MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

Vytautas Šenavičius

OFICIALUS SIŪLYMAS DĖL EMITENTO VERTYBINIŲ POPIERIŲ: TEISINIS REGULIAVIMAS IR JO ĮGYVENDINIMAS

Daktaro disertacija
Socialiniai mokslai, teisė (01 S)

Vilnius, 2016

Daktaro disertacija rengta 2012-2016 m. Mykolo Romerio universitete, ginama Mykolo Romerio universitete pagal Mykolo Romerio universitetui ir Vytauto Didžiojo universitetui 2011 m. birželio 8 d. Lietuvos Respublikos švietimo ir mokslo ministro įsakymu Nr. V-1019 suteiktą doktorantūros teisę.

Moksliniai vadovai:

2012-2014 m.: prof. dr. Egidijus Baranauskas (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, 01 S);

2014-2016 m.: doc. dr. Tomas Talutis (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, 01 S).

ISBN 978-9955-19-826-0 (internete)
ISBN 978-9955-19-827-7 (spausdintinis)
© Mykolo Romerio universitetas, 2016

TURINYS

ĮVADAS 5

1. OFICIALAUS SIŪLYMO INSTITUTO TEISINIS REGULIAVIMAS 12
   1.1. Oficialaus siūlymo įgyvendinimo teisinės prielaidos Europos Sąjungoje 12
      1.1.1. Oficialaus siūlymo reglamentavimas Europos Sąjungoje 13
      1.1.2. Priimtos Direktyvos 2004/25 kritika ir teisinio reguliavimo tendencijos 16
   1.2. Oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas Lietuvoje iki Direktyvos 2004/25 priėmimo 19
   1.3. Direktyvos 2004/25 perkėlimas į Lietuvos teisinę sistemą 22
   1.4. Diskrecinės gynybos priemonės, kurias galima panaudoti oficialaus siūlymo metu 24
      1.4.1. Apribojimų, susijusių su vadovų teise atmesti oficialų siūlymą, įgyvendinimas Lietuvoje 25
      1.4.2. Apribojimų, susijusių su „persilaužimo“ nuostatomis, įgyvendinimas Lietuvoje 26

2. OFICIALAUS SIŪLYMO TEISINIO REGULIAVIMO ĮGYVENDINIMAS LIETUVOJE 34
   2.1. Oficialaus siūlymo taikymo sritis 35
      2.1.1. Vertybinių popierių emitento sąvokos problematika 37
      2.1.2 Naujovės dėl oficialaus siūlymo taikymo srities Lietuvoje 40
      2.1.2.1. Oficialaus siūlymo taikymas kolektyvinio investavimo subjektams 40
      2.1.2.2. Oficialaus siūlymo reguliavimo taikymo uždarojo tipo kolektyviniams investavimo subjektams apimties problemos 44
      2.1.2.3. Vertybinių popierių, kuriuos kyla pareiga supirkti oficialaus siūlymo metu, savybių problema 45
   2.2. Kontrolės perėmimas kaip sąlyga teikti oficialų siūlymą 46
      2.2.1. Pareiga teikti oficialų siūlymą peržengus teisės aktuose nustatytą „slenkstį“ 46
      2.2.2. Pareiga teikti oficialų siūlymą perėmus vertybinių popierių emitento kontrolę 50
      2.2.3. Pareiga teikti oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę 52
   2.3. Atvejai, kuomet oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių yra (gali būti) neteikiamas 53
      2.3.1. Išimtys, dėl kurių oficialus siūlymas apskritai nėra teikiamas 55
      2.3.2. Išimtys, dėl kurių oficialus siūlymas gali būti neteikiamas Priežiūros institucijos sprendimu 57

2.4. Išimtys, pagal kurias kompetentinga institucija gali pakoreguoti oficialaus siūlymo kainą 58
2.4.1. Priežiūros institucijos teisė leisti pakeisti oficialaus siūlymo kainą 60
2.4.2. Priežiūros institucijos teisė reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą ... 63
2.4.3. Asmens pareiga teikti oficialų siūlymą įsitikinus, kad jis turi pakankamai lėšų jam įgyvendinti 67
3. TEISINIO REGULIAVIMO EFEKTYVUMAS ĮGYVENDINANT OFICIALŲ SIŪLYMĄ 71
3.1. Oficialus siūlymas ir smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos santykis 72
3.2. Smulkiųjų akcininkų apsaugos privalomo oficialaus siūlymo metu reguliavimas Lietuvoje 76
3.2.1. Akcijų suteikiamų balsų visuotiniame akcininkų susirinkime skaičiavimo problemos 77
3.2.2. Problemos dėl netinkamo (ne laiku) oficialaus siūlymo įgyvendinimo 83
3.3. Sankcijos už oficialaus siūlymo nevykdymą ar netinkamą vykdymą 97
3.3.1. Sankcijų teisinis reguliavimas pagal Direktyvą 2004/25 97
3.3.2. Priežiūros institucijos vaidmuo taikant ir įgyvendinant efektyvų oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą 101
IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS 106
LITERATŪROS SĄRAŠAS 109
SANTRAUKA 118
SUMMARY 131

ĮVADAS

Tyrimo mokslinė problema. Oficialaus siūlymo institutas susitariančioms šalims Europos Sąjungoje yra žinomas jau seniai. Pareiga teikti oficialų siūlymą kyla, jeigu asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijų, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime, kurie leidžia daryti reikšmingą įtaką bendrovės valdymui. Vis dėlto ilgą laiką valstybės narės neturėjo bendrų suvienodintų įmonių perėmimo taisyklių[1]. Siekiant išspręsti minėtą problemą, buvo priimta Europos Sąjungos Direktyva 2004/25[2] (toliau – Direktyva 2004/25).

Direktyva 2004/25 tik iš dalies suvienodino oficialaus siūlymo instituto reguliavimą. Daugelio mokslininkų[3] ir ekspertų[4] nuomone, galutinis Direktyvos 2004/25 variantas turėtų būti vertinamas kaip rekomendacinis ir patariamasis smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą perėmimo metu reglamentuojantis dokumentas. Dėl to oficialaus siūlymo dėl emitento vertybinių popierių teisinis reguliavimas ir praktinis įgyvendinimas susilaukė didelio teorinio svarstymo Europos Sąjungos akademiniame diskurse. Vienų spėliota, ar kai kuriose valstybėse narėse oficialus siūlymas netapo smulkiųjų akcininkų pasipelnymo įrankiu[5], o kitų – ar nevirto institutu, retai naudojamu dėl plataus išimčių rato[6]. Yra ir manančių, kad Europos Sąjungoje daugiau nei 30 metų valstybėse narėse kurtas perėmimų teisinis reguliavimas vis dar lieka utopinis dalykas ir artimiausiu metu nematyti jokių galimybių rasti kitokį politinį kompromisą[7]. Kiti teigia priešingai - kad Direktyva 2004/25 suformuotos teisinės prielaidos leidžia valstybei narei kurti efektyvų nacionalinį oficialaus siūlymo institutą, kuris būtų paremtas Europos Sąjungos pripažįstamais principais[8].

Lietuvoje oficialaus siūlymo institutas yra reglamentuojamas Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymu[9]. Jame nurodoma, kad oficialus siūlymas yra skirstomas į

1 Vanessa Edvards, "The Directive on Takeover Bids - Not Worth The Paper It's Written On?" *European Company and Financial Law Review* 1, 4 (2004): 417.

2 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir tarybos Direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.

3 Sophy Nachemson-Ekwall, "The Cross-Border Hostile Bid Fight Between Scania In Sweden And The Two German Companies MAN And Volkswagen: Institutional Change And The Mandatory Bid Rule" *Springer Science*, (2015): 3. Guido Ferrarini, "One Share – One Vote: A European Rule?" *Law Working Paper* 58, 2006 (2006): 4. Jonathan Mukwiri, *Takeovers And The European Legal Framework: A British Perspective* (Jungtinė Karalystė: Routledge-Cavendish, 2009).

4 Jaap Winter, Jan Schans Christensen ir Jose Maria Garrido Garcia, *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids* (Briuselis, 2002), http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf

5 Filippo Belloc, "Law, finance and innovation: the dark side of shareholder protection" *Cambridge Journal of Economics* 37 (2013): 887–888.

6 Peter Böckli ir kt., "Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive" *Oxford Legal Studies* (2014): 7.

7 Frank S. Benyon, *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms: From Maastricht to Lisbon* (Londonas: Bloomsbury Publishing, 2010), 69.
Blanaid J. Clarke, "The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation?" *European Law Journal, Blackwell Publishing Ltd* 15, 2 (2009): 175-177.

8 Klaus J. Hopt, "Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis" *Columbia Journal of European Law* 20, 2 (2014): 253.

9 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas," Valstybės žinios 17, 626 (1997).

privalomą oficialų siūlymą bei savanorišką oficialų siūlymą, taip pat nustatoma oficialaus siūlymo teikimo tvarka, principai, reikalavimai ir išlygos dėl privalomo oficialaus siūlymo teikimo. Pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnį privalomo oficialaus siūlymo esmė yra ta, kad tais atvejais, kai juridinis ar fizinis asmuo (ar jų grupė), veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijų, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia jam daugiau kaip 1/3 bendrovės balsų, perėmėjas privalo: 1) arba perleisti akcijas, viršijančias šią ribą, 2) arba teikti privalomą oficialų siūlymą vertybinių popierių savininkams supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Nors Direktyvos 2004/25 nuostatos dėl oficialaus siūlymo teikimo į Lietuvos nacionalinę teisę ir buvo perkeltos, tačiau praktiškai oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo joje dar negalima laikyti atitinkančiu Europos Sąjungos oficialaus siūlymo reikalavimus. Tokią padėtį iš esmės nulėmė tai, kad nepakankamai buvo suvokta ir įvertinta pati Direktyvos 2004/25 esmė. Iš tiesų Direktyva 2004/25 yra minimalaus harmonizavimo teisės aktas. Lietuva jos teorinius principus privalėjo pati pritaikyti savo nacionalinei teisei, t. y. savarankiškai ir kūrybiškai jį detalizuoti. Autoriaus nuomone, tai nebuvo padaryta, taip pat nebuvo įgyvendintos svarbios praktikai būtinos išimtys. Dėl minėtų priežasčių oficialaus siūlymo instituto teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas Lietuvoje vis dar susiduria su keturiomis svarbiausiomis kliūtimis:

1. Lietuvoje esantis teisinis reguliavimas nėra pakankamai išsamus, o oficialaus siūlymo taikymo sritis kelia abejonių.
2. Pagal Lietuvoje galiojančius teisės aktus klostosi išskirtinė situacija, kuomet oficialus siūlymas praktiškai turi būti teikiamas be išlygų, t. y. didesniu mastu nei yra nusistačiusi absoliuti dauguma kitų valstybių narių.
3. Nepakankamas teisės normų detalumas ir neefektyvus poveikio priemonių režimas formuoja situaciją, kada pareiga teikti oficialų siūlymą gali būti nevykdoma arba vilkinama. Dėl to Lietuvoje kyla nemažai praktinių teisinio įgyvendinimo problemų, kurios ne visada yra sprendžiamos teisingai.
4. Oficialaus siūlymo įgyvendinimą prižiūrinti Priežiūros institucija naudojasi diskrecijos teisėmis, kurios pagal galiojančius teisės aktus jai nėra suteiktos, o tai veda prie netinkamo Direktyvos 2004/25 taikymo ir teisinio neapibrėžtumo.

Toks Lietuvos kapitalo rinkos teisinis reguliavimas neskatina kapitalo rinkos plėtros, o teisinio reguliavimo įgyvendinime trūksta aiškios oficialaus siūlymo paskirties ir vietos sampratos. Nors oficialus siūlymas Lietuvoje laikomas smulkiųjų akcininkų apsaugos priemone pasikeitus įmonės valdymui, perėmėjui nesant suinteresuotam oficialaus siūlymo įgyvendinimu (t. y. siekiant pareigos jo išvengti ar jį pakeisti sau naudinga linkme), šis institutas nepasiekia savo tikslo ir virsta nuo praktikos atsijusia pareiga. Išanalizavus viešai prieinamą informaciją, akcijų perleidimo sandorių, dėl kurių kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, nėra daug. Galimai netinkami ir neaiškūs teisės aktai ir lemia, kad Lietuvoje kapitalo rinkos plėtra reguliuojamoje rinkoje įsigyjant balso teises suteikiančių vertybinių popierių paketus yra retai naudojamas būdas.

Atsižvelgiant į tai, kas buvo pasakyta, formuluojama **pagrindinė šio tyrimo mokslinė problema**: pareigos teikti oficialų siūlymą Lietuvoje teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo

neefektyvumas. Tyrime bus bandoma atsakyti į klausimą, ar Lietuvoje teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas yra efektyvūs, kokios priežastys lemia esamą efektyvumą ir kokiu būdu jis galėtų būti padidintas.

Tyrimo aktualumas ir naujumas. Oficialaus siūlymo institutas, Lietuvos teisėje veikiantis jau beveik dvidešimt metų, 2006 m. į Lietuvos teisę perkėlus Europos Sąjungos Direktyvą 2004/25 buvo gerokai modernizuotas. Vis dėlto praktika rodo, kad pakankamas pagrindas efektyviam oficialaus siūlymo teisiniam reguliavimui ir įgyvendinimui Lietuvoje iki šiol nėra susiformavęs. Oficialų siūlymą reglamentuojančių teisinių santykių teorinis teisinis vertinimas ir praktinis pritaikymas daugeliu atveju kelia problemų, į kurias šiuo metu esantis teisinis reguliavimas neduoda aiškaus atsakymo. Antai kaip minėta aptariant tyrimo problemą nereti atvejai, kuomet dėl teisinio reguliavimo spragų atsisakoma teikti oficialų siūlymą arba jis teikiamas praėjus daugiau nei 7 metams po pareigos atsiradimo, galiojantys teisės aktai neleidžia efektyviam reguliavimui ar jo įgyvendinimui taikyti reikalingų išlygų ar pasinaudoti diskrecijos teise dėl pareigos teikti oficialų siūlymą, darosi sudėtinga tikslinti oficialaus siūlymo kainą ar taikyti atgrasančio poveikio priemones ir tokiu būdu apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus.

Aktualu bei svarbu tyrimo naujumui ir tai, kad teismų praktika dėl oficialaus siūlymo instituto taikymo Lietuvoje yra tik pirminėje formavimosi stadijoje[10], o šio instituto teisinio reguliavimo ir praktinio įgyvendinimo problemos ir iššūkiai Lietuvos akademiniame diskurse yra mažai aptarti. Europos Sąjungos akademiniame diskurse dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos instituto reikšmės ir apimties oficialaus siūlymo metu taip pat nėra vieningos nuomonės. Nesutariama, kas yra sutartinai veikiantys asmenys, kokias išimtis iš pareigos teikti oficialų siūlymą būtų tikslinga taikyti, ar akcininkai, turintys teisę pasitraukti už teisingą kainą, privalo siūlymo gavėjui nesudaryti nepagrįstų nuostolių[11]. Be to, Europos Sąjungos akademinis diskursas pirmiausia apima stambiųjų Europos Sąjungos kapitalo rinkų problematiką, Lietuvoje pasitaikančios specifinės teisinio reguliavimo, jo įgyvendinimo problemos (pavyzdžiui, sprendžiant įgyvendinti Direktyvos 2004/25 11 straipsnio nuostatas dėl akcininkų teisių oficialaus siūlymo metu, 99 procentų Europos kapitalo rinkos[12] reguliuojančių valstybių narių pasirinko taikyti Direktyvoje 2004/25 nustatytas išlygas, o Lietuva diskrecija nepasinaudojo) jame neliečiamos.

Atsižvelgus į tai, kas pasakyta, ir teoriškai, ir praktiškai darosi aktuali Lietuvos mokslinė oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo analizė. Pirmosios tokios Lietuvoje išsamios mokslinės analizės rezultatai galėtų padėti sukurti Lietuvoje tinkamą emitento akcininkų teisių ir teisėtų interesų įgyvendinimo, taip pat - jų gynimo mechanizmą. Teorinė pirmojo išsamaus tyrimo rezultatų reikšmė taip pat būtų vertinga teisės mokslui: oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo Lietuvoje tyrimas būtų pirmasis toks tyrimas, kuris suteiktų naujų argumentų moksliškai analizuojant su oficialaus siūlymo įgyvendinimu susijusias teisines problemas nedidelėse kapitalo rinkose. Tyrimo praktinė nauda taip pat būtų akivaizdi teismams, nagrinėjantiems ginčus dėl pareigos teikti oficialų siūlymą, praktikuojantiems teisininkams, konsultuojantiems bendroves įvairiais emitentų kontrolės perėmimo klau-

10 Teismų praktikoje nagrinėtos tik kelios bylos.

11 Mike Burkart ir Fausto Panunzi, "Takeovers" *ECGI Working Paper Series in Finance* 18 (2006): 14. http://ssrn.com/abstract=420940; Amelien Haan-Kamminga, *Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement* (Groningenas: Kluwer publishing, 2006), 49.

12 "Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids," European Comission, 2007 m. vasario 21 d., http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

simais, įstatymų leidėjui, siekiančiam tobulinti dabartinį teisinį reguliavimą, Priežiūros institucijai, praktiškai priimančiai su oficialiu siūlymu susijusius sprendimus.

Tyrimo objektas - oficialaus siūlymo dėl emitento vertybinių popierių teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas Lietuvoje.

Tyrimo ribos. Jame nebus liečiamas oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir įgyvendinimo efektyvumo klausimas apskritai Europos Sąjungoje ar trečiosiose valstybėse.

Kadangi priėmus Direktyvą 2004/25 oficialaus siūlymo reguliavimo pagrindinės taisyklės (su tam tikromis išlygomis) buvo suvienodintos visoje Europos Sąjungoje, darbe taip pat nebus aptarinėjama oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo bei jo įgyvendinimo kritika ar siūlymai, kurie teisiniu ir politiniu požiūriu nėra aktualūs, nes artimiausiu metu reglamentavimo pokyčiai Europos Sąjungoje nenumatomi.

Įsigaliojus Lisabonos sutarčiai, Europos Parlamentas gavo teisėkūros įgaliojimus, pagal kuriuos jis kartu su Europos Sąjungos Taryba pagal bendro sprendimo procedūrą įgavo teisę spręsti dėl teisės aktų (įskaitant direktyvas) priėmimo ir pakeitimų. Šiuo metu Europos Sąjungoje yra dvidešimt aštuonios valstybės narės. Tokioje situacijoje yra sudėtinga ar net neįmanoma inicijuoti Lietuvos finansų rinkai galimai reikalingus esminius Direktyvos 2004/25 pakeitimus. Juo labiau, kad Europos Komisija atliko oficialaus siūlymo įgyvendinimo Europos Sąjungoje analizę ir konstatavo, kad būtinybės skubiai daryti Direktyvoje 2004/25/EB esminius pakeitimus nesama, tokiai jos pozicijai neprieštaravo ir Europos Parlamentas. Todėl darbe Lietuvos pasirinkta Direktyvos 2004/25/EB perkėlimo ir oficialaus siūlymo įgyvendinimo koncepcija vertinama nekeliant politiškai ir teisiškai mažai tikėtino uždavinio Lietuvai palankia kryptimi inicijuoti ir tuo būdu pakeisti teisinį reguliavimą Europos Sąjungos lygmeniu.

Tyrimo tikslas – oficialaus siūlymo instituto Lietuvoje teisinio reguliavimo efektyvumo įvertinimas ir praktinių jo padidinimo būdų paieška. Analizuojant Europos Sąjungos bei Lietuvos teisinius dokumentus, kitus šaltinius, taip pat mokslinę literatūrą, darbe siekiama detalizuoti Lietuvoje egzistuojančio oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo problemą, nustatyti egzistuojančias spragas bei pasiūlyti konkrečias priemones joms pašalinti.

Siekdami minėto tikslo, keliame tokius **tyrimo uždavinius**:

1. Nustatyti Direktyvos 2004/25 priėmimo teisines prielaidas bei politinio kompromiso pagrindu priimtos Direktyvos 2004/25 minimalaus harmonizavimo klausimą. Rezultatai padės įvertinti oficialų siūlymą reglamentuojančių teisės normų Lietuvoje atitikimą Direktyvai 2004/25, nustatyti esamus trūkumus ir koreguoti teisės normas laikantis Direktyvos 2004/25 nuostatų, drauge pasinaudojant jos leidžiama diskrecija ir išlygomis, taip pat - atskleisti Lietuvos įstatymų leidėjo pasirinkimo priežastis bei tinkamumą.
2. Palyginus Lietuvos teisinį reguliavimą su kitų valstybių narių teisiniu reguliavimu įvertinti, ką Lietuvos įstatymo leidėjas ir oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo įgyvendinimo priežiūrą atliekanti institucija galėtų sėkmingai perimti iš kitų valstybių narių praktikos.
3. Identifikuoti praktines oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo problemas remiantis Lietuvos teismų praktika, nustatyti būdus ir priemones, kurios padėtų oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą, jo įgyvendinimą padaryti veiksmingesniu, teisingesniu ir proporcingesniu.

Tyrimo apžvalga. Įvairius oficialaus siūlymo instituto aspektus yra analizavę nemažai užsienio mokslininkų: D. V. Gerven[13], M. Burkart M.[14], F. Panunzi[15], A. Kouloridas[16], E. Shuster[17], A. Haan-Kamminga[18], N. Harvey, G. Norman, A. Nourry[19], G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch[20] ir kiti. Šių tyrėjų darbuose yra pakankamai išsamiai aptartas Direktyvos 2004/25 efektyvumas, harmonizavimo ir jos taikymo specifika išsivysčiusiose Europos Sąjungos valstybėse narėse. Minėti tyrimai yra naudingi, tačiau nepakankami Direktyvos 2004/25 ir pareigos teikti oficialų siūlymą Lietuvoje teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo efektyvumo tyrimui, nes Lietuvoje oficialaus siūlymo instituto funkcionavimas gerokai skiriasi nuo išvystytų finansų rinkų funkcionavimo. Todėl darbe keliamiems uždaviniams išspręsti būtina pradėti nuo ištakų – pirmiausia nustatyti Direktyvos 2004/25 priėmimo teisines prielaidas ir Direktyvos 2004/25 rekomendacinių nuostatų priežastis, taigi atlikti su Direktyvos 2004/25 priėmimu susijusių parengiamųjų dokumentų analizę.

Aptarsime Lietuvos oficialaus siūlymo tyrimų problemos istoriografiją bei šaltinius. Oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo problemos Lietuvoje, lyginant su esančiomis valstybėse narėse, kurių finansų rinkos yra labiau išsivysčiusios nei Lietuvos, gerokai skiriasi (apie tai bus plačiau kalbama antroje darbo dalyje). Apie nacionalines problemas oficialaus siūlymo tematika pirmasis Lietuvoje yra rašęs Rolandas Misius straipsnyje "Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos"[21]. Straipsnyje yra išryškinti kai kurie 2005 metų laikotarpiu egzistavę reguliavimo trūkumai, tačiau po straipsnio pasirodymo oficialaus siūlymo teisinis reglamentavimas Lietuvoje buvo iš esmės patikslintas.

Kitos publikacijos, aptariančios Lietuvos oficialaus siūlymo problematiką, yra susijusios su Tomo Talučio ir darbo autoriaus įnašu. Oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo klausimai nagrinėti T. Talučio ir V. Šenavičiaus straipsnyje, liečiančiame oficialaus siūlymo probleminius praktinius aspektus[22]. Minėtinas ir V. Šenavičiaus straipsnis smulkiųjų akcininkų apsaugos oficialaus siūlymo metu klausimu[23]. Praktiniai oficialaus siūlymo

13 Dirk van Gerven, *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe* (Kembridžas: Cambridge University Press, 2008), 53.

14 Mike Burkart ir Fausto Panunzi, *"Takeovers"* ECGI Working Paper Series in Finance, 18 (2006): 14. http://ssrn.com/abstract=420940.

15 Fausto Panunzi ir kt., "Minority Block and Takeover Premia" *Journal of Institutional and Theoretical Economics (*2006): 12.

16 Athanasios Kouloridas, *The Law and Economics Of Takeovers: An Acquirer's Perspective* (Oksfordas ir Portlendas: Hart Publishing, 2008), 212-213.

17 Edmund-Philipp Shuster, "Efficiency in Private Control Sales - The Case for Mandatory Bid,s LSE Law" *Society and Economy Working Paper Series* 8 (2010): 25.

18 Amelien Haan-Kamminga, *Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement* (Groningenas: Kluwer publishing, 2006), 49.

19 Harvey Neil ir kt., *Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* (Londonas: Fourth Edition, City and Financial Publishing, 2005), 34.

20 Guido Ferrarini ir kt., *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (Oxfordas: University Press, 2004), 56.

21 Rolanadas Misius, „Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos" *Jurisprudencija* 77, 69 *(*2005): 48.

22 Tomas Talutis ir Vytautas Šenavičius, „Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai" *Jurisprudencija,* 2, 120 (2010): 351.

23 Vytautas Šenavičius, „Smulkiojo akcininko interesų apsauga privalomo oficialaus siūlymo metu: Europos Sąjungos ir Lietuvos patirtis" *Socialinių mokslų studijos* 5, 2 (2013): 559.

įgyvendinimo klausimai ir po Lietuvos finansų rinkos priežiūros sujungimo atsirandantys iššūkiai aptarti kitame T. Talučio ir disertacijos autoriaus straipsnyje[24], su finansų įstaigų nemokumu susiję oficialaus siūlymo aspektai paliesti V. Šenavičiaus straipsnyje apie kuriamą „bankų sąjungą"[25].

Kadangi tyrimų dabartine Lietuvos oficialaus siūlymo problematika daugiau nėra, disertacijoje tiriant oficialaus siūlymo teisinį reglamentavimą ir jo įgyvendinimą, nagrinėjant Lietuvoje esančio reglamentavimo priežastis, identifikuojant oficialaus siūlymo įgyvendinimo problematiką Europos Sąjungoje ir Lietuvoje taip pat yra remiamasi Europos Sąjungos valstybių narių ir kitų šalių mokslininkų darbais.

Kaip svarbus disertacijos tyrimų šaltinis minėtini Direktyvos 2004/25 parengiamieji dokumentai, taip pat dokumentai, susiję su Europos Sąjungos institucijų pozicija dėl oficialaus siūlymo sampratos, Europos Sąjungos Teisingumo Teismo, Europos Laisvosios Prekybos Asociacijos Teismo praktika.

Tiriant Lietuvos atvejį, didelę vertę turi atskirų institucijų, kurios buvo atsakingos užtikrinant oficialaus siūlymo įgyvendinimą Lietuvoje, pirminiai šaltiniai – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos (kaip buvusios finansų rinkos Priežiūros institucijos), Lietuvos banko (kaip dabartinės Priežiūros institucijos) sprendimai, nutarimai bei išaiškinimai. Labai svarbūs tyrimui taip pat yra Lietuvos teismų praktikos dokumentai.

Tyrimo metodologija. Tiriant oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą ir jo įgyvendinimą Lietuvoje, darbe bus naudojami teoriniai lyginamasis, istorinis lyginamasis, teleologinis, sintezės, sisteminės analizės, alternatyvų metodai[26]. Tyrimo metu analizuojant teisinius dokumentus bus taikomas dokumentų analizės metodas.

Lyginamojo metodo pagalba oficialų siūlymą Lietuvoje reglamentuojančios teisės normos bus lyginamos su kitų valstybių narių teisėje oficialų siūlymą reglamentuojančiomis teisės normomis, o Lietuvos teismų praktikoje oficialų siūlymą reglamentuojančių teisės normų aiškinimo problemos aptariamos jas siejant su kitų valstybių narių bei Europos Sąjungos Teisingumo Teismo ir Europos Laisvosios Prekybos Asociacijos Teismo praktika.

