

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

TEISĖS FAKULTETAS

VERSLO TEISĖS KATEDRA

Jurgita Vilniūtė

**OFICIALAUS SIŪLYMO TEIKIMO IR
ĮGYVENDINIMO TEISINIO REGULIAVIMO
PROBLEMATIKA**

Magistro baigiamasis darbas

Darbo vadovas:

Doc. dr. Tomas Talutis

Vilnius, 2013

TURINYS

ĮVADAS.....	3
1. OFICIALAUS SIŪLYMO SAMPRATA.....	7
1.1. Oficialus siūlymas ir harmonizavimo Europos Sąjungoje problema.....	7
1.2. Oficialus siūlymas Lietuvos Respublikoje.....	9
1.3. Oficialaus siūlymas Europos Sąjungoje.....	12
2. OFICIALAUS SIŪLYMO INSTITUTO REGLAMENTAVIMAS LIETUVOS RESPUBLIKOJE	15
2.1. Teisinga kaina	17
2.1.1. Teisingos kainos apskaičiavimo taisyklės Lietuvos Respublikoje.....	18
2.1.2. Teisė reikalauti nustatyti teisingą kainą.....	21
2.1.3. Problemos nustatant teisingą kainą – teismų praktika.....	22
2.1.4. Periscopas byla dėl Direktyvos 5.4 str.	25
3. OFICIALAUS SIŪLYMO HARMONIZAVIMO EUROPOS SĄJUNGOJE IR LIETUVOS RESPUBLIKOJE PROBLEMINIAI ASPEKTAI	26
3.1. Kontrolė ir sutartinai veikiančių asmenų sampratos problema	27
3.1.1. Suderintų veiksmų sąvokos derinimo problemos.....	30
3.1.2. Sutartinio veikimo nustatymas – teismų praktika.....	31
3.1.3. Netiesioginės kontrolės įgijimo atvejais.....	34
3.2. Išimčių iš pareigos teikti oficialų siūlymą taikymas	36
3.3. Sankcijos nepateikus oficialaus siūlymo.....	39
IŠVADOS.....	41
LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	43
SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA.....	50
SUMMARY	51
PRIEDAI.....	52

IVADAS

Didėjant laisvo kapitalo judėjimui pasaulyje bei sparčiai besivystant rinkoms, atsirado poreikis griežčiau reglamentuoti investuotojų, valstybės, priežiūros institucijų teises ir pareigas. Siekiant apsaugoti smulkiųjų akcininkų teises, tapo ypač svarbu griežčiau sureguliuoti klausimus, susijusius su akcijų pirkimu – pardavimu, kai keičiasi įmonės kontrolė. Oficialaus siūlymo (toliau – OS) instituto atsiradimą sąlygojo praktikoje paplitęs vertybinių popierių įsigijimo būdas, kuomet viešai neatskleidžiant savo ketinimo įsigyti didžiąją dalį bendrovės akcijų ar perimti įmonės kontrolę yra pažeidžiami bendrovės akcininkų interesai.¹ Dėl šios priežasties daugelis valstybių teisės aktuose įtvirtino OS institutą kaip akcijų įgijimo būdą. Šiuo atveju akcijas įsigyjantis asmuo savo ketinimus atskleidžia viešai, sudarydamas visiems akcininkams vienodas galimybes gauti informaciją ir priimti sprendimą dėl vertybinių popierių pardavimo. Iki OS instituto harmonizavimo Europos Sąjungoje (toliau – ES) daugumoje valstybių narių šis institutas buvo žinomas, tačiau jį reglamentuojančios teisės normos buvo labai skirtingos. Todėl jau 2004 m., po 15 metų trukusių diskusijų buvo priimta Tryliktoji Bendrovių Teisės Direktyva² 2004/25/EB (toliau – Direktyva) dėl įmonių perėmimo siūlymų, kurios viena iš svarbiausių nuostatų – pareigos teikti OS įtvirtinimas. 2006 m. birželio 22 d. Lietuvos Respublikos Seimas (toliau – LRS) priėmė Vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo įstatymą³, kurio tikslas buvo suderinti nacionalinių teisės aktų nuostatas su Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.⁴ Šiame įstatyme naujai reglamentuoti bendrieji OS principai, koreguoti OS pateikimo ir įgyvendinimo terminai ir kt. nuostatos. Svarbiausi pakeitimai OS reguliavime buvo padaryti 2010 m. birželio 3 d. Vertybinių popierių įstatymo (toliau – VPĮ) pakeitimu⁵, kuriuo įtvirtinta, kad OS teikiamas tik dėl nuosavybės vertybinių popierių, įtvirtinta, kad pareiga teikti OS kyla peržengus 1/3 akcijų ribą (vietoje prieš tai buvusios 40% ribos), taip pat įtvirtinta pareiga teikti OS netiesioginės kontrolės įgijimo atveju. Kaip rodo teismų praktika, net po įstatymo pakeitimų susiduriama su įvairiomis problemomis teikiant ir įgyvendinant OS. Visų pirma, ne visada paprasta nustatyti sutartinio veikimo faktą, o netgi nustačius sutartinai veikiančius asmenis nėra efektyvaus mechanizmo priversti šiuos asmenis teikti OS. Antra, problemų kelia teisingos kainos nustatymas, ypač ilgo bylinėjimosi metu,

¹ Misius R. Oficialaus pasiūlymo teisinio relamentavimo problemos. Jurisprudencija.,Nr. 77 (69), 2005, p.42. ISSN 1392 – 6195

² 2004 m. balandžio 21d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų, Oficialusis leidinys L 142 , 30/04/2004 p. 0012 - 0023

³ 2006 m. birželio 22d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19(1), 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas//Valstybės žinios. 2006, Nr.77-2963

⁴ Misius R. Oficialaus pasiūlymo teisinio relamentavimo problemos. Jurisprudencija.,Nr. 77 (69), 2005, p.41. ISSN 1392 – 6195

⁵ 2010 m. birželio 3d. Lietuvos Respublikos VPĮ 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymas (Valstybės Žinios, 2010, Nr. 72-3611)

kadangi ginčui tęsantis keletą metų apskaičiuoti kainą remiantis vien per 12 mėn. sudarytais sandoriais ir svertiniu 6 mėn. vidurkiu ne visada yra teisinga. ES pastangos harmonizuoti OS institutą akademiniame diskurse dažnai įvardijamos kaip nesėkmingo derinimo pavyzdys – nors Direktyva įtvirtino keletą svarbių privalomų nuostatų, tačiau valstybėms narėms suteiktos plačios teisės taikyti įvairias išimtis, o kai kurių nuostatų galima išvis netaikyti. Praėjus 9 metams po Direktyvos priėmimo ir 7 metams, kai yra pasibaigęs terminas jai įgyvendinti, turime rezultata, kurį puikiai atspindi 2012 m. birželio 28 d. Europos Komisijos (toliau – EK) pateikta išvada: „įmonių perėmimo pasiūlymų Direktyva nesukėlė didelių į tyrimą įtrauktų valstybių narių teisinės sistemos permainų“⁶. V. Edwards, kiritkuodama Direktyvos abstraktumą teigia, kad Direktyva neverta popieriaus, ant kurio yra užrašyta, nes Direktyva, kuri pasižymi lanksčiu reguliavimu ir išimčių taikymu iš tiesų nieko nepasiekia.⁷ Visgi reikia turėti omeny, kad tokiose šalyse kaip Lietuva, kuriose OS dar gana naujas institutas, Direktyva buvo svarbus postūmis įtvirtinti pažangų, ES lygio teisinį reguliavimą. Sveikintinas teisingos kainos, teisės pirkti ir parduoti harmonizavimas, pareigos teikti privalomą OS įtvirtinimas, reikalavimas įsteigti priežiūros institucijas valstybėse narėse, tačiau kritikuotinas sankcijų neįtraukimas į Direktyvos tekstą ir tai, kad daugelis aspektų yra palikta reguliuoti pačioms valstybėms, be to, leidžiama nukrypti net nuo esminių nuostatų jei tik yra laikomasi pagrindinių OS teikimo principų. Visuotinai pripažįstama, kad taisyklės, perkeltos į skirtingas teises sistemas gali pasiekti skirtingus rezultatus nei tikimasi, o leidžiant nukrypti nuo Direktyvos nuostatų dar labiau tolstama nuo bendrų standartų įvedimo. Darbe analizuojamos svarbiausios problemos teikiant ir įgyvendinant OS – kontrolės įgijimo klausimai, sutartinai veikiančių asmenų problema, teisingos kainos apskaičiavimas. Darbe daugiausia remiamasi užsienio autorių straipsniais, Lietuvos Respublikos (toliau – LR) ir ES teisės aktais bei Direktyvos vertinimo ataskaitomis, negausia Lietuvos autorių mokslinė literatūra, taip pat rekomendacijomis bei gairėmis dėl OS teikimo ir įgyvendinimo.

Tyrimo aktualumas. Tyrimo aktualumą lemia nuostatų dėl OS teikimo ir įgyvendinimo svarba įgyvendinant įmonių perėmimus ES, kurie turi didelę reikšmę vieningos vidaus rinkos sukūrimui ir efektyviam jos veikimui. Iki OS instituto harmonizavimo ES daugumoje valstybių narių šis institutas buvo žinomas, tačiau jį reglamentuojančių teisės normų nuostatos buvo labai skirtingos. Todėl jau 2004 m. buvo priimta Direktyva, kuri valstybėms narėms nustatė pareigą priimti įstatymus ir kitus teisės aktus, būtinus įsigaliooti šiai Direktyvai iki 2006 m. gegužės 20 d., tačiau šio įpareigojimo nesilaikė dauguma ES valstybių narių. Valstybės narės skirtingai reglamentuoja šį institutą ne tik pasinaudodamos Direktyvos

⁶ Komisijos ataskaita Europos Parlamentui, Tarybai, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir regionų komitetui „Direktyvos 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų taikymas“, Briuselis, 2012, COM (2012) 347 final, p.6

⁷ Edwards V. Directive on Takeover Bids - Not Worth the Paper It's Written On. 1 ECFR 416(2004),p.416-439

<http://heinonline.org/HOL/LandingPage?collection=journals&handle=hein.journals/ecomflr1&div=17&id=&page=> [žiūrėta 2011 11 18]

suteikiamomis išimtimis, tačiau taip pat išskirdamos Direktyvos nuostatų abstraktumą kaip priežastį nacionalinėje teisėje įtvirtinti aiškesnį, nors ir ne visai atitinkantį Direktyvos nuostatas, reguliavimą. Dėl tokio skirtingo teisinio reguliavimo įmonių perėmimo teisiniuose santykiuose susiduriama su administracinėmis ir teisinėmis kliūtimis, įmonių perėmimo procesas užsitęsia iki keleto metų, o tai, be abejonės, stabdo vieningos, „be sienų“ rinkos kūrimą. Akivaizdu, kad OS nuostatų derinimas nebuvo sėkmingas, kadangi OS institutą valstybės narės vis dar reglamentuoja skirtingai, todėl būtina ieškoti būdų, kad teisinis reguliavimas taptų aiškesnis ir realiai prisidėtų prie efektyvaus įmonių perėmimo teisinių santykių įgyvendinimo. Lietuvai tapus ES nare tapo aktualu nacionalinės teisės nuostatas dėl OS suderinti su ES priimta Direktyva. Kadangi Lietuvoje susiduriama su OS įgyvendinimo problemomis, tampa aktualu analizuoti kitų valstybių narių praktiką OS teikimo ir įgyvendinimo srityje ir galbūt perimti pažangias nuostatas. Tokio pobūdžio lyginamoji analizė Lietuvoje dar nėra atlikta, todėl darbas aktualus kalbant apie OS reguliavimo perspektyvas Lietuvoje.

Temos iširtumas. OS teikimas ir įgyvendinimas mažai tyrinėtas teisės doktrinoje. Daugelis mokslininkų, tyrinėtojų analizuoja kai kurias su OS susijusias problemas, tokias kaip valdymo organų funkcijos ir gynybinės priemonės, menkai paliesdami OS teikimo ir įgyvendinimo temą. Kai kurie užsienio autoriai (V. Edwards, F. Wooldridge) kritikuoja Direktyvą kaip neveiksmingą, šiek tiek analizuodami OS teikimo ir įgyvendinimo nuostatas bei jų įgyvendinimą valstybėse narėse. Minėtos Direktyvos nuostatas ir būdus, kaip jas padaryti veiksmingesnes taip pat nagrinėjo EK 2007 m. pranešime dėl Direktyvos įgyvendinimo, o 2012 m. publikuota išsami studija, kurioje analizuojamas Direktyvos poveikis valstybėse narėse. Mokslinių recenzijų ar straipsnių, kurie nuosekliai ir išsamiai išnagrinėtų šį institutą Lietuvos teisės erdvėje taip pat beveik nėra – porą straipsnių šia tema yra parašęs R. Misius, 2010 m. privalomo OS teikimo ir įgyvendinimo problemas nagrinėjo T. Talutis ir V. Šenavičius.

Tyrimo problema – oficialaus siūlymo teikimo ir įgyvendinimo skirtingas reglamentavimas ir Tryliktosios Bendrovių teisės Direktyvos nuostatų neįgyvendinimas/skirtingas įgyvendinimas Europos Sąjungos valstybėse narėse sukelia neaiškumą įmonių perėmimo teisiniuose santykiuose, todėl įgyvendinant įmonių perėmimą susiduriama su administracinėmis ir teisinėmis kliūtimis.

Tyrimo objektas – oficialaus siūlymo teikimo ir įgyvendinimo, kaip įmonių perėmimo būdo, teisinio reguliavimo problematika Europos Sąjungoje ir Lietuvos Respublikoje.

Tyrimo tikslas – išanalizuoti oficialaus siūlymo teikimo ir įgyvendinimo instituto sampratą ir teisinį reguliavimą Europos Sąjungoje ir nuostatų dėl šio instituto derinimo problemas valstybėse narėse bei pateikti pasiūlymus dėl oficialaus siūlymo reglamentavimo perspektyvų Lietuvoje.

Tyrimo uždaviniai:

- remiantis teisės aktais ir teisės doktrina atskleisti oficialaus siūlymo teikimo ir įgyvendinimo sampratą;
- išanalizuoti oficialaus siūlymo reglamentavimo Lietuvoje raidą ir pokyčius Lietuvai tapus Europos Sąjungos nare bei atskleisti teisinio reguliavimo trūkumus;
- pateikti Tryliktojoje Bendrovių Teisės Direktyvoje įtvirtintų nuostatų dėl oficialaus siūlymo teikimo ir įgyvendinimo nuostatų analizę ir trūkumus bei esminių nuostatų įgyvendinimo valstybėse narėse ypatumus;
- išanalizuoti nuostatų dėl oficialaus siūlymo teikimo ir įgyvendinimo derinimo problematiką valstybėse narėse, palyginti reguliavimo panašumus ir skirtumus;

remiantis valstybių narių praktika, naujausiomis ES rekomendacijomis ir doktrina pateikti išvadas ir pasiūlymus dėl OS teikimo ir įgyvendinimo perspektyvų.

Tyrimo hipotezė – skirtingas oficialaus siūlymo teikimo ir įgyvendinimo teisinis reguliavimas valstybėse narėse ir Direktyvos nuostatų neįgyvendinimas lemia, kad įmonių perėmimo teisiniuose santykiuose yra susiduriama su administracinėmis ir teisinėmis kliūtimis.

Tyrimo metodai:

- **Lingvistinis** metodas naudojamas aiškinantis sąvokas, terminų reikšmes bei jų tarpusavio ryšį.
- **Lyginimo** metodas leidžia analizuoti oficialaus siūlymo teikimo ir įgyvendinimo reguliavimo problemas lyginant teisinio reguliavimo ES narėse panašumus ir skirtumus.
- **Istorinis** metodas padeda atskleisti oficialaus siūlymo reguliavimo raidą ir pokyčius šį institutą pradėjus reguliuoti ES lygiu.
- **Dokumentų analizės** metodas naudojamas tiriant Lietuvos Respublikos ir ES teisės aktus, oficialias ataskaitas, rekomendacijas bei teismų praktiką.
- **Apibendrinimo** metodas naudojamas siekiant apibendrinti analizuotą medžiagą, pateikiant išvadas bei pasiūlymus.

1. OFICIALAUS SIŪLYMO SAMPRATA

1.1. Oficialus siūlymas ir harmonizavimo Europos Sąjungoje problema

Oficialus siūlymas bendriausia prasme galėtų būtų suprantamas kaip vienas iš būdų įsigyti akcijas, kadangi suteikia galimybę supirkti smulkiųjų akcininkų akcijas teikiant savanorišką ar privalomą OS. Šio instituto atsiradimą sąlygojo praktikoje paplitęs slaptas vertybinių popierių įgijimo būdas, neatskleidžiant viešai savo ketinimo įgyti didesnę kiekį bendrovės vertybinių popierių ar net perimti bendrovės valdymo kontrolę.⁸ Dėl tokios praktikos valstybės turėjo įtvirtinti teisinį reguliavimą, kuris apsaugotų mažumos akcininkų teises – suteiktų galimybę parduoti akcijas už teisingą kainą įmonės kontrolę perėmusiam asmeniui. Yra išskiriami savanoriški ir privalomi oficialūs siūlymai. Savanoriško OS atveju teikiamas siūlymas supirkti visas balsavimo teise suteikiančias akcijas už teisingą kainą. Siūlytojas yra laisvas nustatyti pirkimo sąlygas, tačiau jis turi laikytis įstatymo nustatytų siūlymo skelbimo, akcininkų informavimo, teisingos kainos nustatymo taisyklių ir t.t. Tuo tarpu privalomojo OS taisyklė yra išimtis iš sandorio šalies valios autonomijos principo. Ji nustatoma smulkiųjų akcininkų ir bendrovės interesais.⁹ Asmuo, įgijęs tam tikrą skaičių akcijų privalo teikti OS likusiems bendrovės akcininkams. Akcijas įsigyjantis asmuo savo ketinimus atskleidžia viešai, visiems akcininkams sudaromos vienodos galimybės gauti reikalingą informaciją, suteikiama pakankamai laiko priimti sprendimą dėl vertybinių popierių pardavimo. Siekiant atriboti savanorišką ir privalomą OS pažymėtina, kad kai akcijos įgyjamos savanoriško OS būdu, privalomo OS instituto taikyti negalima. Tai paaiškinama tuo, kad savanoriško OS metu suteikiama galimybė visiems akcininkams parduoti balsavimo teises, o privalomo OS atveju įgytas kontrolinis akcijų paketas įgyjamas nepasiūlius akcijas parduoti visiems akcininkams, taip pažeidžiant jų teises. Kitaip tariant, savanoriškas OS teikiamas dar neįgijus įmonės kontrolės, suteikiant galimybę visiems akcininkams parduoti akcijas už teisingą kainą. Privalomo OS atveju siūlymas turi būti teikiamas siekiant apginti mažumos akcininkų interesus jau pasikeitus įmonės kontrolei ir susilpnėjus akcininkų pozicijai įmonėje.

Europos Sąjungoje OS institutas yra žinomas seniai – priklausomai nuo kiekvienos valstybės išsivystymo, įmonių steigimosi ir veikimo skirtumų, vienoje valstybėse įmonių perėmimas pradėtas reguliuoti anksčiau, kitose vėliau, skyrėsi ir reguliavimo apimtis. Jungtinėje Karalystėje (toliau – JK), kuri pasižymi aktyviausiais įmonių perėmimais Europoje, OS institutas jau seniai išsamiai sureguliuotas – JK

⁸ Misius R. Oficialaus pasiūlymo teisinio relamentavimo problemos. Jurisprudencija., Nr. 77 (69), 2005, p. 42. ISSN 1392 – 6195

⁹ Ten pat, p. 43

Municipalinių perėmimų ir Susijungimų kodeksas (*UK City Code on Takeovers and Mergers*)¹⁰ buvo viena pirmųjų reguliavimo sistemų, kuri įteisinta jau 1968 m.¹¹, o pvz., Lietuvoje nuostatos, išsamiai reguliuojančios šį institutą, įtvirtintos dar palyginus neseniai (pirmą kartą OS įtvirtintas 1996 m. LR vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme).

