija*, 2010, 2(120), p. 341–356.
14. ŠENAVIČIUS, V. Smulkiojo akcininko interesų apsauga privalomo oficialaus siūlymo metu: Europos Sąjungos ir Lietuvos patirtis. *Socialinių mokslų studijos*, 2013, 5(2), p. 557–571.
15. VAN DER ELST, Ch.; VAN DEN STEEN, L. Opportunities in the M & A aftermarket: squeezing out and selling out. *Social Science Research Network*, 2006, p. 1–39.

Europos Bendrijos Teisingumo Teismo praktika ir generalinių advokatų išvados

16. ETT 2009 m. spalio 15 d. sprendimas prieš *Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL)*, C-101/08.
17. Generalinės advokatės Verica Trstenjak 2009 m. birželio 30 d. išvada byloje *Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL)*, C-101/08.

Lietuvos teismų praktika

18. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas „Dėl Mažeikių

- kių naftos reorganizavimo įstatymo“. *Valstybės žinios*, 2005, nr. 146-5332.
19. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas „Dėl oficialaus pasiūlymo supirkti vertybinius popierius“. *Valstybės žinios*, 2006, nr. 8-284.
 20. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2009 m. rugsėjo 2 d. nutarimas „Dėl invalidumo (netekto darbingumo) pensijos“. *Valstybės žinios*, 2009, nr. 106-4434.
 21. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-176/2007.
 22. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-215/2007.
 23. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. lapkričio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-455/2011.
 24. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. liepos 21 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-332/2011.
 25. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. sausio 28 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-38/2011.
 26. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2012 m. gegužės 15 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-243/2012.
 27. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.
 28. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2013 m. liepos 11 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. A556-1407/2013.
 29. Lietuvos apeliacinio teismo 2011 m. gruodžio 8 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-2566/2011.
 30. Vilniaus miesto apylinkės teismo 2013 m. birželio 12 d. sprendimas civilinėje byloje Nr. 2-1521-728/2013.

Tarptautinių institucijų ataskaitos

31. Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids, 2002.
32. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, European Commission, 2012, COM(2012) 347 final.
33. Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation, Final Report, IOSCO, May 2010.
34. Report on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, European Parliament, Committee on Legal Affairs, 25 March 2013.

SQUEEZE-OUT AND SELL-OUT RIGHTS – ESSENCE OF THIS INSTITUTE AND PROBLEMATIC ASPECTS

Oksana Fruzerova

S u m m a r y

All issues that have been analyzed in this article are relevant to financial markets participants, investors and legal professionals who deal with relevant requirements in practice. The article is divided into three main parts and the primary attention is devoted to those issues: 1) taking into consideration that the application of squeeze-out and sell-out rights directly depends on the properly exercised takeover-bid (mandatory or voluntary), in the first part of this article some relevant Lithuanian case law aspects are being analyzed. Lithuanian regulation should be improved and mandatory provision, which would state that takeover bid must be exercised despite the

fact that if the shares were transferred to the third party (when the terms have been omitted), should be introduced. Accordingly, the subsequent transfer of shares does not eliminate the obligation to make a mandatory takeover bid; 2) the second part of the article analyzes the essence and main features of the squeeze-out and sell-out rights, the reasons for introduction of those rights in the EU regulation; detailed analyzes of both EU and Lithuanian regulations are being presented; 3) the last part of this article reveals the problematic aspects of the application of the squeeze-out and sell-out institute in practice; two conclusions are being drawn: (i) the

squeeze-out and sell-out rights must be applicable and properly exercised even when the issuer was reorganized and the new entity was established; and (ii) when the price of the mandatory takeover bid has

been adjusted in order to enable a firm in difficulty to be rescued, this price should not automatically be considered as equitable price for another institute – squeeze-out and sell-out rights.

Īteikta 2013 m. rugpjūčio 26 d.

Priimta publikuoti 2013 m. lapkričio 29 d.