Teleologinis metodas padės ištirti atskirų teisės normų, reglamentuojančių oficialų siūlymą, įtraukimo į teisės aktus aplinkybes; nustatyti tikruosius įstatymo leidėjo (Lietuvoje ir Europos Sąjungoje) tikslus ir ketinimus priimant įstatymų nuostatas; išsiaiškinti akcininkų teisių ir teisėtų interesų įgyvendinimo ir gynimo ribas teikiant oficialų siūlymą ir optimalų šių ribų santykį siekiant, kad oficialus siūlymo institutas veiktų efektyviai.

Taikant teisinių dokumentų analizės metodą, bus analizuojami Lietuvos, užsienio valstybių bei Europos Sąjungos teisės aktai, reglamentuojantys oficialų siūlymą, taip pat priežiūrą atlikusios Vertybinių popierių komisijos ir jos teisių perėmėjo Lietuvos banko sprendimai ir nutarimai, susiję su oficialaus siūlymo įgyvendinimu. Šio metodo pagalba Europos Sąjungos Teisingumo Teismo, Europos Laisvosios Prekybos Asociacijos Teismo, Lietuvos Konstitucinio Teismo nutarimų, Lietuvos Aukščiausiojo Teismo, žemesnių teismų civilinių bei administracinių bylų, Vertybinių popierių komisijos, Lietuvos banko

24 Tomas Talutis ir Vytautas Šenavičius, „Finansų rinkos priežiūra Europos Sąjungoje ir jos įtaka Lietuvai" *Viešoji politika ir administravimas* 11, 1 (2010): 133.

25 Vytautas Šenavičius, „Europos Sąjungos viešosios politikos tendencijos bankų sektoriuje" *Viešoji politika ir administravimas* 12, 3 (2013): 406.

26 Rimantas Tidikis, *Socialinių mokslų tyrimo metodologija* (Vilnius: Lietuvos teisės universitetas, 2003), 399.

raštų analizės keliu bus siekiama įvertinti, ar oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas Lietuvoje yra suderintas su Direktyvoje 2004/25 įtvirtintais oficialaus siūlymo reglamentavimo principais ir ar atitinka kitų valstybių narių praktiką. Alternatyvų metodo pagalba bus ieškoma, kaip pasinaudojant kitų Europos Sąjungos valstybių narių praktika būtų galima spręsti Lietuvoje pasitaikančias efektyvaus oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo ir jo įgyvendinimo kliūtis.

Disertacijos ginamasis teiginys. Šiuo metu Lietuvoje besireiškiantys oficialaus siūlymo instituto teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo trūkumai yra tiesiogiai susiję su neteisingu Direktyvos 2004/25 esmės suvokimu. Iš tiesų Europos Sąjungos Direktyva 2004/25 nesukūrė ir nesiekė sukurti valstybėse narėse vienodo privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo. Jos pamatinių nuostatų esmė buvo numatyta tik teorinė, bendra, o jų detalizavimas ir praktinis pritaikymas buvo paliktas įstatymiškai realizuoti ir įgyvendinti pačioms valstybėms narėms, tarp jų – ir Lietuvai.

Tyrimo struktūra. Darbą sudaro įvadas, mokslinis tyrimas (3 dalys), išvados ir rekomendacijos, naudotos literatūros ir šaltinių sąrašas.

Įvade aptariama tyrimo problema, jos aktualumas, ištirtumas, tyrimo objektas, ribos, tikslas, uždaviniai, metodai ir metodologinės nuostatos, literatūros ir tyrimų apžvalga, tyrimo struktūra.

Pirmoje darbo dalyje analizuojamos oficialaus siūlymo Europos Sąjungoje atsiradimo prielaidos, jo teisinio reglamentavimo ištakos, samprata ir funkcijos. Aptariamas pareigos teikti oficialų siūlymą suvienodintų taisyklių reguliavimo ir jo įgyvendinimo diskursas Europos Sąjungoje, taip pat vadinamosios oficialaus siūlymo baigtimi suinteresuotų asmenų gynybos priemonės, susijusios su pareiga teikti oficialų siūlymą, ir jų reikšmė oficialaus siūlymo harmonizavimui Europos Sąjungoje ir Lietuvoje. Analizuojama ir išryškinama į valstybių narių teisę perkeliamų bendrų Direktyvos 2004/25 nuostatų dėl oficialaus siūlymo esmė ir idėja, pagal kurią bendrųjų nuostatų perkėlimas į valstybės teisę negali būti automatiškas: kiekviena valstybė narė, remdamasi bendromis pagrindinėmis Direktyvos 2004/25 oficialaus siūlymo reguliavimo taisyklėmis, privalo sau pati susikurti lankstų jų praktinio funkcionavimo modelį, papildytą savitomis taisyklėmis ir išimtimis, tenkinančiomis individualią valstybės narės situaciją. Atskleidžiama, kad automatiškas Direktyvos 2004/25 nuostatų perkėlimas nėra efektyvus.

Antroje darbo dalyje yra nagrinėjama, kam gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą. Tiriamos oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo problemos, susijusios su Direktyvoje 2004/25 nurodomu lankstumu taikant išimtis oficialaus siūlymo metu, pagal kurias oficialus siūlymas gali būti neteikiamas ar koreguojama oficialaus siūlymo kaina.

Trečiojoje darbo dalyje analizuojamos smulkiojo akcininko ir perėmėjo teisių ir teisėtų interesų ribos. Šioje dalyje nagrinėjama Lietuvos teismų praktika, atskleidžiami svarbiausi oficialiu siūlymu suinteresuotų šalių motyvai, tikslai, identifikuojamos teismų praktikos tendencijos sprendžiant dėl oficialaus siūlymo teikimo kylančius ginčus. Taip pat aptariami atsakomybės už pareigos teikti oficialų siūlymą nevykdymą praktiniai aspektai. Analizuojamos ir lyginamos emitentų kontrolės perėmėjams kylančios sankcijos už atsisakymą skelbti oficialų siūlymą. Sankcijų efektyvumas Lietuvoje vertinamas pasiremiant Lietuvos teismų praktika, Priežiūros institucijos raštais, taip pat nutarimais, susijusiais su sankcijų emitento kontrolės perėmėjams skyrimu.

1. OFICIALAUS SIŪLYMO INSTITUTO TEISINIS REGULIAVIMAS

1.1. Oficialaus siūlymo įgyvendinimo teisinės prielaidos Europos Sąjungoje

Argumentuotas oficialaus siūlymo instituto tyrimas Lietuvoje yra tiesiogiai susijęs su jo reguliavimu Europos Sąjungoje, tad skyriuje apžvelgsime oficialaus siūlymo įgyvendinimo teisinių prielaidų atsiradimą Europos Sąjungoje ir jų įtaką Lietuvai.

Pats klausimas yra sudėtingas, dėl to nusistatysime jo ribas. Kadangi priėmus Direktyvą 2004/25, oficialaus siūlymo reguliavimo pagrindinės taisyklės (su tam tikromis išlygomis, kurias šiame darbe aptarsime vėliau) buvo suvienodintos visoje Europos Sąjungoje, darbe nebus aptarinėjama oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo bei jo įgyvendinimo kritika ar siūlymai, kurie teisiniu ir politiniu požiūriu praktiškai nėra naudingi, nes artimiausiu metu reglamentavimo pokyčiai Europos Sąjungoje neplanuojami.

Įsigaliojus Lisabonos sutarčiai[27], Europos Parlamentas gavo teisėkūros įgaliojimus, pagal kuriuos jis vienodomis sąlygomis su Europos Sąjungos Taryba gali spręsti dėl teisės aktų (įskaitant direktyvas) priėmimo ir pakeitimų pagal bendro sprendimo procedūrą[28]. Šiuo metu Europos Sąjungoje yra dvidešimt aštuonios valstybės narės[29]. Tokioje situacijoje inicijuoti esminius Lietuvos finansų rinkai galimai reikalingus Direktyvos 2004/25 pakeitimus būtų sudėtinga ar net neįmanoma, juo labiau, kad Europos Komisija, atlikusi oficialaus siūlymo įgyvendinimo Europos Sąjungoje analizę, nurodė, kad būtinybės skubiai daryti Direktyvos 2004/25/EB esminių pakeitimų nėra[30], tokiai pozicijai neprieštaravo ir Europos Parlamentas[31]. Todėl darbe Lietuvos pasirinkta Direktyvos 2004/25/EB perkėlimo ir oficialaus siūlymo įgyvendinimo koncepcija bus vertinama nekeliant politiškai ir teisiškai mažai tikėtino uždavinio Lietuvai palankia kryptimi inicijuoti pakeisti ir galiausiai pakeisti teisinį reguliavimą Europos Sąjungos lygmeniu.

Koncentruojantis toliau ties disertacinio darbo ir konkrečiai skyriaus tematika – tam, kad darbe būtų pateiktos praktinę ir teorinę naudą turinčios išvados ir iš išvadų išplaukiančių pasiūlymų įgyvendinimo būdai, neįmanoma apeiti svarbiausio oficialaus siūlymo reguliavimo Europos Sąjungoje dokumento - Europos Sąjungos valstybių narių politinių kompromisų pagrindu priimtos Direktyvos 2004/25. Tik išanalizavę minėtos direktyvos atsiradimo priežastis, galiojantį Direktyvos 2004/25 kompromisinį tekstą, taip pat įvertinę Europos Sąjungos mokslininkų kritiką, turėsime tvirtą teorinį ir praktinį pagrindą vertinti oficialaus siūlymo reguliavimo ir jo įgyvendinimo priežastis ir efektyvumą Lietuvoje bei teikti praktiškai įgyvendinamus siūlymus.

---

27 Lisabonos sutartis, iš dalies keičianti Europos Sąjungos sutartį ir Europos Bendrijos steigimo sutartį, 2007/C 306/01 (2007).

28 John Fairhurst, *Law of the European Union* (Harlov: Pearson Education Limited, 2012), 141.

29 Oficiali Europos Sąjungos interneto svetainė, „ES valstybės narės," http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/

30 „Komisijos ataskaita Europos Parlamentui, Tarybai, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir Regionų komitetui dėl Direktyvos 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymo taikymo (COM(2012) 0347)", Europos Komisija, 2012 m. birželio 28 d., http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52012DC0347&from=LT

31 „Apžvalga: Komitetų veikla septintosios kadencijos metu,", Europos Parlamento Teisės reikalų komitetas, 2014 m. lapkričio 3 d., http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201411/20141103ATT92392/20141103ATT92392LT.pdf

Bandysime atsakyti į klausimus, kokios buvo pagrindinės Direktyvos 2004/25 priėmimo priežastys, kodėl politinių derybų metu kai kurios Direktyvos 2004/25 formuluotės iš esmės pasikeitė ieškant valstybėms narėms priimtino kompromiso, kaip Europos Sąjungos lygmeniu sutartą kompromisinį variantą (Direktyvą 2004/25) vertina akademinis diskursas, kokias pagrindines tendencijas galima jame įžiūrėti tobulinant Direktyvos 2004/25 suformuotą teisinį reguliavimą bei jo įgyvendinimą ateityje.

1.1.1. Oficialaus siūlymo reglamentavimas Europos Sąjungoje

Oficialaus siūlymo reguliavimo prielaidos siekia 1974 m., kuomet R. Pennington (Jungtinė Karalystė) Europos Komisijos buvo paprašytas parengti ataskaitą apie bendrovių, kurių akcijomis buvo prekiaujama reguliuojamose rinkose, kontrolės perėmimo pasiūlymus. Ataskaitoje jis iš esmės nupasakojo Jungtinėje Karalystėje egzistuojantį oficialaus siūlymo modelį[32]. Tačiau tik po 15 metų įvertinusi pateiktą koncepciją, Europos Komisija parengė pirmąjį direktyvos projektą.

Iki priimant Direktyvą 2004/25, kiekviena Europos Sąjungos valstybė narė savitai reguliavo bendrovių, kurių akcijomis buvo prekiaujama reguliuojamose rinkose, kontrolės perėmimo procesą[33]. Valstybių narių specifinis nacionalinis teisinis reguliavimas dažnai neįstengdavo užtikrinti smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų apsaugos, taip pat trukdė vykdyti tarptautinius perėmimus. Siekiant išspręsti šią situaciją, Europos Sąjungos lygmeniu buvo pradėtas kurti vienodas kontrolės perėmimų reguliavimo mechanizmas.

Tačiau priimti direktyvą, kuri atitiktų skirtingų valstybių narių įsivaizdavimą ir interesus, Europos Sąjungos valstybėms narėms pasirodė sudėtinga. Tai lėmė kelios priežastys. Iki Direktyvos 2004/25 priėmimo teisiniuose diskursuose vyravo nuomonė, kad Europos Sąjunga iš viso neturi jokio bendro mechanizmo dėl įmonių įsigijimo, nes kiekviena valstybė turi savo reguliavimą, kuris iš esmės skiriasi nuo kitų[34]. Nesant bendro reguliavimo, smulkiųjų akcininkų interesai būdavo dažnai pažeidinėjami[35], pasitaikydavo atvejų, kuomet būdavo paisoma tik perėmėjo interesų, įmonių vadovybės ne visada tik dėl bendrovės naudos atmesdavo teikiamą oficialų siūlymą[36] ir pan. Panašių atvejų būta ir Lietuvoje. Pavyzdžiui, Lietuvoje galiojęs Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo įstatymas[37] suteikė teisę Priežiūros institucijai nustatyti išimtis, kada, peržengus įstatyme numatytą ribą, privalomasis siūlymas netaikomas. Priežiūros institucija nustatė, kad oficialus siūlymas netaikomas, kai asmuo įsigyja daugiau kaip penkiasdešimt procentų

32 Jonathan Mukwiri, *Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective* (Jungtinė karalystė: Routlege-Cavendish, 2009), 9. Pačią ataskaitą galima surasti Pitsburgo universiteto elektroniniame Europos integracijos archyve: http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf
Marco Ventoruzzo, "Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe" *Bocconi Legal Studies Research Paper* 02 (2008): 8-9 http://ssrn.com/abstract=1084429.

33 Blanaid J. Clarke, "Takeover Regulation – Through the Regulatory Looking Glass" *German Law Journal* 8, 4 (2007): 383.

34 Janet Dine ir Marios Koutsias, *Company Law* (Niujorkas: Palgrave Macmillan, 2014), 332-333.

35 Paul Davies, Klaus Hopt ir Richard Nowak, *Corporate Boards in European Law: A Comparative Analysis* (Oksfordas: Oxford University Press, 2013), 60-61.

36 Ibid.

37 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas," Valstybės žinios 33, 873 (1998).

balsų privatizuojant turtą pagal Lietuvos Respublikos įstatymus[38]. Kaip vėliau pastebėjo Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas, taip privatizuojamai valstybinei nuosavybei buvo nustatytas specifinis teisinis reglamentavimas, nepagrįstai iškreipiantis vienodos akcininkų teisių apsaugos principą.

Lietuvai ir kitoms užsienio kapitalą aktyviai siekiančioms pritraukti valstybėms narėms yra svarbu ir tai, kad nevienodas Europos Sąjungos kapitalo rinkos reguliavimas sukelia nepatogumų kitų šalių investuotojams, kurie, norėdami investuoti į skirtingų Europos Sąjungos valstybių narių vertybinius popierius, privalo gilintis į kiekvienos šalies specifinį perėmimų reguliavimą. Galima teigti, kad tokie skirtumai neskatino Europos Sąjungos laisvos rinkos vystymosi, funkcionavimo, o tarptautinių perėmimų įgyvendinimas sukeldavo didelius praktinius keblumus[39].

Nors pirmasis Direktyvos 2004/25 variantas turėjo akivaizdžių trūkumų, Direktyvos 2004/25 priėmimas pirmiausia užtruko dėl esminių Europos Sąjungos valstybių narių reguliacinių skirtumų. Pagrindinė ilgo ir daug diskusijų susilaukusio Direktyvos 2004/25 priėmimo proceso priežastis - dvi skirtingos ir savitos Europos teisinės mokyklos: kontinentinė (tradiciškai - Vokietija) ir bendroji (Jungtinė Karalystė). Jungtinėje Karalystėje, kurioje vyrauja anglosaksų teisės tradicija, kapitalo rinka labai išskaidyta tarp akcininkų, jai būdingas didelis laisvų akcijų skaičius[40], didelis kapitalo judėjimas, didėjanti pensijų ir investicinių fondų, kitų institucinių investuotojų akcijų dalis[41], interesas vykdyti perėmimus kitose valstybėse narėse[42], o kontinentinės teisės tradicijos šalyje Vokietijoje dominuoja pastovesni, stambesni, ne tokie lankstūs savininkų pokyčiai, didelė kredito įstaigų įtaka, įmonės vadovybės sprendimo įtaka įmonės perėmimo metu[43]. Tuo tarpu Europos Bendrijos rinkos funkcionavimui buvo reikalinga bendra Europos įmonių perėmimų sistema.

Galiausiai siekdama pastūmėti Europos kapitalo rinkos modelio kūrimą, 1989 m. sausio 19 d. Europos Komisija pateikė pasiūlymą Tryliktajai bendrovių teisės direktyvai dėl bendrovių kontrolės perėmimų. Šis pirmasis pasiūlymas nesukėlė didesnio valstybių narių politinio aktyvumo, nes Jungtinė Karalystė nuogąstavo, jog įmonių perėmimo aktas pa-

38 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 18 „Dėl atvejų, kada privalomas oficialus pasiūlymas neteikiamas," Valstybės žinios 54, 1512 (1998).

39 Blanaid J. Clarke, "The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation?," *European Law Journal* 15, 2 (2009): 174-180.

40 Klaus J. Hopt, "Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis," *Columbia Journal of European Law* 20, 2 (2014): 259. Paul Davies, Klaus Hopt, Richard Nowak ir Gerard van Solinge, "Corporate Boards in European Law: A Comparative Analysis," *Oxford University Press* (2013): 62.

41 John Armour, Jack B. Jacobs ir Curtis J. Milhaupt, "The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and emerging Markets: An Analytical Framework," *Harvard International Law Journal* 52, 1 (2011): 265-266. Paul Davies ir kt., "Corporate Boards in European Law: A Comparative Analysis," *Oxford University Press* (2013): 62.

42 Beate Sjafjell, Towards a sustainable European company law: a normative analysis of the objectives of EU law, with the Takeover Directive as a test case (Austinas: Wolters Kluwer Law & Business, 2009), 426-427; Jonathan Mukwiri, Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective (Jungtinė Karalystė: Routledge-Cavendish, 2009), 9.

43 *Ibid.,* p. 52-53. Reinier Kraakman, Paul Davies, Henry Hansmaan ir kt., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (Oksfordas: Oxford University Press, 2004), 121-122; Harald Baum, "Takeover Law in EU and Germany: Comparative Analysis of Regulatory Model," *University of Tokyo Journal of Law and Politics* 3 (2006): 68.

kenks rinkos visapusiškumui ir aktyvumui - sudarys galimybę piktnaudžiauti atidėliojant oficialaus siūlymo vykdymą. Vokietija, savo ruožtu, gynė savo oficialaus siūlymo institutą, politiškai tuo metu siekdama išvengti nepageidaujamų perėmimų[44]. Autoriaus nuomone, taip pat buvo nepalanki pasiūlymo Tryliktajai direktyvai pateikimo data. Europa tuo laikotarpiu keitėsi, pradėjo byrėti Sovietų Sąjunga, griuvo Berlyno siena. Suvienytos Vokietijos vertybių sistemoje nacionalinis identitetas darėsi itin svarbus.

1998 metais Vokietijos kancleriu tapus Gerhard Schroeder, Direktyvos 2004/25 vizija vėl atgijo[45]. Vokietija ėmėsi skatinti atnaujinti bendros Europos įmonių perėmimų sistemos sukūrimo procesą. Martin Höpner teigia, kad toks Vokietijos nuomonės pokytis Direktyvos 2004/25 atžvilgiu atsirado dėl 1998 m. gegužės 1 d. įsigaliojusio akto dėl įmonių valdymo ir viešumo reikalavimų (Kontrag aktas)[46], kuris daugeliu atvejų įtvirtino akcininkų lygiateisiškumo principą („viena akcija – vienas balsas“). Be to, Vokietijos socialdemokratai buvo priešiškai nusiteikę bankų, kaip pagrindinių įmonių investuotojų, atžvilgiu, teigdami, kad finansinio sektoriaus įtaka naudinga ne įmonei, jos akcininkams, o bankams, todėl įmonių plėtros skatinimas ne paskolų, bet kapitalo pritraukimo priemonėmis tapo vienu iš svarbiausių politinių uždavinių[47].

G. Schroeder oponavo Europos Parlamento narys teisininkas Klaus-Heiner Lehne, kuris įtikino didžiąją dalį Europos parlamentarų vokiečių nepalaikyti Direktyvos 2004/25 projekto. Teisininko nuomonei dauguma pritarė pirmiausia dėl Vokietijoje tuo metu susiklosčiusios nepageidaujamos perėmimų situacijos – 2000 m. Jungtinės Karalystės telekomunikacijų kompanija Vodafone perėmė Vokietijos mobilaus ryšio milžiną Mannesmann, o 2001 metais Ford Motor gamykla (JAV) išreiškė ketinimą įsigyti Volkswagen gamyklą[48]. Tai sukėlė vokiečių būgštavimus dėl Vokietijos turto išpardavimo užsieniečiams.

Po Kontrag akto nelikus dauginių balsavimo teisių vertybinių popierių[49] („auksinių akcijų“[50]), Vokietijoje sumažėjo galimybė apsisaugoti nuo nepageidaujamų perėmimų, o Švedijoje, Jungtinėje Karalystėje akcijų, turinčių du ar daugiau balsų, modelis buvo plačiai paplitęs[51]. Galima manyti, kad valstybėse narėse egzistuojančios skirtingos, vieningos rinkos principams prieštaraujančios apsaugos priemonės nuo nepageidaujamų perėmimų privertė atidėti ir Direktyvos 2004/25 priėmimo klausimą[52].

---

44 Harald Baum, "Takeover Law in EU and Germany: Comparative Analysis of Regulatory Model," *University of Tokyo Journal of Law and Politics* 3 (2006): 68.

45 *Ibid,* p. 510.

46 "Gesetz Zur Kontrolle Und Transparenz Im Unternehmensbereich", įsigaliojo 1998 m. gegužės 1 d. http://www.bmj.bund.de/eng/service/publications/10000413/?sid=2c3144bc8f05d0987a9d-18769bf15e81.

47 Martin Höpner, "European Corporate Governance Reform and the German Party Paradox," *Max Planck Institute Paper* 03, 4 (2003): 8-10.

48 Freshfields Bruckhaus Deringer, *Public takeovers in the Europe* (2006), 256-257 http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2006/15414.pdf.

49 Išskyrus Volskwagen AG atvejį, kuriam taikoma išimtis vėliau taip pat buvo panaikinta.

50 Auksinė akcija – specifinės vertybinius popierius, labiausiai paplitęs 9-tame praeito amžiaus dešimtmetyje, suteikiančios veto teisę įmonės valdyme http://www.investopedia.com/terms/g/goldenshare.asp.

51 Jette Steen Knudsen. "Is the Single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation" *European Law Journal* 11 (2005): 518-519.

52 *Jaap Winters pranešimas, 2002*, P. 73 neatsiejama siekio sukurti laisvą ir konkurencingą rinką sąlyga yra absoliutus minėto principo „vienas balsas-viena akcija“ įgyvendinimas. Bet kokie papildomi apribojimai, tokie kaip „auksinės akcijos“, dauginių balsavimo teisių vertybiniai popieriai yra nereikalingi, trukdantys laisvos rinkos funkcionavimui.

Neil Harvey, Guy Norman ir Alex Nourry, be minėtų teisinių mokyklų įtakos, išskyrė dar vieną struktūrinę problemą, kuri galėjo trukdyti priimti Direktyvą 2004/25. Šiame procese daugiausiai ginčų susilaukė diskusija dėl skirtingo šalių požiūrio į vadovų atsakomybės ir atskaitomybės klausimą. Pavyzdžiui, Jungtinėje Karalystėje vadovų atsakomybė yra pirmaeilė – jie tiesiogiai atsako akcininkams už jų veikimu ar neveikimu įmonei padarytą žalą. Valdyba suprantama kaip visus akcininkus subsidiariai atstovaujantis organas, kuris veikia ir vykdo įmonės politiką, naudingą akcininkams[53]. Vokietijoje, Olandijoje valdyba veikia pagal neutralumo prezumpciją. Jos pareiga yra tinkamai atstovauti įmonės, o ne įmonės akcininkų interesus: ji atstovauja įmonės klientų, tiekėjų, kreditorių, darbuotojų ir akcininkų interesus[54].

1.1.2. Priimtos Direktyvos 2004/25 kritika ir teisinio reguliavimo tendencijos

Po 14 metų diskusijų 2003 m. gruodžio 16 d. Europos Parlamentas balsų dauguma (321 „už" ir 219 „prieš") pritarė kompromisinės direktyvos priėmimui. Direktyvoje 2004/25 imperatyviai buvo įtvirtinti smulkiojo akcininko apsaugos principai, privalomo oficialaus siūlymo teikimo terminai bei teisingos kainos nustatymo taisyklės. Kita vertus, kai kurių principinių smulkiojo akcininko interesų apsaugos nuostatų įgyvendinimas buvo paliktas valstybių narių dispozicijai.

Direktyvos 2004/25 preambulės 26 p. nurodoma, jog minėtos direktyvos priėmimas – tinkama procedūra, kuria nustatoma tam tikrų bendrų principų ir nedaugelio bendro pobūdžio reikalavimų pamatai, kuriuos valstybės narės privalo įgyvendinti, drauge taikydamos detalesnes taisykles pagal savo nacionalinę sistemą ir savo kultūrinį kontekstą. Daugelio autorių nuomone, vien tik tinkama procedūra, suderinta su bendrais principais, nacionaline sistema, juolab su kultūriniu aspektu, nebuvo tai, ko siekta nuo 1989 m. trukusiomis politinėmis derybomis[55].

Direktyva 2004/25, mokslininkų vertinimu, didžiąja dalimi rekomendacinį pavidalą įgavo dėl 12 straipsnyje nustatytų išlygų. Antai Direktyvos 2004/25 12 straipsnio pirmoje dalyje numatoma, kad valstybėms narėms nėra privaloma įgyvendinti direktyvos nuostatų dėl vadovų pareigos neveikti prieš perėmėjo interesus negavus visuotinio akcininkų susirinkimo pritarimo (Direktyvos 9 straipsnis), nuostatų dėl daugiabalsių vertybinių popierių ir kitų balsavimo teisių uždraudimo ar apribojimo (Direktyvos 11 straipsnis), taip pat priklausomai nuo situacijos valstybių narių verslui sudaromos sąlygos taikyti ar netaikyti Direktyvoje 2004/25 nurodytas išimtis[56].

Pasiremdamos plačia Direktyvoje 2004/25 nustatyta diskrecijos teise, nei viena iš didžiųjų valstybių narių (Vokietija, Jungtinė Karalystė, Prancūzija) neinkorporavo į savo teisinę sistemą absoliučiai visų Direktyvos 2004/25 nuostatų. Prancūzija sutiko su

53 "The UK Takeover Code", Bowne International Limited, 2009 m. kovo 30 d. redakcija, http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf.

54 Harvey Neil ir kt., *Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* (Londonas: Fourth Edition, City and Financial Publishing, 2005), 23-24.

55 Luca Enriques, "European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach" *European Bussiness Law Review* 22 (2011), 624.

56 Plačiau: Beate Sjafjell, Towards a sustainable European company law: a normative analysis of the objectives of EU law, with the Takeover Directive as a test case (Ostinas: Walters Kluwer law&business, 2009), 426-427.