Galima teigti, kad naujas OS instituto vystymosi etapas Europoje prasidėjo iškelus siekį sukurti bendrą rinką ir tapti viena konkurencingiausių rinkų pasaulyje. Paplito nuomonė, kad įmonių perėmimai turi teigiamą poveikį ekonomikai, todėl yra reikalinga harmonizuoti teisės aktus, kad būtų palengvintas įmonių perėmimas ES.¹² Todėl po ilgamečių diskusijų buvo priimta kompromisinė Direktyva, kurioje buvo apibrėžtas OS bei įtvirtintos svarbiausios su mažumos akcininkų apsauga susijusios nuostatos. Direktyva buvo paremta įsitikinimu, kad perėmimai yra naudingi įmonėms, investuotojams ir visai Europos ekonomikai¹³, tačiau minimalaus derinimo Direktyva, kuri nustato tik pagrindinius reikalavimus dar iki jos priėmimo sulaukė daug kritikos ir neigiamų vertinimų. Kaip teigia Clarke'as (2009), lankstus reguliavimas pasirinktas todėl, kad: pirma, kiekvienas perėmimas yra skirtingas, nes kiekviena įmonė yra skirtinga. Antra, kiekviena rinka yra skirtinga įmonių, vertybinių popierių rinkų išsivystymo lygiu, socialine, ekonomine, politine padėtimi. Trečia, kiekvienoje valstybėje yra skirtingos institucijos, atsakingos už įmonių perėmimo priežiūrą ir reguliavimą, skiriasi jų struktūra, kompetencija, sprendimų galia.¹⁴ Šie argumentai pagrindžia išimčių taikymo būtinumą, tačiau neatsako į klausimą, kaip būtų galima suderinti bent svarbiausias nuostatas ar apibrėžti esmines sąvokas. Tai, kad valstybės narės yra skirtingos ekonomine padėtimi, neturėtų būti priežastimi menkiau saugoti smulkiuosius akcininkus.

Svarbiausios Direktyvoje įtvirtintos privalomo pobūdžio taisyklės yra įtvirtinančios pareigą teikti OS bei nuostatos dėl teisingos kainos nustatymo. Šios taisyklės daugiausia įtakos padarė valstybių, kuriose OS dar gana jaunas institutas, formavimuisi. Valstybės, kuriose įmonių perėmimai reguliuojami seniau, neišvengiamai turėjo daryti pataisas savo teisės aktuose ne tik dėl atviros rinkos kūrimo, bet ir daugėjant priešišku siūlymų, kurių grėsmė ypač išaugo ekonominės krizės metu, smarkiai kritus akcijų vertei. Pokyčius paskatino jau 1989 m. prasidėjusios derybos dėl Perėmimų direktyvos. Pasiūlymai didele dalimi rėmėsi JK Municipaliniu perėmimų ir susijungimų kodeksu, kadangi ši valstybė turi kone didžiausią patirtį įmonių perėmimų srityje. Jau 1989 m. siūlymu buvo pažymėta būtinybė įtvirtinti vienodo akcininkų traktavimo principą bei įpareigoti valstybes narses įsteigti priežiūros institucijas,

¹⁰ UK City Code on Takeovers and Mergers; <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

¹¹ Clarke B. The Takeover Directive: Is a little regulation Better than no regulation? European law journal, Blackwell publishing, Vol. 15, No. 2, 2009, p. 176

¹² Ten pat., p. 175

¹³ Commission Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, Brussels, SEC (2007) 268, p. 3

¹⁴ Ten pat., p. 175

nustatyti įvairūs reikalavimai siūlytojui ir siūlymo gavėjos valdybai, kurie turėjo užtikrinti procedūrų skaidrumą teikiant ir įgyvendinant OS.¹⁵

Valstybėse narėse OS samprata panaši, tačiau esminiu skirtumu galima išskirti tai, kad valstybės narės nustato skirtingą akcijų ribą, kurią peržengus privaloma teikti OS (kai kurios įtvirtina antrines ribas bei papildomus kriterijus¹⁶); taip pat skiriasi sąvokų, tokių kaip sutartinai veikiančys asmenys, teisinga kaina, kontrolė aiškinimas. Vieni apibrėžimai savo turiniu yra platesni, apima daugiau požymių, kai kuriuose akcentuojama kontrolės, kituose – tam tikros nustatytos dalies kapitalo įgijimas, tačiau iš esmės jie atitinka Direktyvos apibrėžimą: „perėmimo pasiūlymas“ arba „pasiūlymas“ – tai viešas (išskyrus pačios pasiūlymą gavusios bendrovės pasiūlymą) privalomas arba savanoriškas bendrovės vertybinių popierių savininkams pateiktas pasiūlymas perleisti visus vertybinius popierius ar tam tikrą jų dalį, po to, kai yra įsigyta pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolė, arba siekiant įsigyti pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolę pagal nacionalinius teisės aktus“. Direktyva pareigą teikti OS sieja būtent su kontrolės įgijimu, tačiau, kaip matysime vėlesniuose skyriuose, kontrolės sąvokos ir bendrų kriterijų kontrolei apibrėžti nenustatymas kelia praktinių problemų. Argumentai, palaikantys tik pagrindinių OS principų harmonizavimą yra neginčijami, tačiau išimtimis pagrįstos strategijos pasirinkimas reiškia, kad OS reguliavimas valstybėse narėse ir toliau liks skirtingas.¹⁷

1.2. Oficialus siūlymas Lietuvos Respublikoje

LR oficialaus siūlymo sąvoka pirmą kartą įtvirtinta 1996 m. sausio 16 d. LR Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo¹⁸ 10str., kuriame ši sąvoka apibrėžta gan lakoniškai: „Oficialus pasiūlymas – tai fizinio ar juridinio asmens ketinimo įsigyti dalį ar visus emitento vertybinius popierius paskelbimo procedūra“. Šis apibrėžimas detalizuojamas kitose straipsnio dalyse, kuriose įtvirtintos OS rūšys bei akcijų riba, kurią peržengus teikti siūlymą yra privaloma. Šis apibrėžimas kritikuotinas, tačiau turint omeny, kad tai vos pirmas bandymas įtvirtinti OS Lietuvos teisės aktuose ir institutas apskritai naujas, būtų naivu tikėtis išsamaus reglamentavimo, apimančio nuostatas, užtikrinančias akcininkų apsaugą, valdybos teisių ribojimus, teisingos kainos reikalavimus ir t.t. Šiame įstatyme OS reglamentavimui skirtas vos vienas minėtas straipsnis, kai tuo tarpu 2007 m. sausio 18 d. VPĮ¹⁹ tam

¹⁵ Edwards V. Directive on Takeover Bids - Not Worth the Paper It's Written On. 1 ECFR 416 (2004), p. 418

<http://heinonline.org/HOL/LandingPage?collection=journals&handle=hein.journals/ecomflr1&div=17&id=&page=> [žiūrėta 2011 11 18]

¹⁶ Suomija, Portugalija įtvirtina antrinę ribą 50%, Lenkija – 66% (External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission p.39)

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁷ Clarke B. The Takeover Directive: Is a little regulation Better than no regulation? European law journal, Blackwell publishing, Vol. 15, No. 2, 2009, p. 178

¹⁸ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas//Valstybės žinios.1996, Nr. 16-412

¹⁹ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas//Valstybės Žinios. 2007, Nr. 17-626;

skirtas visas ketvirtas skirsnis, iš viso 11 straipsnių. Be abejo, šie pokyčiai susiję su Lietuvos stojimu į ES ir būtinybe suderinti teisės aktus su Direktyva. Minėtame įstatyme įtvirtintos privalomo ir savanoriško OS sąvokos, kurios nuo ankstesnių apibrėžimų skyrėsi tuo, kad įtvirtino žemesnę akcijų įgijimo ribą, kurią peržengus privaloma teikti OS, be to, pagal naują reguliavimą OS gali būti teikiamas tik dėl visų balsavimo teisę suteikiančių akcijų, kai tuo tarpu 1996 m. įstatyme leidžiama teikti siūlymą supirkti dalį ar visus emitento vertybinius popierius (ne tik suteikiančius balsavimo teisę). Šiame įstatyme privalomas OS – asmens, įgijusio akcijų, suteikiančių daugiau kaip 40% balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, visuotiniame acnininkų susirinkime, vertybinių popierių savininkams teikiamas privalomas viešas siūlymas supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Ši sąvoka buvo pakeista LR VPĮ 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymu²⁰, kuriuo įtvirtinta dar žemesnė riba, kurią peržengus teikti OS yra privaloma: „privalomas oficialus siūlymas – asmens, įgijusio akcijų, suteikiančių daugiau kaip 1/3 balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame acnininkų susirinkime, vertybinių popierių savininkams teikiamas privalomas viešas siūlymas supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.“ Šiuo pakeitimu įtvirtinta ES narių praktiką atitinkanti akcijų riba, kurią peržengus kyla pareiga teikti OS, tačiau įstatymas nereguliuoja *de facto* kontrolės atvejo, kai 1/3 riba neperžengiama, tačiau realiai kontrolė įgyjama. Taip pat įstatymu nereguliuojami atvejai, kai 1/3 riba peržengiama, tačiau kontrolė neįgyjama. VPĮ 2 str. 46 d. įtvirtina savanoriško OS sąvoką: „savanoriškas oficialus siūlymas – asmens nuožiūra ir jo nustatytais sąlygomis vertybinių popierių savininkams teikiamas viešas siūlymas supirkti visus balsavimo teisę suteikiančius bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, išleistus vertybinius popierius ar jų dalį ir (arba) vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.“ Savanoriškas OS nuo privalomo OS iš esmės skiriasi tuo, kad siūlytojas yra laisvesnis nustatyti siūlymo sąlygas ir net peržengus 1/3 ribą nebus privaloma teikti OS, tačiau siūlytojui taikomi teisingos kainos nustatymo, informavimo ir kt. reikalavimai. Taip siekiama apsaugoti mažumos acnininkus tuo atveju, kai kritus akcijų vertei OS gali būti teikiamas siekiant pasinaudoti acnininkams nepalankia padėtimi ir supirkti akcijas maža kaina, neatitinkančia tikrosios įmonės vertės, todėl teisingos kainos reikalavimas yra ypač svarbi acnininkų apsaugos garantija. LR įstatyme įtvirtinta plati OS sąvoka,

²⁰ Lietuvos Respublikos VPĮ 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymas

ją aiškinantis reikia atskleisti OS elementus bei esmines sąvokas, tokias kaip sutartinai veikiantys asmenys, kontrolė, teisinga kaina ir t.t. Šios sąvokos ir jų reikšmė teikiant ir įgyvendinant OS bus nagrinėjamos aiškinantis probleminius OS aspektus.

Kalbant apie OS sampratą teismų praktikoje galima pažymėti, kad taikydami ir aiškindami nuostatas, reglamentuojančias OS, teismai stengiasi ne vien formaliai taikyti įstatymo normas, tačiau aiškinti pačią instituto esmę ir paskirtį. Teismai pabrėžia OS tikslą užtikrinti mažumos akcininkų interesus bei teisę į teisingą kainą: „privalomo OS esmė yra ta, kad atitinkamas subjektas privalo pateikti oficialų pasiūlymą supirkti smulkiesiems akcininkams priklausančias akcijas – šie turi turėti galimybę savo akcijas parduoti ne už bet kokią, o už teisingą kainą“.²¹ Teismų sprendimuose atsiskleidžia OS paskirtis ir esmė – „privalomo oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo būdu sudaroma galimybė smulkiesiems akcininkams parduoti turimas akcijas ir taip pasitraukti iš bendrovės dalininkų arba ir toliau likti smulkiaisiais akcininkais“²², taip pat pagrindžiama OS kaip viešosios ofertos prigimtis: „pateikus oficialų pasiūlymą smulkieji akcininkai turi teisę, o ne pareigą perleisti turimas akcijas, jie gali atsiliepti arba neatsiliepti į pateiktą oficialų pasiūlymą“.²³ Misiaus (2005) nuomone, OS reikėtų priskirti vienašaliams sandoriams.²⁴ Tačiau būtina pažymėti, kad nors siūlymo teikėjas įsipareigoja supirkti akcijas ir sumokėti tam tikrą kainą (teisingą kainą) už akcijas, tačiau akcininkas nėra įpareigotas jas parduoti – jis gali sutikti arba pasiūlymą ignoruoti. Nė vienam iš akcininkų neatsiliepus į OS parduoti akcijas toks siūlymas ir lieka viešąja oferta ir nėra sudaromas joks sandoris, todėl OS priskyrimas vienašaliu sandoriu yra abejotinas.

OS instituto, kaip mažumos akcininkų gynimo priemonę patvirtino ir Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas (toliau – LRKT) 2006 m. sausio 17 d. nutarime²⁵, kuriame vertino Vertybinių popierių rinkos įstatymo (toliau – VPRĮ) 19 str. 1 d. nustatytos pareigos teikti OS konstitucingumą. LRKT konstatavo, kad privalomo OS supirkti likusius vertybinius popierius pateikimo instituto paskirtis – apsaugoti smulkiųjų akcininkų teises, visų pirma nuosavybės teises, tais atvejais, kai kuris nors subjektas vienas arba kartu su kitais subjektais įgyja tiek akcinės bendrovės akcijų, kad gali 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; privalomo OS esmė yra ta, kad subjektas, įgijęs tiek akcinės bendrovės akcijų, kad gali kontroliuoti bendrovės

²¹ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. sausio 28 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3k-3-38/2011, AB „Viti“ ir UAB „Viti“ turto fondas v. A. K. S., A. P. S., A. T. V. ir A. G

²² Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-176/2007. M.V. v G. D., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.

²³ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-215/2007. M. V. v R. J., R. J., K. B., N. E. B., V. Š., AB „Panevėžio keliai“.

²⁴ Misius R. Oficialaus pasiūlymo teisinio relamentavimo problemos. Jurisprudencija., Nr. 77 (69), 2005, p.43

²⁵ 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;

veiklą, privalo pateikti OS supirkti smulkiesiems akcininkams priklausančias akcijas – šie turi turėti galimybę savo akcijas už teisingą kainą. Kai kuriose bylose išskiriamas viešojo intereso aspektas – jau minėtoje „Panevėžio kelių“ byloje pažymėta, kad individuali akcininko teisė tiesiog sutampa ir su oficialaus privalomo instituto, kurio paskirtis yra ginti smulkiųjų akcininkų teises, viešojo intereso gynimu. Toks aiškinimas patvirtintas ir AB „Linas“ byloje, kurioje nustatyta, kad pareiga pateikti privalomą OS 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. Teismų praktikoje, aiškinant viešojo intereso sąvoką, akcentuojama tai, kad viešuoju interesu laikomas ne bet koks teisėtas asmens ar grupės asmenų interesas, o tik toks, kuris atspindi ir išreiškia pamatines visuomenės vertybes, kurias įtvirtina, saugo ir gina Lietuvos Respublikos Konstitucija.²⁶

Apibendrinant galima teigti, kad LR OS reglamentavimas ir samprata ėmė keistis Lietuvai tapus ES nare. VPĮ įtvirtinus bendruosius OS principus, detalias balsų skaičiavimo ir teisingos kainos nustatymo taisykles, OS institutas suprantamas ne vien kaip akcijų įgyjimo būdas, bet kaip smulkiųjų akcininkų apsaugos priemonė. Tokios sampratos, akcentuojančios būtinybę ginti mažumos akcininkų interesus susiformavimui pagrindus padėjo LRKT nutarimas, kuriame konstatuota, kad OS ne pažeidžia, o gina teisę į nuosavybę. LR VPĮ išskiriami savanoriški ir privalomi OS ir abiem taikomos tos pačios nuostatos. Kadangi savanoriško OS atveju peržengus 1/3 ribą nekyla pareiga teikti privalomą OS, mažumos akcininkų interesai apsaugomi taikant teisingos kainos reikalavimą ir nuostatą, kad savanoriškas OS turi būti teikiamas dėl visų balsavimo teisę suteikiančių akcijų.

1.3. Oficialaus siūlymas Europos Sąjungoje

Oficialaus siūlymo sąvoka ES narėse iš esmės nesiskiria – yra išskiriami privalomi ir savanoriški OS, sąlygos, kai teikti OS privaloma ir t.t. OS samprata ES turėjo būti harmonizuota priėmus Direktyvą, kurios 1 str. 1 d. įtvirtina, kad „perėmimo pasiūlymas“ arba „pasiūlymas“ – tai viešas (išskyrus pačios pasiūlymą gavusios bendrovės pasiūlymą) privalomas arba savanoriškas bendrovės vertybinių popierių savininkams pateiktas pasiūlymas perleisti visus vertybinius popierius ar tam tikrą jų dalį, po to, kai yra įsigyta pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolė, arba siekiant įsigyti pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolę pagal nacionalinius teisės aktus“.

Direktyva OS teikimą sieja būtent su kontrolės įgijimu, tačiau neįtvirtina nei kontrolės sąvokos, nei kriterijų kontrolei nustatyti. Sepe (2005) teigia, kad EK, siekdama sustiprinti OS taisyklės reikšmę ir siekdama veiksmingesnio įgyvendinimo, galėtų reikalauti valstybių narių įtvirtinti ribą, kuri būtų artima

²⁶ Lietuvos Vyriausio Administracinio Teismo 2008 m. liepos 25 d. nutartis a. b. Vilniaus apygardos vyriausiasis prokuroras v. Trakų rajono savivaldybė, Nr. A146-335/2008.

kontroliuojančio bloko sąvokai.²⁷ EK šito imtis neprireikė – valstybės pačios įtvirtino 30% – 33% ribą, tačiau didžiausias skirtumas tas, kad nemažai valstybių yra įtvirtinusios ir papildomus kriterijus kontrolės faktui nustatyti, pvz., numatančius pareigą teikti OS *de facto* kontrolės įgijimo atveju bei kriterijus, leidžiančius nustatyti, ar peržengus pirminę ribą iš tiesų buvo įgyta kontrolė, taip apsaugant investuotoją nuo pareigos teikti OS, kai įgytas akcijų paketas kontrolės neužtikrina. Italijos Vieningas Finansų aktas (*Single Financial Act*) su pataisomis įtvirtina, kad asmuo, įgijęs daugiau nei 30% listinguojamos kompanijos akcijų privalo teikti oficialų siūlymą. Ši pareiga kyla ir tuo atveju, kai įgyjama 30% akcijų neįgyjant kontrolės daugumos, bet įgyjama daugiau kaip 5% akcijų, suteikiančių balsavimo teisę per 12 mėn. periodą.²⁸ Šiuo atveju tik 5% padidinus turimą akcijų paketą kyla pareiga teikti OS, kadangi papildomas akcijų paketo įsigijimas rodo investuotojo siekį didinti kontroliuojančią įtaką įmonėje. JK Municipalinio perėmimų ir Susijungimų kodekso įžanginėje dalyje OS apibrėžtas kaip viešas siūlymas bendrovės akcininkams supirkti jų akcijas (teikiant savanorišką arba privalomą siūlymą), kurio tikslas įgyti įmonės kontrolę²⁹, o Ispanijoje OS apibrėžimas apima teisingos kainos sąvoką bei atsiskaitymo už akcijas rūšį: „oficialus siūlymas yra procedūra, kurioje individualus asmuo ar bendruomenė viešai paskelbia siekį įgyti akcijas ir kitus vertybinius popierius už teisingą kainą, kuri gali būti mokama grynaisiais ir kitomis atsiskaitymo priemonėmis siekiant įgyti ar sustiprinti kontrolę toje įmonėje“.³⁰ Vokietijos įmonių perėmimų gairėse kontrolės įgijimo momentas naudojamas kaip kriterijus atskirti savanorišką ir oficialų OS – čia nurodoma, kad priešingai nei savanoriško OS atveju, kuriuo siekiama įgyti kontrolę, privalomo OS atveju kontrolė jau yra įgyta.³¹

Plačiai verslo pasaulyje naudojamas internetinis žodynas Investopedia pateikia perėmimo siūlymo sąvoką – tai „bendrovės veiksmas, kuriuo ji teikia oficialų siūlymą įgyjamos bendrovės akcininkams supirkti akcijas, kuriuo siekiama įgyti verslo kontrolę. Siūlymai gali būti draugiški ir priešiški“.³² Šiame apibrėžime yra akcentuojamas kontrolės įgyjimas bei išskirtos siūlymo rūšys – draugiški ir priešiški oficialūs siūlymai. Doktrinoje šios rūšys taip pat išskiriamos ir praktinė šio išskyrimo reikšmė yra svarbi, pirmiausia turint omeny gynybos priemonių taikymą. Priėmus Direktyvą tikslinga vadovautis joje pateikta

²⁷ Sepe S.M. Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient, The University of Arizona, Discussion Paper No. 10-29, 2010, p. 22 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086321 [žiūrėta 2012 10 28]

²⁸ Storch M. al et. Derivatives under the new Italian takeover Bids regulation, Client Alert, Latham and Watkins Corporate Department, 2011-09-06, No. 1231, p. 1

²⁹ UK City code on takeovers and mergers; <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

³⁰ Harvey N. et al. A Practitioner's guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Fourth edition, City and Financial publishing, London, 2005, ISBN 9789013039665, p. 698

³¹ Korsch H.D., Koch M. Germany takeover guide, p.6

³² <http://www.investopedia.com/terms/t/takeoverbid.asp#axzz2HVIgOCTW>

definicija, o teorijoje išskiriamas klasifikacijas naudoti kaip metodą aiškinantis OS taikymo praktikoje subtilybes ir neaiškumus.

Apibendrinant galima teigti, kad ES oficialus siūlymas suprantamas vienodai, tačiau priklausomai nuo teisinio reguliavimo išsamumo ir kaip seniai institutas vienoje ar kitoje valstybėje narėje gyvuoja, yra tam tikrų sąvokų aiškinimo bei OS taikymo skirtumų. Priėmus Direktyvą, kuria buvo apibrėžta OS sąvoka bei nustatytos pagrindinės OS teikimo ir įgyvendinimo taisyklės, ES narės neišvengiamai turėjo perkelti privalomas nuostatas į nacionalines teises sistemas, kai kurios koreguoti esamus įstatymus, kai kurios – priimti naujus teisės aktus. Išnagrinėjus OS sampratą galima teigti, kad ES ji atitinka Direktyvoje įtvirtintą apibrėžimą. OS – tai viešas siūlymas supirkti akcijas, teikiamas savanoriškai ar, įstatymo numatytais atvejais – privalomai, kuriuo siūlymo teikėjas įsipareigoja supirkti balso teisę suteikiančias akcijas už teisingą kainą. OS paskirtis – mažumos akcininkų apsauga, kurios siekiama įtvirtinant pareigą teikti OS, kadangi įgijus tam tikrą skaičių akcijų likusiems bendrovės akcininkams turi būti sudaroma galimybė parduoti likusias akcijas už teisingą kainą. Kaip minėta, nors tokia samprata vyrauja ES narėse, tačiau skiriasi procedūriniai OS teikimo ir įgyvendinimo aspektai, kurie jau nuo pirmųjų iniciatyvų harmonizuoti OS institutą buvo įvardijami kaip kliūtis efektyviai ES rinkos plėtrai. Šiuos nuogąstavimus patvirtino EK 2012 m. išvada.

2. OFICIALAUS SIŪLYMO INSTITUTO REGLAMENTAVIMAS LIETUVOS RESPUBLIKOJE

Oficialiųjų siūlymų institutas Lietuvos Respublikoje žinomas nuo 1996 m. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo, kurio 10 str. pirmą kartą įtvirtino OS sąvoką, išskyrė privalomus ir savanoriškus oficialius siūlymus. Šis įstatymas taip pat numatė pareigą visus OS įgyvendinti per Vertybinių popierių biržą. Privalomojo OS kaina turėjo būti ne mažesnė už akcijų, kurias oficialų siūlymą pateikęs asmuo įgijo per 12 mėn. iki peržengdamas 50% ribą, kainų svertinį vidurkį.³³ Vėlesni įstatymo pakeitimai smarkiai apribojo OS taikymo sritį. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo įstatymas³⁴ suteikė Vertybinių popierių komisijai (toliau – VPK) teisę nustatyti išimtis, kada privalomas OS neteikiamas. 2001 m. gruodžio 17 d. LR VPRĮ buvo padaryta pataisų, kurios įvedė naujovių, užtikrinančių vienodą akcininkų apsaugą, pakeistos nuostatos, reglamentuojančios privalomą OS. 2004 m. Lietuvai tapus ES nare, aktualus tapo teisės aktų ES reglamentuojamose srityse suderinimas ir harmonizavimas. Tais pačiais metais priėmus Direktyvą dėl įmonių kontrolės perėmimų, Lietuvos nacionalinė teisė su Direktyvos nuostatomis turėjo būti suderinta iki 2006 m. birželio 20 d., o 2006 m. birželio 22 d. LRS priėmė VPRĮ 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19 (1), 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, Įstatymo papildymo trečiuoju (1) skirsniu ir Įstatymo priedo papildymo įstatymą, kurio tikslas ir buvo suderinti nacionalinių teisės aktų nuostatas su Direktyva. Šiuo įstatymu įtvirtintas vienodos akcininkų apsaugos, informacijos atskleidimo, rinkos skaidrumo principai, sutrumpinti terminai teikti ir įgyvendinti OS. Taip pat šis įstatymas įtvirtino kitas svarbias nuostatas, tokias kaip aukščiausios kainos taisyklė, teisė pirkti ir parduoti ir t.t. Šis įstatymas neteko galios priėmus šiuo metu OS teikimą ir įgyvendinimą reglamentuojantį 2007 m. sausio 18 d. VPI, kuris perėmė buvusio įstatymo nuostatas ir turėjo tapti pagrindiniu teisiniu instrumentu siekiant apsaugoti mažumos akcininkų teises. Visgi ir šiame įstatyme neišvengta spragų, pvz., nebuvo nuostatos, įtvirtinančios teisingos kainos principą, buvo nustatyta aukštesnė nei daugelyje ES narių riba, kurią peržengus teikti OS yra privaloma. Mūsų nagrinėjamo OS svarbiausi įstatymo pakeitimai buvo padaryti 2010 m. birželio 3 d. LR VPI 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymu, kurio 29 str. pakeitimu įtvirtinta, kad nuostatos dėl OS taikomos tik nuosavybės vertybiniais popieriais. Atsižvelgus į kitų ES valstybių narių praktiką bei įvertinus tai, kad jau daugiau

³³ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas//Valstybės žinios. 1996, Nr. 16-412

³⁴ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas//Valstybės žinios. 1998, Nr. 33-873.

nei 1/3 balsų akcijų paketas akcininkui suteikia tam tikrą kontrolę, nuo 40% iki 1/3 sumažinta balsų riba, kurią peržengus asmenims kyla pareiga pateikti ir įgyvendinti privalomą OS. Pakeitimai taip pat tiesiogiai įstatyme įtvirtina nuostatą, kad pareiga teikti privalomą OS atsiranda įgijus ir netiesioginę emitento kontrolę. Nustatyta, kad privalomo OS kaina visų pirma turi būti teisinga, todėl nurodyti principai, kuriais vadovaujantis turi būti nustatoma teisinga kaina. Atsižvelgus į įstatymo taikymo praktikoje iškilusius poreikius bei problemas, atitinkamai koreguotos ir kitos įstatymo nuostatos bei ištaisyti pastebėti netikslumai.³⁵ Naujausia įstatymo redakcija įsigaliojo 2012 m. sausio 1d., tačiau naujovių OS reguliavime pakeitimai neįnešė. OS reglamentuojamas įstatymo ketvirtame skirsnyje, 29 – 40 straipsniuose. 30 str. įtvirtina bendruosius OS instituto principus, kurie atkartoja Direktyvos 3 str. įtvirtintus principus – siekiama užtikrinti mažumos akcininkų apsaugą, rinkos vientisumą, informacijos atskleidimą ir t.t. Nagrinėjant temą mums svarbiausios nuostatos, reglamentuojančios OS teikimo ir įgyvendinimo procedūrą – siūlymo teikimą, kainos nustatymą, galimybes įpareigoti teikti OS bei skirti sankcijas nesilaikant įstatyme nustatytos pareigos. Lietuvoje vis daugėja teismų praktikos, kuri gana akivaizdžiai atskleidžia, kad Lietuvoje praktika OS teikime dar tik formuojasi – akivaizdu, kad tiek rinkos dalyviams, tiek teismams neaiškus kai kurių nuostatų taikymas, institucijų kompetencija, sprendimų galia, o baudų sistema yra neefektyvi ir nuo pažeidimų neatgraso. Nagrinėjant teismų praktiką matyti, kad bylos perduodamos iš teismų į teismus negalint išsiaiškinti tokių sąvokų kaip kontrolė, sutartinai veikiantys asmenys, nuolat kyla ginčai dėl teisingos kainos nustatymo, todėl bylų nagrinėjimas yra vilkinamas, o tai, be abejo, menkina smulkiojo akcininko apsaugą. Bendru vardikliu siekiant nustatyti teisingą kainą būtų galima laikyti patį principą, kad „kaina turi būti teisinga“, tačiau akivaizdu, kad nustatytas teisingas laikotarpis, per kurį turi būti skaičiuojama kaina ar turto vertinimas jau nėra pakankami būdai nustatyti teisingą kainą – turi būti vertinamos visos svarbios aplinkybės, pokyčiai rinkoje, pačioje įmonėje ir pan. Galima suabejoti ir teismų kompetencija aiškinant įstatymų nuostatas, tačiau gausėjanti teismų praktika, Lietuvos Aukščiausiojo Teismo (toliau – LAT) išaiškinimai turėtų padėti pagrindus teisingam OS aiškinimui. Straipsnyje, publikuotame 2010 m. „Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai“ autoriai išskyrė dvi problemų OS reguliavime grupes: 1) akcijų suteikiamų balsų visuotiniame akcininkų susirinkime skaičiavimo problemas; 2) problemas, kylančios dėl netinkamo (ne nustatytu laiku įgyvendinto, ne taip, kaip reikalauja teisės aktai) OS įgyvendinimo. Iš naujausių teismo sprendimų galima daryti išvadą, kad dabar situacija ir problemos yra tos pačios – daugiausia bylinėjamasi dėl kontrolės įgijimo klausimo, kur kyla sutartinai veikiančių asmenų problema, taip pat kyla ginčai dėl teisingos kainos nustatymo.

³⁵ 2010 m. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos veiklos ataskaita ir finansinių priemonių rinkos tendencijos, patvirtinta Vertybinių popierių komisijos posėdžio 2011 m. vasario 28 d. protokolu Nr. 7K-5u p. 31 http://www.lb.lt/2010_metu_veiklos_ataskaita

2.1. Teisinga kaina

Teisingos kainos nustatymas yra viena iš pagrindinių problemų teikiant ir įgyvendinant OS. Tai nenuostabu, kadangi kaina yra jautrus klausimas tiek investuotojui, siekiančiam įsigyti akcijas už kuo mažesnę kainą, tiek smulkiąjam akcininkui, norinčiam parduoti akcijas už kuo aukštesnę kainą. Jau 2002 m. Winterio grupės ataskaitoje konstatuota, kad reikalavimas pasiūlyti teisingą kainą yra nepaprastai svarbus įgyvendinant privalomus OS norint pasiekti tinkamą smulkiųjų akcininkų apsaugą.³⁶ Teisinga kaina – bendrasis principas, kuris detalizuojamas konkrečiomis kainos nustatymo taisyklėmis. ES Direktyva, įtvirtinanti teisingos kainos nustatymo taisykles, įpareigojo valstybes įtvirtinti šias nuostatas nacionalinės teisės aktuose, tačiau Direktyva yra minimalaus derinimo, todėl valstybės narės gali nustatyti ir griežtesnes kainos nustatymo taisykles, įtvirtinti vieną ar kelis kriterijus teisingai kainai nustatyti. Direktyvos 5 str. 4 d. nustato, kad aukščiausia kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per tam tikrą valstybių narių nustatytą ne trumpesnę kaip 6 mėn. ir ne ilgesnę kaip 12 mėn. laikotarpį iki šio straipsnio 1 d. minėto pasiūlymo, laikoma teisinga kaina. Toks reguliavimas reiškia, kad išskyrus išimtinus atvejus, kuriuos gali nustatyti priežiūros institucija, neleidžiama jokia diskriminacija tarp kainos, kuri buvo sumokėta už kontrolinio paketo akcijas ir akcijų, kurios priklauso mažumai akcininkų.³⁷ Hertig ir McCagery (2003) teigia, kad aukščiausios kainos reikalavimas suvaržo konkurencinius procesus, kurie galėtų lemti OS išlaidų mažėjimą,³⁸ tačiau reikia nepamiršti, kad palikus teisę laisvai nustatyti kainą būtų sunku išvengti piktnaudžiavimo atvejų, kai siekiama supirkti akcijas už mažesnę kainą nei tikroji jų vertė. VPI 34 str. įtvirtina, kad privalomo OS kaina turi būti ne mažesnė už didžiausią vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įsigijo per 12 mėn. iki šio įstatymo 31 str. 1 d. nurodytos balsų ribos peržengimo dienos, kainą ir ne mažesnė už vidutinę svertinę rinkos kainą reguliuojamoje rinkoje ir daugiašalėje prekybos sistemoje per 6 mėn. iki nurodytos balsų ribos peržengimo dienos, kai vertybiniais popieriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje ir daugiašalėje prekybos sistemoje. Atsižvelgiant į tai, kad už privalomai parduodamas ar perkamas akcijas teisinga kaina gali būti nustatyta tokia, kokia buvo mokama privalomo OS metu (jei atitinka Įstatyme nustatytas sąlygas), svarbu, kad teisinga kaina būtų nustatyta jau per privalomą OS, kaip įtvirtinta VPI 34 straipsnyje.³⁹ Taigi VPI, įgyvendindamas aukščiausios kainos taisyklę teisingą kainą sieja su 12 mėn.

³⁶ Report of The High Level Group of Company Law Experts in Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 2002, p.9

³⁷ Sepe S.M. Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient, The University of Arizona, Discussion Paper No. 10-29, 2010, p. 24 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086321 [žiūrėta 2012 10 28]

³⁸ Gerard Hertig and Joseph A. McCahery Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?, European Business Organization Law Review, 2003, p. 200 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1547861## [žiūrėta 2012 12 18]

³⁹ Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija „Teisingos kainos nustatymo gairės“, 2011, Nr. 13K-5, Vilnius. http://www.lb.lt/teisingos_akciju_kainos_nustatymo_gaires

rinkos verte bei svertiniu 6 mėn. vidurkiu. Teisingos kainos apibrėžimą išplečia ir konkretizuoja VPK teisingos kainos nustatymo gairės, kuriose apibrėžta, kad „teisinga akcijų vertė – ne mažiau kaip dviem požiūriais (kiekvienam požiūriui pasirinkus atitinkamus vertinimo metodus) įvertinta ir tik pagal vieną motyvuotai (turi būti pagrįsta) pasirinktą vertinimo metodą nustatyta tiksliausia, objektyviausia akcijų vertė (rinkos, naudojimo, atkuriamoji ar kita vertė), kuria remiantis nustatoma teikiamo privalomo oficialaus siūlymo ar privalomo akcijų pirkimo arba pardavimo teisinga kaina“.⁴⁰ Direktyvoje įtvirtinta privaloma nuostata, kad jei viešai paskelbus pasiūlymą, bet dar jo neuždarius, siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys perka vertybinius popierius aukštesne nei pasiūlymo kaina, siūlytojas padidina savo pasiūlymą, kad jis būtų ne mažesnis už aukščiausią kainą, mokamą už taip įsigytus vertybinius popierius. Tokia nuostata apsaugomi akcininkai, kai susiklosčius nepalankioms aplinkybėms bendrovės akcijų vertė krenta ir investuotojas įsigyja akcijų už nepagrįstai žemą kainą. Tokiu atveju, per 12 mėn. įgijus akcijų, už kurias sumokėta daugiau, investuotojas privalo:

- a) Padidinti siūlymo kainą – kai OS įgyvendinimo laikotarpis nepasibaigęs;
- b) Sumokėti kainos skirtumą – jei OS jau įgyvendintas.

Teisinga kaina užtikrina, kad teikiant OS akcininkams bus pasiūlytas teisingas atlygis už akcijas.⁴¹ Pažymėtina, kad Direktyva numato galimybę priežiūros institucijoms koreguoti kainą, tačiau turi būti laikomasi bendrųjų principų. Teisingos kainos principo įtvirtinimas yra svarbus, kadangi teisingumo akcentavimas atitinka turinio pirmenybės prieš formą principą.⁴² Nors pats principas yra abstraktus ir gali pasirodyti, kad realios apsaugos nesuteikia, tačiau autorės nuomone, teisingumo principas yra universalus matas, kuriuo remiantis nustatoma reali bendrovės vertė, net jei ji skiriasi nuo esamos rinkos kainos.

2.1.1. Teisingos kainos apskaičiavimo taisyklės Lietuvos Respublikoje

LR teisingos kainos apskaičiavimo taisyklės nustato VPĮ 34 str. bei Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. Iki 2010 m. VPĮ įstatymo pakeitimų nebuvo įtvirtintas teisingos kainos principas, įstatymas tiesiog įtvirtino kainos apskaičiavimo taisyklės. Pažymėtina, kad šios taisyklės taikomos tiek privalomam, tiek savanoriškam OS. Remiantis VPĮ 34 str., kainos nustatymo taisyklės galima išskirti į šias grupes:

⁴⁰ Ten pat.

⁴¹ Moul S., Koulouridas A. The takeover bids Directive, German law journal, No. 4, p. 363

http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol05No04/PDF_Vol_05_No_04_355-366_Private_Maul_Koulouridas.pdf

⁴² Talutis T., Šenavičius V. Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai. Jurisprudencija, Nr., 2 (120), 2010, p.350

a) *kaina nustatoma pagal didžiausią kainą* už kurią OS teikėjas įgijo akcijų per 12 mėn. laikotarpį iki 1/3 balsų peržengimo ribos ir pagal vidutinę svertinę rinkos kainą per 6 mėn. iki 1/3 balsų peržengimo ribos. Šia įstatymo nuostata įtvirtinta aukščiausios kainos taisyklė, kuri taikoma, kai siūlymo teikėjas įgijo akcijų per 12 mėn. laikotarpį. Kaip matoma iš įstatymo formuluotės, teisingos kainos principas reikalauja, kad komuliatyviai būtų taikomi abu kriterijai (akcijų, įgytų per 12 mėn. laikotarpį, kaina + 6 mėn. svertinis vidurkis). Siekiant nustatyti teisingą kainą, LRV nutarime dėl OS pateikimo, registravimo ir įgyvendinimo taisyklių⁴³ 6.7 – 6.7.1. punktuose nustatyta pareiga OS teikėjui pateikti dokumentus, pagrindžiančius įsigytų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas privalomas OS, vertybinių popierių kainą bei visų per 12 mėn. iki įstatyme nustatytos balsų ribos peržengimo dienos oficialaus siūlymo teikėjo sudarytų sandorių kainų įrodymus.

b) *kainą nustato turto vertintojas* – VPI nustato, kad nesant galimybės nustatyti kainą pagal VPI 34 str. 1 d. numatytą taisyklę, kaina nustatoma turto vertintojo, remiantis ne mažiau kaip dviem požiūriais nustatyta vertybinių popierių verte. Teisingos akcijų kainos nustatymo gairių 3 punktą nurodo, kad vertinimas gali būti atliekamas trimis požiūriais: rinkos požiūriu; kaštų / turto požiūriu; naudojimo pajamų požiūriu. VPI nenumato, kokių požiūrių privalo naudotis turto vertintojas, todėl galima daryti išvadą, kad turto vertintojas gali pats nuspręsti, kokias požiūriais vadovautis. Pažymėtina, kad pagal VPI 34 str. 1 d. 2) punktą, priežiūros institucija turi teisę nepatvirtinti turto vertintojo, jeigu jis yra susijęs su OS teikėju ar kitais asmenimis, turinčiais turtinių interesų dėl bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, vertybinių popierių. Manytina, kad būtų tikslinga įtvirtinti išimtinę teisę priežiūros institucijai paskirti turto vertintoją – Lietuvos Bankas negalėtų ginčyti savo paties paskirto vertintojo nustatytos kainos.

VPI 34 str. 2 d. nustato atvejus, kada priežiūros institucijos gali koreguoti OS kainą. Iš esmės tokia teisė siejama su neteisingos kainos nustatymu, kai yra sudaromi neleistini susitarimai tarp pirkėjo ir pardavėjo, manipuluojama akcijų kaina, nenumatytais įvykiais, praėjus reikšmingam laikotarpiui nuo 1/3 peržengimo ribos bei atsižvelgiant į kitas svarbias aplinkybes, rodančias, kad kaina yra neteisinga. Ši nuostata ypač svarbi atvejais, kai kyla teisminiai ginčai – ilgo bylinėjimosi metu gali įvykti įvairių pokyčių tiek rinkoje, tiek bendrovėje, todėl priežiūros institucija, objektyviai įvertinusi kriterijų visumą gali koreguoti kainą. Visgi šia teise priežiūros institucijos turėtų naudotis labai atsargiai ir naudotis turimais įgaliojimais tik esant pagrįstoms abejonėms dėl nustatytos kainos teisingumo – „Ukmergės kelių“ atveju VPK nusprendė, kad kaina yra neteisinga ir atsisakė tvirtinti cirkuliarą, tačiau paaiškėjo, kad turto

⁴³ Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos nutarimas Dėl Lietuvos Respublikos 2006 m. liepos 17 d. nutarimo Nr. 1K-9 „Dėl Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 1998 m. vasario 20 d. nutarimo Nr. 7 „Dėl oficialaus pasiūlymo pateikimo, registravimo ir įgyvendinimo taisyklių“ pakeitimo“ pakeitimo“ pakeitimo, 2010 m. liepos 29 d. Nr. 1K-5, Vilnius http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=400015

vertintojo nustatyta kaina nuo pirmesnės kainos beveik nesiskyrė (vietoje 68,00 Lt už akciją nustatyta 69,91 Lt kaina už akciją).⁴⁴ Taigi šioje vietoje galimi piktnaudžiavimo atvejai, kai kaina ginčijama siekiant vilkinti procesą. VPI 34 str. 3 d. nustato, kad kaina gali būti koreguojama, kai siekiama padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei, kai pvz. akcijų įgyjama ir 1/3 riba peržengiama siekiant atkurti įmonės mokumą. Tokia praktika vertintina teigiamai, kadangi akivaizdu, kad įmonės, kuriai gresia bankrotas akcijų vertė rinkoje yra nukritusi ir investuotojas pagrįstai siekia įsigyti akcijas žemesne kaina. VPI papildomai apsaugo akcininkus įtvirtindamas siūlymo teikėjo pareigą padidinti siūlymo kainą, kai nuo balsų ribos peržengimo dienos iki privalomo OS galiojimo pabaigos įsigyja vertybinių popierių, dėl kurių jis pateikė privalomą OS, už didesnę kainą negu privalomo OS kaina bei įpareigodamas sumokėti kainų skirtumą kai privalomą OS pateikęs asmuo per vienus metus po privalomo OS galiojimo pabaigos įsigyja vertybinių popierių, dėl kurių jis buvo pateikęs privalomą OS, už didesnę kainą negu privalomo OS kaina.