Direktyvos 2004/25 nuostatomis dėl valdybos teisių apribojimo siūlymo metu[57] ir iš dalies apribojo dauginių balsavimo teisių galimybę[58]. Teisių ir pareigų perskirstymas apribojo protekcionistines vadovybės galias, tačiau akcininkų teisė rinktis išliko absoliuti[59]. Vokietija, savo ruožtu, absoliučiai pasinaudojo Direktyvos 2004/25 12-to straipsnio teikiamomis teisėmis ir neinkorporavo nei 9, nei 11 Direktyvos 2004/25 straipsnio. Nors šioje šalyje priešiškų perėmimų skaičius yra pakankamai mažas, daugiabalsiai vertybiniai popieriai yra uždrausti (šiuo metu uždraustos ir „auksinės akcijos“)[60], tačiau Direktyvos 2004/25 nuostatų atsisakyta pirmiausia siekiant išsaugoti tradicinį germaniškojo įmonių valdymo modelį (stambius ilgalaikius investuotojus, pastovumą)[61]. Jungtinė Karalystė, būdama daugiausia perėmimų sulaukianti Europos Sąjungos valstybė narė ir siekdama tokia išlikti, savo nacionalinėje teisėje iš dalies įgyvendino tik Direktyvos 2004/25 9 straipsnio nuostatas, tiksliau - detalizavo[62] Jungtinės Karalystės kodekso dėl įmonių perėmimo taisykles[63], kuriose jau buvo numatyta, kad joks valdantysis subjektas negali imtis savigynos priemonių siūlymo metu, ir, kaip ir daugelis kitų valstybių narių, pasirinko išimtį netaikyti Direktyvos 2004/25 11 straipsnio - nebent pati perimama bendrovė nuspręstų kitaip[64].

Taigi turint galvoje valstybėse narėse įsitvirtinusius oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo skirtumus, tenka sutikti su mokslininkų nuomone, kad Direktyva 2004/25 iš esmės tapo rekomendaciniu, patariamuoju[65], politiniu[66] smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą perėmimo metu reglamentuojančiu dokumentu. Pagal Blanaid Clarke, priešiškų perėmimų atmetimo galimybė, įmanomas valstybių narių įmonių protekcionizmas perėmimų atveju (pavyzdžiui, įmonei pasirenkant, ar imtis gynybos

57 Toks teisių perskirstymas sumažino nacionalinio protekcionizmo galimybes ir buvo sėkmingai įgyvendintas Mittal/Arcelor susijungime. Vietoje to, kad Indijos plieno gamybos kompanijos Mittal siūlymas būtų atmestas, akcininkai pripažino valdybos sprendimus negaliojančiais ir priėmė šį siūlymą. Mark Curtis, Isabella Roberts ir Jeremy Cruse, "Great expectations," *International Financial Law Review* 4 (2007): 1. http://www.iflr.com/Article/1984342/Great-expectations.html.

58 Christophe Clerc ir kt. ,,*Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation* (Belgija: Centre for European Policy Studies, 2013), 54.

59 Selina Sagayam, "Member states struggle to adopt Takeover Directive" (International Financial Law Review, 2006) 2006 m. balandžio 1 d., http://www.iflr.com/Article/1984549/Member-states-struggle-to-adopt-Takeover-Directive.html.

60 2007 m. vasario 13 d. ETT Generalinis advokatas Damaso Ruiz-Jarabo pateikė oficialią nuomonę Europos Teisingumo Teisme, kad Volkswagen kompanijos taisyklės (vienas akcininkas gali turėti daugiausiai 20 procentų balsų) prieštarauja laisvo kapitalo judėjimo principui ir yra naikintinos [interaktyvus], 2007, http://curia.europa.eu/en/actu/communiques/cp07/aff/cp070014en.pdf.

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

62 Jonathan Mukwiri, *Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective* (Jungtinė Karalystė: Routledge-Cavendish, 2009), 9-11.

63 Alan Steinfeld, *The Companies Act 2006* (Oksfordas: Oxford University Press, 2007), 126-127.

64 Nicholas Bourne, *Bourne on Company Law* (New York: Routledge-Cavendish (2006), 287. Brenda Hanningan, *Company law* (Oxford: Oxford University Press, 2012), 56.

65 Frank S. Benyon, *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms: From Maastricht to Lisbo*n (London: Bloomsbury Publishing, 2010), 69.

66 Jonathan Mukwiri, *Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective* (Jungtinė Karalystė: Routledge-Cavendish, 2009), 10-11.

priemonių prieš perėmimą) bei skirtingų teisės mokyklų tradicijos neleido sukurti Europos Sąjungoje suderinto perėmimų mechanizmo[67]. Tokiai nuomonei pritarė ir kiti teisės ekspertai, teigiantys, jog pagrindinė laisvos ir konkurencingos rinkos sukūrimo sąlyga yra absoliutus minėto principo „vienas balsas - viena akcija“ įgyvendinimas[68]. Bet kokie apribojimai, tokie kaip „auksinės akcijos“, dauginių balsavimo teisių vertybiniai popieriai, trukdo laisvos rinkos funkcionavimui[69], drauge sukelia smulkiųjų akcininkų apsaugos efektyvumo problemas[70].

Vis dėlto tai, kas buvo aukščiau pasakyta, iš principo dar nereiškia, kad Direktyva 2004/25 nepadarė teigiamos įtakos oficialaus siūlymo formavimuisi[71]. Akcentuosime kelis Direktyvos 2004/25 privalumus.

Pirma, Direktyva 2004/25 buvo svarbus postūmis mažiau išsivysčiusioms valstybėms narėms modernizuoti nacionalinį oficialaus siūlymo reguliavimą. Antai Lietuvoje oficialaus siūlymo reguliavimas nebuvo išsamus, o teismų praktikos apskritai nebuvo. Nors Direktyva 2004/25 nėra maksimaliai į Europos Sąjungos valstybių narių teisę įgyvendinamas teisės aktas, tačiau jame nurodytos teisinės prielaidos, teisinės idėjos ir principai, pagrindinės taisyklės apsprendė šiuolaikinio oficialaus siūlymo reguliavimo prielaidų atsiradimą[72].

Antra, nepaisant kritikos, reikėtų sutikti su nuomone, kad Direktyvos 2004/25 priėmimas daro teigiamą įtaką Europos Sąjungoje įtvirtintam laisvo kapitalo judėjimui, užsienio kapitalo atėjimui[73], kas, kylant akcijų kainai, reiškiasi įmonės kapitalizacijos augimu - taip visiems akcininkams sukuriama pridėtinė vertė. Laisvas kapitalo judėjimas lemia ir didesnes užsienio investicijas ir inovacijas[74], kurių pritraukimas labai svarbus besivystančioms kapitalo rinkoms, tokioms kaip Lietuva. Investicijų pritraukimas besivystančiose rinkose yra traktuojamas kaip įmonės tarptautinis įvertinimas, naujų rinkų bei plėtros galimybių perspektyva[75]. Įmonės, kuriose yra pritrauktas užsienio kapitalas, sparčiau vystosi, į jas dažniau investuoja instituciniai ir kiti investuotojai[76].

Trečia, kai kurie autoriai, pavyzdžiui, Luca Enriques mato dar vieną Direktyvos 2004/25 pranašumą – Europos Sąjungos lygmeniu įtvirtinus smulkiųjų akcininkų apsaugos

67 Blanaid J. Clarke, “Is a Little Regulation Better Than No Regulation?“ *European Law Journal* 15, 2 (2009): 175.

68 Koen Geens ir Carl Clottens, “One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited,“ *Leuven University Press* 1 (2010): 21.

69 Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

70 Renee B. Adams, Daniel Ferreira, “One Share-One Vote: The Empirical Evidence,“ *Review of Finance* 12 (2008): 61–65.

71 Luca Enriques, “European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach“ *European Bussiness Law Review* 22 (2011), 627.

72 Plačiau: Tomas Talutis ir Vytautas Šenavičius, “Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai,“ Jurisprudencija 2, 120 (2010): 352.

73 Walter Kuemmerle, “The drivers of foreign direct investment into research and development,“ *Journal of International Business Studies* 30, (1999): 4. Luca Enriques, “European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach,“ *European Bussiness Law Review* 22 (2011): 628.

74 Luca Enriques, Ronald J. Gilson, ir Alessio M. Pacces, “The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union),“ *Harvard Business Law Review* 4, 1 (2014): 86.

75 Olivier Bertrand, Habib Zitouna, “Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms‘ performance?“ *Applied Economics* 40, 17 (2008): 2221-2238.

76 Asta Žilinskė, “Negative And Positive Effects Of Foreign Direct Investment,“ *Economics And Management* (2010): 333-334.

perėmimo metu principą (įskaitant ir teisę pasitraukti už sąžiningą kainą), smulkiųjų akcininkų apsauga Europos Sąjungoje pastebimai padidėjo.

Tendencija tobulinti teisinį reguliavimą išlieka ir po Direktyvos 2004/25 perkėlimo. Direktyvoje 2004/25 nustatyta, kad po penkerių metų nuo direktyvos privalomos perkėlimo datos Europos Komisija iš naujo įvertins direktyvos perkėlimą į valstybių narių teisę, atsižvelgdama į jos taikymo patirtį ir esant reikalui siūlys ją pataisyti. Į Direktyvos 2004/25 nustatytą nagrinėjimą įeina ir kontrolės struktūrų ir bendrovių perėmimo kliūčių, kurioms netaikoma direktyva, apžvalga.

Vadovaudamasi nustatyta pareiga, 2012 m. birželio 28 d. Europos Komisija parengė Direktyvos 2004/25 taikymo ataskaitą[77]. Ataskaitoje Europos Komisija pažymėjo, kad tyrimai parodė, jog valstybės narės savo nacionalinėje teisėje gana nevienodai įgyvendino Direktyvos 2004/25 nuostatas ir išskyrė 5 sritis, kuriose, siekiant teisinio aiškumo, Direktyvą 2004/25 ateityje būtų galima detalizuoti ir patobulinti. Visų pirma, Europos Komisija akcentavo, kad valstybės narės skirtingai supranta, kas yra sutartinai veikiantys asmenys; antra, valstybės narės savo nacionalinės teisės sistemose yra pritaikiusios nemažai nacionalinių išlygų, galimai pažeidžiančių Direktyvos 2004/25 principus; trečia, dauguma valstybių narių savo nacionalinėje teisėje pritaikė vieną ar kitą pagal Direktyvos 2004/25 12 straipsnį leidžiamą išlygą; ketvirta, darbuotojų interesų apsauga perėmimų metu ne visada yra pakankamai akcentuojama; penkta, savanoriškas oficialus siūlymas kartais yra teikiamas nesąžiningai siekiant išvengti pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą (savanoriškas oficialus siūlymas teikiamas ne pagal teisingos kainos taisykles).

Iš Europos Komisijos išvadų matyti, kad ateityje Europos Komisija sieks didesne apimtimi harmonizuoti Europos oficialaus siūlymo reguliavimą. Tačiau, kaip sakėme, artimiausiu metu pakeitimų tikėtis neverta. Mūsų tyrimui Europos Komisijos pateiktos išvados dėl oficialaus siūlymo įgyvendinimo praktinių problemų ir galimų sprendimų identifikavimo yra naudingos vertinant, ar Lietuvoje pareigos teikti oficialų siūlymą teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas susiduria su panašiomis praktinėmis problemomis[78].

1.2. Oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas Lietuvoje iki Direktyvos 2004/25 priėmimo

Aptarsime Lietuvos situaciją. Galima sakyti, kad Lietuva, dar prieš įstodama į Europos Sąjungą, jau turėjo privalomo oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą užtikrinančias prielaidas. 1996 m. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo 10 straipsnis pirmą kartą Lietuvos Respublikos teisės aktuose įtvirtino oficialaus siūlymo (tuo metu – oficialaus pasiūlymo) sampratą. Minėtame straipsnyje įtvirtinta oficialaus siūlymo samprata, rašoma, kad oficialūs siūlymo kaina turi būti ne mažesnė už akcijų, kurias oficialų siūlymą pateikęs asmuo įsigijo per 12 mėnesių iki peržengdamas 50 procentų ribą, kainų svertinį vidurkį. Buvo nustatyta, kad oficialius siūlymus registruoja bei jų pateikimo ir įgyvendinimo taisykles nustato Vertybinių popierių komisija (tuometinė Priežiūros institucija).

77 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F) http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

78 Paul L. Davies, Edmund-Philipp Schuster ir kt., "The Takeover Directive as a Protectionist Tool?," *ECGI Law Working Paper 141* (2010).

Vėlesniais Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimais buvo sudarytos teisinės prielaidos Vertybinių popierių komisijai (tuometinei Priežiūros institucijai) netaikyti oficialaus siūlymo instituto, įstatyme atsirado papildomų straipsnių, detalizuojančių privalomo oficialaus siūlymo taikymą. Oficialaus siūlymo institutas nuolat kito, buvo tikslinamas, o teisinis jo reguliavimas iš Priežiūros institucijos nutarimų buvo perkeltas į Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymą ir jį keičiančius įstatymus.

Formuojantis oficialaus siūlymo teisiniam reguliavimui, Lietuvoje kilo nemažai klausimų dėl oficialaus siūlymo reguliavimo teisėtumo. Antai Lietuvos Konstitucinio Teismo praktikoje oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo atitiktis Lietuvos Respublikos Konstitucijai buvo kvestionuojama du kartus ir abu kartus Konstitucinis Teismas pripažino oficialaus siūlymo reguliavimo būtinumą bei įtvirtino svarbias tolesnio jo reglamentavimo Lietuvoje konstitucines prielaidas. Pirmąjį kartą oficialaus siūlymo klausimu į Lietuvos Respublikos Konstitucinį Teismą kreipėsi Mažeikių rajono apylinkės teismas. Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas (2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas[79]) nagrinėjo, ar yra teisėta AB „Būtingės nafta“, AB „Mažeikių nafta“ ir AB „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo nuostata dėl oficialaus siūlymo netaikymo AB „Mažeikių nafta“ privatizavimo santykiams. Pagal minėto įstatymo 4 straipsnio 2 dalį AB „Mažeikių nafta“ smulkiesiems akcininkams nebuvo suteikta teisė parduoti savo akcijas stambiesiems drauge veikiantiems akcininkams. Todėl buvo keliamas klausimas, ar išimtinis teisinis reguliavimas pažeidė Lietuvos Respublikos Konstitucijos 23 straipsnį, kuriame įtvirtinti nuosavybės neliečiamumo ir teisingo atlyginimo už nuosavybės paėmimą visuomenės poreikiams principai. Pareiškėjas (Mažeikių rajono apylinkės teismas) vertino, kad minėtu teisiniu reguliavimu valstybė be naudos visuomenei ir teisingai neatlyginusi smulkiesiems akcininkams, visiškai nuvertino jų nuosavybę, iš jų atėmė akcijų suteikiamas esmines teises. Teismas konstatavo, kad šios valstybinės reikšmės įmonės restruktūrizavimo mechanizmas, kaip ir pati įmonė, yra išimtinė lyginant „su bendruoju teisiniu reguliavimu, nustatytu kituose įstatymuose.” Aiškindamas šią išimtį iš taisyklės, Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas vartojo „tikslingumo“ sąvoką, kuria pirmiausia turi remtis po reorganizavimo AB „Mažeikių naftos“ veikla ir valdymas.

Analizuodamas išimtinį reguliavimą, Konstitucinis Teismas patvirtino, kad smulkiųjų akcininkų apsaugos mechanizmo nebuvimas yra keistinas ir prieštarauja Lietuvos Respublikos Konstitucijos 23 straipsnio 2 dalies nuostatai, todėl, remiantis proporcingumo principu, šiuo atveju turi būti kompensuotas ta apimtimi, kuria smulkiojo akcininko teisės buvo susiaurintos AB „Mažeikių nafta“ atžvilgiu ir tik tiek, kiek „smulkieji akcininkai iš tikrųjų patyrė praradimų ir jeigu tie praradimai buvo patirti būtent dėl privalomo oficialaus pasiūlymo nepateikimo“.

Toks smulkiųjų akcininkų teisių reguliavimo susiaurinimas prieštarautų dabartiniam reguliavimui. Direktyva 2004/25 įpareigoja, kad apsaugant reguliuojamos rinkos emitento akcininkų interesus yra naudojamas oficialaus siūlymo institutas, taip pat privaloma laikytis principo, įrašyto Direktyvos 2004/25 3 straipsnio 1 dalies a punkte, nustatančio, kad visiems pasiūlymą gaunančios bendrovės tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams turi būti taikomas vienodas režimas, o jei kuris nors asmuo įsigyja bendrovės kontrolę, kiti vertybinių popierių savininkai privalo būti apsaugoti. Kad oficialus siūlymas yra smulkiųjų

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

akcininkų apsaugos priemonė, akcentuoja ir Direktyvos 5 straipsnio 1 dalis. Poziciją, jog smulkieji akcininkai turi turėti teisę parduoti savo akcijas, o ne teisę į kompensaciją, papildomai pagrindžia ir tai, kad nagrinėdamas vienos iš Vokietijos svarbių įmonių (Volkswagen Group) atvejį, Europos Sąjungos Teisingumo Teismas taip pat pasisakė, kad specialus oficialaus siūlymo reguliavimas, kuris sukuriamas konkrečiai vienai įmonei, prieštarauja laisvo kapitalo judėjimo principui Europos Sąjungoje ir turėtų būti panaikintas[80].

Papildomas argumentas: Direktyvoje 2004/25 nėra nustatyta, kad akcininkai turi teisę į iš oficialaus siūlymo instituto kylančią naudą tik tuo atveju, jeigu dėl to yra patiriama žala, kurią galima apskaičiuoti ir įvertinti. Tokiu atveju reikėtų tiksliai apibūdinti terminą, iki kada gali atsirasti žala - iki bendrovės perėmimo ar per tam tikrą laiką po bendrovės perėmimo. Mūsų manymu, tokio termino nustatyti neįmanoma nei teoriškai, nei praktiškai, nes kiekvieno oficialaus siūlymo atveju jis būtų skirtingas atsižvelgiant į bendrovės veiklą, perspektyvas ir t. t.

Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo nutarime analizuojant smulkiojo akcininko apsaugos reikalavimus, minima ir teisingos kainos taisyklė, leidžianti smulkiesiems akcininkams pasirinkti, ar, kai kuris nors subjektas (ar jų grupė) įgyja tiek akcinės bendrovės akcijų, kad jis gali kontroliuoti tos akcinės bendrovės veiklą, savo akcijas parduoti ir pasitraukti iš bendrovės, ar ir toliau likti smulkiaisiais akcininkais. Šioje Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teisme nutarimo dalyje atsiranda svarbi nuostata, kad teisinga kaina oficialaus siūlymo metu turi būti nustatoma ginant smulkiųjų akcininkų interesus, jiems sudarant sąžiningą pasitraukimo mechanizmą. Formuojantis tolesnei teismų praktikai, tokia nuostata turėjo didelės reikšmės teisingos kainos nustatymo ginčuose ir atitiko Direktyvos 2004/25 keliamus reikalavimus.

Antrą kartą prieš Lietuvai įstojant į Europos Sąjungą kilo klausimas, ar Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnis, 16 straipsnio 2 dalis neprieštarauja Konstitucijos 23 straipsniui, 46 straipsnio 1 daliai, 48 straipsnio 1 daliai, konstituciniam teisinės valstybės principui[81]. Pareiškėjas (Panevėžio miesto apylinkės teismas) prašymą grindė tuo, kad Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio 1 dalyje yra nustatytas teisinis reguliavimas, kad asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais asmenimis įgijęs daugiau nei 40 procentų balsų atskaitingo emitento akcininkų susirinkime, per 30 dienų privalo perleisti vertybinius popierius, viršijančius šią ribą, arba pateikti oficialų siūlymą supirkti likusius atskaitingo emitento vertybinius popierius, o tai prieštarauja nuosavybės neliečiamumo principui.

Konstitucinis Teismas pagrįstai pažymėjo, kad akcinėje bendrovėje gali susidaryti tokia situacija, kai kuris nors akcininkas, veikdamas vienas ar kartu su kitais asmenimis, įgyja tiek įmonės akcijų, kad gali kontroliuoti įmonės veiklą ir lemti priimamus sprendi-

80 Case-112/05, Commission of the European Communities v Federal Republic of Germany, European Court of Justice (2007), prieiga per interentą: http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf;jsessionid=9ea7d0f130d5e46fbc78ab794c358f52ce7f39b19a50.e34KaxiLc3eQc40LaxqMbN4Oc3uMe0?text=&docid=70710&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=55561
Europos Sąjungos Teisingumo Teismas nurodė, kad laisvo kapitalo judėjimui prieštarauja Vokietijos teisėje nustatytos taisyklės, pagal kurias Volkswagen Group įmonėje asmuo negali turėti daugiau nei 20 procentų balsavimo teisės. Vokietija savo poziciją dėl teisės aktų teisėtumo grindė viešojo intereso apsauga, Volkswagen Group įmonės sisteminei įtaka Vokietijos ekonomikai.

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

mus. Dėl to atitinkamai sumažėja kitų akcininkų, ypač smulkiųjų, galimybės daryti įtaką įmonės veiklai, jų turimų akcijų vertė gali kristi. Tokių akcininkų teisių apsauga – viešasis interesas. Konstitucinis Teismas išdėstė, kad oficialaus siūlymo teikimas ne pažeidžia, o apsaugo Lietuvos Respublikos Konstitucijos 23 straipsniu saugomą vertybę – nuosavybę: „nėra teisinių argumentų, kurie leistų teigti, kad nustatyta balsų peržengimo riba yra nepagrįsta, neprotinga ar kad įpareigojimas peržengus šią ribą perleisti (atlygintinai) vertybinius popierius yra neproporcingas siekiamam tikslui apsaugoti kitų akcininkų, ypač smulkiųjų, turtines teises".

Šis Konstitucinio Teismo nutarimas buvo ypač svarbus tolesniam oficialaus siūlymo reguliavimo instituto Lietuvoje formavimuisi. Teismas pažymėjo, kad sprendimas buvo priimamas remiantis ne tik Lietuvos teise, bet atsižvelgiant ir į kitų pasaulio šalių, Europos Sąjungos praktiką. Be to, buvo įtvirtinta, kad privalomo oficialaus siūlymo atveju smulkiųjų akcininkų apsauga – viešasis interesas.

Išanalizavus oficialaus siūlymo instituto raidą Lietuvoje ir jai įtaką padariusius Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo nutarimus, galima daryti išvadą, kad Lietuvoje iš principo formavosi tarptautinę praktiką atitinkančiomis idėjomis pagrįstas oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas. Reikia manyti, kad šios tendencijos neatsisakyta ir vėliau, kada į Lietuvos teisę buvo pradėtos perkelti Direktyvos 2004/25 nuostatos. Pasiremdamas susiklosčiusia Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo praktika, Lietuvos įstatymų leidėjas privalėjo apsispręsti, kokiu mastu neprivalomosios Direktyvos 2004/25 nuostatos bus įgyvendinamos Lietuvoje. Manytina, kad besivystančiai Lietuvos rinkai tuo metu politiškai patraukliau, o ir teisiškai patogiau pasirodė perkelti Direktyvą 2004/25 pilnai, su visomis jos diskrecinėmis nuostatomis.

1.3. Direktyvos 2004/25 perkėlimas į Lietuvos teisinę sistemą

Lietuvai įstojus į Europos Sąjungą, Lietuvos Respublikos Seimas, siekdamas perkelti Direktyvos 2004/25 nuostatas į Lietuvos teisę, 2006 m. birželio 22 d. priėmė 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 įstatymą[82], kuriuo pakeitė oficialaus siūlymo, privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo bei akcijų išbraukimo iš vertybinių popierių biržos prekybos sąrašų teisinį reglamentavimą. Įsigaliojus Vertybinių popierių įstatymui, po kurio Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas neteko galios, Direktyvos 2004/25 nuostatos buvo perkeltos į naująjį teisės aktą.

Kaip rodo ankstesnio darbo poskyrio medžiaga, Lietuva esminius oficialaus siūlymo principus buvo reglamentavusi iki Direktyvos 2004/25 priėmimo. Tačiau Lietuvai įstojus į Europos Sąjungą, tapo reikalinga Lietuvos teisinėje sistemoje sukurti tinkamą Direktyvos 2004/25 nuostatas atitinkantį teisinį reguliavimą. Taip pat sakėme, kad, įgyvendindama Direktyvos 2004/25 modelį, Lietuva buvo viena iš nedaugelio valstybių narių, kuri nepasinaudojo nei viena iš Direktyvoje 2004/25 nurodytų 12 straipsnio diskrecinių sąlygų[83].

82 „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.

83 Brenda Hanningan, *Company law* (Oksfordas: Oxford University Press, 2012), 706.

Bene pagrindinė tokios aplinkybės priežastis galėjo būti ta, kad Direktyvos 2004/25 atsiradimo metu Lietuva buvo tik įstojusi į Europos Sąjungą ir turėjo strateginį tikslą kuo plačiau atverti savo kapitalo rinką užsienio investicijoms.

Tačiau vien tik perkelti oficialaus siūlymo nuostatas iš Direktyvos 2004/25 nepakako. Kaip minėta, nuostatos buvo abstrakčios, nenumatančios konkretaus oficialaus siūlymo reguliavimo, kiekvienai valstybei narei sudarant galimybę minimalaus harmonizavimo direktyvą pritaikyti pagal savo nacionalinę teisę bei finansų rinkų kultūrą. Ši aplinkybė nulėmė situaciją, kad po Direktyvos 2004/25 perkėlimo į Lietuvos teisę kai kurios jos nuostatos, būdamos, per daug abstrakčios, neužtikrino efektyvaus oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo įgyvendinimo Lietuvoje. Dėl to oficialaus siūlymo institutą Lietuvoje iš esmės reguliuojantis Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo ketvirtasis skirsnis (34 – 41 straipsniai) buvo ne kartą tobulinamas. Svarbūs pakeitimai buvo padaryti 2010 m.[84], kuomet buvo įtvirtintos palankesnės smulkiesiems akcininkams nuostatos: numatyta mažesnė, t. y. 1/3 balso teisę suteikiančių emitento vertybinių popierių riba (anksčiau galiojo 40 proc. riba), kurią peržengęs asmuo ar asmenų grupė turi pareigą teikti oficialų siūlymą, patikslinta teisingos kainos nuostata, nustatytos aiškios sankcijos už oficialaus siūlymo nevykdymą (Vertybinių popierių įstatymo 35, 46 - 47 straipsniai), padidintos Lietuvos banko (dabartinės Priežiūros institucijos) teisės oficialaus siūlymo procese. Be to, siekiant spręsti teisingos kainos oficialaus siūlymo metu nustatymo problemą, Priežiūros institucijos ir suinteresuotų dalyvių pastangomis buvo patobulinta teisingos kainos nustatymo metodika.

Taikant Vertybinių popierių įstatymą, buvo pastebėta ir kai kurių kitų jo trūkumų: nepakankamai reglamentuota emitento statuso netekimo tvarka, neaiški oficialaus siūlymo kainos skaičiavimo tvarka tuo atveju, kai emitentas nusprendžia nebebūti emitentu, nėra aiškiai nurodyto bylų teismingumo dėl teisingos akcijų kainos nustatymo, nenurodyta privalomo oficialaus siūlymo kainos nustatymo tvarka tuo atveju, kai emitento vertybiniai popieriai įtraukti į prekybą kitų šalių rinkose, tiksliai neapibrėžtas teisingos kainos nustatymo laikotarpis ir kt.[85] Lietuvoje ne kartą tikslintos nuostatos, susijusios su sutartinai veikiančių asmenų samprata ir pareigomis oficialaus siūlymo metu[86], taip pat sankcijų už pažeidimus dėl oficialaus siūlymo reglamentavimo nuostatos[87]. Didžioji dalis nurodytų pakeitimų sėkmingai patobulino oficialaus siūlymo reguliavimą Lietuvoje, išryškino Lietuvos poziciją dėl pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įgyvendinimo, detalizavo Lietuvos poziciją dėl smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos oficialaus siūlymo metu.