Lietuvoje dar tik formuojantis OS instituto taikymo ir aiškinimo praktikai, laiku neįgyvendintas ar netinkamai įgyvendintas privalomas OS sukuria situaciją, kai įstatymo nuostatos tampa nepakankamos teisingai kainai nustatyti, pavyzdžiui, pasikeitus ekonominei padėčiai, sparčiai besiplečiant bendrovės veiklai, augant bendrovės kapitalizacijai ir pan.⁴⁵ Siekiant užtikrinti tinkamą OS nuostatų taikymą, 2011 m. birželio 2 d. VPK pakelbė Teisingos akcijų kainos nustatymo gaires⁴⁶, kuriose, atsižvelgiant į per keletą metų susiformavusią OS taikymo praktiką išsamiai aptariami kainos nustatymo kriterijai, pabrėžiama, kad turi būti atsižvelgiama ne tik į formalias įstatymų nuostatas, bet į aplinkybių visumą. Gairėse nustatyti svarbūs bendrieji vertinimo principai: neutralumo principas, dviejais požiūriais pagrįstos metodikos naudojimas, rekomenduojama naudotis tarptautiniais standartais, atliekant vertinimą naudotis audituotomis finansinėmis ataskaitomis. Taip pat rekomenduojama atsižvelgti į išorinius veiksnius, tokius kaip vertybinių popierių kaina reguliuojamoje rinkoje, akcijos buhalterinė vertė, dividendų suma, mokėta akcininkų savininkams ir kitus veiksnius, turinčius įtakos vertinamos bendrovės akcijų vertei, pabrėžta, kad reikia atsižvelgti ne tik į vertinimo laikotarpiu esančią situaciją, bet ir į tendencijas, kurios galėtų turėti įtakos akcijų vertei. Šios gairės įtvirtino aiškius kriterijus, kuriais vadovaujantis turi būti nustatoma kaina, be to, pabrėžta būtinybė atsižvelgti į išorinius veiksmus turėtų padėti teismams nustatant teisingą kainą ir pagrindžiant sprendimus. Manytina, kad Lietuvoje įtvirtintos išsamios kainos nustatymo taisyklės

⁴⁴ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009 m. rugsėjo 17 d. sprendimas Nr. 2K-279 dėl AB „Ukmergės keliai“ oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo http://www.consumer.lt/lt/naujienos/patvirtintas_ab_ukmerges_keliai_oficialaus_siulymo_cirkuliaras

⁴⁵ Talutis T., Šenavičius V. Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai. Jurisprudencija, Nr., 2 (120), 2010, p. 348

⁴⁶ Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija „Teisingos kainos nustatymo gairės“, 2011, Nr. 13K-5, Vilnius. http://www.lb.lt/teisingos_akciju_kainos_nustatymo_gaires

– didžiausia problema išlieka ilgos procedūros, neleidžiančios efektyviai įgyvendinti OS. Nors iš pirmo žvilgsnio atrodo, kad priežiūros institucijoms suteikta daug įgaliojimų nustatant teisingą kainą, tačiau autorės nuomone, priežiūros institucijai galėtų būti suteiktos teisės ne tik paskirti turto vertintoją, ar, pvz., sąrašą turto vertintojų, kurių vertinimas būtų priimtinas, tačiau taip pat nustatyti terminus, per kuriuos turi būti pateikta gautinė išvada dėl teisingos kainos.

2.1.2. Teisė reikalauti nustatyti teisingą kainą

Nustačius pareigą teikti OS teisingos kainos nustatymas yra bene svarbiausias veiksnys, užtikrinant smulkiojo akcininko apsaugą. 2006 m. sausio 17 d. LRKT nutarime konstatuota, kad smulkieji akcininkai turi turėti galimybę savo akcijas parduoti ne už bet kokią, o už teisingą kainą.⁴⁷ LR teismuose teisingos kainos nustatymas taip pat pabrėžiamas kaip esminė smulkiojo akcininko apsaugos garantija. Nagrinėjant teisingos kainos nustatymą kyla klausimas – kokie subjektai dalyvauja teisingos kainos nustatymo procese ir ar gali pats akcininkas kreiptis į kompetentingas institucijas gindamas savo teisę į teisingą kainą?

VPI 34 str. 7 d. nustato, kad bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, akcininkas turi teisę kreiptis į teismą dėl šio straipsnio nustatyta tvarka nustatytos privalomo OS kainos atitikties teisingumo reikalavimams. Tokiu atveju mutatis mutandis taikomi Civilinio kodekso (toliau – CK) 2.118, 2.119 ir 2.127–2.130 str. Pagal CK 2.118 str. teismas turi skirti nepriklausomą ekspertą kainai nustatyti ir tvirtinti. Atkreiptinas dėmesys, kad akcininko kreipimasis dėl teisingos kainos nustatymo nereiškia, kad OS teikėjas turi teikti naują OS – jis gali būti tik įpareigotas kelti kainą. Priešingu atveju, jei kiekvieną kartą smulkiesiems akcininkams ginčijant kainą siūlytojas būtų priverstas teikti naują OS, kyla galimybė pažeisti siūlytojo interesus. Šis klausimas nagrinėtas 2007 m. birželio 29 d. „Panevėžio kelių“ byloje, kurioje teismas patvirtino, kad įstatymas suteikia teisę smulkiesiems akcininkams reikšti ieškinį reikalaujant padidinti privalomo OS kainą taip, kad ji nepažeistų sąžiningumo reikalavimų.⁴⁸ Teisėjų kolegija konstatavo, kad apeliacinės instancijos teismo motyvai, kad ieškovas turėjo teisę ir po privalomo OS pateikimo reikalauti pateikti naują pasiūlymą, nes pateikto pasiūlymo kaina buvo netinkama, nepagrįsti ir prieštarauja teisės normoms.

⁴⁷ 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

⁴⁸ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 29 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-250/2007. M.V. R. J., G. D., K. B., V. G., G. B., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.

2.1.3. Problemos nustatant teisingą kainą – teismų praktika

LR teismuose nagrinėjant bylas dėl OS teikimo, dažnai kyla ginčai dėl teisingos kainos, ypač besitęsiančio pažeidimo ir ilgo bylinėjimosi atveju. 2010 m. balandžio 29 d. byloje⁴⁹ pareiškėjai kreipėsi į teismą su skundu prašydami pakeisti VPK 2009 m. lapkričio 9 d. sprendimą, kuriuo VPK nepatvirtino privalomo nekonkurencinio oficialaus siūlymo cirkuliario siekiant supirkti AB „Panevėžio statybos trestas“ likusias PVA mokant už vieną akciją 0,71 Lt, bei įpareigojo pareiškėjus pakeisti OS kainą taip, kad ji atitiktų teisingos kainos kriterijus. Atsakovai nurodė, kad atsižvelgiant į tai, kad balsų riba peržengta seniai ir pažeidimas tęsiasi ilgą laiką, nustatant teisingą privalomo OS kainą turi būti atsižvelgta ne tik į didžiausią vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įgijo per 12 mėn. iki peržengdamas įstatyme nustatytą ribą, kainą, bet ir į įvykusius pokyčius iki pareigos pateikti OS paaikšėjimo datos: įvertinama negautų pinigų dabartinė vertė, atsižvelgiama į pareigos pateikti privalomą OS paaikšėjimo dieną buvusią vidutinę svertinę 6 mėn. rinkos kainą, buhalterinę akcijos vertę⁵⁰ bei kitus AB „Panevėžio statybos trestas“ finansinę būklę ir tuo pačiu akcijų vertę apibūdinančius rodiklius, taip pat kitas svarbias aplinkybes. Teismas konstatavo, kad pareiga pateikti privalomą OS pareiškėjams kilo dar 2003 m. balandžio 29 d. ir šios pareigos pareiškėjai neįvykdė. Ginčai teismuose vyko nuo 2003 m. rugpjūčio 14 d., kai ieškovas M. V. kreipėsi į Panevėžio miesto apylinkės teismą prašydamas įpareigoti pateikti privalomą OS, iki 2009 m. balandžio 3 d., kai įsiteisėjo galutinis LAT sprendimas. Atsižvelgiant į tai, kad pažeidimas tęsiasi ilgą laiką, pareiškėjai, nustatydami privalomo OS kainą, turi atsižvelgti ne tik į didžiausią vertybinių popierių, kuriuos oficialaus siūlymo teikėjas įgijo per 12 mėn. iki peržengdamas įstatyme nustatytą ribą, kainą, bet ir į iš esmės pasikeitusias akcijų kainai reikšmingas aplinkybes. Kitaip pareiškėjams būtų sudarytos sąlygos neteisėtai pasipelnę iš savo laiku neįvykdytos pareigos. Laikytina, kad teisingos kainos kriterijus yra OS pareigos įgyvendinimo aspektas. Nenustačius teisingos kainos, pažeidžiami investuotojų interesai ir sumažėja pasitikėjimas finansinių priemonių rinka. Teisingos kainos principas, kaip ir protingumo, teisingumo ir sąžiningumo bendrieji principai, yra vienas pagrindinių principų finansinių priemonių rinkų teisėje, kurio privaloma laikytis, nepaisant to, ar jis yra įsakmiai įtvirtintas konkrečiame teisės akte, šiuo atveju – VPRĮ.

⁴⁹ Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. rugsėjo 29 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010, . E. B., AB „Panevėžio keliai“, R. J., R. J., K. B. ir kt. v LR Vertybinių popierių komisija

⁵⁰ Akcijos buhalterinė vertė - Nuosavybės dalis, tenkanti vienai akcijai, dar žymima BV (angl. Book value). Skaičiuojama, visą įmonės nuosavybę dalijant iš akcijų skaičiaus. <http://www.bankai.lt/ziniu-bankas/terminu-zodvynas/investavimas/akcijos-buhalterine-verte>
Investopedia – (Book value) – įmonės vertė, atspindinti balanse. Skaičiuojama iš turto savikainos atėmus nusidėvėjimą.

2007 m. birželio 27 d. AB „Ukmergės keliai“ byloje⁵¹ nustatinėjant teisingą OS kainą buvo remiamasi nešališko turto vertintojo nustatyta verte. 2009 m. gegužės 8 d. VPK nepatvirtino OS teikėjų siūlomos už AB „Ukmergės keliai“ kainos (68,00 Lt), nes, anot Komisijos, kaina neatitiko teisingumo ir sąžiningumo reikalavimų. VPK rėmėsi VPI 34 str. 5 d. jai suteikta teise reikalauti pakeisti privalomo OS kainą, nes siūlymo kaina nustatyta tik iš vieno sudaryto sandorio, kas yra neteisinga ir nesąžininga. Minėtas straipsnis nustato, kad VPK savo iniciatyva gali reikalauti pakeisti OS kainą, atsižvelgdama į vidutinę svartinę 6 mėn. laikotarpio balsų ribos peržengimo vertybinių popierių rinkos kainą reguliuojamoje rinkoje. VPI suteiktas teises VPK vertina sistemiškai, taikydama analogiją su pareigos teikti OS atsiradimo metu galiojusių VPRĮ: „nors VPRĮ analogiška nuostata, suteikianti Komisijai teisę įtakoti OS kainą, nebuvo tiesiogiai įtvirtinta, tačiau VPRĮ nuostatas vertinant sistemiškai, Komisija turėjo teisę nepatvirtinti teisingumo bei sąžiningumo kriterijų neatitinkančios OS kainos ir tokiu būdu ginti smulkiųjų akcininkų interesus“. Čia analizuojamas AB „Ukmergės keliai“ atvejis yra pirmasis, kada, apskaičiuojant teisingą privalomo OS kainą, VPK atsižvelgė „į kitų reikšmingų aplinkybių, parodančių tikrąją bendrovės akcijų vertę bei tikėtiną tikrąją akcijų kainą, visumą“ (VPI 34 str. 5 d. 3 p.). Analizuojant šią nuostatą, turi būti įvertinama pinigų dabartinė vertė, finansiniai bendrovės rezultatai, akcijų buhalterinė vertė, kiti plačiai naudojami vertės nustatymo metodai. Šiuo atveju 2009 m. rugsėjo 17 d. VPK posėdyje nuspręsta patvirtinti pateiktą privalomo nekonkurencinio OS cirkuliarą siekiant supirkti AB „Ukmergės keliai“ likusias PVA mokant už vieną akciją 69,91 Lt. Toks sprendimas kelia abejonių, ar pradinė nustatyta kaina iš tiesų buvo neteisinga.

Jau minėtoje AB „Linas“ byloje tai pat buvo sprendžiamas teisingos kainos klausimas, tačiau šiuo atveju problemų nustatinėjant kainą nekilo. Vidutinė svartinė rinkos kaina per 6 mėn. iki ribos peržengimo dienos buvo 0,68 Lt, tačiau vienas iš sutartinai veikiančių asmenų R. L. per 12 mėn. iki šios ribos peržengimo dienos įsigijo AB „Linas“ akcijų, už vieną mokėdamas 0,78 Lt. Kadangi pastaroji kaina yra didesnė nei vidutinė svartinė rinkos kaina, OS, vadovaujantis teisingos kainos nustatymo taisykle (VPI 34 str. 6d.), turi būti teikiamas už vieną akciją mokant po 0,78 Lt. Šioje byloje atsispindi dviejų kriterijų taikymo nauda – taikant tik vieną – 6 mėn. vidutinę svartinę rinkos kainos kriterijų, teisinga kaina būtų laikoma 0,68 Lt. Jei būtų įtvirtintas tik per 12 mėn. įsigytų akcijų kainos kriterijus, kiltų rizika, kad akcininkams nebus siūloma teisinga kaina, jei jei siūlymo teikėjas per pastaruosius metus būtų įgyti akcijų už žemesnę kainą nei rinkos kaina.

⁵¹ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-215/2007 M. V. v R. J., R. J., K. B. ir kt. (AB „Panevėžio statybos trestas“ byla)

2011 m. sausio 28 d. byloje⁵² LAT sprendė kelerius metus besitęsiantį ginčą dėl privalomo OS supirkti privilegijuotąsias vardines akcijas (toliau – PrVA) kainos nustatymo. Ieškovai prašė įpareigoti atsakovus AB firmą „VITI“ ir UAB „VITI“ turto fondą supirkti jų turimas AB „Spauda“ PrVA su 5% kaupiamuoju dividendu be balsavimo teisės po 0,55 Lt už vieną akciją, kaip buvo supirktos AB „Spauda“ paprastosios vardinės akcijos (toliau – PVA). Kilo klausimas, ar turi būti atliktas turto vertinimas, jei kilo pareiga supirkti PrVA, šioms įgijus balso teisę. VPĮ 30 str. 1 p. nustato, kad visiems bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams turi būti taikomos vienodos OS sąlygos. 2003 m. ir 2004 m. AB „Spauda“ nemokėjo akcininkams priklausančių 5 % dividendų už turimas PrVA, todėl šios 2005 m. gegužės 1 d. įgijo balso teisę ir privalėjo būti supirktos kartu su PVA po 0,55 Lt už akciją. Tiek pirmosios, tiek apeliacinės instancijos teismai nurodė, kad pagal VPRĮ 19 str. 2 d. (šiuo metu galiojančio VPĮ 34 str. 1 d.) privalomo OS kaina turi būti ne mažesnė už didžiausią vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įsigijo per 12 mėn. iki balsų ribos peržengimo dienos, kainą; jeigu didžiausios vertybinių popierių, kuriuos OS teikėjas įsigijo per 12 mėn. iki balsų ribos peržengimo dienos, kainos negalima nustatyti ir vertybiniais popieriais nebuvo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, privalomo OS būdu superkamų vertybinių popierių kaina nustatoma atsižvelgiant į turto vertintojo nustatytą vertę. AB „Spauda“ PrVA supirkimo kaina vertintojo buvo nustatyta jau vykstant teismo procesui ir nepateikta tvirtinti VPK. Nuo 2005 m. balandžio 7 d. kai buvo peržengta 40% balsų riba iki 2005 m. gegužės 1 d. kai AB „Spauda“ PrVA įgijo balso teisę nepraėjo 12 mėn., todėl atsakovai nepagrįstai teigė, kad PrVA kainą turėjo nustatyti turto vertintojas. Kadangi atsakovas akcijas įgijo po 0,55 Lt, tai po 0,55 Lt turi būti superkamos ir PrVA.

Apibendrinant galima teigti, kad teismai, taikydami VPĮ siekia vertinti aplinkybių visumą ir nustatyti objektyvią kainą, atitinkančią tikrąją bendrovės vertę. Pabrėžiama akcininko teisė reikalauti nustatyti teisingą kainą, tačiau nenustatoma, kaip turėtų būti apsaugomas siūlymo teikėjas jei smulkieji akcininkai šia teise imtų piktnaudžiauti tikėdamiesi, kad ginčijant kainą, siūlymo teikėjas, norintis kuo greičiau supirkti akcijas, bus priverstas siūlyti aukštesnę kainą. Didžiausia problema yra ilgai trunkantys ginčai dėl teisingos kainos nustatymo, kadangi ilgo bylinėjimosi metu keičiasi situacija ir rinkoje, ir pačioje įmonėje; taip pat kainos nustatymas užsitęsia priežiūros institucijai nepatvirtinus turto vertintojo nustatytos kainos. Pirmoji problema galėtų būti sprendžiama įtvirtinus griežtesnes sankcijas už pareigos teikti OS nevykdymą ir tyčinį proceso vilkinimą, kadangi kuo ilgiau tęsiasi pažeidimas, tuo sunkiau nustatyti teisingą kainą. Antroji problema galėtų būti sprendžiama suteikiant priežiūros institucijai teisę

⁵² Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. sausio 28 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3k-3-38/2011, AB „Viti“ ir UAB „Viti“ turto fondas v. A. K. S., A. P. S., A. T. V. ir A. G

paskirti turto vertintoją bei terminus turto vertinimo išvadai pateikti. Taip būtų užkirstas kelias OS teikimo vilkinimui, kadangi priežiūros institucija galėtų ginčyti savo paties paskirto turto vertintojo pateiktą išvadą tik išimtiniais atvejais.

2.1.4. Periscopus byla⁵³ dėl Direktyvos 5.4 str.

2010 m. gruodžio 22 d. Europos laisvosios prekybos asociacijos (toliau – ELPA) teismas priėmė sprendimą byloje Periscopus, E-1/10, kurioje ginčas kilo dėl to, kad Norvegijos teisės aktai numato, kad jei rinkos kaina, kurią galima nustatyti, yra aukštesnė už kainą, kurią siūlytojas mokėjo už vertybinius popierius pastaruosius 6 mėn., tuomet siūlytojas turi siūlyti rinkos kainą. Kilo klausimas, ar tokia nuostata neprieštarauja Direktyvos 5.4 str. aukščiausios kainos nustatymo taisyklėms. Teismas nurodė, kad Norvegijos teisės aktuose nustatyta „rinkos kainos“ taisyklė nesukuria teisinio aiškumo, kaip ją taikyti, todėl ši taisyklė yra nesuderinama su Direktyvos 2004/25/EB 5 str. 4 d. antrojoje pastraipoje numatytu reikalavimu, kad privalomo pasiūlymo akcijų kaina būtų nustatoma „aiškiai nustatytais aplinkybėmis ir pagal aiškiai nustatytus kriterijus“. Teismas nevertino, ar su Direktyva suderinamas automatinis „rinkos kainos“ taisyklės taikymas esant aiškioms aplinkybėms ir kriterijams būtų suderinamas su Direktyva 2004/25/EB, todėl galima daryti išvadą, kad Direktyvos 2004/25/EB įgyvendinimas taikant minėtą „rinkos kainos“ taisyklę nebuvo pripažintas nesuderinamu su ES teise. Šioje byloje Lietuvos Respublika laikėsi pozicijos, kad aiškiai apibrėžtomis aplinkybėmis ir esant aiškiems kriterijams automatinis įpareigojimas pasiūlymo teikėjui nustatyti didesnę vertybinių popierių supirkimo kainą nei didžiausia jo pasiūlyta kaina yra suderinamas su Direktyva 2004/25/EB. ELPA teismas tokios pozicijos nepaneigė, todėl galima daryti išvadą, kad greičiausiai priežiūros institucija turėtų teisę nustatyti aukštesnę kainą, jei tai būtų pagrįsta teisinga rinkos kaina.

⁵³ EFTA court judgement in case E-1/10, 10 December, 2010 http://www.eftacourt.int/uploads/tx_nvcases/1_10_Judgment_EN.pdf

3. OFICIALAUS SIŪLYMO HARMONIZAVIMO EUROPOS SAJUNGOJE IR LIETUVOS RESPUBLIKOJE PROBLEMINIAI ASPEKTAI

Oficialaus siūlymo institutą ES siekta suvienodinti priėmus Direktyvą dėl įmonių perėmimo. Hansen J.L. (2011) šią Direktyvą vaizdžiai apibūdino „nugalėtojo prakeiksmu“ (winner's curse). Ši koncepcija ekonomistų naudojama siekiant apibūdinti situaciją, kai kažkokio rezultato siekiama labai sunkiai ir išlaidos yra nepagrįstai didelės gauto rezultato atžvilgiu.⁵⁴ Dėl Direktyvos priėmimo daug metų buvo ginčijamasi, diskutuota, buvo pateiktas ne vienas siūlymas, tačiau susitarti pavyko tik dėl kompromisinės, išimtimis pagrįstos Direktyvos. Tai yra minimalaus derinimo Direktyva, kuria iš esmės siekta harmonizuoti tik pagrindinius OS principus. Svarbiausios Direktyvos nuostatos atkartoja Winterio grupės išvados siūlymus ir apima nuostatas, reikalaujančias, kad valstybės narės įtvirtintų bendriausius principus, reguliuojančius įmonių perėmimus, įpareigojančias įsteigti priežiūros institucijas, reguliuojančias įmonių perėmimus, tai pat nuostatas, įtvirtinančias privalomą OS ir su tuo susijusius informacijos atskleidimo reikalavimus ir t.t.⁵⁵ Dauguma nuostatų valstybėse narėse egzistavo jau iki Direktyvos priėmimo, todėl šios Direktyvos svarbiausiu tikslu galima laikyti ne tiek pareigos teikti OS įtvirtinimą, kiek esminių nuostatų, susijusių su smulkiųjų akcininkų apsauga teikiant ir įgyvendinant OS, harmonizavimu. Vos priėmus Direktyvą pasirodė ne viena publikacija, teigianti, kad Direktyva nebus sėkmingo derinimo pavyzdys, kadangi Direktyvoje įtvirtinti tik minimalūs standartai ir ja nesiekama harmonizuoti įmonių teisinio reguliavimo, išskyrus labai ribotas sritis. Clarke (2009) teigimu, Direktyvos nuostatos abstrakčios, trūksta detalumo, todėl ji bus skirtingai įgyvendinta kiekvienoje valstybėje narėje.⁵⁶ Pareigos teikti OS įtvirtinimas laikomas viena svarbiausių Direktyvos nuostatų, tačiau vien tik pareigos nustatymas, neįvedant bendros kontrolės sąvokos, nenurodant sutartinio veikimo nustatymo kriterijų automatiškai silpnina galimybes sėkmingai pareigos teikti OS įgyvendinimą. Kitas pavyzdys – teisingos kainos nustatymas. Nors taisyklės teisingai kainai nustatyti yra privalomos, tačiau ir šiuo klausimu Direktyva numato teisę priežiūros institucijoms koreguoti kainą, jei yra laikomasi bendrųjų akcininkų apsaugos reikalavimų. Toks reguliavimas gali turėti neigiamą poveikį, kadangi priežiūros institucijos susiduria su

⁵⁴ Hansen J. Lau. The Directive on Takeover Bids: Unwanted harmonization of Corporate Governance, University of Copenhagen, Faculty of law, Working Paper No. 10-18, 2011, p.29 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1869891 [žiūrėta 2012 12 18]

⁵⁵ Public takeovers in the Europe. Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 13

<http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/Public%20takeovers%20in%20Europe.pdf>

⁵⁶ Ten pat, p. 12

sunkumais interpretuodamos neaiškias Direktyvos nuostatas, o tai ne tik sukelia teisinį netikrumą, bet ir prailgina bylinėjimąsi.⁵⁷

Išskirtinos šios pagrindinės OS teikimo ir įgyvendimo problemos:

1. Valstybės nevienodai perkėlė sąvoką „suderinti veiksmai“. Ši sąvoka itin svarbi nustatant, ar yra pareiga teikti OS, todėl nevienodas šios sąvokos aiškinimas yra kliūtis efektyviam įmonių perėmimui.
2. Kontrolės įgijimas išvengiant pareigos teikti oficialų siūlymą:
 - a) *savanoriško siūlymo atveju* galimi piknaudžiavimo atvejai, kai siūlytojiui trūksta nedaug akcijų iki kontrolinio paketo – pakanka įtikinti keletą akcininkų parduoti akcijas, kad ir už žemą kainą.
 - b) *de facto kontrolės įgijimas* – kontrolinis akcijų paketas neįgyjamas, bet turimas akcijų skaičius realiai užtikrina kontrolę.
3. Išimčių taikymas – nėra aiškaus teisinio reguliavimo, vienintelis kriterijus išimčių taikymui – atitiktis bendriesiems akcininkų apsaugos principams. Čia svarbiausias klausimas – kokius įgaliojimus turi valstybių narių priežiūros institucijos, ar dažnai taikomos išimtys ir kokiomis sąlygomis.
4. Neįtvirtintos sankcijos už OS nepateikimą.

Paradoksalu, tačiau dabartinės problemos yra tos pačios, kurios turėjo būti išspręstos priėmus ir įgyvendinus Direktyvą. Direktyvos priėmimas turėjo paskatinti kai kurių nuostatų harmonizavimą ir užtikrinti smulkiųjų akcininkų aspaugą, tačiau pasirinkta minimali derinimo priemonė, pagrįsta lanksčiomis nuostatomis ir išimčių taikymu bent jau dėl kai kurių nuostatų nepasiteisino, todėl dabar sprendžiamas klausimas, kokių priemonių turėtų būti imtasi pašalinti reguliavimo trūkumus.

3.1. Kontrolė ir sutartinai veikiančių asmenų sampratos problema

Paprastai kontrolė apibrėžiama kaip teisė naudotis daugiau kaip 50% visų balsavimo teisių.⁵⁸ Įmonėse, kuriose yra daug smulkiųjų akcininkų, kontrolinio paketo įgijimas reiškia, kad šie smulkieji akcininkai neturi jokios įtakos įmonės valdymui, sprendimų priėmimui, todėl siekiant aspaugoti šių akcininkų interesus, įgijus tam tikrą akcijų kiekį yra privaloma teikti OS. Direktyva kontrolės sąvokos neįtvirtina, apibrėžiant siūlymo sąvoką tiesiog nustatyta, kad siūlymas yra teikiamas, kai įgyta arba siekiama įgyti pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolę. Pažymėtina, kad kontrolės pasikeitimas savaime nėra akcininkų teisių pažeidimas. Tik toks kontrolės pasikeitimas, dėl kurio yra keičiama bendrovės verslo

⁵⁷ Clarke B. The Takeover Directive: Is a little regulation Better than no regulation? European law journal, Blackwell publishing, Vol. 15, No. 2, 2009, p. 196

⁵⁸ Hanouna P. et al. Value of corporate control: some international evidence. Purdue University, USC Finance & Business Econ. Working Paper No. 01-4 2001, p. 6 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286787 [žiūrėta 2013 01 07]

strategijos kryptis gali paveikti akcininkų teises.⁵⁹ Anksčiau teikti siūlymą buvo privaloma tik tuo atveju, jei buvo įgyta efektyvi daugumos kontrolė. Šiandien, valstybėms narėms įtvirtinus 30% balsavimo teisių ribą, teikti OS privaloma peržengus 30%.⁶⁰ Tokia riba yra ganėtinai žemai, todėl dauguma valstybių įtvirtina papildomus kriterijus kontrolei nustatyti ir 30% ribose peržengimas ne visada sukuria pareigą teikti OS. Galimai dėl nacionalinės teisės skirtumų Direktyva neapibrėžė, kada turi būti laikoma, kad kontrolė yra įgyta ar metodo akcijų ribai apskaičiuoti.⁶¹ Paprastai kontrolei apibrėžti valstybės narės naudoja:

- a) procentinę ribą – 30% arba 33%;
- b) antrinę procentinę ribą – 50% arba 66%;
- c) mišrų kriterijų – naudojami abu prieš tai minėti kriterijai;
- d) papildomus kriterijus.

LENTELĖ (PRIEDAS)

Sutinkamai su 5.1. Direktyvos str., dauguma valstybių įtvirtina, kad pareiga teikti OS kyla įgijus tiek tiesioginę, tiek netiesioginę emitento kontrolę. Nors metodas, kai kontrolė apibrėžiama tam tikru įgytų akcijų skaičiumi atrodo paprastas ir aiškus, tačiau netgi pasiekus tokią ribą ne visada privaloma teikti OS – „didžiausio akcininko“ (*larger shareholder*) atveju peržengus įstatyme nustatytą ribą pareiga teikti OS nekyla jei įmonėje yra akcininkas, turintis daugiau akcijų. Vengrijoje įstatymu sureguliuotas *de facto* kontrolės klausimas – įgijus daugiau nei 25% balsavimo teisę suteikiančių akcijų siūlymą gaunančioje bendrovėje, kurioje nėra vienas akcininkas, išskyrus siūlytoją, neturi daugiau nei 10% balsavimo teisę suteikiančių akcijų turi būti teikiamas OS.⁶² Kaip matyti iš pateiktos lentelės, dauguma valstybių įtvirtino 30% – 33% ribą, kai kurios yra įtvirtinusios antrinę ribą, kuri padeda išspręsti palaipsniško akcijų paketo didinimo (*creep-up*) atvejus, kai nustatyta pirminė riba yra peržengiama, tačiau kontrolė nėra įgyjama.⁶³ Toks reguliavimas vertintinas teigiamai, kadangi apsaugo akcininką, kuris teoriškai įgyja akcijų kiekį, suteikiantį kontrolę, bet realiai kontrolės neįgyja. Išskiriami šie požūriai, kaip turėtų būti sprendžiamas klausimas, kai peržengiama 30% – 33% riba, tačiau kontrolė neįgyjama⁶⁴:

1. *Riboto padidėjimo metodas (restricted increase approach)* – 30% – 33% + papildomai įgytos akcijos per tam tikrą laikotarpį (pvz. Graikija – 3% per 12 mėn. periodą)⁶⁵

⁵⁹ Hansen J. Lau. The Directive on Takeover Bids: Unwanted harmonization of Corporate Governance, University of Copenhagen, Faculty of law, Working Paper No. 10-18, 2011, p. 32 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1869891 [žiūrėta 2012 12 18]

⁶⁰ McCahery J.A., Vermeulen E.P.M. Does the Takeover Bids Directive Need Revision? Tilburg Law School Legal Studies, Research Paper No. 005/2010, 2010, p. 7-8 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1547861## [žiūrėta 2012 12 18]

⁶¹ Wooldridge F., The recent directive on takeover-bids, European Business Law Review, Kluwer law international, 2007, p. 151

⁶² External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission, p.126

⁶³ Ten pat, p. 391 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶⁴ Ten pat, p. 127

⁶⁵ Tsibris M. et al. Greece takeover guide, p. 7

2. *50% ribos peržengimas* – antrinis kriterijus, kurio esmė – 50% yra riba, garantuojanti kontrolę, todėl peržengus šią ribą OS teikti privaloma visais atvejais.

Kaip matome, valstybės narės įtvirtina skirtingus kriterijus kontrolei identifikuoti – Ispanijoje atsižvelgiama, ar akcininkas turėjo galimybę paskirti bent pusę valdybos narių 24 mėn. laikotarpiu⁶⁶, Danijoje vertinamas galimybės daryti lemiamą įtaką įmonės valdymui (*controlling influence*) kriterijus. Faktas, kad kontrolės sąvoka nėra harmonizuota gali kelti praktinių problemų, todėl ES kontrolės sąvoka turėtų būti išaiškinta ir harmonizuota. Paminėtina, jog yra nuomonių, kad akcininkams turėtų būti suteikiama galimybė atsisakyti OS – jug jos tikslas ir yra akcininkų apsauga. Kaip pavyzdį galime pateikti *Whitewash* procedūrą Olandijoje – asmuo, įgijęs įmonės kontrolę atleidžiamas nuo pareigos teikti OS, jei 30 dienų iki įsigijimo akcininkai patvirtino tokią išimtį 95% balsų dauguma, tačiau kontroliuojantys akcininkai ir sutartinai veikiantys asmenys nebalsuoja.⁶⁷ Taip užtikrinama, kad bus priimtas objektyvus, akcininkų interesus atitinkantis sprendimas.

LR kontrolė suprantama kaip teisė valdyti ir paveikti juridinio asmens finansinę ir ūkinę veiklą. Pagal VPĮ 2 str. 36 d. privalomas OS teikiamas kai įgyjama daugiau kaip 1/3 balsavimo teisę suteikiančių bendrovės akcijų. Taigi LR, kaip ir daugelyje ES narių, kontrolė siejama su 33% ribos peržengimu. VPĮ nereguliuojamas *de facto* kontrolės įgijimo atvejis, nors išsiskaidžius kapitalui, net ir 29,9% akcijų paketas gali reikšti kontrolės įgijimą. Teisėje ši spraga turėtų būti užpildyta įtvirtinant reguliavimą, kuriuo būtų nustatyta pareiga teikti OS ir tais atvejais, kai nėra pasiekama 33% riba, tačiau realiai įgyjama įmonės kontrolė. Yra nuomonių, kad 30% – 33% riba galėtų būti pakeista dinamiška riba, kuri būtų atitinkmuo nacionalinėje teisėje įtvirtintai kontroliuojančio bloko sąvokai arba būti lygi akcijų kiekiui, kuris suteikia kontroliuojantį akcijų paketą konkrečioje įmonėje.⁶⁸ Tokia nuomonė kritikuotina, kadangi kontrolinis akcijų paketas nebūtinai yra 50 % + 1 akcija ar 1/3 akcijų – nesant daugiau stambių akcininkų kontrolinis akcininkų paketas gali būti ir mažesnis, pvz. 25%. Tokiu atveju už įstatyminio reguliavimo ribų liktų *de facto* kontrolės ir *creep up* atvejai. Jei bendrovės savo įstatuose galėtų nustatyti ribą, kurią peržengus įgyjama įmonės kontrolė – įmonės, siekiančios pritraukti investuotojus galėtų nustatyti aukštesnę ribą, o įmonės, besibaiminančios struktūrinių pokyčių ir įmonės veiklos strategijos pokyčių – žemą ribą, būtų iškreipta laisva konkurencija ir pažeidžiamos mažumos akcininkų teisės, o bendros rinkos sukūrimo vizija taptų dar sunkiau įgyvendinama. Manytina, kad ES turėtų būti suvienodinta kontrolės sąvoka, apimanti ne tik apibrėžimą bei aiškius kontrolės nustatymo kriterijus, bet ir išsprendžianti *de facto* kontrolės ir *creep*

⁶⁶ Girbau R., Ybanez J., Garrigues, Spain takeover guide, p. 2

⁶⁷ External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission, p. 140 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶⁸ Sepe S.M. Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient, The University of Arizona, Discussion Paper No. 10-29, 2010 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086321 [žiūrėta 2012 10 28]

up atvejus. Taip ne tik būtų užtikrintas teisinis aiškumas, bet ir užkirstas kelias piktnaudžiavimui kai kontrolė įgyjama išvengiant pareigos teikti OS.

3.1.1. Suderintų veiksmų sąvokos derinimo problemos

Sąvoka „suderinti veiksmai“ svarbi nustatant, ar nebuvo peržengta kontrolės įgijimo riba ir ar atsirado pareiga pateikti oficialų siūlymą.⁶⁹ Direktyvos 5.1 str. įtvirtinta, kad fizinis ar juridinis asmuo, pats arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgijęs arba siekiantis įgyti įmonės kontrolę turėtų teikti OS. Sutartinai veikiančius asmenis pratikoje nustatyti ne visada paprasta, ypač kai keičiasi įmonės akcininkų struktūra ir nėra aiškūs jų tarpusavio ryšiai. Direktyva sutartinai veikiančių asmenų sąvoką įtvirtino 2 str. d) punkte – „sutartinai veikiančios asmenys“ – fiziniai ar juridiniai asmenys, kurie bendradarbiauja su siūlytoju ar pasiūlymą gaunančia bendrove, remdamiesi aiškiai ar numanomai sudarytu žodiniu ar raštišku susitarimu, kuriuo siekiama įsigyti pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolę arba sužlugdyti sėkmingą pasiūlymo rezultatą“. 2012 m. EK ataskaitoje konstatuota, kad sąvokos „suderinti veiksmai“ teisinis tikrumas ir tai, kaip ją taiko nacionalinės reguliavimo institucijos kelia susirūpinimą.⁷⁰ Pavyzdžiui, kai kurios valstybės narės laikosi Direktyvoje pateiktos apibrėžties, o kitos į suderintų veiksmų sąvoką įtraukė Skaidrumo direktyvos 10 str. a) punkte įtvirtintą suderinto veikimo sampratą: „trečioji šalis, su kuria tas asmuo arba įmonė sudarė sutartį, įpareigojančią juos kartu naudojant turimas balsavimo teises priimti nuoseklią bendrą atitinkamo emitento valdymo politiką“⁷¹. Dar kitos valstybės laikosi „tarpinės pozicijos“, pvz., Čekijoje vertinama galimybė daryti įtaką bendrovės valdymui, t.y. kontroliuojančios įtakos įgijimas.⁷² Kaip teigia Ventoruzzo (2006), sąvokos suderinti veiksmai įvedimas buvo būtinas, kad būtų išvengta išsisukinėjimo teikti OS⁷³. Tačiau akivaizdu, kad vien šios sąvokos apibrėžimo įtvirtinimas, neįvedant bendrų kriterijų, padėsiančių nustatyti sutartinio veikimo faktą, aiškumo OS reguliavime neįnešė. Kai asmenys veikia sutartinai, pareigos jiems visiems atsiranda kaip vienam asmeniui, o jų veiksmai tai pat traktuojami kaip vieno asmens.⁷⁴ Europoje ginčo atveju paprastai

⁶⁹ Komisijos ataskaita Europos Parlamentui, Tarybai, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir regionų komitetui „Direktyvos 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų taikymas“, Briuselis, 2012, COM (2012) 347 final, p. 16

⁷⁰ Ten pat

⁷¹ 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:LT:PDF>

⁷² External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission, p. 133 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁷³ Ventoruzzo, M. (2006), “Europe’s Thirteenth Directive and USA Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends”, *Texas International Law Journal*, 41, p. 206 <http://www.tilj.org/content/journal/41/num2/Ventoruzzo171.pdf> [žiūrėta 2012 10 30]

⁷⁴ Mantysaari P. *The law of Corporate Finance: General Principles and EU law*, Volume III: fundinf, exit, takeovers, 2010, p. 541 ISBN 9783642030574

priežiūros institucijos turi teisę spręsti, kuriems akcininkams, veikiantiems sutartinai, kilo pareiga teikti OS.

LR VPI 2 str. 46 d. įtvirtina Direktyvoje nustatytą sutartinai veikiančių asmenų sąvoką, o VPI 24 str. detalizuoja, kokiais atvejais asmenys laikomi veikiančiais sutartinai. Šis straipsnis įtvirtina prezumpcijas, kada asmenys bus laikomi sutartinais veikiančiais, tačiau net ir nesant šiame straipsnyje numatytų atveju sutartinį veikimą bus galima konstatuoti įrodžius žodinių ar numatomą susitarimą veikti sutartinai. Panašias prezumpcijas įtvirtina ir kitos ES, į sutartinai veikiančių asmenų sąvoką įtraukdamos dukterines įmones, filialus, asocijuotas įmones; DB į sutartinai veikiančių asmenų sąvoką taip pat įtraukia įmones, kuriose siūlytojas turi 20% balsavimo teisę suteikiančių akcijų. Taip pat į sutartinai veikiančių sąvoką įtraukiami tėvai, sutuoktiniai bei kiti šeimos nariai. Pagal VPI giminystės ryšys automatiškai nereiškia sutartinio veikimo – prie sutartinai veikiančių asmenų priskiriamos tik sutuoktinio turimos balsavimo teisę suteikiančios akcijos. Manytina, kad tokia praktika yra pažangi, kadangi vertinamas ne tiek formalus giminystės faktas, kiek realūs ryšiai, tarpusavio susitarimai, aplinkybių visuma, rodanti asmenų bendradarbiavimą ir t.t.