Kita vertus, analizuodami oficialaus siūlymo reguliavimą Lietuvoje pastebėjome, kad kai kurie atlikti pakeitimai nebuvo tikslingi ir reikalingi, o ir esamas reguliavimas ne visada garantuoja teisiškai pagrįstą oficialaus siūlymo reguliavimo įgyvendinimą. Nors oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas buvo nuolat tobulinamas, tačiau visi per dešimtmetį atlikti pakeitimai tik detalizavo jau pasirinktą oficialaus siūlymo reguliavimą. Tačiau pats principas, kaip turėtų atrodyti iš tiesų veiksmingas oficialaus siūlymo

84 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas," redakcija, galiojusi nuo 2010 m. birželio 22 d.

85 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas", redakcija, galiojusi nuo 2010 m. birželio 22 d. Aiškinamasis raštas. Vertybinių popierių įstatymas, redakcija, įsigaliojusi nuo 2013 m. sausio 30 d.

86 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas", redakcija, įsigaliojusi nuo 2015 m. sausio 1 d.

87 Ibid.

teisinis reguliavimas Lietuvoje, kokia turėtų būti Lietuvos pozicija dėl valdybos vaidmens, „persilaužimo“ nuostatų iš naujo dalykiškai svarstomas nebuvo.

1.4. Diskrecinės gynybos priemonės, kurias galima panaudoti oficialaus siūlymo metu

Poskyryje apžvelgsime diskrecinės oficialaus siūlymo baigtimi suinteresuotų asmenų gynybos priemones, kurias galima panaudoti oficialaus siūlymo metu.

Pagal Direktyvos 2004/25 9 straipsnį, pasiūlymą gaunančios bendrovės valdyba (pagal Direktyvą 2004/25, į šią sąvoką įeina ir valdyba, ir stebėtojų komisija) pasiūlymo teikimo laikotarpiu prieš imdamasi bet kurių veiksmų, kurie gali sužlugdyti pasiūlymą, privalo gauti išankstinį visuotinio akcininkų susirinkimo įgaliojimą. Direktyvos 2004/25 11 straipsnis iš esmės nustato, kad oficialaus siūlymo teikimo metu tampa negaliojantys bet kokie įstatais, akcininkų tarpusavio, bendrovės ir akcininkų susitarimais nustatyti vertybinių popierių perleidimo apribojimai. Tačiau, kaip jau esame minėję savo darbe, politinį kompromisą dėl Direktyvos 2004/25 priėmimo pavyko priimti tik po to, kuomet valstybės narės susitarė direktyvos nuostatų taikymą dėl gaunančios pasiūlymą bendrovės valdybos įpareigojimų oficialaus siūlymo metu (9 straipsnis) bei „persilaužimo“ nuostatų (11 straipsnis) palikti valstybių narių diskrecijai.

Esant galimybei rinktis, Lietuva teise atsisakyti taikyti minėtas Direktyvos 2004/25 9, 11 straipsnio nuostatas nepasinaudojo. Tad Lietuvoje, vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo 40 straipsnio 4 – 6 dalimis, bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, valdymo ir (ar) priežiūros organams draudžiama atlikti veiksmus, kurie labai pablogintų šios bendrovės finansinę būklę ar kitaip kliudytų įgyvendinti oficialų siūlymą, o draudimas kliudyti įgyvendinti oficialų siūlymą netaikomas, jeigu tokiems veiksmams pritaria bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas ir kuri įsteigta Lietuvos Respublikoje, visuotinis akcininkų susirinkimas. Bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, valdymo ar priežiūros organas, prieš imdamasis veiksmų, kurie gali sužlugdyti sėkmingą oficialaus siūlymo rezultatą, išskyrus alternatyvių siūlymų ieškojimą, taip pat prieš išleisdamas vertybinius popierius, dėl kurių atsirastų ilgalaikė kliūtis oficialaus siūlymo teikėjui įgyti daugiau kaip 1/3 balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, privalo gauti išankstinį visuotinio akcininkų susirinkimo pritarimą.

Kartu pažymėtina, kad vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo 41 straipsnio 1 - 2 dalimis, oficialaus siūlymo įgyvendinimo laikotarpiu oficialaus siūlymo teikėjui netaikomi jokie vertybinių popierių perleidimo apribojimai, nustatyti bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, įstatuose, šios bendrovės ir jos vertybinių popierių savininkų susitarimuose arba šios bendrovės vertybinių popierių savininkų susitarimuose. Visuotiniame akcininkų susirinkime, kuriame sprendžiami klausimai dėl oficialaus siūlymo baigtimi suinteresuotų asmenų gynybos priemonių dėl teikiamo oficialaus siūlymo, negalioja jokie balsavimo teisių apribojimai, nustatyti bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, įstatuose, šios bendrovės ir jos vertybinių popierių savininkų susitarimuose arba šios bendrovės vertybinių popierių savininkų susitarimuose[88].

88 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 41 straipsnyje taip pat nurodomas kelis balsus suteikiančio vertybinio popieriaus teisių apribojimas iki vieno balso, nors Lietuvoje dauginiai vertybiniai popieriai yra uždrausti.

Taigi Lietuva tapo viena iš nedaugelio Europos Sąjungos valstybių narių[89], kuri savo teisėje įgyvendino abu - 9 ir 11 - Direktyvos 2004/25 straipsnius. Lietuvoje jas įgyvendinant apskritai nekilo praktinių klausimų. Autoriaus nuomone, taip įvyko dėl to, kad perkeliant Direktyvą 2004/25 į Lietuvos teisę, minėtos bene daugiausiai diskusijų susilaukusios Direktyvos 2004/25 nuostatos apskritai detaliai analizuojamos nebuvo. Todėl verta pasigilinti, kokios galėjo būti to priežastys Lietuvoje ir ar pasirinktasis diskrecinių nuostatų perkėlimo modelis pasirodė efektyvus.

1.4.1. Apribojimų, susijusių su vadovų teise atmesti oficialų siūlymą, įgyvendinimas Lietuvoje

Išanalizavus kitų valstybių narių praktiką įgyvendinant Direktyvos 2004/25 9 ir 11 straipsnių nuostatas, pasirodė, kad Lietuva kaip ir daugelis kitų valstybių narių (jas taip pat perkėlė Austrija, Kipras, Čekijos Respublika, Estija, Prancūzija, Graikija, Airija, Italija, Portugalija, Slovakija, Ispanija, Švedija, Jungtinė Karalystė, iš dalies - Suomija, Rumunija)[90] įtvirtino ribojimus vadovams spręsti už akcininkus dėl oficialaus siūlymo priėmimo. Lietuvos atveju, manytume, kad šis pasirinkimas turėtų būti vertinamas palankiai. Tam yra kelios priežastys.

Pirma, reikėtų sutikti su tais, kurie mano, kad išimčių darymas veda prie fragmentiško reguliavimo[91], kuris investuoti ketinantiems bendrovės perėmėjams sukelia papildomą riziką, kad siūlomais pokyčiais nepatenkinta vadovybė imsis nesąžiningų ir priešingų perėmėjo interesams veiksmų, siekdama sustabdyti oficialų siūlymą (pavyzdžiui, išleis papildomą emisiją, sukurs papildomus balsavimo teisių apribojimus ir pan.[92]). Tokios nuomonės laikosi ir Europos Komisija, išimtis vadindama viena iš svarbiausių priežasčių, trukdančių sukurti nuodugniai suvienodintas perėmimų taisykles Europos Sąjungoje[93].

Antra, diskrecijos teise dėl valdybos teisių pasinaudojo iš esmės tik tos valstybės, kurios turėjo specifinį per ilgą laiką susiklosčiusį teisinį reguliavimą ir kurio nepageidavo atsisakyti, dažniausiai dėl politinių motyvų[94]. Vienintelė Malta yra valstybė narė, kuri nusprendė nusistatyti išimtį, leidžiančią vertybinių popierių emitento vadovams atmesti

89 Plačiau: „Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids". Europos Komisija. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf.

90 Dirk Van Gerven, *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe* (Kembridžas: Cambridge University Press, 2010), 142.

91 Vanessa Edvards, "The Directive on Takeover Bids - Not Worth the Paper it's Written on?" *European Company and Financial Law Review* 1, 4 (2004): 417; Luca Enriques, „European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach," *European Bussiness Law Review* 22 (2011): 629-630.

92 Scott V. Simpson ir Lorenzo Corte, "European overview: EU Directive Fails To Harmonize Takeovers" *International Financial Law Review* 15 (2005): 15, http://www.iflr.com/Article/2027907/European-over; Klaus J. Hopt, "Takeover regulation in Europe — The battle for the 13th directive on takeovers," *Australian Journal of Corporate Law* 15 (2002): 12.

93 Plačiau apie politinius motyvus: Enriques Luca ir Ronald J. Gilson, "The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)" *Harvard Business Law Review* 4, 1 (2014): 85-127; *ECGI - Law Working Paper No. 212; Columbia Law and Economics Working Paper No. 450; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 444. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2258926 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2258926*

94 Beate Sjafjell, Towards a sustainable European company law: a normative analysis of the objectives of EU law, with the Takeover Directive as a test case (Ostinas: Wolters Kluwer Law & Business, 2009), 426-427.

siūlymą, nors anksčiau tokio valdybos teisių mechanizmo neturėjo[95]. Kadangi Direktyvos 2004/25 įgyvendinimo metu Lietuva apskritai neturėjo modernaus ir detalaus oficialaus siūlymo reguliavimo, jai nebuvo tikslinga formuoti išlygas dėl to, kas Lietuvoje praktiškai neegzistuoja. Pritaikius išimtį, Lietuvoje sukūrus oficialaus siūlymo baigtimi suinteresuotų asmenų gynybos priemones perėmimų metu, perimamos bendrovės vadovybė galėtų priimti sprendimus, kurie nebūtinai būtų palankūs akcininkams. Autoriaus nuomone nei teisiniu, nei politiniu požiūriu toks pasirinkimas Lietuvai nebūtų buvęs tikslingas.

1.4.2. Apribojimų, susijusių su „persilaužimo" nuostatomis, įgyvendinimas Lietuvoje

Nuspręsdama įgyvendinti Direktyvos 2004/25 11 straipsnio nuostatas dėl akcininkų teisių oficialaus siūlymo metu, Lietuva tapo viena iš nedaugelio valstybių narių, kurios minėtą straipsnį perkėlė į nacionalinę teisę (be Lietuvos, dar Latvija[96] ir iš dalies Estija[97]). Todėl kyla klausimas, kodėl 99 procentų Europos kapitalo rinkos[98] nusprendė pasinaudoti minėta diskrecija ir ar Lietuvai nereikėjo pasekti jų pavyzdžiu.

Priimant Direktyvą 2004/25, Europos Komisija, vadovaudamasi Jaap Winters pranešimu, akcentavo būtinybę išlaikyti „persilaužimo" nuostatą siekiant Europos Sąjungoje efektyvaus perėmimų reguliavimo. Buvo teigiama, kad nuostatos, pagal kurias perėmimo metu negalioja susitarimai, draudžiantys perleisti bendrovės akcijas, atsiranda dauginių balsavimo teisių apribojimai, nors ir susilaukė valstybių narių kritikos, leis išsaugoti nacionalinius bendrovių teisės ypatumus, tačiau su tam tikromis specifinėmis išimtimis oficialaus siūlymo atveju[99].

Iš kitos pusės, daugelis valstybių narių reikalavo, kad 11 straipsnis nebūtų privalomas taikyti dėl įvairių priežasčių. Pavyzdžiui, prieš priimant Direktyvą 2004/25, Vokietija nuogąstavo, kad „persilaužimo" taisyklės apribos Vokietijos teises išlaikyti Volkswagen Group kontrolę[100] ar kitų politiškai svarbių įmonių kontrolę[101]. Kitos valstybės, kaip Suomija, Prancūzija, Ispanija[102], savo nacionalinėje teisėje buvo reglamentavusios galimybę turėti vertybinius popierius, suteikiančius daugiau nei vieną balsą. Taigi minėtos valstybės narės iš esmės kritikavo „persilaužimo" nuostatas tik dėl to, kad jomis buvo siekiama iš esmės pakeisti nacionalinius bendrovių teisių valdymo ir sprendimo priėmimo ypatumus. Tikėtina, kad likusi valstybių narių dauguma, pamačiusi, jog didžiosios valstybės narės nusprendė minėtos nuostatos netaikyti, taip pat nutarė šia galimybe pasinaudoti.

---

95 Marco Ventoruzzo, "Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe," *Bocconi Legal Studies Research Paper* 2 (2008): 14.

96 "Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids," European Comission, 2007 m. vasario 21 d., http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

97 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, P 42. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

98 European Comission, *op. cit.*, 5 priedas, p. 19.

99 *Ibid.*, p. 4.

100 Klaus J. Hopt, "Takeover regulation in Europe — The battle for the 13th directive on takeovers," *Australian Journal of Corporate Law* 15 (2002): 13; Klaus J. Hopt, "Takeover defenses in Europe: A comparative, theoretical and policy analysis," *Columbia Journal of European Law* 20, 2 (2014): 23.

101 John W. Cioffi, "Restructuring "Germany Inc.": The Politics of Company and Takeover Law Reform in Germany and the European Union," *24 LAW & POL'Y* 355 (2002): 11-13.

102 Klaus J. Hopt, *op. cit.*, p. 17.

Netaikančiai „persilaužimo“ nuostatos valstybei narei būtų prireikę papildomų Vertybinių popierių įstatymo pakeitimų, kurie galėtų detalizuoti „persilaužimo“ išimties reguliavimą. Antai Direktyvos 2004/25 12 straipsnio 2 dalis numato, kad valstybei narei pasinaudojus suteikta galimybe netaikyti „persilaužimo“ nuostatų, ji privalo bendrovėms, kurių registruota vieta yra jų teritorijoje, sudaryti galimybę atšaukti, pasirinkti, ar taikyti „persilaužimo“ nuostatas. Be to, valstybės narės gali leisti bendrovėms, kurios taiko „persilaužimo“ taisyklę, minėtos taisyklės netaikyti tuo atveju, jeigu perėmimo pasiūlymą yra pateikusi bendrovė, kuri „persilaužimo“ taisyklės netaiko, arba bendrovė, kurią „persilaužimo“ taisyklės netaikanti bendrovė tiesiogiai ar netiesiogiai kontroliuoja (12 straipsnio 3 dalis).

Pasirinkdama taikyti išimtį, Lietuva papildomai būtų turėjusi: 1) sukurti teisinį mechanizmą, pagal kurį bendrovė turi teisę pasirinkti, kad jai būtų taikomos Direktyvos 2004/25 9 straipsnio nuostatos; 2) priimti politinį sprendimą, ar Lietuvos vertybinių popierių emitentams leisti atsisakyti prisiimtų įsipareigojimų Direktyvos 2004/25 12 straipsnio 3 dalyje nurodytais atvejais. Tuo tarpu Lietuvai nepasinaudojus išimtimi, joje oficialaus siūlymo metu turėjo negalioti jokie susitarimai ir įstatuose nustatytos taisyklės, lemiančios akcijų perleidimo ribojimus. Taigi vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo nuostatomis, perėmimo metu akcininkų susitarimai, kuriuose susitariama dėl, pavyzdžiui, vertybinių popierių išlaikymo tam tikrą laikotarpį, nedalyvavimo oficialiame siūlyme atėjus instituciniam investuotojui, netektų galios. Kartu negaliotų ir bet kokios dauginės balsavimo teisės (nors, mūsų nuomone, Lietuvoje nukrypti nuo principo „vienas balsas – viena akcija“ ir taip yra draudžiama[103]).

Tikėtina, kad viena iš priežasčių, kodėl Lietuva nepasinaudojo išimtimi, buvo siekimas išvengti teisinio neapibrėžtumo, juolab, kad Direktyva 2004/25 į Lietuvos teisę buvo perkeliama, Lietuvai nedalyvavus Europos Sąjungos politinėse derybose dėl Direktyvos 2004/25 priėmimo. Lietuvai įstojus į Europos Sąjungą, oficialaus siūlymo institutas buvo pradinėje formavimosi stadijoje. Tad tikėtina, kad diskrecijos taikymas, papildomų taisyklių kūrimas, kurių praktinė nauda tuo metu neatrodė aktuali, nulėmė pasirinkimą iš viso uždrausti minėtus susitarimus, kaip to tiesiogiai reikalavo Direktyva 2004/25. Prisimenant, kad Lietuvoje „persilaužimo“ nuostatos nebuvo įprastos, įstatymų leidėjui paprasčiau pasirodė nuostatą tiesiog perkelti.

Vis dėlto toks Lietuvos pasirinkimas kelia rimtų abejonių. Mūsų vertinimu, Lietuvoje egzistuojantis teisinis oficialaus siūlymo reguliavimas dėl apribojimų, susijusių su oficialaus siūlymo įgyvendinimu, ateityje galėtų sukelti praktinių oficialaus siūlymo reguliavimo įgyvendinimo problemų. Todėl Lietuvos pasirinkta pozicija turėtų būti keičiama, t. y. Lietuva, kaip ir dauguma kitų valstybių narių, ateityje turėtų pasirinkti taikyti „persilaužimo“ išimtis.

Lietuvoje pasirinkimą taikyti „persilaužimo“ išimtis skatintų keletas priežasčių. Visų pirma, toks Lietuvos pasirinkimas būtų suderinamas su dabartine Europos Sąjungos politika. Europos Komisija nurodė, kad diskrecinį „persilaužimo“ reguliavimą Europos Sąjungoje laiko efektyviu ir nemato priežasčių, dėl kurių „persilaužimo“ taisyklė

103 Reikėtų pastebėti, kad tam tikrais atvejais Vertybinių popierių įstatymo nuostatos gali būti taikomos ir užsienyje įsteigtai bendrovei, jeigu jos vertybiniais popieriais prekiaujama Lietuvoje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje. Nors praktikoje tokių atvejų nėra pasitaikę, tačiau teoriškai tokios bendrovės galėtų turėti ir kitokius balso teisių skaičiavimo mechanizmus.

turėtų tapti imperatyvia[104]. Žvelgiant iš Europos Sąjungos politikos pusės, ši pozicija reiškia, kad galimybė taikyti išimtis dėl „persilaužimo" Europos Sąjungoje artimiausiu metu neketinama panaikinti. Taigi galima daryti išvadą, kad papildomi Vertybinių popierių įstatymo pakeitimai būtų suderinami su tolimesne Europos Sąjungos politika (t. y., situacija, kad po pakeitimų padarymo Europos Komisija pateiktų Direktyvos 2004/25 pakeitimus, kurie uždraustų „persilaužimo" diskreciją, neturėtų susiklostyti).

Antra, dabartinė oficialaus siūlymo įgyvendinimo praktika galėtų būti laikoma prieštaraujančia galiojančioms Vertybinių popierių įstatymų nuostatoms.

Institucinis investuotojas, prieš įsigydamas bendrovės, kurios vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, kontrolinį akcijų paketą, dažnai savo ketinimą aptaria su bendrovės vadovybe[105], daro išsamų bendrovės teisinį ir apskaitos auditą, tiria valstybės narės, kurioje bendrovė yra įsisteigusi, teisinį reguliavimą. Jeigu perėmimas yra palankiai vertinamas kitų stambiųjų akcininkų, minėti stambesni investuotojai, kurie žino apie planuojamą kontrolės pasikeitimą, gali sudaryti susitarimus, pagal kuriuos sutinka tam tikrą laiką išlaikyti savo vertybinius popierius (kartu ir nedalyvauti privalomame oficialiame siūlyme supirkti vertybinius popierius). Tokie susitarimai tarp akcininkų sudaromi dėl įvairių priežasčių, pavyzdžiui, siekiant išlaikyti bendrovės strategijos nuoseklumą, siekiant stabilizuoti bendrovės rinkos kainą, siekiant užtikrinti tam tikro projekto, kuriam vienas ar kitas akcininkas turi reikšmingą įtaką (per savo verslo ir kitus ryšius) įvykdymą, kartu ir siekiant pritraukti naująjį investuotoją, kuris nori būti tikras, kad jam nekils rizikos supirkti visas akcijas.

Tačiau Vertybinių popierių įstatyme esant imperatyviam leidimui parduoti savo turimus vertybinius popierius oficialaus siūlymo metu, kyla klausimas, ar tai padariusiam akcininkui gali kilti atsakomybė už akcininkų susitarimo nesilaikymą. Dėl minėtos nuostatos taikymo nesant teismų praktikos, o įstatyme tokių situacijų nedetalizuojant[106], nėra aišku, kaip tokį atvejį vertintų teismas ginče dėl akcininkų sutarties pažeidimo. Minėtos Vertybinių popierių įstatymo nuostatos gali lemti, kad susitarimas išlaikyti bendrovės akcijas perėmimo metu galėtų būti laikomas prieštaraujančiu imperatyvioms įstatymų nuostatoms. Tuomet akcininkų susitarimą pažeidęs asmuo galėtų išvengti pareigos atlyginti dėl susitarimo nesilaikymo perėmimo metu atsiradusius kitų akcininkų susitarimo šalių nuostolius[107].

104 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), p. 10. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

105 Petri Mantysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law* (Heidelbergas: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010), 399.

106 Jaap Winter, Jan Schans Christensen ir Jose Maria Garrido Garcia, *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids* (Briuselis, 2002), http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf

107 Plačiau apie akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės: Virginijus Bitė, Julija Kiršienė, *Akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės įsigyti parduodamas akcinas teisinis vertinimas* (Vilnius: Jurisprudencija, 2008), 107.

Vis dėlto mūsų vertinimu, minėti susitarimai neturėtų būti laikomi trukdymu tinkamam oficialaus siūlymo įgyvendinimui. Priešingai – susitarimai galėtų užtikrinti teisinį apibrėžtumą[108], verslo strategijos nuoseklumą, darbuotojų apsaugą perėmus vertybinių popierių emitento kontrolę, taip pat užtikrintų, kad oficialiu siūlymu galėtų pasinaudoti tie akcininkai, kurie nežinojo ir nepritarė pasikeitusiai kontrolei. Kita vertus, minėti išankstiniai susitarimai gali turėti reikšmingą neigiamą įtaką akcininkui, kuris už galbūt jam labai patrauklią kainą norėtų, tačiau negalėtų parduoti vertybinių popierių vien dėl sudaryto susitarimo[109]. Pavyzdžiui, gali pasitaikyti atvejų, kuomet akcininkai yra vienas kitam įsipareigoję akcijas išlaikyti tam tikrą laikotarpį. Asmeniui ar asmenų grupei įsigijus bendrovės akcijų dalį, prieš tai (iki sužinant apie perėmimą) sudaryto susitarimo šalis, dalyvaudama oficialiame siūlyme, pažeistų pasirašytą akcininkų sutartį. Lietuvos teisės aktams draudžiant oficialaus siūlymo metu egzistuoti susitarimams, kyla klausimas dėl jų teisėtumo.

Trečia, vertybinių popierių emitentų teisė pasirinkti dėl „persilaužimo" nuostatų taikymo užtikrintų kapitalo rinkos lankstumą[110]. Įvertinusios poreikį pritraukti užsienio kapitalą, bendrovės turėtų galimybę pačios apsispręsti, kokių nuostatų laikytis, apie tai iš anksto pranešę Priežiūros institucijai. Lietuvoje vertybinių popierių emitentai labai skiriasi – vienų emitentų kapitalizacija siekia vos kelis milijonus eurų, o kitų – kelis šimtus milijonų eurų; vieni emitentai nori pritraukti institucinių investuotojų, o kitų didžiausi akcininkai yra Lietuvos Respublika ar jos valdomos įmonės. Priklausomai nuo bendrovės ypatumų, diskrecija leistų kiekvienam vertybinių popierių emitentui pasirinkti sau priimtiną modelį[111].

Ketvirta, „persilaužimo" išlyga galėtų prisidėti prie Lietuvos kapitalo rinkos plėtimosi, reguliuojamoje rinkoje užtikrinant didesnį Lietuvos Respublikos valdomų įmonių laisvų akcijų kiekį. Teigtina, kad Lietuvos kapitalo rinkai vystantis yra būtina pritraukti naujų emitentų[112]. Vienas iš būdų tai padaryti - valstybės įmonių akcijų pirminis viešas siūlymas. Tačiau kai kurios valstybės valdomos įmonės yra laikomos turinčiomis strateginę reikšmę[113]. Dalis šių įmonių (pavyzdžiui, AB „Klaipėdos nafta", valstybės kontroliuojamos

108 Vertėtų atkreipti dėmesį, kad Lietuvai nusprendus pasinaudoti minėta diskrecija, Direktyvos 2004/25 12 str. 2 d. įpareigoja sukurti reguliavimą, pagal kurį emitentui suteikiama galimybė, kurią galima atšaukti, pasirinkti, ar taikyti vadinamąsias persilaužimo nuostatas. Iš vienos pusės, minėta Direktyvos 2004/25 nuostata galėtų būti vertinama kaip tam tikro nevienodumo palikimas (vieni Lietuvoje įsteigti emitentai vadovautųsi išimtimi, o kiti – ne). Tačiau sistemiškai analizuojant Direktyvos 2004/25 12 str. 2 d. kartu su preambulės 21 – 22 p. matyti, kad emitentas turėtų iš anksto (turėdamas galimybę tokį sprendimą atšaukti) pasirinkti, ar jo akcininkai turės galimybę pasinaudoti „persilaužimo" nuostatomis. Taigi ketinantis vykdyti perėmimą asmuo ar jų grupė turėtų teisinį aiškumą (apibrėžtumą), ar perimant „persilaužimo" nuostatos emitentui yra taikomos, ar ne.

109 *Ibid*., p. 5.

110 Beate Sjafjell, Towards a sustainable European Company Law: a Normative analysis of the objectives of EU law, with the Takeover Directive as a test case (Ostinas: Wolters Kluwer Law & Business, 2009), 426–427.

111 Yra autorių, kurie teigia, kad diskrecija turėtų būti dar platesnė, t.y. galimybė pasirinkti, ar taikyti privalomo oficialaus siūlymo taisyklę būtų sprendžiama ne valstybės narės lygmeniu, o kiekvienos bendrovės pasirinkimu. Luca Enriques, Ronald J.Gilson, Alessio M. Pacces, "The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)," *Harvard Business Law Review* 4, 1 (2014), 4.

112 „Kapitalo pritraukimas" *Nasdaq baltic*, http://www.nasdaqbaltic.com/lt/paslaugos-ir-produktai-2/vertybiniu-popieriu-listingas/kode-naudinga-listinguotis/

113 „Lietuvos Respublikos strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių ir įrenginių bei kitų nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbių įmonių įstatymas," *Valstybės žinios* 103, 4604 (2002).

įmonės energetikos sektoriuje) yra įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje. Dėl kitų valstybės kontroliuojamų įmonių įtraukimo iki šiol vyksta nemažai diskusijų: teigiama, kad toks valstybės veiksmas yra būtinas Lietuvos kapitalo rinkos plėtrai bei bendrovių skaidrumui[114], tikėtina, kad tokiu būdu atsiranda galimybė strategiškai svarbios įmonės vertybinius popierius įsigyti asmenins, kurių interesai gali būti priešingi Lietuvos Respublikos interesams, taigi perėmimas galėtų turėti neigiamos įtakos Lietuvos Respublikos turto valdymo strategijai.