Siekiant aiškaus ir efektyvaus reguliavimo yra būtina nustatyti aiškius kriterijus sutartiniam veikimui konstatuoti. 2012 m. EK ataskaitoje suderintų veiksmų aiškinimo problema išskiriama kaip viena pagrindinių ir pabrėžta, kad nors nacionaliniu lygiu yra leidžiamos gairės ir rekomendacijos, tačiau reikia imtis priemonių šios sąvokos išaiškinimui ir suderinimui ES lygiu. Klausimas, kokia priemonė turėtų būti pasirinkta. Rekomendacija ar gairės – vadinamosios „*soft law*“ priemonės – valstybių narių neįpareigoja, todėl tikėtina, kad jos turėtų didesnę reikšmę valstybėse, kuriose OS dar tik formuojasi. EK, remdamasi valstybėse narėse esamu reguliavimu bei pažangia teismų praktika turėtų arba patvirtinti gaires, kuriose būtų nustatyti aiškūs kriterijai ir taisyklės sutartiniam veikimui konstatuoti arba papildyti Direktyvą privalomomis nuostatomis dėl sutartinio veikimo nustatymo. Kol kas sutartinio veikimo problema yra reguliuojama nacionaliniu lygiu, kadangi valstybės narės pačios įtvirtina balsų skaičiavimo taisykles – prezumpcijas, kada asmenys laikomi sutartinai veikiančiais.

3.1.2. Sutartinio veikimo nustatymas – teismų praktika

Nagrinėjant teismų praktiką galima pastebėti, kad problemos, nustatant sutartinį veikimą, tiek Lietuvoje, tiek ES yra šios:

a) problemos siekiant įrodyti sutartinį veikimą žodinių susitarimų atveju;

b) ilgai bylinėjantis gali keistis akcininkų struktūra, todėl tampa sudėtinga identifikuoti sutartinai veikiančius asmenis;

c) įrodžius sutartinį veikimą nėra efektyvių teisinių priemonių priversti teikti OS.

BaFin – Vokietijos federalinė finansų priežiūros institucija ne kartą sprendė sutartinai veikiančių asmenų nustatymo problemą. Deutsche Boerse byloje, Deutsche turėjo atšaukti pateiktą OS dėl stiprios kitų akcininkų opozicijos, kuri teigė, kad siūlymo kaina yra per aukšta. BaFin sprendė, ar šie akcininkai veikė sutartinai siekdami sužlugdyti Deutsche siūlymą. Šioje byloje BaFin nerado pakankamai įrodymų, kad veiksmai buvo derinami, nors neoficialų žodinių susitarimų ir veiksų derinimą buvo galima išvelgti. Toks sprendimas galėjo būti priimtas dėl anksčiau Vokietijoje galiojusio įstatymo, kuriuo remiantis sutartiniu veikimu buvo pripažįstamas tik sutartinis elgesys visuotiniame akcininkų susirinkime (toliau – VAS).⁷⁵ Po šio daug abejonių sukėlusio sprendimo buvo priimtas naujas teisės aktas – 2008 m. Rizikos ribojimo aktas⁷⁶, kuriuo išplėsta suderinto veikimo sąvoka neapsiribojant elgesiu VAS. Visgi 2010 m. Hochtief byla buvo dar vienas pavyzdys, kad aiškaus teisinio reguliavimo stoka gali leisti išvengti pareigos teikti OS. Šioje byloje Ispanijos investuotojas statybų įmonė A.C.S pateikė savanorišką siūlymą įgyti Hochtief akcijų už gana žemą kainą. A.C.S buvo suteikta išimtis – nereikalaujama skelbti OS, jei iki 2010 m. gruodžio įgis 30% akcijų. Artėjant numatytam terminui, A.C.S. trūko akcijų, ir kita įmonė Southeastern, turinti akcijų ir Hochtief ir A.C.S pardavė pusę savo akcijų A.C.S, ko pasekoje buvo peržengta 30% riba. Kilo klausimas, ar A.C.S. ir Southeastern veikė kaip sutartinai veikiantys asmenys, kas lemtų pareigą teikti OS. BaFin sutartinio veikimo neįžvelgė, tačiau toks sprendimas, atsižvelgiant į akivaizdžius ryšius tarp įmonių ir faktą, kad akcijos buvo perleistos likus vos porai savaičių iki termino pabaigos, yra labai abejotinas.

Štai Austrijoje bet koks bendradarbiavimas, galintis lemti kito akcininko apsisprendimą dėl balsavimo ar kitų teisių panaudojimo gali būti traktuojamas kaip suderintas veikimas. RHI atveju⁷⁷ tarp dviejų akcininkų buvo žodinis susitarimas, kuriuo vienas iš akcininkų tikėjosi, kad kitas parems jo kandidatūrą renkant valdybą. Austrijos perėmimų komisija konstatavo, kad susitarimai dėl valdybos narių rinkimo yra sutartinis veikimas.⁷⁸

Lietuvoje teismai, vertindami, ar asmenys veikia sutartinai, paprastai vertina ne tik 1/3 balsų peržengimą, tačiau atsižvelgia ir į kitas svarbias aplinkybes. Bene žymiausioje AB „Linas“ byloje

⁷⁵ External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission, p. 133 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁷⁶ Risk limitation act comes into force. Freshfields Bruckhaus Deringer, 2008, p.1

http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/Risk_limitation_Act_23689.pdf [žiūrėta 2012 12 20]

⁷⁷ RHI – pirmas atvejis, aki buvo pritaikyta plati suderintų veiksų sąvoka. Šioje byloje du akcininkai (vienas jų turėjo 26% akcijų, kitas- 8.5%). Šioje byloje nustatyta, kad susitarimai, renkant stebėtojų tarybos narius nebus traktuojami kaip siekiantys perimti įmonės kontrolę tik tuo atveju, kai skiriami nepriklausomi ekspertai arba mažuma valdybos mažuma.

⁷⁸ Huber P., Zandler D. Acting in Concert” under Austrian Takeover Law: Avoiding the Pitfalls, CMS Reich-Rohrwig Hainz Rechtsanwälte GmbH publication, 2012 <http://www.cms-rrh.com/Acting-in-Concert-under-Austrian-Takeover-Law-Avoiding-the-Pitfalls-14-05-2012> [žiūrėta 2013 01 07]

Vilniaus apygardos administracinis teismas (toliau – VAAT) 2007 m. gruodžio 20 d. sprendime⁷⁹ pažymėjo, kad asmenis pripažįstant sutartinai veikiančiais, būtina nustatyti: pirma, bendradarbiavimo, remiantis aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu arba rašytiniu susitarimu, faktą; antra, bendradarbiavimo tikslą, trečia, nustatyti koks šis tikslas – siekimas įgyti kontrolę, suteikiančią 40 ar daugiau procentų balsų ar siekimas sužlugdyti sėkmingą OS rezultata. Šioje byloje bylinėjimasis vis dar tęsiasi, o akcininkai OS teikimo taip ir nesulaukė. Kauno apygardos teismas, iš naujo apeliacine tvarka nagrinėjęs šią bylą 2012 m. balandžio 27 d. konstatavo, jog šioje byloje pareigos teikti OS turėtojais laikytini L. L., R. L., P. J., UAB „Nordic investicija“ ir E.L., tačiau įpareigoti pateikti OS supirkti akcijas turėtų būti tik atsakovai, paties ieškovo (VPK) nurodyti kaip įpareigotini. (VPK sprendime OS teikėjais nurodyti tik L. L., R. L. Ir „Nordic investicija“). Teisėjų kolegija konstatavo, kad asmenims, kuriems kilo pareiga pateikti OS tampa privalomai vykdytina įstatymo nustatyta tvarka, o bet koks vėlesnis akcijų perleidimas šios pareigos nepanaikina. Šios pareigos turėtojai, siekdami išvengti prievolių vykdymo, paprasčiausiai galėtų perleisti akcijas (kas nagrinėjamu atveju galėjo būti ir padaryta), o vėliau, pasinaudodami turimu kapitalu, jas vėl įgyti. Šiuo atveju atsakovė BUAB „Nordic investicija“ buvo pripažinta bankrutavusia, todėl įpareigoti atsakovę, neturinčią galimybės atsiskaityti pinigais nėra prasmės, o pareiga teikti OS išliko tik atsakovams L. L. ir R. L.

2008 m. lapkričio 19 d. byloje⁸⁰ ieškovas prašė įpareigoti atsakovus pateikti privalomą OS supirkti likusius atskaitingo emitento AB „Panevėžio statybos trestas“ vertybinius popierius. Atsakovai, ieškinio pateikimo metu turėję 54,72% AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijų nevykdė pareigos teikti OS. Panevėžio miesto apylinkės teismas ieškinį atmetė, nurodydamas, kad ieškovas pateikia tik vieną iš VPĮ 19 str. numatytų alternatyvų – įpareigoti atsakovus pateikti OS supirkti vertybinius popierius. Atsakovai R. J. ir K. B., savo akcijų suteikiamų balsų balsavimo teises perleido savo sutuoktinėms ir nors sudarytais balsų perleidimo sandoriais siekė pakeisti turimų balsų skaičių, tačiau šiais sandoriais perleistų balsų skaičius nedaro įtakos balsų sumai. Tuo metu galiojusio VPRĮ 16 str. 1 d. 8) punkte ir 2 d. preziumuojama, kad emitento vadovas turi ir kitų emitento vadovų balsus, įskaičiuojant taip pat ir sutuoktinių turimus balsus, todėl atsakovai pripažintini kartu veikiančiais asmenimis. Tai, kad ginčo metu dalis akcijų, kuri viršijo nustatytą balsų ribą, buvo perleistos, nekeičia ginčo esmės, kadangi atsakovams pareiga kilo praleidus įstatymo nustatytą terminą.

⁷⁹ Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2007 m. gruodžio 20 d. nutarimas administracinėje byloje Nr. I-7920-121/2007, L.L. v. Vertybinių popierių komisija

⁸⁰ Panevėžio apygardos teismo 2008 m. lapkričio 19 d. sprendimas civilinėje byloje Nr. 2A-1-338/2008, M.V. v. R. J., R. J., K. B., N. E. B., V. Š., AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Panevėžio keliai“

Panašioje 2007 m. birželio 27 d. byloje⁸¹ ieškovas prašė teismo įpareigoti atsakovus teisės aktų nustatyta tvarka pateikti privalomą OS supirkti likusias AB „Ukmergės keliai“ PVA. Panevėžio miesto apylinkės teismas 2006 m. gegužės 11 d. sprendimu ieškinio netenkino, kadangi atsakovas G. D. neturėjo nė vieno balso, šio atsakovo balsavimo teisę suteikiančios akcijos perleistos sutuoktinei ir neturi būti sumuojamos kaip bendrai veikiančių subjektų. Panevėžio apygardos teismo 2006 m. rugsėjo 27 d. sprendimu tenkintas ieškovo M. V. apeliacinis skundas įpareigojant atsakovus G. D. ir AB „Panevėžio keliai“ pateikti privalomą OS. Teismas nustatė, kad atsakovai 2003 m. balandžio 9 d. valdė daugiau kaip 40% balsų atskaitingo emitento akcininkų susirinkime, nes faktiškai valdė 52,53% AB „Ukmergės keliai“ akcijų suteikiamų balsų. Nors atsakovas G. D. formaliai perleido turimas akcijas ir jų suteikiamus balsus sutuoktinei, tačiau laikytina, kad atsakovui akcijos tebeprisiklauso bendrosios jungtinės nuosavybės teise pagal VPRĮ 16 str. 1 d. ir CK 3.87, 3.88 ir 3.92 str. VPRĮ 19 str. 3 d. tiesiogiai nustatyta, kad toks asmuo nuo 40% balsų ribos peržengimo netenkina visų balsų visuotiniame emitento akcininkų susirinkime. Dėl to akcijų suteikiamų balsavimo teisių perleidimo sandoriai, kuriuos atliko G. D. ir R. J. savo sutuoktinėms, yra niekiniai, nes buvo perleistos teisės, kurių jie jau buvo netekę.

Apibendrinant galima teigti, kad tiek ES, tiek Lietuvoje teikiant OS susiduriama su problemomis, kai reikia išsiaiškinti kam ir ar kilo pareiga teikti OS. Problemos kyla priklausomai nuo to, ar siaurai ar plačiai ši sąvoką interpretuojama, ar labiau vertinami formalūs įrodymai ar bet koks elgesys, liudijantis susitarimą dėl veiksmų, turinčių įtakos, nors ir netiesioginės, įmonės kontrolei. Manytina, kad Lietuvoje klostosi teisinga praktika nustatant sutartinį veikimą. Teismai aiškiai pasisako, kad kilus pareigai teikti OS, bet kokie vėliau sudaromi akcijų perleidimo sandoriai pareigos teikti OS nepanaikina, sėkmingai taikomos balsų skaičiavimo taisyklės užkertant kelią išvengti pareigos teikti OS perleidžiant akcijas sutuoktiniams. Didžiausia problema išlieka ilgas bylinėjimasis, kurio metu keičiais akcininkų struktūra, tampa nebeaišku, kas ir kam turi teikti OS. AB „Lino“ atveju priežiūros institucijos – VPK neapdairumas, sprendime neįvardinus visų sutartinai veikiančių asmenų leido sutartinai veikiančiam asmeniui BUAB „Nordic investicija“ išvengti pareigos teikti OS – bankrutavus ir nebepajėgiant teikti OS ši įmonė buvo automatiškai atleista nuo pareigos teikti OS, o taip, be abejo, nukentėjo mažumos akcininkų interesai.

3.1.3. Netiesioginės kontrolės įgijimo atvejis

Viena svarbiausių Direktyvos nuostatų – privalomojo oficialaus siūlymo taisyklė, įtvirtinta Direktyvos 5 str. 1 d.: „kai fizinis ar juridinis asmuo, pats arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis įsigyja ir dėl to turi [...] bendrovės vertybinius popierius, kurie kartu su jo turimu tokių

⁸¹ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-176/2007. M.V. v G. D., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.

vertybinių popierių paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų vertybinių popierių paketu tiesiogiai arba netiesiogiai suteikia jam nustatytą balsavimo teisių toje bendrovėje procentą, kuris suteikia jam tos bendrovės kontrolę, valstybės narės užtikrina, kad toks asmuo privalėtų padaryti pasiūlymą, kuris būtų tos bendrovės smulkiojo akcininko apsaugos priemonė⁸². Ši nuostata įtvirtino pareigą teikti OS ne tik tiesioginės, bet ir netiesioginės kontrolės įgijimo atveju. Verslo apskaitos standartuose netiesioginė kontrolė apibrėžiama kaip kontrolė, atsirandanti per kitas kontroliuojamas įmones (ar susijusius asmenis) arba kontroliuojamų įmonių kontroliuojamas įmones (ar susijusius asmenis).⁸³ VPI neapibrėžia, kas yra netiesioginė kontrolė, ABI taip pat yra tik nuostatos, apibrėžiančios, kas yra laikoma patronuojančia ir dukterine įmone, kas laikytina netiesiogine lemiama įtaka trečiajai bendrovei ir pan., tačiau VPI 2 str. 21 d. nustato, kas laikoma kontroliuojama įmone, ir įmonės kontrolę sieja būtent su balsavimo teisių turėjimu, galėjimu skirti arba atšaukti įmonės, vadovą, daugumą valdybos arba stebėtojų tarybos narių, galėjimu spręsti, kaip panaudoti daugiau kaip pusę visų balsavimo teisių dalyvių susirinkime bei galimybe daryti esminę įtaką įmonei. Pareiga teikti OS netiesioginės kontrolės atveju įtvirtinta VPI 31 str. 2 d.: „šio straipsnio 1 dalyje nustatyta pareiga taip pat taikoma asmeniui, kuris įgijo kontrolę asmens, turinčio bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, akcijų, visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių daugiau kaip 1/3 balsų“. Ši nuostata VPI atsirado tik su 2010 birželio 3 d. pakeitimais, todėl iki tol galiojęs VPI išaiškinimas dėl pareigos teikti OS netiesiogiai įgijus kontrolę tapo nebeaktualus ir buvo panaikintas 2011 m. sausio 6 d. VPK sprendimu.⁸⁴

Pažymėtina, kad 1/3 riba yra ganėtinai žema, kadangi toks akcijų kiekis kontrolės kiekiu atveju negarantuoja ir gali būti neproporcinga našta investuotojui bei būdas pasipelninti akcininkams. Šis argumentas buvo pateiktas 2010 m. sausio 28 d. „Cersanit“ byloje⁸⁵ (bylos sprendimo metu dar buvo įtvirtinta 40% riba teikti privalomą OS), kurioje kilo klausimas, ar buvo įgyta netiesioginė įmonės kontrolė ir ar kilo pareiga teikti OS. „Cersanit“ bendrovė įsigijo 48,42% „Opoczno“ S. A bendrovės akcijų, tokiu būdu taip pat įgydama netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę. Pareiškėjos atstovė teigė, kad VPK turėtų atsižvelgti į faktą, kad ne visais atvejais, kai įsigyjama 40% ir daugiau tam tikros įmonės balsų yra įgyjama kontrolė, todėl kiekiu atveju reikėtų aiškintis, ar kontrolė buvo įgyta. Faktinės aplinkybės patvirtino, kad 3 valdybos nariai buvo susiję su pareiškėja, be to, pareiškėja galėjo skirti ir atleisti Opoczno S. A. bendrovės vadovą ir tai rodo, jog pareiškėja perėmė Opoczno kontrolę, o

⁸² Misius R. Oficialaus pasiūlymo teisinio relamentavimo problemos. Jurisprudencija., Nr. 77 (69), 2005, p. 50. ISSN 1392 – 6195

⁸³ Viešosios įstaigos Lietuvos Respublikos apskaitos instituto standartų tarybos 2003 m. gruodžio 4 d. nutarimu Nr. 10 patvirtintas 16 – asis verslo apskaitos standartas “Konsoliduota finansinė atskaitomybė ir investicijos į dukterines įmones”, aktuali redakcija nuo 2006 m. balandžio 5d. <http://www.administratorius.com/wp-content/uploads/16vas.pdf>

⁸⁴ 2011-01-06 LR VPK pranešimas žiniasklaidai http://www.elta.lt/zinute_pr.php?inf_id=1302267

⁸⁵ Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. sausio 28 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-22-171/2010 C.A.Cersanit v Vertybinių popierių Komisija

tuo pačiu ir netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę. Tuo tarpu atsakovė teigė, kad viešose bendrovėse reali bendrovės kontrolė užsitikrinama įgijus kur kas mažiau nei 50% balsų VAS. Tokiose bendrovėse yra daug smulkiųjų akcininkų, kurių kiekvienas turi mažiau kaip 5% balsų suteikiančius akcijų paketus. Dėl turimo itin mažo balsų kiekio tokie smulkieji akcininkai bendrovės valdymui įtakos nedaro. Tokiu būdu stambusis akcininkas, net ir turėdamas mažiau nei 50% balsų suteikiantį akcijų paketą, gali įgyti bendrovės kontrolę. Pagal VPI 24 str., balsais laikomi ir kontroliuojamos įmonės turimi balsai, todėl VPK priėmė sprendimą, kuriame nusprendė pritarti tyrimo išvadai, kad pareiškėja įgijo Opoczno S. A. tiesioginę kontrolę ir netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę, todėl turėjo pateikti ir įgyvendinti OS likusioms balsavimo teise visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančioms AB „Dvarčionių keramika“ akcijoms supirkti. Pažymėtina, kad VPK, atsižvelgdama į tai, kad tuo metu, kai pareiškėja perėmė Opoczno S. A. kontrolę dar nebuvo susiformavusios praktikos dėl privalomo OS teikimo netiesioginės emitento kontrolės perėmimo atveju, nutarė pareiškėjai sankcijų netaikyti.

Teigtina, kad nors pareiga teigti OS įgijus netiesioginę įmonės kontrolę įtvirtinta dar visai neseniai, tačiau teismai teisingai taiko VPI 31 str., atsižvelgdami ne vien į įgytą akcijų kiekį ir įstatymo nustatytos ribos peržengimą, bet ir į realią galimybę daryti įtaką įmonės kontrolei – galimybę paskirti ir atšaukti valdybos narius, jų tarpusavio ryšius ir pan. „Cersanit“ byloje taip pat iškeltas klausimas dėl įstatyme įtvirtintos 40% ribos, kurią peržengus privaloma teikti OS, kadangi ši riba yra gana žema (šiuo metu dar žemesnė – 1/3) ir ne visada reiškia kontrolės įgijimą. Kaip minėta, Lietuvoje nėra teisinio reguliavimo, kuris išspręstų *creep up* atvejį, kai peržengus įstatymo nustatytą ribą kontrolė realiai nėra įgyjama, nes įmonėje yra akcininkas, turintis didesnę akcijų paketą. Atsižvelgiant į užsienio valstybių praktiką siūlytinas antrinės ribos (50%+1) nustatymas kaip papildomas kriterijus nustatant, ar realiai įgyta įmonės kontrolė.