Į Vertybinių popierių įstatymą įtraukus bendrovės teisę pasirinkti dėl „persilaužimo" nuostatų taikymo, Lietuvos Respublika, būdama didžiausia akcininke, galėtų pasirinkti tokį teisinį reguliavimą, kuris perėmėjams įtvirtintų papildomus teisinius saugiklius. Priešingai dabartiniam strateginę reikšmę turinčių emitentų reguliavimui, minėtas mechanizmas būtų suderintas su Direktyvos 2004/25 nuostatomis. Antai, dabar strateginę reikšmę turinčių įmonių akcininkams (nuo 1/20 įmonės dalies) yra keliami papildomi reikalavimai ir daromas papildomas vertinimas dėl asmens atitikimo nacionalinio saugumo interesams. Minėtų nuostatų nesuderinus su Vertybinių popierių įstatymo (Direktyvos 2004/25) nuostatomis, pagal kurias privalomam oficialiam siūlymui nėra taikomos jokios išimtys, gali susiklostyti praktinių problemų dėl Lietuvos Respublikos strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių ir įrenginių bei kitų nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbių įmonių įstatymo ir Vertybinių popierių įstatymo konkurencijos. Pavyzdžiui, investuotojui uždraudus įsigyti Strateginės reikšmės įmonės, kurios vertybiniais popieriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, akcijų paketą, jis galėtų kreiptis į teismą teigdamas, kad nacionalinis reguliavimas nėra suderinamas su Direktyvos 2004/25 nuostatomis, nes be pagrindo draudžia perimti bendrovės kontrolę.

Penkta, Europos Komisijos nuomone[115], „persilaužimo" išimtys netrukdo efektyviam oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo formavimuisi. Šiai nuomonei pritaria ir Klaus J. Hopt, teigdamas, kad priėmus Direktyvą 2004/25, akademinis diskursas per daug kritikavo Direktyvos 2004/25 diskrecijas, kurios pasirodė pakankamai efektyvios[116], taip pat - Beate Sjafjell, teigianti, kad valstybių narių bendrovės, kuriose taikomos „persilaužimo" nuostatos, konkurencijos požiūriu yra akivaizdžiai prastesnėje padėtyje[117]. Valstybės narės, kurios pasirinko netaikyti „persilaužimo" nuostatų ir papildomai leido valstybių narių bendrovėms savo nuožiūra taikyti išimtis tais atvejais, kai perėmėjo įmonė taip pat netaiko minėtų nuostatų, o bendrovė nusprendžia jas taikyti, atsidūrė daug lankstesnėje ir palankesnėje padėtyje[118].

Šešta, Lietuvoje egzistuojančio teisinio oficialaus siūlymo reguliavimo dėl apribojimų, susijusių su oficialaus siūlymo įgyvendinimu, pokyčiai reikalingi ir dėl to, kad kai kurios nuostatos Lietuvoje nėra tinkamai suderintos su Direktyvos 2004/25 nuostatomis. Vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo 41 straipsnio 7 dalimi, visi teisių turėtojų nuos-

114 Vytautas Šenavičius, „Oficialus siūlymas: viltys ir nusivylimai." Žurnalas „Investuok" 6 (2015).

115 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 10. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

116 Klaus J. Hopt, "European Takeover Reform of 2012/2013 — Time to Re-examine the Mandatory Bid," *European Business Organization Law Review* 15, 02 (2014): 156.

117 Beate Sjafjell, Towards a sustainable European company law: a normative analysis of the objectives of EU law, with the Takeover Directive as a test case (Ostinas: Wolters Kluwer Law & Business, 2009), 426-427.

118 Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter ir Eddy Wymeersch, Reforming Company and Takeover Law in Europe (Oksfordas: Oxford University Press 2004), 3-20.

toliai, atsiradę taikant apribojimus, susijusius su oficialaus siūlymo įgyvendinimu, turi būti teisingai kompensuojami. Oficialaus siūlymo teikėjas privalo kompensavimo tvarką nustatyti cirkuliare, o ginčai dėl kompensacijų sprendžiami teisme. Analizuojant Vertybinių popierių įstatymo nuostatas išeitų, kad praktikoje akcininkui, kuris pagal akcininkų sutartį nedalyvauja oficialiame siūlyme, už tai turėtų būti kompensuojama. Turint omenyje, kad kompensavimo mechanizmas galioja ir bendrovei, atrodytų, kad bendrovė taip pat galėtų reikalauti iš perėmėjo kompensacijos už egzistuojančias įstatų nuostatas, kurios ribojo perėmimo galimybes, tačiau perėmimo metu tapo negaliojančiomis. Taigi pagal Vertybinių popierių įstatymo 41 straipsnio 7 dalį išeitų, kad Lietuvoje vertybinių popierių emitentai visgi gali turėti dauginių balso teisių suteikiančių akcijų, taip pat gali pasinaudoti bendrovės ar tarp akcininkų sutartais mechanizmais, siekdami sustabdyti planuojamą kontrolės perėmimą, nes yra numatytas tokių teisių apribojimo kompensavimo mechanizmas.

Iš Europos Komisijos dokumentų, kurie buvo parengti gavus informaciją iš Lietuvos Respublikos institucijų[119], matyti, kad Lietuvoje „persilaužimo" nuostatos yra perkeltos. Todėl susiklosto ydinga situacija, kuomet nepaisant to, kad įstatymai draudžia susitarimus perėmimo metu, jeigu vis dėlto tokie būtų, už jų nevykdymą perėmėjas turėtų kompensuoti. Paradoksas - iš neteisėtų susitarimų atsirastų teisėtas reikalavimas prašyti kompensacijos. Aiškinantis, ką įstatymų leidėjas minėta nuostata turėjo galvoje, atkreipiame dėmesį, kad ši nuostata Vertybinių popierių įstatyme atsirado perkeliant Direktyvos 2004/25 nuostatas į Lietuvos teisę (2006 metais[120]) ir nuo to laiko nebuvo keičiama. Tad galima manyti, kad Lietuva minėtą nuostatą perkėlė manydama, jog tokią pareigą turi pagal Direktyvą 2004/25.

Vadovaujantis Direktyvos 2004/25 12 straipsnio 5 ir 6 dalimi, panašios nuostatos išties egzistuoja ir tam tikrais atvejais akcininkai gali reikalauti sąžiningos kompensacijos. Kai kurie autoriai tačiau teigia, kad iš Direktyvos 2004/25 nuostatų nėra aišku, kas minėtą kompensaciją turėtų mokėti[121] - ar valstybė narė, nusprendusi įgyvendinti „persilaužimo" taisykles, ar perėmėjas, dėl pakeistų taisyklių galintis lengviau įvykdyti perėmimą. Vieni galvoja, kad kompensavimo taisykles ir tvarką nustato valstybės narės[122], o kiti - kad kompensavimo pareiga vienareikšmiškai kyla perėmėjui[123]. Pagal Europos Komisijos[124] bei ekspertų, kurie prisidėjo prie Direktyvos 2004/25 rengimo, nuomonę[125], kompensavimo pareiga iš tiesų kyla perėmėjui. Perėmėjo pareiga kompensuoti nuostolius yra įtvirtinta ir Lietuvoje.

119 "Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids" Europos Komisija, žiūrėta 2016 m. spalio 6 d. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf. Europos Komisijos ataskaita buvo parengta vadovaujantis valstybių narių pateikiamais duomenimis.

120 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo redakcija, galiojusi nuo 2006 m. birželio 22 d.

121 Frank S. Benyon, *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms: From Maastricht to Lisbon* (Londonas: Bloomsbury Publishing, 2010), 69.

122 Jonathan Mukwiri, *Takeovers and the European Legal Framework: A British Perspective* (Jungtinė Karalystė: Routledge-Cavendish, 2009), 64.

123 Alessio Pacces, *Rethinking Corporate Governance – The Law and Economics of Control Powers* (Niujorkas: Routledge, 2012), 390.

124 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 311-312. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

125 Jaap Winter, Jan Schans Christensen ir Jose Maria Garrido Garcia, *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids* (Briuselis, 2002), 35 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf

Išsamiau išanalizavus minėtos Direktyvos 2004/25 nuostatas, galima daryti išvadą, kad Lietuvoje nuostatos dėl kompensavimo mechanizmų vis dėlto nėra teisingai perkeltos.

Visų pirma, aptardami Lietuvoje įgyvendintą kompensavimo mechanizmą, turėtume pažymėti, kad Direktyva 2004/25 nurodytos kompensacijos tikslas – smulkiųjų akcininkų apsauga tuo atveju, kuomet dėl Direktyvos 2004/25 įgyvendinimo yra pakeičiamos iki tol galiojusios taisyklės (pavyzdžiui, panaikinamos dauginės balsavimo teisės, kiti apribojimai ir susitarimai, kuriais pagal bendrovių įstatus ar akcininkų susitarimus buvo naudojamasi). Todėl kompensavimas turėtų būti suprantamas kaip būtina priemonė atlyginti tiesioginius akcininkų nuostolius dėl pasikeitusių taisyklių. Išanalizavus Direktyvos 2004/25 parengiamuosius dokumentus, paaiškėjo, jog juose buvo siekiama, kad iš principo perėmėjas tokios kompensacijos neturėtų siūlyti[126], o kompensacinis mechanizmas būtų taikomas tik išskirtiniais atvejais, kuomet dėl prarastų teisių yra patiriami specifiniai nuostoliai[127]. Tačiau priimtoje Direktyvoje 2004/25 kalbos apie teisę į kompensaciją tik išskirtiniais atvejais nebėra. Taigi kompensavimo mechanizmą galima suvokti ir plačiau nei buvo manoma Direktyvos 2004/25 rengimo metu. Šiaip ar taip, jis yra skirtas tam, kad akcininkai gautų tinkamą kompensaciją dėl balsų ar kitų teisių nusavinimo[128]. Mūsų nuomone, kiekviena valstybė narė galėtų pati nusistatyti savas kompensavimo taisykles, įvertindama nuostolių apimtį.

Pagal Lietuvos teisę dauginės balsavimo teisės yra draudžiamos, nėra kitų bendrovių teisėje egzistuojančių mechanizmų, kurių pagrindu akcininkai galėtų sustabdyti perėmimo procesą[129]. Be to, į Lietuvos teisę perkelta „persilaužimo" nuostata nėra detalizuota: nėra paaiškinama kituose teisės aktuose, ką galėtų reikšti minėta kompensacija. Jeigu sakysime, kad Lietuva nusprendė kompensavimo mechanizmą įgyvendinti plačiai (įstatyme nurodoma, kad kompensuojamos bet kokios prarastos teisės), į ją galėtų kreiptis reikalaudamas kompensacijos bet kuris akcininkas dėl bet kokių nuostolių. Pavyzdžiui, akcininkas, kuris yra įsipareigojęs tam tikrą laiką neparduoti savo turimų vertybinių popierių, galėtų kreiptis į teismą reikalaudamas atlyginti jo patirtus nuostolius dėl to, kad pagal susitarimą jis negalėjo dalyvauti oficialiame siūlyme. Kartu toks neapibrėžtumas susijęs su grėsme, kad minėta nuostata gali pasinaudoti oficialų siūlymą siekiantys sustabdyti akcininkai. Vertybinių popierių įstatyme yra nustatyta, kad kompensavimo tvarka nurodoma cirkuliare, taigi akcininkas galėtų ginčyti cirkuliarą ir reikalauti sustabdyti oficialų siūlymą.

Antra, Direktyvos 2004/25 preambulės 19 punkte rašoma, kad tais atvejais, kai vertybinių popierių savininkai patiria nuostolių dėl teisių panaikinimo, turėtų būti numatoma teisinga kompensacija, vadovaujantis valstybių narių nustatytomis techninėmis priemonėmis. Lietuvoje mes turime tik bendrą nuostatą, pagal kurią kompensavimo tvarką nustato cirkuliaras. Mūsų nuomone, nesant aiškumo, Direktyva 2004/25 perėmėją be pagrindo apsunkina: jis privalo iš anksto įvertinti, kokie gali būti nuostoliai ir kokiems akcininkams jie galėtų atsirasti, taip pat numatyti jų kompensavimo mechanizmą. Tačiau praktiškai tokią pareigą yra sunku įgyvendinti, nes perėmėjas gali ir nežinoti apie visus tarp akcininkų

126 *Ibid.,* p. 5.

127 *Ibid.,* p. 35.

128 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 311. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

129 Plačiau apie teisinius mechanizmus, kurie lėmė kompensavimo nuostatos atsiradimą Dirketyvoje 2004/25: Guido Ferrarini, "One Share – One Vote: A European Rule?" *Law Working Paper* 58 (2006): 4-6.

pasirašytus susitarimus. O įsipareigodamas kompensuoti bet kokius nuostolius, prisiima nepamatuotą riziką.

Atsižvelgiant į tai, kas buvo pasakyta, darytina išvada, kad Lietuvos įstatymų leidėjui yra tikslinga persvarstyti anksčiau priimtąjį politinį sprendimą, pagal kurį į Lietuvos teisę buvo perkeltos Direktyvos 2004/25 „persilaužimo“ nuostatos. Siekdami lankstaus ir investuotojų pritraukimą skatinančio teisinio reguliavimo, turėtume šalinti dėl to atsiradusį teisės aktų tarpusavio nesuderinamumą, o atsižvelgdami į tai, kad Lietuvos teisėje nėra dauginių balsavimo teisių, itin apriboti kompensavimo mechanizmų taikymo sąlygas perėmimo metu.

2. OFICIALAUS SIŪLYMO TEISINIO REGULIAVIMO ĮGYVENDINIMAS LIETUVOJE

Oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas Lietuvoje yra susijęs su dideliu praktinių ir teorinių klausimų ratu. Privalu atsakyti į klausimus, kaip vieną ar kitą teisės normą vertėtų suprasti, kaip ją taikyti. Pasitaiko atvejų, kada nėra aišku, ar tam tikros nuostatos turėtų būti įgyvendinamos teikiant privalomą oficialų siūlymą, ar siūlymo metu iš viso nėra aktualios. Teisinis neapibrėžtumas sukelia keblumų perėmėjui, siekiančiam tinkamai įvertinti prisiimamą riziką, Priežiūros institucijai, turinčiai pareigą prižiūrėti oficialaus siūlymo veikimą Lietuvoje, taip pat teismams, sprendžiantiems ginčus, kylančius tarp oficialiu siūlymu suinteresuotų asmenų.

Kaip išsiaiškinome pirmojoje šios disertacijos dalyje, Direktyva 2004/25 neįvedė visose valstybėse narėse vienodo privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo. Pamatinės Direktyvos 2004/25 nuostatos liko teorinės, bendros, o jų detalizavimas ir praktinis taikymas buvo paliktas įgyvendinti pačioms valstybėms narėms ir jų kompetentingoms institucijoms. Vis dėlto Europos Komisija politinių derybų metu akcentavo, kad visos išlygos, išimtys, daromos dėl valstybės narės nacionalinės teisės ar kultūrinių ypatumų, yra galimos tik tuomet, kai diskrecija nepažeidžia Direktyvoje 2004/25 esančių bendrųjų oficialaus siūlymo principų[130].

Pamatinių principų reikšmę pripažįsta ir Europos Sąjungos Teisingumo Teismas[131], ir mokslininkai, tiriantys oficialaus siūlymo institutą Europos Sąjungoje[132]. Lietuvoje reguliuojant oficialaus siūlymo institutą pagal oficialaus siūlymo nuostatas[133], yra vadovaujamasi tokiais principais:

1) visiems bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams turi būti taikomos vienodos oficialaus siūlymo sąlygos; jeigu asmuo įgyja tos bendrovės kontrolę, turi būti ginami kiti tos bendrovės vertybinių popierių savininkai;
2) oficialus siūlymas turi būti paskelbtas nepažeidžiant bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, oficialaus siūlymo teikėjo ar kitų su oficialiu siūlymu susijusių bendrovių vertybinių popierių rinkos skaidrumo ir vientisumo;
3) bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, vertybinių popierių savininkai turi turėti pakankamai laiko ir informacijos, kad galėtų priimti kompetentingą[134] sprendimą dėl oficialaus siūlymo; bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, valdymo organai, patardami vertybinių popierių savininkams,

130 Europos Komisijos aiškinamasis memorandumas prie Direktyvos 2004/25, 8.

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

132 Thomas Papadopoulos, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market* (Kipras: Kluwer Law International, 2008), 147.

133 Pažymėtina, kad Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 35 straipsnio 1 dalyje yra nurodoma, kad minėtų principų turėtų būti laikomasi taikant oficialų siūlymą reglamentuojančio skirsnio reikalavimus. Manome, kad oficialaus siūlymo bendrieji principai turėtų būti taikomi visam reguliavimui (Priežiūros insititucijos, su teikiamu oficialiu siūlymu susijusių asmenų teisėms ir pareigomis), o ne tik nustatytiems reikalavimams.

134 Direktyvoje 2004/25 nurodoma „properly informed decision". Taigi ši nuostata iš esmės yra susijusi su tinkamu informacijos pateikimu vertybinių popierių emitento akcininkams.

privalo pareikšti savo nuomonę dėl siūlymo įgyvendinimo poveikio užimtumui, darbo sąlygoms ir tos bendrovės verslo vietoms;

4) bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, valdymo organai privalo veikti atsižvelgdami į visos bendrovės interesus ir neatimti iš vertybinių popierių savininkų galimybės spręsti oficialaus siūlymo naudingumo klausimus;
5) bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, oficialaus siūlymo teikėjo ar kitų su oficialiu siūlymu susijusių bendrovių išleistiems vertybiniams popieriams neturi būti dirbtinai kuriamos rinkos, dėl kurių nenatūraliai didėtų ar mažėtų vertybinių popierių kainos ir būtų iškreiptas normalus rinkų veikimas;
6) oficialaus siūlymo teikėjas oficialų siūlymą turi teikti tik įsitikinęs, kad galės visiškai atsiskaityti pinigais, ir tik tada, kai bus ėmęsis visų pagrįstų priemonių dėl atsiskaitymo įvykdymo bet kokiu kitu būdu;
7) bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, veikla neturi būti ribojama ilgiau, negu pagrįstai būtina dėl oficialaus siūlymo įsigyti jos vertybinius popierius.

Vis dėlto nagrinėdami oficialaus siūlymo institutą Lietuvoje, pastebėjome, kad egzistuojantis teisinis reguliavimas ne visada yra pakankamai aiškus tam, kad užtikrintų efektyvų principų laikymąsi. Išanalizavus oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą, identifikavome praktinę ir teorinę problematiką, kurioje reikalingi patobulinimai. Ji yra susijusi su:

1. oficialaus siūlymo taikymo sritimi;
2. kontrolės perėmimo samprata;
3. išimčių taikymu: iš pareigos teikti oficialų siūlymą; leidžiant ar reikalaujant pakeisti oficialaus siūlymo kainą.

Neužpildžius minėtoje problematikoje esančių spragų, gali būti pažeidžiami oficialaus siūlymo teikėjo, smukiųjų akcininkų, perimamos bendrovės interesai. Toliau trumpai juos aptarsime.

2.1. Oficialaus siūlymo taikymo sritis

Nagrinėjant Direktyvos 2004/25 tekstą (vertimą į lietuvių kalbą), peršasi išvada, kad Direktyva 2004/25 buvo priimta dėl būtinybės apsaugoti valstybės narės teisės aktais reglamentuojamų bendrovių vertybinių popierių savininkų interesus, kai yra pateikiami pasiūlymai dėl tų bendrovių perėmimo arba kai keičiasi jų valdymas ir bent tam tikra jų vertybinių popierių dalimi leidžiama prekiauti valstybės narės reguliuojamoje rinkoje (Direktyvos 2004/25 preambulės 2 p., 1 str. 1 d.). Taigi pagal Direktyvą 2004/25 oficialaus siūlymo taikymo sritis yra ribota – jis taikomas tik kai įmonės vertybiniais popieriais ar jų dalimi galima prekiauti reguliuojamoje rinkoje, kaip ji yra suprantama pagal Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų (toliau – MIFID direktyva).

Direktyvoje 2004/25 vertybiniai popieriai apibrėžiami kaip perleidžiami ir suteikiantys balso teisę (Direktyvos 2004/25 2 straipsnio 1 dalies e) punktas). Todėl būtų galima daryti išvadą, kad Direktyva 2004/25 apimta oficialaus siūlymo taikymo sritis - įmonės, kurių visi ar dalis perleidžiamų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių yra įtraukti į reguliuojamąją rinką, kaip ji apibrėžta MIFID direktyvoje.

Tokiai Direktyvos 2004/25 taikymo sričiai pritaria ir Andreas Cahn bei David C. Donald, nurodydami, kad šiuo aspektu Europos Sąjungos reguliavimas nesiskiria nuo Jung-

tinių Amerikos Valstijų reguliavimo[135]. Tyrėjų nuomone, specialaus oficialaus siūlymo reguliavimo siekiama dėl kelių priežasčių. Specialus reguliavimas reikalingas tam, kad apsaugotų smulkiųjų akcininkų interesus (reguliuojamoje rinkoje esančios bendrovės vertybinių popierių gali įsigyti bet kuris asmuo, kuris turi teisę atsidaryti vertybinių popierių sąskaitą), gautų būtiną informaciją apie planuojamą perėmimą bei turėtų galimybę dėl kontrolės pasikeitimo pasitraukti iš perimamos bendrovės akcininkų. Smulkieji akcininkai žino tik dalį informacijos apie bendrovę, o likusi informacija yra prieinama tik stambesniems investuotojams. Smulkieji akcininkai gali nežinoti tikrųjų bendrovės perėmėjo motyvų, siūlymo priežasčių. Taigi atsiranda būtinybė tokius investuotojus apsaugoti.

Kiti autoriai, kaip antai Enriques, L., Gilson, R. J., Pacces A. M. mato ir kitas „specialaus reguliavimo" priežastis[136]. Teikiant pasiūlymą už perėmėjui priimtiną kainą ir teisingai įvertinus bendrovės perspektyvas, papildomai įsigyjamas vertybinių popierių kiekis iš smulkiųjų akcininkų gali ateityje atnešti papildomos vertės, kurią smulkiajam akcininkui įžvelgti yra sudėtingiau.

Vertybinių popierių įstatyme nurodoma, kad su oficialiu siūlymu susiję reikalavimai taikomi Lietuvos Respublikoje įsteigtiems nuosavybės vertybinių popierių emitentams. Oficialiems siūlymams dėl vertybinių popierių, kuriuos išleido ne Lietuvos Respublikoje įsteigtas nuosavybės vertybinių popierių emitentas, reikalavimai taikomi priklausomai nuo taikytinos teisės taisyklių. Pareiga teikti oficialų siūlymą kyla, jeigu asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijų, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia daugiau kaip 1/3 balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime. Peržengus šią ribą ir per Vertybinių popierių įstatyme nurodytą laiką akcijų neperleidus, kyla pareiga išpirkti likusias akcijas ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius (36 straipsnio 1 dalies 2 punktas).

Apibendrinant, būtų galima teigti, kad:

1. Pareiga teikti oficialų siūlymą gali kilti dėl Lietuvos Respublikoje ir ne Lietuvos Respublikoje įsteigtų nuosavybės vertybinių popierių emitentų vertybinių popierių;
2. Pareiga teikti oficialų siūlymą kyla, jeigu asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijų, kurios peržengia Vertybinių popierių įstatyme numatytą ribą;
3. Oficialus siūlymas taikomas dėl akcijų ir vertybinių popierių, patvirtinančių teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Atrodytų, kad oficialaus siūlymo taikymo sritis yra pakankamai aiški – iš principo jis teikiamas dėl bendrovės, kurios vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, balso teisę suteikiantiems vertybiniams popieriams įsigyti.

Tačiau praktikoje susiduriama su sunkumais identifikuojant, ar iš bendrovės, kuri pagal teisės aktus vis dar yra laikoma emitentu, tačiau jos vertybiniais popieriais nėra prekiaujama, būtų galima reikalauti teikti oficialų siūlymą. Be to, neseni Vertybinių popierių įstatymo pakeitimai išplėtė bendrovių, kurioms gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą,

135 Andreas Cahn ir David C. Donald, Comparative Company Law Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA (Kembridžas: Cambridge University Press, 2010), 43.

136 Luca Enriques, Ronald J. Gilson ir Alessio M. Pacces, "The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)," *Harvard Business Law Review* 4, 1 (2014): 99–102.

taikymo sritį nustatydami, kad ir kolektyvinio investavimo subjektams gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą.

Todėl pirmiausia oficialaus siūlymo reguliavimo ir jo įgyvendinimo tyrimui svarbu apibrėžti Lietuvoje nustatytą oficialaus siūlymo taikymo sritį. Atsakius į klausimą, kokioms bendrovėms yra taikomas oficialus siūlymas, galėsime išanalizuoti oficialaus siūlymo reguliavimo ir jo įgyvendinimo problematiką. Šiame disertacijos skyriuje tirsime, kokia yra oficialaus siūlymo taikymo sritis bendrovių atžvilgiu ir ar taikymo ribos yra suderinamos su Lietuvos ir Europos Sąjungos teisiniu reguliavimu.

2.1.1. Vertybinių popierių emitento sąvokos problematika

Vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo 2 straipsnio 56 punktu, vertybinių popierių emitentas yra asmuo, ketinantis leisti ar leidžiantis savo vertybinius popierius. Lietuvos Respublikoje emitentu yra laikomas įsteigtas juridinis asmuo:

1) jeigu jo vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje Lietuvos Respublikoje ir (arba) kitoje valstybėje narėje arba:
2) jeigu nuo 2005 m. liepos 12 d. jo išleistų vertybinių popierių prospektą patvirtino Priežiūros institucija ir šio prospekto pagrindu jo išleisti vertybiniai popieriai buvo siūlomi viešai ar įtraukiami į prekybą reguliuojamoje rinkoje ir visi ar jų dalis buvo išplatinti ar įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, arba:
3) kitas juridinis asmuo, jeigu jo išleisti vertybiniai popieriai yra siūlomi viešai.
   Detalizuojant trečiąjį punktą, nurodoma, kad emitento vertybiniai popieriai siūlomi viešai, jeigu nuo 2002 m. sausio 1 d. emitentas į viešąją apyvartą išleido bent vieną emisiją ir jo visuotinis akcininkų susirinkimas per 6 mėnesius nuo šio įstatymo įsigaliojimo nusprendė toliau siūlyti vertybinius popierius viešai. Per 6 mėnesius sprendimo ir toliau viešai siūlyti vertybinius popierius patvirtinimo dokumentų nepateikus Priežiūros institucijai, šis Lietuvos Respublikoje įsteigtas juridinis asmuo pagal šį įstatymą nebelaikomas emitentu.
4) kai leidžiami su vertybiniais popieriais susieti depozitoriumo išduoti akcijų pakvitavimai, kuriais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, emitentu laikomas vertybinių popierių, kuriuos šie pakvitavimai ženklina, emitentas, neatsižvelgiant į tai, ar tais vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje.

Kaip matyti, apibūdinant emitentą, yra svarbi viešo siūlymo sąlyga. Pagal Vertybinių popierių įstatymo 2 straipsnio 62 punktą, vertybinių popierių viešas siūlymas yra kreipimasis į asmenis bet kuria forma ir bet kuriomis priemonėmis siūlant vertybinių popierių ir pateikiant tiek informacijos apie tokio siūlymo sąlygas ir siūlomus vertybinius popierius, kad ja remdamasis investuotojas galėtų priimti sprendimą įsigyti ar pasirašyti siūlomus vertybinius popierius. Taip pat vertybinių popierių platinimas per vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkus laikomas viešu siūlymu, jeigu yra šios dalies pirmame sakinyje nurodyti viešo siūlymo požymiai. Kreipimasis į asmenis prekybos Lietuvos Respublikoje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje pagrindu nelaikomas vertybinių popierių viešu siūlymu. Vertybinių popierių įtraukimas į prekybą daugiašalėje prekybos sistemoje ar kreipimasis į asmenis prekybos daugiašalėje prekybos sistemoje pagrindu taip pat nelaikomas vertybinių popierių viešu siūlymu.

Tačiau Lietuvoje yra emitentų, kurių vertybiniai popieriai nėra įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje. Vadovaujantis viešai skelbiamais duomenimis[137], AB „Volfas Engelman", AB „Klaipėdos jūrų krovinių kompanija", Swedbank AB yra laikomi emitentais, nors jų akcijomis prekyba reguliuojamoje rinkoje nevyksta. Vis dėlto vadovaujantis minėtomis vertybinių popierių emitento ir viešo siūlymo sąvokomis atrodytų, kad tokio emitento kontrolę perimti siekiantiems ar kontrolę perėmusiems asmenims gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą, nors emitento vertybiniais popieriais reguliuojamoje rinkoje ir neprekiaujama.

Panaši praktinė problematika yra susijusi su AB „Lietuvos draudimas" akcijomis. Antai AB „Lietuvos draudimas" taip pat buvo reguliuojamos rinkos emitentu, kuris dar 2002 m. pagal galiojančius teisės aktus pasitraukė iš biržos. Pagal tuo metu, kai AB „Lietuvos draudimas" pasitraukė iš tuo metu vadinamos listinguojamos rinkos, emitentai turėjo teisę pasitraukti iš reguliuojamosios rinkos vadovaudamiesi Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 1998 m. gruodžio 22 d. nutarimu „Dėl akcinės bendrovės „Nacionalinė vertybinių popierių birža" prekybos taisyklių"[138]. Šiame nutarime nurodoma, kad bendrovė gali pasitraukti iš reguliuojamosios rinkos savo prašymu, bet nėra numatyta, kad tokiu atveju yra teikiamas privalomas oficialusis siūlymas.

Nepaisant pasitraukimo iš biržos, AB „Lietuvos draudimas" ir toliau laikytas emitentu. AB „Lietuvos draudimą" perėmus kitai bendrovei (Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA (PZU Group), kilo pareiga teikti privalomą oficialų siūlymą dėl likusių bendrovės AB „Lietuvos draudimas" akcijų įsigijimo[139]. Ši pareiga atsirado dėl to, kad vadovaujantis galiojančio Vertybinių popierių įstatymo 54 straipsnio 1 dalies 3 punktu ir to paties straipsnio 2 dalimi, Priežiūros institucija privalo priimti sprendimą nebelaikyti Lietuvos Respublikoje įsteigto juridinio asmens emitentu, remdamasi emitento statuso norinčio atsisakyti juridinio asmens prašymu ir pateiktais dokumentais, jeigu jo akcininkai kvalifikuota balsų dauguma (ne mažiau kaip 2/3 visų susirinkime dalyvaujančių akcininkų akcijų suteikiamų balsų) nusprendė nebesiūlyti akcijų viešai, tačiau tik tuo atveju, jeigu bendrovėje yra pateiktas ir įgyvendintas oficialus siūlymas supirkti likusias bendrovės akcijas pagal privalomam oficialiam siūlymui taikomas taisykles. Taigi praktikoje susiklostė ypatinga situacija – seniai reguliuojamoje rinkoje nebesikotiruojantis emitentas vis tiek turėjo pareigą teikti oficialų siūlymą.

Darbo autoriaus nuomone, toks teisinis reguliavimas kelia abejonių. Tais atvejais, kuomet vertybinių popierių emitentas yra pasitraukęs iš biržos, smulkieji bendrovės akcininkai savo akcijomis negali prekiauti reguliuojamojoje rinkoje. O pagal Direktyvos 2004/25 nuostatas esminis tikslas yra apsaugoti bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į reguliuojamąją rinką, akcininkų interesus. Nėra teisinga, sąžininga ir proporcinga situa-

137 Emitentų sąrašas, pateikiamas oficialioje Priežiūros institucijos interneto svetainėje (2016 m. rugsėjo duomenys): https://www.lb.lt/emitentai?pg=emitentai_kuriu_vertybiniai_popieriai_nera_itraukti_i_prekyba_reguliuojamose_rinkose

138 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 1998 m. gruodžio 22 d. nutarimas Nr. 36 „Dėl akcinės bendrovės „Nacionalinė vertybinių popierių birža" prekybos taisyklių" *Valstybės žinios* 9, 208 (1999).

139 AB „Lietuvos draudimas" valdybos nuomonė dėl teikiamo oficialaus siūlymo: http://www.ld.lt/sites/default/files/uploads/AB%20%E2%80%9ELIETUVOS%20DRAUDIMAS%E2%80%9C%20VALDYBOS%20NUOMON%C4%96%20D%C4%96L%20PASKELBTO%20OFICIALAUS%20SI%C5%AALYMO.pdf

cija, kuomet dėl teisės aktų pokyčių tokia bendrovė vis dėlto yra laikoma emitentu ir todėl turi pareigą vykdyti oficialų siūlymą. Juo labiau, kad smulkiųjų akcininkų akcijų skaičius joje sudarė tik 0,023 procento, o tai tikėtinai nulėmė, kad pats oficialaus siūlymo procesas buvo susijęs su itin didelėmis papildomomis išlaidomis (lyginant nuo supirktų akcijų sumos).

AB „Lietuvos draudimas“ pirkėjas turėjo pasirinkti, arba 1) atidėti įsigijimo procesą ne mažiau nei 1,5 - 3 metams (tiek mažiausiai galėtų trukti ginčas administraciniuose teismuose) ir ginčyti pareigą teikti oficialų siūlymą, arba 2) sutikti su Priežiūros institucijos nuomone ir teikti oficialų siūlymą. Suprantama, kad verslo logika privertė teikti oficialų siūlymą.

Pažymėtina, kad šiuo konkrečiu atveju vertinant Priežiūros institucijos poziciją dėl pareigos teikti oficialų siūlymą proporcingumo ir sąžiningumo atžvilgiu, visiškai nėra aišku, kuo AB „Lietuvos draudimas“ atvejis savo esme skyrėsi nuo ginčo dėl AB „Kauno grūdai“ pareigos teikti oficialų siūlymą atvejo[140]. Pastaruoju atveju Vilniaus apygardos teismas, nagrinėdamas ginčą apeliacine tvarka, nustatė, kad AB „Kauno grūdai“ pareigos teikti oficialų siūlymą neturi, nes, be kita ko, nuo 2007 m. vasario 8 d. įsigaliojus Vertybinių popierių įstatymui AB „Kauno grūdai“ nebebuvo laikomas atskaitingu emitentu.

Vilniaus apygardos teismas AB „Kauno grūdai“ byloje papildomai pasisakė, kad nors ir sutiktina su ieškovų nuomone, kad minėtas vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo pasikeitimas negali būti laikomas prievolių pabaigos pagrindu ir negali panaikinti pakeistojo įstatymo teisinės galios teisiniams santykiams, kurie susiklostė iki naujo įstatymo įsigaliojimo, tačiau šiuo konkrečiu atveju nuo Vertybinių popierių įstatymo įsigaliojimo AB „Kauno grūdai“ apskritai nebeteko atskaitingo emitento statuso, todėl AB „Kauno grūdai“ atžvilgiu prievolės nebegalėjo ir nebegali būti taikomos. Teismas nurodė, kad šią aplinkybę pažymėjo ir Priežiūros institucija savo oficialiame rašte. Teismas aiškino, kad dabar AB „Kauno grūdai“ akcijos gali būti perleidžiamos bei įsigyjamos tik Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo nustatyta tvarka, t.y. nereguliuojamoje rinkoje. Esant nurodytoms aplinkybėms, ieškovų ieškinį tenkinus, toks teismo sprendimas realiai būtų neįgyvendinamas, nes nėra aišku, kokia tvarka toks oficialus siūlymas turėtų būti realizuojamas[141].

Darbe laikomasi nuomonės, kad ir AB „Lietuvos draudimas“ atveju vertybiniais popieriais nebuvo prekiaujama reguliuojamojoje rinkoje, taigi Priežiūros institucijos įpareigojimas taip pat buvo sunkiai įgyvendinamas. Nepaisant to, AB „Lietuvos draudimas“ atveju Priežiūros institucija laikėsi kitokios pozicijos ir reikalavo teikti oficialų siūlymą. Dar daugiau, AB „Kauno grūdai“ atveju teismas nustatė, kad oficialus siūlymas turėjo būti teikiamas (faktiškai buvo padarytas pažeidimas), nepaisant to, buvo nuspręsta, kad ginčo metu jį teikti nėra prasminga. Tuo tarpu AB „Lietuvos draudimas“ atveju pažeidimas dėl pareigos teikti oficialų siūlymą nebuvo padarytas. Tai dar aiškiau rodo, kad AB „Lietuvos draudimas“ pirkėjui keliama pareiga buvo nesąžininga ir neteisinga.

140 „Vilniaus apygardos teismo 2013 m. spalio 29 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-2971-577/2013,“ Infolex, http://www.infolex.lt/tp/776069?nr=1

141 Ibid.

2.1.2. Naujovės dėl oficialaus siūlymo taikymo srities Lietuvoje

Vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo 2015 m. 34 straipsnio 2 dalies 1 punkto pakeitimais, Lietuvoje reikalavimai oficialiems siūlymams netaikomi tik dėl atvirojo tipo kolektyvinio investavimo subjektų išleistų vertybinių popierių (anksčiau galiojo nuostata, kad reikalavimai netaikomi oficialiems siūlymams dėl bet kokių kolektyvinio investavimo subjektų išleistų vertybinių popierių).

Įstatymo projekto aiškinamajame rašte apie tokį pakeitimą apsprendusias priežastis nėra kalbama (apskritai apie minėtą pakeitimą nėra užsimenama). Tačiau jo svarba reikšminga – įsigaliojus pakeitimams, uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjektų investuotojai turės pareigą teikti oficialų siūlymą pagal Vertybinių popierių įstatymo nuostatas.

Turėdami tai galvoje, minėtus pakeitimus panagrinėsime detaliau: pirma, įvertinsime, ar minėti pakeitimai yra suderinami su Direktyva 2004/25; antra, nustatysime, kokios priežastys galėjo lemti sprendimą, kad oficialaus siūlymo reguliavimo sritis yra praplečiama nurodant, jog oficialaus siūlymo reguliavimas yra taikomas uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjektams; trečia, kokia yra šios srities praplėtimo apimtis, t. y. ar šis taikymo srities praplėtimas galioja visiems uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjekto vertybiniams popieriams.

2.1.2.1. Oficialaus siūlymo taikymas kolektyvinio investavimo subjektams

Direktyvoje 2004/25, kalbant apie reguliuojamąją rinką, yra nuoroda į MIFID direktyvą. Pagal Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymą[142] (į šį įstatymą buvo perkeltos MIFID direktyvos nuostatos), reguliuojamąja rinka laikoma rinkos operatoriaus valdoma ir (arba) administruojama nuolat veikianti daugiašalė licencijuota sistema, kurioje pagal neleidžiančias veikti savo nuožiūra taisykles palengvinama suderinti arba yra suderinami trečiųjų asmenų ketinimai pirkti ir parduoti finansines priemones, apsprendžiantys sandorių dėl finansinių priemonių, kurios įtrauktos į prekybą šioje sistemoje ir (arba) kuriomis prekiaujama pagal šios sistemos taisykles, sudarymą.

Kita vertus, Direktyvoje 2004/25 kalbant apie vertybinio popieriaus perleidžiamumą ir balso teisę, nėra pasakoma, kad šiuos požymius reikėtų suprasti taip, kaip jie yra apibrėžiami MIFID direktyvoje. Taigi iš Direktyvos 2004/25 nuostatų nėra visiškai aišku, kas turima omenyje, nurodant, kad vertybiniai popieriai turėtų būti: 1) perleidžiamieji ir 2) turintys balsavimo teisę. Kyla klausimų, ar perleidžiamą vertybinį popierių, suteikiantį balso teisę, reikėtų suprasti taip, kaip jis yra apibrėžtas MIFID direktyvoje, ar apibrėžimą galima būtų suprasti siauriau ar plačiau.

Atsakymas į šį klausimą yra svarbus todėl, kad vadovaujantis MIFID direktyvos 4 straipsnio 1 dalies 18 punktu, perleidžiami vertybiniai popieriai yra suprantami kaip kapitalo rinkoje apyvarčių vertybinių popierių klasės (išskyrus mokėjimo priemones), t. y.: įmonių akcijos ir kiti vertybiniai popieriai, lygiaverčiai įmonių, ūkinių bendrijų ar kitų subjektų akcijoms, bei indėlių pakvitavimai, susiję su akcijomis; obligacijos ir kitos formos skolos vertybiniai popieriai, įskaitant indėlių pakvitavimus, susijusius su tokiais vertybiniais popieriais; bet kokie kiti vertybiniai popieriai, kuriais suteikiama teisė įsigyti ar parduoti tokius perleidžiamus vertybinius popierius arba kurie sudaro sąlygas pinigi-

142 „Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas“, *Valstybės žinios* 145, 6818 (2011).

niam atsiskaitymui, darant nuorodą į perleidžiamus vertybinius popierius, valiutas, palūkanų normas ar pelną, biržos prekes arba kitus indeksus ar priemones.

Laikantis nuomonės, kad pagal Direktyvą 2004/25 reguliuojamų bendrovių imtis sutampa su MIFID direktyvos imtimi, būtų galima manyti, kad dėl visų MIFID direktyvos 4 straipsnio 1 dalies 18 punkte nurodytų vertybinių popierių galėtų būti skelbiamas oficialus siūlymas, jeigu šie vertybiniai popieriai suteiktų balso teisę. Tuomet pagal MIFID direktyvą į perleidžiamų vertybinių popierių sąvoką neįeitų kolektyvinio investavimo subjektų (investicinių bendrovių) akcijos. Vadinasi uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjekto investiciniai vienetai ar akcijos, kurios yra įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje, pagal Direktyvą 2004/25 neturėtų būti priskirtos oficialaus siūlymo reguliavimo sričiai.

Žiūrint iš kitos pusės, į Direktyvos 2004/25 apimtį kolektyvinio investavimo subjektų vertybiniai popieriai galėtų patekti, jeigu laikytume, kad Direktyvoje 2004/25 kalbant apie vertybinio popieriaus perleidžiamumą ir balso teisę, šiuos požymius reikėtų suprasti plačiau, nei jie apibrėžti MIFID direktyvoje. Antai vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo 2 straipsnio 4 dalimi, atvirojo tipo kolektyvinio investavimo subjektas – investicinis fondas ar investicinė bendrovė, kurių tikslas – viešai platinant investicinius vienetus ar akcijas, kaupti asmenų lėšas ir padalijant riziką jas kolektyviai investuoti į vertybinius popierius ir (arba) kitą Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatyme nurodytą turtą, vertybiniai popieriai (investiciniai vienetai arba akcijos) patvirtina jų turėtojo teisę bet kada pareikalauti juos išpirkti. Taigi pagal Lietuvos teisę, jeigu investicinis fondas ar bendrovė yra prilyginami emitentui, tuomet pagal Lietuvos teisę dėl šių vertybinių popierių ar akcijų galėtų kilti pareiga teikti oficialų siūlymą.

Abi minėtas nuostatas vertinant per Direktyvos 2004/25 prizmę, svarbu priminti, kad Direktyvoje 2004/25 yra nurodomos dvi išimtys: pirma, direktyva netaikoma pasiūlymams perimti vertybinius popierius, kuriuos išleidžia bendrovės, besiverčiančios gyventojų kapitalo kolektyviniu investavimu, veikiančios rizikos paskirstymo principu ir remdamosi vienetais, kurie jų savininkų prašymu gali būti tiesiogiai ar netiesiogiai atpirkti ar išpirkti iš tų bendrovių turto (Direktyvos 2004/25 1 straipsnio 2 dalis); antra, Direktyva 2004/25 netaikoma pasiūlymams perimti vertybinius popierius, kuriuos išleidžia valstybių narių centriniai bankai.

Išanalizavus Direktyvos 2004/25 nuostatas dėl išimčių taikymo, matyti, kad atvirojo tipo kolektyvinio investavimo subjektas atitinka pagrindines Direktyvos 2004/25 1 straipsnio 2 dalyje nurodytas savybes: tai yra kolektyvinio investavimo priemonė, kuri dėl investuotojų pritraukimo paskirsto investuotojų riziką, o vienetai gali būti išperkami investuotojų prašymu.

Tačiau nėra aišku, ar įstatymo leidėjas, vadovaudamasis minėta Direktyvos 2004/25 išimtimi, gali pasirinkti išplėsti oficialaus siūlymo taikymo sritį (leidžiant netaikyti oficialaus siūlymo tik atviro tipo kolektyvinio investavimo subjektams) ir ar toks taikymo srities išplėtimas yra reikalingas pagal Direktyvą 2004/25.

Atsakant į klausimą, pirmiausia reikėtų atkreipti dėmesį kad Direktyvos 2004/25 priėmimo metu kolektyvinio investavimo subjektų veiklą reguliavo 1985 m. gruodžio 20 d. Tarybos Direktyva dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo

į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS), derinimo (85/611/EEB)[143]. Šios direktyvos 1 straipsnyje yra pateikiamas analogiškas nurodytam Direktyvos 2004/25 1 straipsnio 2 dalyje kolektyvinio investavimo subjekto apibrėžimas. Tačiau Direktyvoje 2004/25 nėra pateikiama nuoroda į Tarybos Direktyvą 85/611/EEB. Šią situaciją būtų galima vertinti: 1) kaip redakcinę klaidą (kas mažai tikėtina, nes duoti nuorodą į apibrėžimą būtų daug paprasčiau, nei lingvistiškai konstruoti išimtį Direktyvoje 2004/25), arba 2) laikyti, kad nuoroda nepadaryta specialiai tam, kad valstybės narės galėtų laisvai apsispręsti, ar taikyti Direktyvą 2004/25 kolektyvinio investavimo subjektams, kurie yra įtraukti į reguliuojamą rinką.

Jeigu laikytume, kad nuorodos į Tarybos Direktyvą 85/611/EEB nebuvimas yra redakcinė klaida, tuomet Direktyva 2004/25 draudžiama taikyti oficialaus siūlymo reguliavimą tik atvirojo tipo kolektyvinio investavimo subjektams (Tarybos Direktyva 85/611/EEB, vėliau ją keitė 2009 m. liepos 13 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2009/65/, dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo, kuri yra suderinta su MIFID nuostatomis). Redakcinės klaidos egzistavimas būtų galimas, jeigu laikytume, kad: 1) Direktyvos 2004/25 1 straipsnio 2 dalyje per klaidą nėra nuorodos į Tarybos Direktyvą 85/611/EEB; 2) Direktyvos 2004/25 2 straipsnio e) punkte pateiktoji vertybinių popierių sąvoka be nuorodos į MIFID direktyvą buvo siektinas teisėkūros pasirinkimas. Vis dėlto abejojame tokios situacijos realumu.

Atvirkščiai, Direktyvoje 2004/25 nurodytą vertybinio popieriaus sąvoką be nuorodos į MIFID direktyvą galima būtų laikyti sąmoningu jos kūrėjų veiksmu, kuris yra daromas tam, kad oficialaus siūlymo taikymas uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjekto vertybiniams popieriams galėtų būti taikomas. Į tokį faktą reikėtų žiūrėti kaip į siekimą užtikrinti, kad oficialus siūlymas būtų įmanomas taikyti ne tik perleidžiamiems vertybiniams popieriams, kaip tai nurodyta MIFID direktyvoje, tačiau ir vertybiniams popieriams platesne prasme, t. y. kolektyvinio investavimo subjektų išleistiems vertybiniams popieriams.

Autoriaus nuomone, situacija, kad nuorodos į Tarybos Direktyvą 85/611/EEB nebuvimas nėra klaida, yra žymiai labiau tikėtina. Akivaizdu, kad tokiu būdu valstybės narės siekė užtikrinti oficialaus siūlymo taikymo lankstumą ir neapriboti galimybės taikyti oficialų siūlymą atviro tipo kolektyvinio investavimo subjektams. Pastarąją nuomonę sustiprina ir Jungtinės Karalystės perėmimų kodeksas[144], kuriame tokia praktika akivaizdi: jame nurodoma, kad oficialus siūlymas yra taikomas ir atviro tipo kolektyvinio investavimo subjektams, jeigu jie nepatenka į minėtą Direktyvos 2004/25 išimtį.

Taigi chronologiškai ir sistemiškai ištyrus Direktyvos 2004/25 ryšius su MIFID direktyva, Tarybos Direktyva 85/611/EEB, darytina išvada, kad Direktyva 2004/25 gali (tačiau neprivalo) būti taikoma ir uždarojo, ir atvirojo tipo kolektyvinio investavimo subjektų išleistiems vertybiniams popieriams, o Vertybinių popierių įstatymo 2015 m. pabaigoje

143 1985 m. gruodžio 20 d. Tarybos Direktyva dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS) http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:31985L0611&from=EN.

144 The UK Takeover Code, 33, http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf.

įsigalioję pakeitimai dėl oficialaus siūlymo reguliavimo taikymo srities išplėtimo turi būti laikomi Lietuvos nacionalinio reguliavimo ypatumu.

Analizuojant priežastis, lėmusias Vertybinių popierių įstatymo pakeitimą, liečiantį oficialaus siūlymo taikymo srities išplėtimą kolektyvinio investavimo subjektams, tikėtina, kad pagrindinė priežastis yra 2015 m. vieno iš Lietuvos Respublikos reguliuojamos rinkos emitento spendimas savo akcinės bendrovės veiklą pertvarkyti taip, kad ji galėtų veikti kaip uždarojo tipo investicinė bendrovė pagal Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymą[145]. Analizuojant Lietuvos Respublikos kolektyvinių investavimo subjektų įstatymo[146] santykį su Lietuvos Respublikos vertybių popierių įstatymu, Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo įstatymo 126 straipsnio 2 dalyje nurodoma, kad uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjektams Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas taikomas tiek, kiek šių santykių nereglamentuoja Vertybinių popierių įstatymas. Vertybinių popierių įstatymo 3 straipsnio 2 dalyje prieš tai galiojusioje redakcijoje[147] buvo nurodyta, kad uždarojo tipo investicinėms bendrovėms taikomas tik antrasis ir trečiasis Vertybinių popierių įstatymo skirsnis (ketvirtasis skirsnis „Oficialus siūlymas“ buvo netaikomas). Identifikavus, kad reguliuojamosios rinkos emitentas ketina tapti uždarojo tipo investicine bendrove (Lietuvoje tokio atvejo anksčiau nėra buvę), įstatymų leidėjas nusprendė, kad oficialus siūlymo reguliavimas turėtų būti taikomas ir uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjektams.

Minėtas pakeitimas galėtų būti vertinamas palankiai dėl to, kad į reguliuojamąją rinką įtrauktos bendrovės akcininkai, nepaisant to, ar ši bendrovė yra kolektyvinio investavimo subjektas, ar tiesiog akcinė bendrovė, turėtų būti vertinami vienodai ir jiems turėtų būti taikomos vienodos sąlygos, taigi ir galimybė pasitraukti iš bendrovės pasikeitus jos kontrolei.

Kita vertus, atsiradus minėtam pakeitimui, kolektyvinio investavimo subjektų investuotojų interesai tapo apsaugoti žymiai labiau nei įprastų bendrovių akcininkų, – t. y. ir pagal Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymą, ir pagal Vertybinių popierių įstatymą. Pateiksime keletą pavyzdžių. Lietuvos Respublikos kolektyvinių investavimo subjektų įstatymo 154 straipsnis numato, kad uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjekto steigimo dokumentų ir (ar) prospekto esminiai pakeitimai, turintys įtakos dalyvių interesams, gali būti atliekami tik tuo atveju, jeigu tam neprieštarauja nė vienas uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjekto dalyvis. Minėtų pakeitimų atveju uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjekto dalyviai turi teisę Priežiūros institucijos nustatyta tvarka[148] reikalauti, kad jų turimi investiciniai vienetai ar akcijos būtų išpirkti be jokių atskaitymų. Taigi esant esminiams bendrovės veiklos pakeitimams, investuotojas gali reikalauti išpirkti savo investicinius vienetus ar akcijas, o pagal Vertybinių popierių įstatymą reguliuojamosios rinkos emitentas tokios pareigos neturi.

145 2015 m. balandžio 10 d. įvykusio AB „INVL Technology“ visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimai https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=654033&messageId=813408

146 „Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas,“ *Valstybės žinios* 77, 3977 (2012).

147 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo redakcija, galiojusi nuo 2015 m. sausio 1 d.

148 „Lietuvos banko valdybos 2012 m. liepos 12 d. nutarimas Nr. 03-149 „Dėl Informavimo apie esminius pakeitimus tvarkos ir pavyzdinio esminių pakeitimų sąrašo reikalavimų patvirtinimo“, TAR, https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.7ACB6B481580

Be to, uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjekto veiklos terminas yra ribotas (152 straipsnio 2 dalies 1 punktas), įstatyme yra pareiga dėti visas pastangas ir turėti priemones, jog kolektyvinio investavimo grynųjų aktyvų vertė smarkiai nesiskirtų nuo rinkos vertės (46 straipsnio 2 dalis). Taigi investuotojas į kolektyvinio investavimo subjektą žino, koks yra jo maksimalus investavimo terminas (kada vėliausiai bus išpirkti jo investiciniai vienetai ar akcijos), bei gali tikėtis, kad kolektyvinio investavimo subjekto investicinio vieneto ar akcijos kaina bus palaikoma, o pagal Vertybinių popierių įstatymą tokių privilegijų akcinių bendrovių vertybinių popierių emitentų investuotojai neturi. Palyginimas veda prie išvados, kad Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatyme esantys investuotojų interesų apsaugos mechanizmai yra platesni nei pagal Vertybinių popierių įstatymą. Kyla abejonių, ar kolektyvinio investavimo subjektui, kurio vertybiniais popieriais leidžiama prekiauti reguliuojamoje rinkoje, turėtų būti keliamas papildomas reikalavimas susijęs su oficialaus siūlymo reguliavimo taikymu.

2.1.2.2. Oficialaus siūlymo reguliavimo taikymo uždarojo tipo kolektyviniams investavimo subjektams apimties problemos

Vertybinių popierių įstatyme nurodoma, kad oficialaus siūlymo reguliavimas taikomas oficialiems siūlymams dėl Lietuvos Respublikoje įsteigto nuosavybės vertybinių popierių emitento išleistų vertybinių popierių ir ne Lietuvos Respublikoje įsteigto nuosavybės vertybinių popierių emitento. Vertybinių popierių įstatymo 2 straipsnio 30 dalyje nurodoma, kad nuosavybės vertybiniais popieriais laikomi perleidžiamieji vertybiniai popieriai, lygiaverčiai akcinių bendrovių akcijoms. Vadovaujantis minėto įstatymo 2 straipsnio 37 dalimi, perleidžiamųjų vertybinių popierių apibrėžimas yra pateiktas Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatyme, kurio 3 straipsnio 4 dalis nurodo, kad kolektyvinio investavimo subjektų vertybiniai popieriai nėra laikomi perleidžiamaisiais vertybiniais popieriais. Taigi Lietuvoje išplėtus oficialaus siūlymo taikymo apimtį, atitinkamų pakeitimų nepadarymas kituose Vertybinių popierių įstatymo straipsniuose tiesiogiai lemia teisinį neaiškumą.

Antra, nėra aišku, kurių uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjektų vertybinių popierių įgijėjams gali būti taikoma pareiga teikti oficialų siūlymą. Vadovaujantis Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymu, kolektyvinio investavimo subjekto vertybiniai popieriai yra skirstomi į investicinius vienetus ir akcijas. Tačiau iš dabartinių pakeitimų nėra visiškai aišku, ar į oficialaus siūlymo taikymo sritį įeina tik investicinės bendrovės akcijos, ar ir investicinio fondo investiciniai vienetai.