3.2. Išimčių iš pareigos teikti oficialų siūlymą taikymas

Galimybė taikyti išimtis iš pareigos teikti OS siejama su tuo, kad OS reikalavimas gali būti pernelyg griežtas ir neatitikti savo esminės paskirties – mažumos akcininkų aspaugos. Direktyvos 4 str. 5 d. nustato, kad jei yra laikomasi bendrųjų principų, nustatytų 3 str. 1 d., valstybės narės taisyklėse gali numatyti, kad pagal šią Direktyvą jos nustato ar pradeda taikyti nuo tų taisyklių leidžiančias nukrypti nuostatas:

1) įrašydamos tokias leidžiančias nukrypti nuostatas į savo nacionalines taisykles, kad būtų galima atsižvelgti į nacionaliniu lygiu nustatytas aplinkybes ir (arba)

2) suteikdamos priežiūros institucijoms, jei jos yra kompetentingos, įgaliojimus nesilaikyti tokių nacionalinių taisyklių, siekiant atsižvelgti į 1) punkte minėtas aplinkybes, arba kitomis konkrečiomis aplinkybėmis, ir tokiu atveju yra būtinas pagrįstas sprendimas.

Valstybės narės yra laisvos nustatyti bet kokias išimtis, jei tik jos atitinka bendruosius OS teikimo principus. Direktyva nereguliuojama, kaip valstybės narės turėtų užtikrinti bendrųjų Direktyvos principų laikymąsi⁸⁶, iš esmės tai yra priežiūros institucijų prerogatyva. Dažniausiai naudojamos išimtis yra susijusios su siūlytojo ar kontroliuojančio akcininko apsauga – kai nėra realaus kontrolės pasikeitimo, taip pat laikinos kontrolės atsiradimo atveju, jei per tam tikrą periodą siūlytojas įgijo ne daugiau nei nurodytą procentą akcijų. Išimtis taip pat taikoma „klaidos“ atveju bei kai pirkimai vyksta įmonių grupės viduje, taip pat siekiant apsaugoti kreditorių, kai akcijos buvo įgytos pasinaudojant finansine garantija. Yra atveju, kai net įgijus kontrolę išimtis taikoma, nes kontrolė įgyta be įgyjėjo valios/veiksmų, o pvz., dėl savanoriško kito investuotojo akcijų perdavimo. Kai kurios valstybės įtvirtina išimtį netiesioginio įsigijimo atveju, jei tokio įsigijimo tikslas nėra kontrolės įgijimas.

Pažymėtina, kad kai kurios narės turi teisinius reguliavimus, kurie neturi tiesioginio ryšio su Direktyva – Italijos „Decreto Anticrisi“ dekretas, Vengrijos „Lex Mol“ – pavyzdžiai, kai priežiūros institucijoms leidžiama suteikti išimtį tais atvejais, kai OS taikymas yra pernelyg griežtas ir sudėtingas atsižvelgiant į Direktyvos principus ir mažumos akcininkų apsaugą. Lex mol atveju Vengrijos Parlamentas priėmė papildomą teisės aktą, kuriuo buvo siekiama apsaugoti strategines energetikos ir komunalinių paslaugų bendroves, kuriose Vyriausybė turėjo akcijų (auksinės akcijos). Kadangi auksinių akcijų sistema pripažinta neteisėta, Vengrija turėjo pakeisti šį teisės aktą. Italijos Decreto Anticrisi buvo reakcija į ekonominę krizę – šiuo aktu įtvirtintas gynybinis režimas, kuriuo leista bendrovės įstatuose nustatyti poziciją dėl perėmimo siūlymų – taip siekta apsaugoti nuo priešiškių siūlymų, kuriais siekiama perimti bendrovės akcijas pasinaudojant akcijų vertės kritimu.⁸⁷

Lietuvos Respublikos Finansinio tvarumo įstatymo (toliau – LR FTĮ) 14 str. 4 d. nustato, kad valstybei įgijus banko akcijų, OS yra neteikiamas. Gali pasirodyti, kad šis privileginis reguliavimas pažeidžia Direktyvos bei VPI reglamentuotą akcininkų lygiateisiškumo principą, kadangi valstybė atsiduria privilegijuotoje padėtyje ir suteikia valstybei prioritetą prieš kitus akcininkus. Tačiau iš tiesų veiksma, kada neišgalinčio įvykdyti įsipareigojimų banko akcijos yra superkamos, yra vykdomas dėl to, kad būtų apsaugoti didelės visuomenės dalies asmenų interesai ir išlaikyta socialinė taika. Tokiu atveju privaloma pareiga teikti OS prieštarautų protingumo principui, nes pats bankrutuojančio banko

⁸⁶ Komisijos ataskaita Europos Parlamentui, Tarybai, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir regionų komitetui „Direktyvos 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų taikymas“, Briuselis, 2012, COM (2012) 347 final, 17 p.

⁸⁷ External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission, p. 92 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

nacionalizavimas yra viešojo intereso (akcininkų ir kitų su banko veikla susijusių asmenų, kitų asmenų) apsauga.⁸⁸ Priverstinai nusavinus akcijas pagal LR FTĮ akcininkai turi teisę reikalauti tik žalos atlyginimo, o ne panaikinti sprendimą dėl akcijų nusavinimo.⁸⁹ Plačiai nuskambėjusio „Snoro“ atveju, kur pagrindiniai akcininkai kaltinami 1.7 mlrd. iššvaistymu, akcijos greičiausiai bus pripažintos bevertėmis, todėl smulkieji akcininkai praras 100% investuotų lėšų. Tokioje situacijoje, kai bankas perimamas siekiant apsaugoti visuomenės interesus, smulkiųjų akcininkų apsauga užtikrinama vadovaujantis teisingos kompensacijos principu, tačiau „Snoro“ atveju, banko įsipareigojimams esant didesniems už turtą, teigiamos kainos tikėtis sunku.

Dažniausiai naudojama išimtis iš pareigos teikti OS – savanoriško siūlymo atvejis. Direktyvos 5str. 2d. teigiama, kad OS netaikomas, jei kontrolė įgyta savanoriško siūlymo atveju, tačiau kai kurios valstybės įtvirtina papildomus kriterijus, kad būtų galima pritaikyti išimtis, pvz. Vokietijoje, kaip ir Lietuvoje išimtis taikoma, jei savanoriškas siūlymas buvo pareikštas laikantis teisingos kainos nustatymo taisyklių. LR VPĮ 32 str. 7 d. nustato, kad veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis pateikęs savanorišką OS įsigyti visus bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, vertybinius popierius už kainą, nustatytą pagal šio įstatymo 34 str. reikalavimus, įgyja daugiau kaip 1/3 balsų šios bendrovės VAS. Iš esmės akcininkų apsauga užtikrinama įtvirtinant teisingos kainos reikalavimą, tačiau įstatymu nėra išsprendžiamas atvejis, kai savanorišku OS iš tiesų siekiama įgyti kontrolę, o ją įgijus nėra teisinio pagrindo reikalauti teikti privalomą OS. Pvz., pateikus savanorišką OS asmuo įgyja 29,9% emitento akcijų. Žinodamas, kad 30% akcijų leis įgyti įmonės kontrolę, asmuo gali įtikinti akcininkus parduoti akcijas net už žemą kainą, taip įgyti kontrolę ir išvengti pareigos teikti OS.

Suteikiant išimtį yra vertinami įvairūs kriterijai, tačiau neabejotina, kad pagrindinis dėmesys turi būti skiriamas vertinimui, kaip išimties taikymas atsilies akcininkų mažumos interesams, todėl priežiūros institucijos turėtų itin atidžiai vertinti išimties taikymo atitikimą Direktyvos principams. Kritikuodama išimtimis pagrįsta reguliavimą, Papadopoulos (2007) teigia, kad nacionalinis įstatymų leidėjas nėra skatinamas laikytis net minimalių Direktyvos nustatytų akcininkų apsaugos standartų.⁹⁰ Su tokia nuomone sunku sutikti, kadangi, nors Direktyvos 3.1.str. įtvirtinti principai ir gali pasirodyti abstraktūs ir nesuteikiantys konkrečios apsaugos, tačiau iš tiesų šie principai yra esminės, fundamentalios nuostatos, kuriomis grindžiamos visos Direktyvos taisyklės ir nacionaliniai teisiniai reguliavimai. Taikant išimtis

⁸⁸ Šenavičius V. Pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą dėl emitento vertybinių popierių įgyvendinimas pagal Lietuvos teismų praktiką: magistro darbas: Verslo teisė. – Vilnius: Mykolo Romerio Universitetas, 2010, p. 19 http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/inv_sv/Vytautas%20SenaviciusMD.pdf

⁸⁹ Bagdanavičiūtė V. Kokia „Snoro“ akcijos kaina?, Vilnius, 2012 <http://www.sorainen.com/UserFiles/File/Publications/article.Snoras-shares-price.e-versus.lt.pdf>

⁹⁰ Papadopoulos T. The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies, University of Oxford, Law and Financial Markets Review, Vol. 1, No. 6, 2007, p. 526 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088894 [žiūrėta 2012 11 28]

priežiūros institucijos turėtų vertinti mažumos akcininkų padėtį prieš ir po išimties pritaikymo, turėtų būti vadovaujamosi aiškiai nustatytais kriterijais, kurių visuma leistų pagrįsti išimties taikymą kaip būtiną ir nepažeidžiantį mažumos akcininkų aspaugos principų.

3.3. Sankcijos nepateikus oficialaus siūlymo

Sankcijos yra svarbus aspektas, kadangi nesant efektyvių sankcijų įmonės nėra skatinamos laikytis teisės aktų reikalavimų. Direktyva neįtvirtina sankcijų už pareigos teikti OS nevykdymą. Direktyvos 17 str. lakoniškai įtvirtina: „valstybės narės nustato sankcijas už nacionalinių priemonių, priimtų pagal šią direktyvą, pažeidimą ir imasi visų priemonių, būtinų užtikrinti, kad jos būtų vykdomos. Tokios numatytos sankcijos turi būti veiksmingos, proporcingos ir atgrasančios.“⁹¹ Kokios sankcijos laikytinos veiksmingomis, proporcingomis ir atgrasančiomis valstybės narės sprendžia individualiai. Valstybės narės įtvirtina įvairias sankcijas: akcijų pirkimo sandorių, sudarytų po to, kai kilo pareiga teikti OS, anuliavimą, balsavimo teisių sustabdymą, žalos atlyginimą, administracines sankcijas ir baudas, įpareigojimą pateikti OS ir nustatant baudas už vėlavimą pateikti OS.⁹² Manytina, kad svarbiausia nacionalinėse sistemose įtvirtinti priemonės, įgalinančias priversti teikti OS, kai bendrovės piktybiškai šios pareigos nevykdo. Tokios priemonės egzistuoja Italijoje, kur priežiūros institucija gali priversti teikti OS tiek administracinėmis, tiek kriminalinėmis priemonėmis. Vokietijoje taikomos tik administracinės baudos, tačiau toks reguliavimas gali skatinti įmonę tęsti pažeidimą, nes bauda jai gali labiau „apsimokėti“ nei įvykdyti pareigą teikti OS. JK kaip sankcija numatoma viešas pranešimas per visuomenės informavimo priemones – tai turėtų būti ypač efektyvi priemonė, kadangi viešai paskelbus apie nevykdomus įmonės įsipareigojimus kenčia jos reputacija, smunka pasitikėjimas įmone, ir tai gali būti daug veiksmingesnė ir labiau atgrasanti sankcija nei milijoninė bauda.

LR VPĮ 47str. 4) punktas nustato, kad už šio įstatymo pažeidimus priežiūros institucija gali skirti administracines nuobaudas ar šio įstatymo nustatytas pinigines baudas: „asmenims, nesilaikantiems šio įstatymo 31 str. nustatyto reikalavimo pateikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teise suteikiančias bendrovės akcijas, – iki 500 tūkstančių litų; asmenims, nesilaikantiems kitų šiame straipsnyje nustatytų reikalavimų, – iki 100 tūkstančių litų“. Manytina, kad baudos mažos ir neefektyvios. Anksčiau buvo įtvirtintas ydingas reguliavimas, nustatantis, kad fiziniams ar juridiniams asmenims, kurių cirkuliaras buvo patvirtintas VPK, bet kurie neįgyvendino OS ar jį įgyvendino netinkamai, skiriama iki 500

⁹¹ 2004 m. balandžio 21d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų, Oficialusis leidinys L 142, 30/04/2004 p. 0012 - 0023

⁹² External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission, p. 262 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

tūkstančių litų bauda. Tokiu reguliavimu baudų galėjo būti išvengiama tiesiog neteikiant cirkuliaro arba jį teikiant sąlygomis, kurių VPK nepatvirtins. Dabartiniu teisiniu reguliavimu įtvirtintos sankcijos už VPĮ nustatytos pareigos teikti OS nevykdymą, tačiau akivaizdu, kad nuo pažeidimų baudos neatgraso. AB „Linas“ atveju, po galutinio teismo sprendimo OS vis dar nepateiktas, nepaisant to, kad jau skaičiuojama bauda.⁹³ Nors asmenys, turintys pareigą teikti OS teigia, kad neturi galimybių supirkti akcijų dėl finansinių sunkumų, tačiau pažvelgus į finansinę ataskaitą (2012 m. 9 mėn. pelnas – 0,60 mln. Lt)⁹⁴, toks argumentas neįtikina.

Būtina ne tik įtvirtinti efektyvias sankcijas, bet ir suteikti platesnius įgaliojimus priežiūros institucijoms. Pvz. Lietuvos bankas neturi jokių teisinių galių priversti asmenis vykdyti teismo sprendimus ar taikyti baudas – ši kompetencija priskirta teismo antstoliams. Taip pat siūlytina įtvirtinti griežtesnes baudas ne tik už pareigos teikti OS pažeidimą, bet ir už bylų vilkinimą – įmonei gali būti naudinga vilkinti procesą, skūsti sprendimus – net jei nesitikima palankaus sprendimo, galima tikėtis, kad kris akcijų kaina, todėl vis tiek išloš siūlymo teikėjas, o ne smulkusis akcininkas. Todėl būtina įtvirtinti prevencines priemones, vadovaujantis pažangia ES praktika galėtų būti įtvirtinta viešo pranešimo sankcija bei priverstinio OS įgyvendinimo galimybė.

⁹³ Už nesuperkamas „Lino“ akcijas jau kapsi baudos <http://laikrastis.verslozinios.lt/index.php?act=mprasa&sub=article&id=55142>
// Dienraščio „Verslo žinios“ internetinis portalas

⁹⁴ AB „Linas“ Bendrovės bei įmonių grupės 2012 metų devynių mėnesių veiklos rezultatai. AB „Linas“ 2012 metų devynių mėnesių neaudituoti konsoliduoti tarpinė informacija
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=532033&messageId=654667>

IŠVADOS

1. Oficialaus siūlymo institutas nėra naujas Europos Sąjungoje. Priklausomai nuo kiekvienos valstybės išsivystymo, įmonių steigimosi ir veikimo skirtumų vienoje valstybėje narėse šis institutas reglamentuojamas išsamiai, kitose dar trūksta ne tik aiškesnių įstatymų nuostatų, tačiau ir aiškiai formuluojamos teismų praktikos. Lietuvoje OS institutas pirmą kartą įtvirtintas 1996 m. LR Viešosios apyvartos įstatyme, o dabar yra reglamentuojamas 2007 m. sausio 18 d. Vertybinių popierių įstatymu, kuriame įtvirtintos esminės nuostatos, įgyvendinančios ES Direktyvą 2004/25/EB. Patys svarbiausi šio įstatymo pakeitimai buvo padaryti 2010 m. birželio 3 d. pakeitimo įstatymu, kuriame įtvirtinta, kad OS teikiamas tik dėl nuosavybės vertybinių popierių, įtvirtinta 1/3 akcijų įgijimo riba, suponuojanti pareigą teikti OS, įtvirtinta pareiga teikti OS netiesioginės kontrolės įgijimo atveju.

2. Priėmus Direktyvą 2004/25/EB buvo įtvirtinta pareiga teikti OS įgijus ar siekiant įgyti tiesioginę ar netiesioginę įmonės kontrolę. Didžiausias trūkumas – Direktyva neįtvirtino kontrolės sąvokos, todėl valstybėse narėse ši sąvoka bei kontrolės nustatymo kriterijai interpretuojami skirtingai. Visos valstybės narės įtvirtina pirminę 30% – 33% ribą, kurią peržengus privaloma teikti OS, tačiau nemažai valstybių įtvirtina antrines ribas ir papildomus kriterijus, padedančius nustatyti, ar kontrolė tikrai buvo įgyta. Lietuvoje įstatyminis reguliavimas nepateikia atsakymo, kaip turėtų būti sprendžiamas *de facto* kontrolės ar *creep up* atvejis, todėl manytina, kad atsižvelgiant į užsienio teismų praktiką Lietuvoje taip pat turėtų būti įvesti papildomi kriterijai kontrolei nustatyti.

3. LR teismų praktika rodo, kad net įtvirtinus VPI pataisas, OS teikimo ir įgyvendinimo problemos lieka tos pačios – daugiausia problemų kyla dėl balsų skaičiavimo siekiant nustatyti sutartinai veikiančius asmenis. VPI įtvirtina prezumpcijas, kada asmenys laikomi sutartinai veikiančiais, tačiau net ir nesant šiame straipsnyje numatytų atvejų sutartinį veikimą galima konstatuoti įrodžius žodinį ar numatomą susitarimą veikti sutartinai. Kai kuriose valstybėse giminystės ryšys yra pagrindas pripažinti asmenis sutartinai veikiančiais, o Lietuvoje automatiškai sumuojami tik sutuoktinių balsai. LR didžiausia problema ta, kad bylinėjantis keičiasi akcininkų struktūra ir gali susiklostyti situacija, kai asmenis priversti teikti OS yra tiesiog nebeįmanoma, nes dar tęsiantis ginčui jis bankrutuoja.

4. Direktyva įtvirtino privalomas teisingos kainos nustatymo taisykles, kurios turėjo užtikrinti teisingą atlygį tiek savanoriško, tiek privalomo OS atveju, tačiau įstatymų nustatytais atvejais priežiūros institucijoms suteikiama teisė koreguoti kainą laikantis mažumos akcininkų apsaugos principų. Nustatant teisingą kainą LR teismai vadovaujasi ne tik VPI nuostatomis, bet ir VPK teisingos kainos nustatymo

gairėmis. Teismai iš esmės teisingai taiko įstatymo normas, tačiau apskaičiuojant teisingą kainą problemų kyla ilgo bylinėjimosi atveju, kadangi reali bendrovės vertė gali nesutapti su rinkos kaina ginčo nagrinėjimo metu. VPK įtvirtinta, kad tuo atveju, kai teisingą kainą nustato turto vertintojas, priežiūros institucija gali vertinimo netvirtinti. Tokia praktika gali vilkinti teisingos kainos nustatymą, todėl manytina, kad priežiūros institucijai galėtų būti suteikta teisė paskirti turto vertintoją ir terminus galutinei išvadai pateikti.

5. Direktyva 2004/25/EB turėjo tapti didžiuliu žingsniu į priekį skatinant įmonių perėmimus ES, tačiau atsižvelgiant į 2012 m. ataskaitos rezultatus galima teigti, kad ši Direktyva nepasiekė tikslų, kuriuos iškelė dar 1989 m. Nors Direktyva harmonizuotos tokios nuostatos kaip pareiga teikti OS, teisinga kaina, teisė supirkti ir parduoti akcijas, tačiau kitos nuostatos išlaikė neprivalomą pobūdį ir valstybės narės pasinaudojo galimybėmis taikyti išimtis. Didžiausias pasiekimas – teisingos kainos nustatymo taisyklės ir pareigos teikti OS įtvirtinimas įgijus įmonės kontrolę, o trūkumai – sąvokos suderinti veiksmai neišaiškinimas ir sankcijų už pareigos teikti OS nevykdymą, neįtvirtinimas.

6. Valstybės narės įtvirtina panašias sąlygas, kada gali būti taikomos išimties atleidžiančios nuo pareigos teikti OS – jos yra taikomos kai pareiga teikti OS būtų per griežta investuotojo atžvilgiu, savanoriško OS atveju ir kitais įstatymo numatytais atvejais. Taikydamos išimtis priežiūros institucijos turi laikytis bendrųjų akcininkų apsaugos principų. Valstybėse narėse nėra teisinio reguliavimo, užkertančio kelią piktnaudžiavimui, kai savanoriško siūlymo tikrasis siekis yra įmonės kontrolės įgijimas, todėl priežiūros institucijos turėtų atidžiai vertinti, ar savanoriško OS tikslais nebuvo įmonės kontrolės įgijimas.