Mūsų nuomone, sistemiškai vertinant Vertybinių popierių įstatymo pakeitimus, išimtis, pagal kurią taikomas oficialaus siūlymo reguliavimas, turėjo būti palikta tik uždaro tipo investicinių bendrovių akcijoms, kurios yra įtrauktos į reguliuojamąją rinką. Dabartinis reguliavimo neaiškumas gali lemti tam tikrą teisinį neapibrėžtumą, kuris yra susijęs su skirtingu vertinimu, dėl kokio subjekto vertybinių popierių gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą.

Įvertinus oficialaus siūlymo taikymo apimtį Lietuvoje, matyti, kad teisinis reguliavimas nėra aiškus ir turėtų būti tikslinamas. Lietuvoje kyla praktinių ir teorinių klausimų dėl oficialaus siūlymo taikymo apimties. Manome, kad įvertinus tai, jog oficialaus siūlymo institutas Lietuvoje žinomas jau beveik 20 metų, yra tikslinga teisės aktuose aiškiai nuro-

dyti, kokių bendrovių akcininkams (investuotojams) gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą. Dar daugiau, darant, mūsų manymu, esminius oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo pakeitimus (t. y. plečiant taikymo sritį), įstatymo leidėjo motyvai ir pakeitimų priežastys turėtų būti išsamiai atskleistos ir aptartos su rinkos dalyviais. Dabartinė situacija, kuomet pakeitimai yra tarsi atsiradę iš niekur ir iš to kylantis teisinis neaiškumas lemia teisinio reguliavimo neapibrėžtumą, taip pat galimą neigiamą užsienio investuotojų požiūrį į investavimą Lietuvoje.

2.1.2.3. Vertybinių popierių, kuriuos kyla pareiga supirkti oficialaus siūlymo metu, savybių problema

Vertybinių popierių įstatymas nurodo, kad pareigai teikti oficialų siūlymą atsirasti turi būti peržengta akcijų riba (1/3 balsų visuotiniame akcininkų susirinkime). Tačiau oficialus siūlymas teikiamas ne tik dėl akcijų, tačiau ir dėl kitų vertybinių popierių, kurie patvirtina teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Taigi nagrinėjant vertybinių popierių savybes, kurie turėtų būti superkami teikiant oficialų siūlymą, praktikoje[149] yra kilę klausimų, kokių vertybinių popierių emitento vertybinių popierių turėtojai turi teisę pretenduoti į pardavimą oficialaus siūlymo metu.

Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 1.101 straipsnio 1 dalis įtvirtina tokią vertybinio popieriaus sampratą: „vertybinis popierius, kaip civilinių teisių objektas, – tai dokumentas, patvirtinantis jį išleidusio asmens (emitento) įsipareigojimus šio dokumento turėtojui“. Akcija – viena iš vertybinių popierių rūšių, suteikianti teisę dalyvauti valdant įmonę. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo dabartinėje redakcijoje 42 straipsnyje išskiriamos dvi pagrindinės akcijų rūšys (paprastosios ir privilegijuotosios), apibrėžiami jų skirtumai. Nagrinėjamam oficialaus siūlymo institutui svarbi minėto straipsnio 2 dalies nuostata, teigianti, kad visos paprastosios akcijos suteikia balso teisę. To paties straipsnio 7 dalyje numatoma, kad privilegijuotos akcijos gali alternatyviai turėti arba neturėti balso teisės priklausomai nuo bendrovės įstatų. Antai NASDAQ OMX biržoje šiuo metu[150] nėra nei vienos bendrovės, kurios privilegijuotos akcijos suteiktų balso teisę. Dėl šios priežasties, nagrinėjant oficialaus siūlymo įgyvendinimą, preziumuojama, kad kalbama apie paprastųjų akcijų išpirkimą. Tačiau Lietuvos teismų praktikoje iškilo problema, ar tik paprastosios akcijos gali būti oficialaus siūlymo įgyvendinimo objektu. 2007 m. spalio 15 d. kasacine tvarka išnagrinėtoje byloje[151] keliamas Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkų įstatymo 19 straipsnio 1 dalies ir jos 2 punkto aiškinimo ir taikymo teisėtumo klausimas dėl atsakovų, įgijusių daugiau kaip 40 procentų balsų AB „Spauda“ akcininkų susirinkime, pareigos pateikti privalomą oficialų siūlymą supirkti smulkiųjų akcininkų privilegijuotąsias vardines AB „Spauda“ akcijas. Byloje minimos privilegijuotos akcijos pagal bendrovės įstatus įgijo balso teisę po to, kai du metus iš eilės už jas nebuvo sumokėti dividendai.

Teismas nusprendė, kad kadangi nuo 2005 m. gegužės 1 d. privilegijuotosios akcijos pagal bendrovės patvirtintas taisykles įgijo balso teisę, atsakovai turi nustatytą alternatyvią

149 „Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. sausio 28 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-38/2011“.

150 Nasdaq OMX oficialus puslapis (žiūrėta 2016 rugsėjo 1 d.) www.nasdaqomxbaltic.com.

151 „Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. sausio 28 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-38/2011“.

pareigą teikti oficialų siūlymą ir dėl privilegijuotųjų vardinių akcijų nuo to momento, kai šios akcijos įgijo balso teisę.

Galima manyti, kad Vertybinių popierių įstatyme minima bendra „vertybinio popieriaus" sąvoka specialiai nedetalizuojama dėl to, kad nekiltų ginčų dėl pareigos teikti oficialų siūlymą, kai kotiruojamos bendrovės balso teisę turintys vertybiniai popieriai yra ne tradicinės paprastosios akcijos formos.

2.2. Kontrolės perėmimas kaip sąlyga teikti oficialų siūlymą

Esame sakę, kad kai asmuo, kuris vienas arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis įsigijo akcijų, suteikiančių daugiau kaip 1/3 balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, vertybinių popierių savininkams teikiamas privalomas viešas siūlymas supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Tokia pareigos teikti oficialų siūlymą samprata Lietuvoje praktiškai be pakeitimų galioja nuo pat Direktyvos 2004/25 perkėlimo į Lietuvos teisę. Tačiau vertėtų atkreipti dėmesį, kad Lietuvoje sukurtas teisinis mechanizmas yra įstatymų leidėjo, o ne Direktyvos 2004/25 kūrinys. Antai Direktyvoje nėra nustatyta, nuo kurios ribos peržengimo kyla pareiga teikti oficialų siūlymą (kas yra laikoma vertybinių popierių emitento kontrole)[152]. Antra, Direktyva 2004/25 nepasako, kad oficialus siūlymas gali būti teikiamas tik vieną kartą, t. y. kad, pavyzdžiui, peržengus „antrąjį slenkstį" (tarkime, 50 procentų), jau nebegali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą. Trečia, kaip kalbėjome pirmojoje darbo dalyje, Direktyva 2004/25 yra minimalaus harmonizavimo teisės aktas. Todėl yra tikslinga įvertinti, ar Lietuva pasirinko iš esmės efektyvius teisinius mechanizmus, apibrėždama ribą, kurią peržengus kyla pareiga teikti oficialų siūlymą siekiant surasti interesų pusiausvyrą tarp smulkiųjų akcininkų ir perėmėjo interesų.

Sieksime atsakyti į klausimą, ar teisingas yra Lietuvoje galiojantis teisinis reguliavimas dėl ribos, kurią peržengus kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, ir ar dabartinis reguliavimas dėl pareigos teikti oficialų siūlymą peržengus 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių ribą yra pakankamas siekiant apsaugoti smulkiojo akcininko ir perėmėjo interesus. Ieškodami *šiai problemai* efektyviausio teisinio mechanizmo, *išnagrinėsime* kitų valstybių narių pavyzdžius. Nagrinėsime, kokie pareigos teikti oficialų siūlymą „slenksčiai" yra kitose valstybėse narėse - kaip kitos valstybės narės supranta kontrolės peržengimą, ar pareiga teikti oficialų siūlymą turėtų kilti įgijus netiesioginę vertybinių popierių emitento kontrolę.

2.2.1. Pareiga teikti oficialų siūlymą peržengus teisės aktuose nustatytą „slenkstį"

Minėjome, kad Lietuva kaip ir daugelis valstybių narių šiuo metu yra nusistačiusi 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių ribą, kurią peržengus kyla pareiga teikti oficialų siūlymą. Tačiau minėta riba nėra nustatyta pagal Europos Komisijos rekomen-

152 Luca Enriques, Ronald J. Gilson ir Alessio M. Pacces, "The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)," *Harvard Business Law Review* 4, 1 (2014): 119.

dacijas ir iš esmės yra pasirenkama pagal valstybės narės diskreciją[153]. Kai kurie autoriai kelia klausimą, kodėl yra pasirenkama viena ar kita riba, nors ji faktiškai nėra susijusi su kontrolės perėmimu. Pavyzdžiui, Austrijoje, Belgijoje, Kipre, Čekijos Respublikoje, Suomijoje, Prancūzijoje, Vokietijoje, Airijoje, Italijoje, Olandijoje, Švedijoje, Jungtinėje Karalystėje riba, nuo kurios kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, yra 30 procentų balso teisę turinčių akcijų[154]. Tačiau ši riba neleidžia nei perimti įmonės kontrolės, nei, pavyzdžiui, turėti blokuojančią mažumą bendrovės valdyme (turint 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių galima blokuoti įmonių sprendimus, tokius, kaip teisę išplatinti naują akcijų emisiją jos pirmumo eile nesiūlant esamiems akcininkams ir pan.). Taigi teoriškai žiūrint nėra suprantama, kodėl minėtas skaičius yra pasirinktas bene visų labiausiai išsivysčiusių Europos Sąjungos kapitalo rinkų.

Mūsų nuomone, praktiškai 30 procentų ar 1/3 balso teisę turinčių akcijų „slenkstis" yra svarbus. Išsivysčiusiose valstybių narių kapitalo rinkose netgi neperžengus 30 procentų ribos asmuo ar jų grupė gali daryti reikšmingą įtaką vertybinių popierių emitento valdyme. Taigi žvelgiant iš praktinės pusės, vargu, ar Europos Sąjungoje pasitaiko atvejų, kuomet į vertybinių popierių emitentų visuotinius akcininkų susirinkimus, kuriuose priimami svarbiausi sprendimai bendrovės vardu, atvyksta visi akcininkai. Dažnai visuotiniuose akcininkų susirinkimuose dalyvauja tik apie pusė akcininkų, todėl asmuo, turintis 30 procentų balso teisę suteikiančių akcijų, gali priimti svarbius vertybinių popierių emitento sprendimus. Išsivysčiusiose rinkose investuotojas, turintis net ir 10 - 20 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių, gali daryti reikšmingą įtaką vertybinių popierių emitento veiklai[155], nes dėl didelio akcijų pasiskirstymo tarp akcininkų ir dėl to atsirandančios aplinkybės, kad visuotiniuose akcininkų susirinkimuose dalyvauja ne visi akcininkai, jo turima bendrovės dalis jau laikytina didele[156]. Juolab, kad peržengti 1/3 vertybinių popierių emitento ribą, sakysime, Jungtinėje Karalystėje, yra sudėtinga – tam gali prireikti kelis šimtus kartų daugiau lėšų investicijoms nei Lietuvoje. Apskritai išsivysčiusiose kapitalo rinkose laisvų akcijų skaičius bei akcininkų struktūra yra daug platesnė[157].

Visiškai priešinga situacija yra Lietuvoje. Joje daugelis vertybinių popierių emitentų turi vieną stambų ar kelis stambius akcininkus, kurie yra susiję asmenys. Atlikus tyrimą, pasirodė, kad iš Lietuvos Respublikos vertybinių popierių emitentų, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į vertybinių popierių rinką, net 24 emitentai turi bent vieną akcininką ar sutartinai veikiančių akcininkų grupę, kurių turimos balso teisę suteikiančios akcijos

153 Kai kurie autoriai nustatytą ribą vadina magiška, t. y. neturinčia aiškaus ekonominio ar teisinio pagrindo. Marco Ventoruzzo, "Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political Economic Ends," *Penn State Law* (2006): 196. Marco Ventoruzzo, "The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?" *Bocconi Legal Studies Research Paper* 06, 07 (2005): 41, http://ssrn.com/abstract=819764 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.819764

154 Dirk Van Gerven, *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*, (Kembridžas: Cambridge University Press (2008), 53. Luca Enriques, Ronald J. Gilson ir Alessio M. Pacces, "The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)," *Harvard Business Law Review* 4,1 (2014):119-120.

155 Klaus J. Hopt, "Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis" *Columbia Journal of European Law* 20, 2 (2014): 253, P. 260.

156 Marco Ventoruzzo, "Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe," *Bocconi Legal Studies Research Paper* 2 (2008): 6-7.

157 *Ibid.,* p. 4.

viršija 40 procentų. Šios aplinkybės lemia, kad Lietuvoje įtvirtinta 1/3 riba yra sąlyginai maža, o tai yra nepalanku perėmėjui (peržengus šią ribą, nebūtinai yra peržengiama faktinė kontrolė), kuris gal ir ketintų investuoti į Lietuvoje įsteigtą emitentą, tačiau dėl kelių ar keliasdešimties milijonų eurų investicijų nenorėtų teikti privalomo oficialaus siūlymo. Iš kitos pusės, ribos mažėjimas yra palankus smulkiesiems akcininkams, kurie dažniau turi teisę pasinaudoti oficialaus siūlymo nauda.

Pažymėtina, kad riba, kurią peržengus kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, Lietuvoje tendencingai mažėja. Antai dar 2001 metais ši riba sudarė 50 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių[158], nuo 2002 iki 2010 metų – 40 procentų[159], o šiuo metu sudaro 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių. Darant 2010 m. Vertybinių popierių įstatymo pakeitimus, buvo teigiama, kad minėtos ribos sumažinimo priežastis – smulkiųjų akcininkų apsaugos gerinimas ir kitų valstybių narių praktika[160].

Tačiau pažymėtina, kad ribos didinimas ir mažinimas nėra vienintelis būdas efektyviai sureguliuoti pareigos teikti oficialų siūlymą slenkstį. Pagrindinė problema yra ta, kad Lietuvai pasirinkus itin supaprastintą oficialaus siūlymo teikimo mechanizmą, liko neaiški jo paskirtis – abejotina, ar 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių ribos peržengimas yra pakankamas tam, kad būtų užtikrintos tinkamos oficialaus teikimo prielaidos. Antai pagal Direktyvos 2004/25 preambulės 2 punktą, būtina apsaugoti valstybės narės teisės aktais reglamentuojamų bendrovių vertybinių popierių savininkų interesus, kai:

1) yra pateikiami pasiūlymai dėl tų bendrovių perėmimo;
2) keičiasi jų valdymas (angl. *control*) ir bent tam tikra jų vertybinių popierių dalimi leidžiama prekiauti valstybės narės reguliuojamoje rinkoje.

Direktyvos 2004/25 nuostatoje nėra aiškiai nurodyta, kad oficialus siūlymas turi būti teikiamas tik tuo atveju, kuomet keičiasi vertybinių popierių emitento kontrolė. Priešingai, atrodytų, kad kontrolės atveju oficialus siūlymas privalo būti teikiamas, tačiau valstybės narės gali pasirinkti ir kitus atvejus, kuomet kyla pareiga teikti oficialų siūlymą.

Kitos nuostatos, pavyzdžiui, Direktyvos 2004/25 preambulės 9 punktas nustato, kad tais atvejais, kai įsigyjama bendrovių kontrolė, valstybės narės turėtų imtis būtinų priemonių vertybinių popierių savininkams, ypač smulkiesiems akcininkams, apsaugoti. Valstybės narės turėtų užtikrinti tokią apsaugą, įpareigodamos bendrovės kontrolę įsigijusį asmenį visiems tos bendrovės vertybinių popierių savininkams pasiūlyti nupirkti visas jų akcijas vienoda ir teisinga kaina, atitinkančia įprastą apibrėžimą. Dar daugiau neaiškumo atsakant į klausimą, ar pareiga teikti oficialų siūlymą turi būti siejama su kontrolės perėmimu, kelia Direktyvos 2004/25 2 straipsnio 1 dalies a) punktas, pagal kurį perėmimo pasiūlymas teikiamas tuo atveju, kai asmuo ar jų grupė įgyja kontrolę - kaip ji suprantama pagal nacionalinius teisės aktus.

Apibendrinimas: pagal Direktyvą 2004/25, nacionaliniai teisės aktai 1) turėtų nustatyti, kas yra kontrolės perėmimas; 2) privalo nustatyti, kad esant pasirinktam kontrolės perėmimui yra teikiamas oficialus siūlymas supirkti likusias akcijas; 3) gali nusistatyti kitas sąlygas, kuomet yra teikiamas oficialus siūlymas. Su tokiu Direktyvos 2004/25 nuostatų

158 „Liertuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas," redakcija, galiojusi nuo 2011 m. lapkričio 1 d. iki 2002 m. balandžio 1 d.

159 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas," redakcija, galiojusi iki 2010 m. birželio 22 d.

160 Tomas Talutis, Vytautas Šenavičius. „Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai." Jurisprudencija 2, 120 (2010): 342-344.

aiškinimu sutinkama ir Europos Komisijos ataskaitoje, kurioje nurodoma, kad pareiga teikti oficialų siūlymą nebūtinai turi reikšti kontrolės perėmimą[161].

Analizuojant kitų valstybių narių praktiką, matome, kad pareiga teikti oficialų siūlymą dažnai atsiranda ne tik peržengus konkretų slenkstį, tačiau ir vėliau papildomai įsigijus vieną ar kitą balso teisę suteikiančių vertybinių popierių dalį. Pavyzdžiui, Jungtinėje Karalystėje perėmėjui kyla pareiga teikti privalomą oficialų siūlymą įgijus 30 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių. Taip pat perėmėjas turi teikti privalomą oficialų siūlymą įsigydamas papildomai bet kokį skaičių naujų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių iki tol, kol peržengs 50 procentų ribą[162]. Kitose valstybėse narėse, pavyzdžiui, Airijoje, Prancūzijoje, Austrijoje, Graikijoje, Italijoje[163] pareigos teikti oficialų siūlymą yra susijusios su tam tikro vertybinių popierių kiekio įgijimu (pagal valstybes nares, šis kiekis gali svyruoti nuo 0,05 procento Airijoje iki 5 procentų Italijoje) iki tol, kol perėmėjas pasieks 50 procentų ribą. Kitose valstybėse narėse, pavyzdžiui, Suomijoje, Portugalijoje pareigai teikti oficialų siūlymą yra numatytas ir antras „slenkstis" (50 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių): perėmėjui peržengus 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių ribą, kita pareiga jam kyla peržengus 50 procentų rib*ą*.

Dar kitose valstybėse oficialaus siūlymo teikimo sąlygos yra sudėtingesnės ir siejamas su faktine vertybinių popierių emitento kontrole. Estijoje, Danijoje, Ispanijoje yra nustatyti atitinkami kriterijai perėmėjui (pavyzdžiui, perėmėjo galimybė paskirti sau palankius valdybos narius, perėmėjo galimybė paskirti ar atleisti priežiūros organo narius, daryti kita reikšmingą įtaką vertybinių popierių valdymui), kuriems atsiradus, jam kyla pareiga teikti oficialų siūlymą[164].

Mūsų vertinimu, į minėtą valstybių narių praktiką būtų tikslinga atsižvelgti ir Lietuvai. Kaip matyti, daugelyje valstybių narių itin svarbia riba yra laikomas 50 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių riba. Tokia riba suprantama, nes asmeniui ar susijusių asmenų grupei turint daugiau nei 50 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių, jis ar jie gali blokuoti visus esminius bendrovės sprendimus. Dar daugiau, žinant, kad visuotiniuose akcininkų susirinkimuose nedalyvauja visi akcininkai, 50 procentų ribos peržengimas praktiškai gali leisti priimti visus sprendimus vertybinių popierių emitento valdyme. Kita vertus, kyla abejonių, ar Lietuvoje reikėtų įgyvendinti didžiosiose valstybėse narėse priimtą modelį, kuomet padidinus savo turimų vertybinių popierių emitento dalį vos keliais procentais, kyla papildoma pareiga teikti oficialų siūlymą. Išsivysčiusiose rinkose keli papildomi procentai gali turėti reikšmingą įtaką priimant vertybinių popierių emitento valdymo sprendimus, tačiau Lietuvoje esant kitokiai situacijai (dominuoja labai stambūs akcininkai), toks modelis neatrodo nei tikslingas, nei reikalingas.

Daugelio autorių nuomone, du minėti slenksčiai, kuriuos peržengus gali kiltų pareiga teikti oficialų siūlymą yra nepakankami[165] tam, kad būtų užtikrinta, jog reikšmingai

161 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 125-126. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

162 Iain G. MacNeil, *An Introduction to the Law on Financial Investment* (Glasgov: Hart Publishing, 2012), 368.

163 Sabrina Bruno ir Eugenio Ruggiero, Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration (Olandija, Kluwer Law International, 2011), 94-95.

164 Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, op. cit., p. 128.

165 Peter Böckli ir kt., "Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive," *Oxford Legal Studies* (2014): 1-15.

padidėjus stambiojo akcininko teisėms, kiti akcininkai turėtų teisę pasitraukti iš bendrovės pasinaudodami oficialaus siūlymo mechanizmu. Antai perėmėjui peržengus 2/3 ar 75 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių emitento kontrolės ribą, smulkieji akcininkai praktiškai praranda bet kokias realias galimybes blokuoti stambiojo akcininko sprendimus, tad manoma, kad privalomas oficialus siūlymas turėtų būti privalomas perėmėjui (ar jų grupei), peržengus ir minėtus „slenksčius".

Su tokia nuomone tenka sutikti. Antai vadovaujantis Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių 28 straipsniu, peržengęs 2/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių ribą asmuo turi teisę priimti sprendimus, kuriems reikalinga kvalifikuota balsų dauguma, t. y. gali vienašališkai keisti bendrovės įstatus, nustatyti bendrovės išleidžiamų akcijų klasę, skaičių, nominalią vertę ir minimalią emisijos kainą, konvertuoti bendrovės vienos klasės akcijas į kitos, tvirtinti akcijų konvertavimo tvarką, keisti uždarosios akcinės bendrovės akcijų sertifikatus į akcijas, skirstyti pelną ir nuostolius, sudarinėti rezervą, priimti sprendimus dėl restruktūrizavimo, pertvarkymo ir pan. Vadovaujantis to paties straipsnio 2 dalimi, peržengus 3/4 ribą, asmuo visuotiniame akcininkų susirinkime gali priimti sprendimą atšaukti visiems akcininkams pirmumo teisę įsigyti bendrovės išleidžiamų konkrečios emisijos akcijų ar bendrovės išleidžiamų konkrečios emisijos konvertuojamųjų obligacijų.

Taigi Lietuvoje būtų tikslinga nustatyti, kad asmuo privalo teikti oficialų siūlymą taip pat tada, kada veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis įgyja akcijų, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia daugiau kaip 1/2 ir daugiau kaip ¾ balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime. Minėti pakeitimai leistų smulkiesiems akcininkams jaustis apsaugotais tada, kada stambusis akcininkas supirkinėja likusias akcijas ir atitinkamai mažėja galimybės dalyvauti vertybinių popierių emitento valdyme.

2.2.2. Pareiga teikti oficialų siūlymą perėmus vertybinių popierių emitento kontrolę

Manome, kad pakeitimų dėl papildomų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių ribų „slenksčių" reglamentavimo nepakanka užtikrinti tam, kad Lietuvoje kontrolės perėmimo atveju *būtų* teikiamas oficialus siūlymas. Antai vadovaujantis Direktyvos 2004/25 preambulės 9 p., oficialaus siūlymo tikslas yra apsaugoti vertybinių popierių savininkus, ypač smulkiuosius akcininkus.

Kaip jau buvo sakyta disertacijos pirmajame skyriuje, Direktyva 2004/25 siekė sukurti galimybę smulkesniesiems akcininkams pasitraukti iš bendrovės, jeigu pasikeičia vertybinių popierių emitento kontrolė. Žiūrint iš kitos pusės, Direktyvos 2004/25 3 straipsnio 1 punkto a) papunktyje pasakyta, kad visiems pasiūlymą gaunančios bendrovės tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams turi būti taikomas vienodas režimas; be to, jei kuris asmuo įsigyja bendrovės kontrolę, kiti vertybinių popierių savininkai turi būti apsaugoti. Šį principą atkartojantis Vertybinių popierių įstatymo 35 straipsnio 1 punktas Direktyvoje 2004/25 esančią formuluotę šiek tiek modifikuoja nustatydamas, kad visiems bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams turi būti taikomos vienodos oficialaus siūlymo sąlygos; jeigu asmuo

įgyja tos bendrovės kontrolę, turi būti ginami kiti tos bendrovės vertybinių popierių savininkai.

Lyginant Direktyvos 2004/25 principo formuluotę su Vertybinių popierių įstatyme pateikta formuluote, matome, kad Direktyva 2004/25 tiesiogiai nepasako, kad kiti, netgi stambesni akcininkai, turi būti apsaugoti tuo atveju, jeigu asmuo įsigyja bendrovės kontrolę. Apskritai sunkiai suprantama, kaip elgtis susiklosčius situacijai, kuomet asmuo įgyja vertybinių popierių emitento kontrolę (kaip jis suprantama oficialaus siūlymo atveju), tačiau vertybinių popierių emitentas turi kitą – stambesnį už perėmėją akcininką.

Direktyva 2004/25, nurodydama, kad kontrolės samprata yra nustatoma pagal nacionalinę teisę, šį klausimą paliko spręsti valstybių narių diskrecijai. Įvairios valstybės narės minėtas nuostatas vertino trejopai. Pavyzdžiui, siekdama atsižvelgti į kitų akcininkų turimų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių procentą, Vengrija nustatė, kad pareiga teikti oficialų siūlymą gali atsirasti nuo 25 procentų ribos peržengimo[166] (įprasta riba yra 1/3), jeigu vertybinių popierių emitentas neturi kito akcininko, kuris valdytų daugiau nei 10 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių[167]. Kitos valstybės narės, kaip Vokietija, Suomija, Jungtinė Karalystė, Prancūzija, Graikija, Italija, Portugalija, Ispanija, Italija, Belgija[168], pasinaudodamos plačia Direktyvos 2004/25 taikoma diskrecija, ir nacionalinėje teisėje nustatė išimtį, pagal kurią pareiga teikti oficialų siūlymą neatsiranda tuo atveju, jeigu egzistuoja kitas akcininkas (ar susitariančių akcininkų grupė), kurie turi daugiau balso teisę suteikiančių vertybinių popierių nei perėmėjas. Dar kitos valstybės narės, tarp kurių ir Lietuva, sprendė, kad pagal oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą yra galima perimti vertybinių popierių emitento kontrolę nepaisant to, kad yra stambesnis vertybinių popierių emitento akcininkas.

Mūsų vertinimu, Lietuvos pasirinktoji pozicija nėra nei efektyvi, nei logiška. Antai pagal Lietuvos teisę kada susiklosto situacija, kai vienas akcininkas turi, tarkime, 55 procentus balso teisę suteikiančių vertybinių popierių, o kitas asmuo įsigyja 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių (arba šią ribą peržengia kartu su susijusiais asmenimis), pastarasis turi pateikti oficialų siūlymą supirkti visus vertybinius popierius. Betgi akivaizdu, kad dėl naujo akcininko, kuris kontroliuoja 1/3 visų balso teisę suteikiančių akcijų, faktinė bendrovės kontrolė nepasikeičia – 55 procentus turintis akcininkas ir toliau gali vienašališkai priimti didžiąją dalį sprendimų.