7. Teisinis reguliavimas yra efektyvus tik tada, jei asmenys yra skatinami laikytis teisės normų, o už pažeidimus yra nustatytos veiksmingos sankcijos. Direktyva sankcijų nenustatė, o valstybės narės taiko skirtingas sankcijas – nuo administracinių baudų iki baudžiamosios atsakomybės. Baudos dažnai yra per mažos, todėl gali susidaryti situacija, kad įmonėms labiau apsimokės tęsti pažeidimą nei vykdyti pareigą teikti OS. Valstybės narės, sekdamos JK praktiką, galėtų įtvirtinti viešo pranešimo sankciją, kadangi viešas pranešimas apie įmonės nepatikimumą ir įsipareigojimų nevykdymą gali būti kur kas didesnė bausmė nei administracinė nuobauda ir atgrasinti nuo pareigos teikti OS pažeidimo.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

Norminė literatūra

1. 1992 m. spalio 25 d. Lietuvos Respublikos Konstitucija // Valstybės žinios, 1992, Nr. 33-1014;
2. 1996 m. sausio 16 d. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas // Valstybės žinios, 1996, Nr. 16-412;
3. 1998 m. kovo 19 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas // Valstybės žinios, Nr. 33-873;
4. 2000 m. liepos 13 d. Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios, 2000, Nr. 64-1914;
5. 2000 m. liepos 18 d. Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas // Valstybės žinios, 2000, Nr. 74-2262;
6. 2001 m. gruodžio 17d. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių rinkos įstatymas // Valstybės žinios, 2001, Nr. 112-4074;
7. 2006 m. birželio 22 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19(1), 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas // Valstybės žinios. 2006, Nr.77-2963;
8. 2007 m. sausio 18d. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių įstatymas // Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-626;
9. 2007 m. sausio 18d. Lietuvos Respublikos Finansinių priemonių rinkos įstatymas // Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-627;
10. 2009 m. liepos 22 d. Lietuvos Respublikos Finansinio tvarumo įstatymas // Valstybės žinios, 2009, Nr. 93-3985;
11. 2010 m. birželio 3d. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymas // Valstybės žinios, 2010, Nr. 72-3611;
12. 2010 m. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos veiklos ataskaita ir finansinių priemonių rinkos tendencijos, patvirtinta Vertybinių popierių komisijos posėdžio 2011 m. vasario 28 d. protokolu Nr. 7K-5u; http://www.lb.lt/2010_metu_veiklos_ataskaita

Europos Sąjungos teisės aktai ir ataskaitos

13. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU – a Plan to Move Forward;
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>
14. Company law: amended proposal for a Directive on takeover bids, IP/971022, Brussels, 20 November 1997;
15. The takeover bids Directive assessment report. External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission;
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf
16. Europos Komisijos ataskaita Europos Parlamentui, Tarybai, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir regionų komitetui „Direktyvos 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų taikymas“, Briuselis, 2012, COM (2012) 347 final;
17. 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB; <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:LT:PDF>
18. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų, Oficialusis leidinys L 142 , 30/04/2004 p. 0012 – 0023;
19. http://www.eftacourt.int/uploads/tx_nvcases/1_10_Judgment_EN.pdf
20. Report of The High Level Group of Company Law Experts in Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 2002 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf
21. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf
22. Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law
(2011) http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf

Specialioji literatūra

23. AB „Linas“ Bendrovės bei įmonių grupės 2012 metų devynių mėnesių veiklos rezultatai. AB „Linas“ 2012 metų devynių mėnesių neaudituoja konsoliduota tarpinė informacija
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=532033&messageId=654667>

24. Bagdanavičiūtė V. Kokia „Snoro“ akcijos kaina? <http://finansai.eversus.lt/naujienos/2286p2>
[žiūrėta 2013 01 08]
25. Beaufort V. National systems or European harmonization of corporate governance? Approach to the consequences of the application of corporate governance principles during a takeover bid in the European Union, International journal of Disclosure and Governance, Vol. 1, No. 4, 2004, p. 372 – 384. <http://www.palgrave-journals.com/jdg/journal/v1/n4/pdf/2040037a.pdf> [žiūrėta 2012 03 22]
26. Bebchuk, L., & Hart, O. “Takeover bids vs. proxy fights in contests for corporate control”, The national bureau of economic research, Working Paper No. 8633, 2001, p. 1 – 41.
<http://www.nber.org/papers/w8633> [žiūrėta 2012 03 22]
27. Bebchuk L.A. A rent – protection theory of corporate ownership and control, Working paper No. 7203, Cambridge, 1999, p. 1 – 37. <http://www.nber.org/papers/w7203> [žiūrėta 2012 03 23]
28. Burgienė D., Čiočys R. Lithuanian takeover guide, Lideika, Petrauskas, Viliūnas, Vilnius, p. 1 – 12.
29. Burkart M., Berglof E. European takeover regulation, Stockholm School of Economics, CEPR and ECGI, 2003, p. 173 – 212.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=405660 [žiūrėta 2012 06 12]
30. Clarke B.J. Takeover regulation: Through the regulatory looking glasses, University of Dublin - Trinity College, Research paper No. 18/2007, p. 1 – 39.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1002675 [žiūrėta 2013 01 05]
31. Clarke B. The Takeover Directive: Is a little regulation Better than no regulation? European law journal, Blackwell publishing, Vol. 15, No. 2, p. 174 – 197, 2009.
32. Edwards V. Directive on Takeover Bids - Not Worth the Paper It's Written On. 1 ECFR 416(2004),p.416-439
<http://heinonline.org/HOL/LandingPage?collection=journals&handle=hein.journals/ecomflr1&div=17&id=&page=> [žiūrėta 2011 11 18]
33. Edwards V. Europos Sąjungos bendrovių teisė. Vilnius: Eugrimas, 2002
34. Gerard Hertig and Joseph A. McCahery Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?, European Business Organization Law Review, ECGI Law Working paper No. 12/2003, p. 1 – 34.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=438421

35. Gilson R.J., Gordon J.N. Controlling Controlling shareholders Columbia Law School (ECGI) working paper No. 228, 2003, p. 1 – 61.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417181 [žiūrėta 2012 03 25]
36. Girbau R., Ybanez J., Garrigues, Spain takeover guide, p. 1 – 9.
37. Hanouna P. et al. Value of corporate control: some international evidence. Purdue University, USC Finance & Business Econ. Working Paper No. 01-4 2001, p. 1 – 34
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286787 [žiūrėta 2013 01 07]
38. Hansen J. Lau. The Directive on Takeover Bids: Unwanted harmonization of Corporate Governance, University of Copenhagen, Faculty of law, Working Paper No. 10-18, 2011, p. 27 – 48 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1869891 [žiūrėta 2012 12 18]
39. Harvey N. et al. A Practitioner's guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Fourth edition, City and Financial publishing, London, 2005. – 817 p. – ISBN 9789013039665
40. Huber P., Zandler D. Acting in Concert under Austrian Takeover Law: Avoiding the Pitfalls, CMS Reich-Rohrwig Hainz Rechtsanwälte GmbH publication
<http://www.cms-rrh.com/Acting-in-Concert-under-Austrian-Takeover-Law-Avoiding-the-Pitfalls-14-05-2012> [žiūrėta 2013 01 07]
41. Knudsen J. Is the Single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation, European Law Journal, Vol. 11, No. 4, 2005, p. 507 – 524, ISSN 1351 - 5993
42. Korsch H.D., Koch M. Germany takeover guide
43. Liu H.W. The non-frustration rule of the UK City Code on Takeover and Mergers and related agency problems: what are the implications for the EC takeover Directive? The Columbia journal of European law Online, 2011 http://www.cjel.net/online/17_2-liu/ [žiūrėta 2012 12 15]
44. Mantysaari P. The law of Corporate Finance: General Principles and EU law, Volume III: funding, exit, takeovers, Springer 2009. – 594 p. – ISBN 9783642030574
45. Martin G.G. Takeover bid models: a comparative analysis of the EU directive, the Spanish 2006 draft, and the US law, Cambridge, 2006
46. McCahery J.A., Vermeulen E.P.M. Does the Takeover Bids Directive Need Revision? Tilburg Law School Legal Studies, Research Paper No. 005/2010, 2010, p. 1 – 19
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1547861## [žiūrėta 2012 12 18]
47. Misius R. Oficialaus pasiūlymo teisinio relamentavimo problemos // Jurisprudencija: mokslo darbai. – Vilnius: Mykolo Romerio Universitetas, 2005, Nr. 77 (69), p. 41 – 57, ISSN 1392 – 6195

48. Misius R. Vertybinių popierių rinkos reglamentavimo naujienos // Juristas: profesinis žurnalas juristams ir personalo specialistams. – Vilnius, Nr. 9, 2006, ISSN 1648 – 7834
49. Moul S., Koulouridas A. The takeover bids Directive, German law journal, No. 4, p. 355 –366, 2004. http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol05No04/PDF_Vol_05_No_04_355-366_Private_Maul_Koulouridas.pdf [žiūrėta 2012 03 15]
50. Mucciarelli F.M. White Knights and Black Knights - Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target' Companies? University of Modena and Reggio Emilia - School of Economics, ECFR 2006, p. 408 – 425
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981399 [žiūrėta 2012 06 28]
51. Papadopoulos T. The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies, University of Oxford, Law and Financial Markets Review, Vol. 1, No. 6, 2007, p. 525 – 533 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088894 [žiūrėta 2012 11 28]
52. Public takeovers in the Europe. Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006
<http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/Public%20takeovers%20in%20Europe.pdf> [žiūrėta 2011 11 12]
53. Risk limitation act comes into force. Freshfields Bruckhaus Deringer, 2008, p.1
http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/Risk_limitation_Act_23689.pdf [žiūrėta 2012 12 29]
54. Sepe S.M. Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient, The University of Arizona, Discussion Paper No. 10 – 29, 2010, p. 1 – 60
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086321 [žiūrėta 2012 10 28]
55. Sjaafjell B. The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe, University of Oslo, Faculty of Law Legal Studies research paper series No. 2011 – 22, 2010, p. 1 – 83
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598298 [žiūrėta 2012 10 30]
56. Storchi M. al et. Derivatives under the new Italian takeover Bids regulation, Client Alert, Latham and Watkins Corporate Department, 2011-09-06, No. 1231, p. 1-6.
57. Šenavičius V. Pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą dėl emitento vertybinių popierių įgyvendinimas pagal Lietuvos teismų praktiką: magistro darbas: Verslo teisė. – Vilnius: Mykolo Romerio Universitetas, 2010. – 66 p. –
http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/inv_sv/Vytautas%20SenaviciusMD.pdf

58. Talutis T., Šenavičius V. Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai // Jurisprudencija: mokslo darbai. – Vilnius: Mykolo Romerio Universitetas Nr., 2 (120), 2010, p. 341 – 356, ISSN ISSN 1392 – 6195
59. Tsibris M. et al. Greece takeover guide
60. Už nesuperkamas „Lino“ akcijas jau kapsi baudos.
<http://laikrastis.verslozinios.lt/index.php?act=mprasa&sub=article&id=55142> // Dienraščio „Verslo žinios“ internetinis portalas. [žiūrėta 2012 11 18]
61. Ventrizzo, M. Europe’s Thirteenth Directive and USA Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends, Texas International Law Journal, Vol. 41, p. 171 – 222.
<http://www.tilj.org/content/journal/41/num2/Ventrizzo171.pdf> [žiūrėta 2012 10 30]
62. Viešosios įstaigos Lietuvos Respublikos apskaitos instituto standartų tarybos 2003 m. gruodžio 4 d. nutarimu Nr. 10 patvirtintas 16 – asis verslo apskaitos standartas “Konsoliduota finansinė atskaitomybė ir investicijos į dukterines įmones”, aktuali redakcija nuo 2006 m. balandžio 5d.
<http://www.administratorius.com/wp-content/uploads/16vas.pdf>
63. Wood P.R. Comparative Law Of Security Interests And Title Finance, Volume 2, Sweet and Maxwell, 2007. – 933 p. – ISBN 9781847032065
64. Wooldridge F., The recent directive on takeover-bids, European Business Law Review, Kluwer law international, Vol 15, 2004, p. 147 – 158, ISBN 0959 – 6941

Vertybinių popierių komisija

65. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos nutarimas Dėl Lietuvos Respublikos 2006 m. liepos 17 d. nutarimo Nr. 1K-9 „Dėl Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 1998 m. vasario 20 d. nutarimo Nr. 7 “Dėl oficialaus pasiūlymo pateikimo, registravimo ir įgyvendinimo taisyklių” pakeitimo“ pakeitimo“ pakeitimo, 2010 m. liepos 29 d. Nr. 1K-5, Vilnius
66. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija „Teisingos kainos nustatymo gairės“, 2011, Nr. 13K-5, Vilnius. http://www.lb.lt/teisingos_akciju_kainos_nustatymo_gaires
67. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos 2009 m. rugsėjo 17 d. sprendimas Nr. 2K-279 dėl AB „Ukmergės keliai“ oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo
http://www.consumer.lt/lt/naujienos/patvirtintas_ab_ukmerges_keliai_oficialaus_siulymo_cirkuliaras

Teismų praktika

68. 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;
69. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-176/2007. M.V. v G. D., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.
70. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-215/2007 M. V. v R. J., R. J., K. B. ir kt.(AB „Panevėžio statybos trestas“ byla)
71. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 29 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-250/2007. M.V. R. J., G. D., K. B., V. G., G. B., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.
72. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. sausio 28 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3k-3-38/2011, AB „Viti“ ir UAB „Viti“ turto fondas v A. K. S., A. P. S., A. T. V. ir A. G
73. Lietuvos apeliacinio teismo 2009 m. birželio 19d. sprendimas civilinėje byloje Nr. 2-636/2009,Lietuvos valstybė v V. M., N. M., R. M., D. B., Z. S., J. U., AB „Krašto projektai“
74. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutarimas administracinėje byloje Nr. A-261-1740/2008, L.L. v Vertybinių popierių komisija (AB “Linai” byla).
75. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutarimas administracinėje byloje Nr. A-261-1740/2008, L.L. v Vertybinių popierių komisija
76. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2007 m. gruodžio 20 d. nutarimas administracinėje byloje Nr. I-7920-121/2007, L.L. v Vertybinių popierių komisija
77. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. rugsėjo 29 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010, . E. B., AB „Panevėžio keliai“, R. J., R. J., K. B. ir kt. v LR Vertybinių popierių komisija
78. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. sausio 28 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-22-171/2010 C.A.Cersanit v Vertybinių popierių Komisija
79. Kauno apygardos teismo 2012 m. balandžio 27 d. sprendimas civilinėje byloje Nr. 2A-195-527/2012, Lietuvos bankas(pirminės ieškovės LR Vertybinių popierių komisijos teisių perėmėjas) v L. L., R. L., bankrutavusios UAB „Nordic investicija“, E. L., P. J.
80. Panevėžio apygardos teismo 2008 m. lapkričio 19 d. sprendimas civilinėje byloje Nr. 2A-1-338/2008, M.V. v R. J., R. J., K. B., N. E. B., V. Š., AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Panevėžio keliai“

SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA

Magistrinio darbo tikslas – išnagrinėti oficialaus siūlymo sampratą ir atskleisti pagrindines su instituto reglamentavimu susijusias problemas. Pirmoje darbo dalyje pateikiama OS instituto samprata, rūšys bei požymiai, atibojami oficialūs bei savanoriški oficialūs siūlymai, trumpai aptariami pokyčiai OS reguliavime Lietuvai tapus ES nare ir priėmus Tryliktąją Įmonių Teisės Direktyvą. Antroje dalyje analizuojamos teisingos kainos nustatymo taisyklės bei pateikiama teismų praktika, daroma išvada, kad reikia tikslinti kainos nustatymo taisyklės, metodus, įvedant aiškius vertinamuosius kriterijus. Trečioje darbo dalyje analizuojama kontrolės įgijimo ir sutartinai veikiančių asmenų problema, nagrinėjami kontrolės sąvokos aiškinimo skirtumai ES ir dėl to kylančios praktinės problemos. Daugiausia dėmesio skiriama sutartinio veikimo nustatymo problematikai bei teismų praktikai, atskleidžiančiai problemas nustatant sutartinio veikimo faktą ir įpareigojant sutartinai veikiančius asmenis teikti OS.

Darbe nagrinėjamas OS teikimas ir įgyvendinimas Lietuvoje ir Europos Sąjungoje. Nors Direktyva iš dalies suvienodino OS reguliavimą valstybėse narėse, tačiau išimčių taikymas ir galimybė kai kurių nuostatų netaikyti išvis smarkiai sumenkino šios Direktyvos reikšmę. Darbo pabaigoje daroma išvada, kad ES, siekiant harmonizuoti OS reikia peržiūrėti privalomas OS nuostatas, mažinant galimybę nuo jų nukrypti, arba papildyti Direktyvą naujomis nuostatomis. Darbo pabaigoje išskiriami atvejai, kada OS teikti nėra privaloma ir su tuo susijusios problemos, taip pat išskiriama efektyvių sankcijų nebuvimo problema bei galimi jos sprendimo būdai. LR didžiausios problemos yra susijusios su kontrolės nustatymu, proceso vilkinimu bei efektyvaus teisinio mechanizmo, kuris priverstų asmenis vykdyti pareigą teikti OS, nebuvimas, tačiau manytina, kad teismų formuojama praktika atitinka teisės aktų reikalavimus.

SUMMARY

This paper aims to analyze the poorly studied takeover bid concept and reveal the key problems to the regulatory issues. The first part of this paper introduces to the concept, types and features of the takeover bids, shows demarcation of the voluntary and mandatory takeover bids, briefly discusses changes in the regulation of the takeover bids after adoption of the Thirteenth Company Law Directive. The second part analyzes fair pricing rules of and the case law, author concludes that there is essential need to specify the pricing rules, methods, evaluative criteria. The third part analyzes the acquisition of the control and persons acting in concert problems, deals with differences of the concept of control and practical problems resulting from different interpretation of the main definitions. The focus is on the case law, revealing the problems in determination whether acting in concert has occurred.

In Lithuania and in the Member States of the EU problems are the same, and although the Directive is part of the unified regulation, however, exceptions to the application and opt-out strategy diminished the significance of this Directive. It is concluded that if the EU wants to have a real efficient takeover bids regulation, than existing Directive should be reviewed, reducing possibility to depart from its mandatory provisions or adding new provisions. In the end of the paper author discusses problems in the cases when takeover bid rule is not applicable, as well as the issue of the lack of effective sanctions; possible solutions are identified herein. In Lithuania biggest problems are related to the identification of control, process delays and the lack of effective legal measures, but author assumes that the practice of the Courts is consistent with legal requirements.

PRIEDAI

PRIEDAS

Akcijų riba, kurią peržengus privaloma teikti OS			Veiksminga kontrolė	Mišrus metodas (abu kriterijai)	Papildomi kriterijai
30%	33% (1/3)	Antrinė riba	Estija – lemiamos įtakos prezumcija, jei: įgyta 50%+1 akcijų arba asmuo turi teisę paskirti ir atšaukti valdybos ir stebėtojų tarybos narius arba Asmuo, kuris yra bendrovės akcininkas, vienas kontroliuoja daugumą balsų, pagal susitarimą, sudarytą su kitais akcininkais arba asmuo turi lemiamą įtaką ar galimybę kontroliuoti įmonę, ir turi galimybę ją pasinaudoti	Danija – įgijėjas turi 50% akcijų arba pagal susitarimą turi kontroliuojančią įtaką, pagal įmonės įstatus arba susitarimą kontroliuoja finansinę veiklą ir daugumą valdybos narių arba yra įgijęs daugiau nei 1/3 balsavimo teisę suteikiančių akcijų ir turi lemiamą įtaką įmonėje. Ispanijoje – 30% + paskyrė daugiau nei pusę valdybos narių per 24 mėn.	Vengrijoje – didžiausias akcininkas – 25% riba, jei nė vienas kitas akcininkas neturi daugiau nei 10% NO INCREASE - JK – 0.05 % akcijų kapitalo įsigijimas per 12 mėn. viršijant 30% ribą nereiškia kontrolės įgijimo, jei akcininkas, turintis 50% taip pat turi galimybę įsigyti akcijų. SLOW INCREASE – Austrija - 2% padidinamas akcijų paketas per 12 mėn. peržengiant ribą tarp 30% ir 50% Lenkija – akcininkas, turintis mažiau nei 33% padidina akcijų kapitalą 10% per 60 d. arba 5 % padidina akcininkas turintis daugiau nei 33% akcijų per 12 mėn.
Austrija Belgija Kipras Čekijos Respublika Suomija Prancūzija Vokietija Airija Italija Olandija Švedija Junktinė Karalystė	Graikija Liuksemburgas Vengrija Lenkija Portugalija Rumunija Slovakija	Suomija (50%) Lenkija (66%) Portugalija (50%)			

Šaltinis: The takeover bids Directive assessment report. External Study on the application of the Directive on takeover bids, undertaken by Marccus Partners on behalf of the Commission, p. 38 – 40