Išanalizavus daugelio Europos Sąjungos valstybių narių perėmimų reguliavimą, atrodytų, kad emitento kontrolė jose yra perimama tuo atveju, jeigu pasikeitęs akcininkas gali priimti svarbiausius įmonei sprendimus. Jeigu bendrovėje yra kitas stambus akcininkas, tuomet mažiau akcijų turintis asmuo bendrovės neperima, o tampa vienu iš jos akcininkų. Taigi kai atsiranda akcininkas, kuris turi 1/3 ar daugiau balso teisę suteikiančių vertybinių popierių, o kitas akcininkas turi už jį daugiau suteikiančių balso teisę akcijų, pirmajam pareiga teikti oficialų siūlymą turėtų nekilti, nes jam ir nepateikiant oficialaus siūlymo nėra pažeidžiami kitų (smulkesnių) akcininkų interesai, be to, jis neperima vertybinių popierių emitento kontrolės, taigi nesąžiningai nepažeidžia stambesnio akcininko interesų.

166 Mads Andenas ir Frank Wooldridge, *European Comparative Company Law* (Kembridžas: Cambridge University Press, 2004), 512.

167 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 130. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

168 Ibid.

Taigi nepaisant to, ar valstybė yra kontinentinės teisės, ar bendrosios teisės tradicijos atstovė, didžiosios Europos Sąjungos kapitalo rinkos sutaria, kad oficialus siūlymas neturėtų būti teikiamas nevykstant ekonominiam bendrovės kontrolės pasikeitimui.

Apibendrinsime: nėra teisinio pagrindo manyti, kad bendrovėje gali būti dvi kontrolės – viena – stambesnio akcininko, kita – asmens, kuris peržengia Vertybinių popierių įstatyme nustatytą ribą. Todėl įvedant tinkamą kontrolės oficialaus siūlymo metu sampratą ir efektyvų oficialaus siūlymo reguliavimą ir įgyvendinimą Lietuvoje, manome, kad Vertybinių popierių įstatyme privalo būti išimtis, jog oficialus siūlymas peržengus 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių dalį nėra teikiamas tuo atveju, jeigu tarp vertybinių popierių emitento akcininkų yra asmenų ar kartu veikiančių asmenų grupių, kurie valdo daugiau nei 1/3 balso teisę suteikiančių vertybinių popierių emitento vertybinių popierių.

2.2.3. Pareiga teikti oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę

Pagal Vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnio 2 dalį, pareiga teikti oficialų siūlymą 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 (netiesioginė kontrolė). Kai tokios nuostatos nebuvo, Lietuvoje kildavo ginčų dėl to, ar pareiga teikti oficialų siūlymą atsiranda įgijus netiesioginę vertybinių popierių emitento kontrolę.

Priežiūros institucija dėl pareigos teikti oficialų siūlymą netiesiogiai įgijus kontrolę pateikė išaiškinimą dar 2007 metais[169]. Jame sakoma, kad ši prievolė atsiranda ir tada, kai stambiojo emitento, jau teikusio oficialų siūlymą, kontrolė yra perimama kitos patronuojančios bendrovės ar asmens[170]. Ginče dėl pareigos teikti oficialų siūlymą dėl AB „Dvarčionių keramika“ akcijų, Priežiūros institucija nurodė, kad, įvertinus visas faktines aplinkybes, gautą informaciją, atlikto patikrinimo metu buvo prieita išvados, jog Cersanit S.A. 2007 m. sausio 3 d., po įgyvendinto oficialaus siūlymo įgijusi 48,42% Opoczno S.A. balsų visuotiniame akcininkų susirinkime, įgijo tiesioginę Opoczno S.A. kontrolę (Cersanit S.A. galėjo skirti Opoczno S.A. vadovą ir daugumą stebėtojų tarybos narių), o kartu ir netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę, todėl turėjo pateikti ir įgyvendinti oficialų siūlymą likusioms balsavimo teisę visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančioms AB „Dvarčionių keramika“ akcijoms supirkti.

Priežiūros institucija savo sprendimą grindė tuo, kad toks įstatymo taikymo modelis įgyvendina smulkiojo akcininko apsaugą. Stambiojo emitento akcininko kontrolę perėmęs asmuo gali pakeisti bei iš naujo permąstyti tolesnę įmonės plėtros, verslo koncepciją, todėl smulkieji emitento akcininkai privalo turėti teisę pasirinkti, ar netiesiogiai pasikeitus asmeniui, lemiančiam daugumą bendrovės kaip juridinio asmens sprendimų, nori ir toliau likti įmonės bendrasavininkiais. Pagal Priežiūros institucijos nuomonę, stambusis emitento akcininkas ir jį kontroliuojantis trečiasis asmuo turėtų būti laikomi sutartinai emitento atžvilgiu veikiančiais asmenimis.

169 „Išaiškinimas dėl pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę,“ Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija, http://www.vpk.lt/uploads/2007-7.pdf.

170 „Cersanit S.A. netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę perėmė 2007 m. sausio 3 d.“, priežiūros institucijos pranešimas, 2009 m. balandžio 7 d., http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14071/.

Pažymėtina, kad iš dabartinės Vertybinių popierių įstatymo nuostatos matyti, kad pareiga teikti oficialų siūlymą kyla netiesioginiam perėmėjui. Tačiau Priežiūros institucijos išaiškinime buvo nurodyta, kad juo gali būti tiek tiesioginis stambusis emitento akcininkas, tiek jį kontroliuojantis subjektas, kadangi jie veikia aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu ar rašytiniu susitarimu. Jeigu Priežiūros institucijos nuomonė ir toliau išliktų ta, kad pareiga teikti oficialų siūlymą kyla dėl to, jog asmenys yra sutartinai veikiantys, tokia pozicija turėtų egzistuoti ir šiandien.

Pastebėsime, kad pareiga teikti oficialų siūlymą dėl netiesioginės kontrolės perėmimo egzistuoja ne visose Europos Sąjungos valstybėse narėse. Antai kai kurios valstybės narės yra nustačiusios, kad pareigos teikti oficialus siūlymą esant netiesioginei kontrolei neturėtų būti tuo atveju, jeigu netiesioginio perėmėjo tikslas nebuvo susijęs su tikslu perimti vertybinio popierių emitento kontrolę, o tai atsitiko tik dėl to, kad vertybinių popierių emitentas yra bendrovių grupės (holdingo) dalis. Be to, kitose valstybėse narėse yra svarbi ta balso teisę suteikiančių akcijų dalis, kurią perima netiesioginis perėmėjas. Pareiga teikti privalomą oficialų siūlymą priklauso nuo to, kokią dalį tokių akcijų jis perima. Ši dalis gali svyruoti nuo 20 iki 50 procentų[171].

Manome, kad „slenksčių" įvedimas oficialaus siūlymo atžvilgiu yra efektyvus. Pasikeitus netiesioginei kontrolei gali būti atvejų, kuomet iš esmės pasikeičia ir vertybinių popierių emitento valdymo politika. Tačiau gali būti ir taip, kad šis pasikeitimas yra labai formalus ir netiesioginis perėmėjas nedaro jokių reikšmingų pakeitimų. Todėl, mūsų vertinimu, būtų tikslinga Lietuvos oficialaus siūlymo teisiniame reguliavime nustatyti minimalią 50 procentų ribą netiesiogiai valdomos bendrovės kapitale, kurią peržengus atsirastų pareiga teikti oficialų siūlymą.

2.3. Atvejai, kuomet oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių yra (gali būti) neteikiamas

Pagal Direktyvą 2004/25, valstybės narės turi teisę nusistatyti įvairias išimtis. Tokios išimtys yra leidžiamos, tačiau, kaip jau minėta, visi nacionaliniai nuokrypiai nuo Europos Sąjungos oficialaus siūlymo reguliavimo turi būti pagrįsti bendraisiais oficialaus siūlymo principais[172]. Nesilaikant šios pareigos, Europos Komisija gali inicijuoti pažeidimo procedūrą, pagal kurią valstybei narei yra taikomos poveikio priemonės[173]. Vieša Europos Komisijos kritika gali daryti neigiamą poveikį valstybei narei siekiant pritraukti užsienio kapitalą.

Europos Komisija, atlikusi oficialaus siūlymo reglamentavimo vertinimą Europos Sąjungoje, pastebėjo, kad valstybės narės pakankamai dažnai pasinaudojo išimtimis dėl oficialaus siūlymo teikimo. Apibendrindami esamas Direktyva 2004/25 leistinas išimtis, susijusias su oficialaus siūlymo teikimu, išskirsime tokias pagrindines grupes:

171 Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (MARKT/2010/10/F), 146. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

172 Jaap Winter, Jan Schans Christensen ir Jose Maria Garrido Garcia, "High Level Group of Company Law Experts Report on Issues Related to Takeover Bids," p. 48. Direktyvos 2004/25 4 straipsnio 5 dalis, 5 straipsnio 4 dalis.

173 Europos Komisijos oficialus puslapis. Apie pažeidimo procedūrą: http://ec.europa.eu/atwork/applying-eu-law/infringements-proceedings/index_en.htm

1. Išimtys, dėl kurių oficialus siūlymas apskritai nėra teikiamas (Direktyvos 2004/25 4 straipsnio 5 dalies i) punktas).
2. Išimtys, dėl kurių oficialus siūlymas gali būti neteikiamas Priežiūros institucijos sprendimu (Direktyvos 2004/25 4 straipsnio 5 dalies ii) punktas).
3. Išimtys, pagal kurias kompetentinga institucija gali pakoreguoti oficialaus siūlymo kainą (Direktyvos 2004/25 5 straipsnio 4 dalis).

Visoms paminėtoms išimtims yra būdinga ne tik atitiktis bendriesiems oficialaus siūlymo principams. Išimtys taikomos tik tuo atveju, jeigu valstybė narė pasirenka jas taikyti ir (arba) suteikia priežiūros institucijai reikiamus įgalinimus. Iš vienos pusės, išimčių taikymas naudingas, nes Priežiūros institucija gali priimti tam tikrus sprendimus dėl išimčių, kurias taikyti yra būtina atsižvelgiant į oficialiame siūlyme dalyvaujančių asmenų interesų pusiausvyrą[174]. Kita vertus, daug išimčių gali neigiamai paveikti smulkiųjų akcininkų interesus[175]. Pavyzdžiui, Vokietijoje nuo 2002 iki 2007 m. buvo įvykdyti 85 privalomi oficialūs siūlymai ir pritaikytos 733 išimtys[176], nuo 1999 m. Švedijoje kone du trečdaliai oficialių siūlymų yra neteikiami dėl egzistuojančių išimčių[177]. Todėl siekiant išvengti ginčų dėl oficialaus siūlymo teikimo, išimčių taikymas turėtų būti aiškus ir išsamiai argumentuotas[178]. Čia yra svarbus tiek įstatymų leidėjo vaidmuo, kuris suteikia reikiamus įgalinimus Priežiūros institucijai, tiek Priežiūros institucijos vaidmuo, kuri kiekvieną aiškiai nereglamentuotą išimtį privalo taikyti tik remdamasi aiškiais teisiniais pagrindais bei vadovaudamasi bendraisiais Direktyvos 2004/25 principais.

Disertaciniame darbe kalbėdami apie „persilaužimo" nuostatų įgyvendinimą Lietuvoje, nustatėme, kad Lietuvos teisinis reguliavimas dėl išimčių taikymo oficialaus siūlymo teikimo metu nėra nuoseklus. Kaip vieną iš tokių išimčių pavyzdžių nurodėme faktą, kad vadovaudamasi Lietuvos Respublikos strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių ir įrenginių bei kitų nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbių įmonių įstatymu, valstybė sprendžia, ar perėmėjas turės teisę įsigyti daugiau kaip 1/3 vertybinių popierių emitento akcijų. Nuo jos sprendimo priklauso, ar asmuo turės teisę teikti oficialų siūlymą. Taigi išimtis dėl strateginės reikšmės įmonių galėtų būti taikoma, tačiau pagal Direktyvą 2004/25 ją būtina išskirti, o Lietuvoje tai nėra aiškiai sureglamentuota. Toliau detaliau panagrinėsime, kaip Lietuva į savo nacionalinę teisę perkėlė nuostatas, reglamentuojančias tuos atvejus, kuomet dėl emitento vertybinių popierių oficialus siūlymas yra (gali būti) neteikiamas.

174 Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (MARKT/2010/10/F), 106. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

175 Sophy Nachemson-Ekwall, "The Cross-Border Hostile Bid Fight Between Scania in Sweden and the Two German Companies MAN and Volkswagen: Institutional Change and the Mandatory Bid Rule," Springer Science (2015): 10, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2667675

176 Hopt, Klaus J. „European Takeover Reform of 2012/2013 — Time to Re-examine the Mandatory Bid" European Business Organization Law Review 15, 02 (2014): 149-156.

177 Sophy Nachemson-Ekwall, op. cit., p. 10.

178 Jaap Winter, Jan Schans Christensen ir Jose Maria Garrido Garcia, "Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids," (Briuselis, 2002), 2-5.

2.3.1. Išimtys, dėl kurių oficialus siūlymas apskritai nėra teikiamas

Pirmoji išimtis yra nustatyta Vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnyje, kuriame nurodoma, kad asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijų, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia daugiau kaip 1/3 balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, jis gali šios pareigos nevykdyti perleisdamas ribą viršijančias akcijas[179]. Pranešimas apie peržengimą turėtų būti pateikiamas per 4 prekybos dienas po vertybinių popierių ribos peržengimo (36 straipsnio 3 dalis). Tokia ar panaši išimtis yra įprasta Europos Sąjungoje. Gali pasitaikyti atvejų, kuomet asmuo: 1) netyčia peržengia ribą (pavyzdžiui, jam ar susijusiam asmeniui, pavedėjus turtą, taip pat teismui patvirtinus santuokos nutraukimo sutartį ir pan.); arba 2) kai kontrolė yra peržengiama dėl įmonių susijungimo, skaidymo, išvestinių finansinių priemonių įsigijimo.

Labiau įsigilinus, atrodytų, kad išimtį iš taisyklės galima taikyti tik tuo atveju, kuomet vertybiniai popieriai, dėl kurių atsiranda pareiga teikti oficialių siūlymą, yra nedelsiant perleidžiami. Taip leidžia manyti aplinkybė, kad Vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnio 6 dalyje nurodoma, jog savarankiškai veikiantis asmuo ar sutartinai veikiantys asmenys, peržengę nurodytą balsų ribą, netenka visų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime. Todėl Lietuvoje taikoma išimtimi būtų sudėtinga be nuostolių pasinaudoti bendrovei, kuri, pavyzdžiui, dėl įvykusio susijungimo ar apsijungimo peržengė Vertybinių popierių įstatyme nurodytą ribą. Vertybinių popierių įstatymo nuostata, nurodanti visų balso teisių netekimą iš karto po ribos peržengimo, reiškia, kad stambusis akcininkas sieks 1/3 slenkstį viršijančias akcijas perleisti kiek galima greičiau. Šios priežastys gali lemti staigų akcijų kainos kritimą jas parduodant reguliuojamoje rinkoje. To pasekmė - smulkiųjų akcininkų, kurie yra įsigiję bendrovės akcijų, nuostoliai, ir stambiojo akcininko nuostoliai, susiję su siekiu 1/3 viršijančią dalį akcijų parduoti kiek galima greičiau.

Kitos valstybės narės, pavyzdžiui, Italija, Graikija, Belgija, Kipras, Prancūzija, Portugalija[180] yra nustačiusios nuo 4 iki 12 mėnesių laikotarpį, per kurį asmuo turi teisę perleisti dalį akcijų ir neteikti oficialaus siūlymo. Svarbiausia yra apie peržengimą nedelsiant informuoti Priežiūros instituciją. Norint užtikrinti Lietuvos kapitalo rinkos stabilumą, manome, kad panašus modelis turėtų egzistuoti ir Lietuvoje, t.y. tinkamai pranešęs asmuo turėtų turėti teisę be neigiamų teisinių pasekmių perleisti oficialaus siūlymo ribą viršijančias akcijas per ne ilgesnį nei, pavyzdžiui, 6 mėnesnių laikotarpį.

Antroji išimčių, kuomet oficialus siūlymas apskritai neteikiamas, grupė yra reglamentuota Vertybinių popierių įstatymo 37 straipsnyje. Pagal minėtą teisės normą, pareiga teikti oficialų siūlymą nekyla, jeigu:

1) asmuo veikia sutartinai su asmeniu, kuriam tokia pareiga atsiranda vienam;
2) balsų riba peržengiama dėl to, kad visi emitento vertybiniai popieriai ar jų dalis keičiama į kuriamos naujos bendrovės (bendrovių) vertybinius popierius proporcingai skaidymo būdu reorganizuojamo emitento ar atskiriamo emitento įstatiniam

179 Panašios išimtys taip pat taikomos Airijoje, Čekijos Respublikoje, Estijoje, Rumunijoje, Jungtinėje Karalystėje.

180 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 142. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

kapitalui, o asmuo prieš tai jau buvo įgyvendinęs oficialų siūlymą arba neprivalėjo teikti oficialaus siūlymo, nors ir buvo peržengęs balsų ribą, dėl kurios turėjo atsirasti pareiga jį teikti;

3) balsų riba peržengiama, kai bendrovė, kuri reorganizuojama skaidymo būdu arba nuo kurios yra atskiriama nauja bendrovė, jau buvo įgyvendinusi oficialų siūlymą arba neprivalėjo teikti oficialaus siūlymo, nors ir buvo peržengusi balsų ribą, dėl kurios turėjo atsirasti pareiga jį teikti, o jos turėti vertybiniai popieriai pereina po skaidymo naujai sukuriamoms bendrovėms;
4) balsų riba peržengiama pagal Lietuvos Respublikos įmonių restruktūrizavimo įstatymą vykdant emitento restruktūrizavimo planą;
5) balsų riba peržengiama įsigyjant vertybinius popierius iš kontroliuojamo arba kontroliuojančio asmens; ši išimtis taikoma tik tol, kol tarp pirkėjo ir pardavėjo išlieka šiame punkte nustatytas ryšys;
6) balsų riba peržengiama įsigyjant vertybinius popierius, kai privalomas oficialus siūlymas įgyvendinamas kartu su kitais asmenimis ir riba peržengiama asmeniškai;
7) asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, pateikęs savanorišką oficialų siūlymą įsigyti visus bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, vertybinius popierius už teisingą kainą, nustatytą pagal Vertybinių popierių įstatymo reikalavimus, įgyja daugiau kaip 1/3 balsų šios bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime;
8) balsų riba peržengiama taikant Lietuvos Respublikos finansinio tvarumo įstatymą[181].

Be to, privalomo oficialaus siūlymo teikti neprivalo depozitoriumas, peržengęs balsų ribą įsigydamas akcijas, dėl kurių jis yra išleidęs tarptautinius depozitoriumo išduotus akcijų pakvitavimus. Bendrovei, įsigyjančiai savo išleistas akcijas iš vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininko, kuris jas supirko įgyvendindamas kainų stabilizavimą pagal Reglamento (EB) Nr. 2273/2003 nuostatas, taip pat netaikomas reikalavimas pateikti oficialų siūlymą.

Europos Komisijos studijoje nurodomi panašūs atvejai ir kitose valstybėse, kada oficialus siūlymas nėra teikiamas[182]. Rašoma, kad šios išimtys iš esmės skirtos tam, jog apsaugotų ir perėmėjo, ir smulkiojo akcininko interesus, nepažeistų jų pusiausvyros. Reikėtų sutikti, kad pareiga teikti oficialų siūlymą iš tiesų neturėtų egzistuoti Vertybinių popierių įstatymo 37 straipsnyje nurodytais išskirtiniais atvejais. Lietuvoje taip pat naudojama itin svarbi išimtis, pagal kurią valstybei siekiant gelbėti kredito įstaigą, kuri taipogi yra emitentas, oficialus siūlymas yra neteikiamas. Susiklosčius šalyje nepaprastoms ir ypatingoms aplinkybėms, valstybė privalo imtis prevencinių priemonių dėl oficialaus siūlymo teikimo, kadangi pats veiksmas, kada su mokumo problemomis susidūrusio banko akcijos yra superkamos, yra vykdomas dėl to, kad būtų apsaugoti didelės visuomenės dalies asmenų interesai ir išlaikyta socialinė taika[183]. Tokiu atveju privaloma pareiga teikti oficialų siūlymą prieštarautų protingumo principui, nes pats bankrutuojančio banko nacionalizavimas yra

181 „Lietuvos Respublikos finansinio tvarkumo įstatymas“ TAR, Nr. XII-2053 (2015).

182 *Ibid*., p. 149-151.

183 „Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2013 m. gegužės 24 d. nutarimas dėl Lietuvos Respublikos finansinio užtikrinimo susitarimų, Lietuvos Respublikos įmonių restruktūrizavimo, Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymų kai kurių nuostatų atitikties Lietuvos Respublikos Konstitucijai.“

viešojo intereso (akcininkų ir kitų su banko veikla susijusių asmenų,) apsauga[184], kurios mechanizmai šiuo metu yra įtvirtinti Europos Sąjungos lygmeniu[185].

Iš Vertybinių popierių įstatymo analizės yra darytina išvada, kad visais kitais atvejais oficialus siūlymas privalo būti teikiamas.

2.3.2. Išimtys, dėl kurių oficialus siūlymas gali būti neteikiamas Priežiūros institucijos sprendimu

Vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo 47 straipsniu, Priežiūros institucija, be kita ko, tvirtina oficialių siūlymų cirkuliarus, prižiūri, kaip asmenys laikosi šio įstatymo ir šio įstatymo pagrindu priimtų Priežiūros institucijos teisės aktų ir duotų privalomų vykdyti nurodymų dėl šio įstatymo laikymosi, taiko poveikio priemones asmenims, kurie pažeidžia oficialaus siūlymo instituto taisykles. Tačiau tarp minėtų teisių ir pareigų nėra numatyta Priežiūros institucijos teisė spręsti dėl oficialaus siūlymo neteikimo kitais nei Vertybinių popierių įstatymo 37 straipsnyje numatytais pagrindais.

Tokį Lietuvos apsisprendimą galėjo lemti keletas veiksnių. Pirma, Direktyva 2004/25 numato, kad Priežiūros institucijos gali taikyti išimtis tik tuo atveju, jeigu susiklosto tam tikros išskirtinės aplinkybės, be to, yra būtinas pagrįstas (motyvuotas) Priežiūros institucijos sprendimas. Tikėtina, kad šios diskrecijos buvo atsisakyta siekiant išvengti galinčių kilti ginčų, pagal kuriuos smulkieji akcininkai reikalautų oficialaus siūlymo teikimo. Antra, apsisprendimui įtakos galėjo padaryti ir anksčiau šioje disertacijoje analizuotas Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo nutarimas[186], kuriame buvo sprendžiamas klausimas dėl išimčių iš pareigos teikti oficialų siūlymą taikymo konkrečioms nacionalizuojamoms įmonėms. Vadovaudamasis Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo praktika, pagal kurią smulkiųjų akcininkų apsauga buvo prilyginama viešajam interesui, įstatymų leidėjas galimai siekė išvengti, kad Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas oficialaus siūlymo atitikties klausimą turėtų nagrinėti dar kartą, dėl papildomų išimčių augtų smulkiųjų akcininkų nepasitenkinimas. Lengviausias kelias buvo nenustatinėti daugiau sąlygų nei yra privaloma pagal Direktyvą 2004/25.

Galima ir dar viena priežastis - Lietuva šią Priežiūros institucijos teisę (ar to siekdama, ar per neatidumą) susiaurino. Antai Vertybinių popierių įstatymo 39 straipsnyje reglamentuojant atvejus, kada Priežiūros institucija turi teisę pakeisti oficialaus siūlymo kainą, kaip vienas iš atvejų yra pateikiama situacija, kuomet įtakos vertybinių popierių rinkos kainoms turėjo nenumatyti įvykiai (39 straipsnio 2 dalies 3 punktas). Tuo tarpu Priežiūros institucijos sprendimas reikalauti pakeisti privalomo oficialaus siūlymo kainą turi būti motyvuotas ir paskelbtas (39 straipsnio 4 dalis). Taigi teisės normos turinys savo prasme yra panašus į Direktyvoje 2004/25 pateiktą galimybę taikyti išimtį, tačiau Lietuvoje vietoje išimties taikymo yra pasirenkama teisė tikslinti oficialaus siūlymo kainą.

---

184 Vytautas Šenavičius, „Europos Sąjungos viešosios politikos tendencijos bankų sektoriuje," *Viešoji politika ir administravimas* 12, 3 (2013): 410.

185 Plačiau apie vadinamąją Bankų sąjungą: http://www.consilium.europa.eu/lt/policies/banking-union/single-rulebook/

186 „Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas Nr. 20/02 „Dėl AB „Mažeikių nafta" reorganizavimo įstatymo," Valstybės žinios 146, 5332 (2005).

Oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas Lietuvoje galėtų vykti pagal kitų Europos Sąjungos valstybių narių, kuriose teisė taikyti išimtis Priežiūros institucijai yra suteikiama, pavyzdį (taip yra Jungtinėje Karalystėje, Suomijoje, Airijoje, Vokietijoje, Prancūzijoje, Belgijoje, Danijoje, Italijoje, Švedijoje[187]). Tokiose valstybėse narėse perėmėjas gali kreiptis į Priežiūros instituciją, nurodydamas išsamias priežastis, dėl kurių oficialus siūlymas neturėtų būti teikiamas, o Priežiūros institucija priima sprendimą dėl diskrecijos taikymo[188].

Kita vertus, akademiniame diskurse[189] yra išsakoma kitokia pozicija. Pagal Peter Böckli, Paul Davies, Eilis Ferran, Guido Ferrarini, José Garrido Garcia, Klaus Hopt, Alain Pietrancosta, Katharina Pistor, Rolf Skog, Stanislaw Soltysinski, Jaap Winter, Eddy Wymeersch, Europos Sąjungos politika turėtų krypti link mažesnės valstybių narių priežiūrų institucijų diskrecijos taikant išimtis iš oficialaus siūlymo. Autoriai mano, kad dabartinė situacija, kuomet didžiajai daliai perėmimų yra pritaikomos vienokios ar kitokios išimtys iš pareigos teikti oficialų siūlymą, pažeidžia smulkiųjų akcininkų interesus[190] ir neveda prie siekio harmonizuoti oficialaus siūlymo reguliavimo įgyvendinimą Europos Sąjungoje. Tačiau mažesnė diskrecija neturėtų vesti prie baigtinio išimčių sąrašo sudarymo. Tyrėjų nuomone, išimtis reikėtų detalizuoti nacionaliniuose tesės aktuose išleidžiant gaires, rekomendacijas, paaiškinimus, kokiais kriterijais vertindama Priežiūros institucija turėtų priimti sprendimą dėl tam tikros išimties taikymo ar atsisakymo ją taikyti[191]. Priimdama sprendimą Priežiūros institucija turėtų aiškiai apibrėžti, kodėl diskrecija neprieštarauja Direktyvos 2004/25 principams. Be to, turėtų būti galimybė apskųsti Priežiūros institucijos sprendimus dėl išimties taikymo[192].

Mūsų vertinimu, Lietuvoje egzistuojantis modelis, pagal kurį Priežiūros institucija turi tam tikrą diskreciją koreguoti pasiūlymo kainą, tačiau neturi diskrecijos dėl oficialaus siūlymo pripažinimo nereikalingu, nėra efektyvus. Manome, kad Lietuvai siekiant tapti modernia kapitalo rinka, būtų tikslinga išplėsti Priežiūros institucijos galias dėl išimčių iš oficialaus siūlymo taikymo nurodant, kad Priežiūros institucija išimtis taiko vadovaudamasi jos parengtomis rekomendacijomis. Toks modelis, iš vienos pusės, užtikrintų, kad smulkieji akcininkai turės teisinį apibrėžtumą, kuomet Priežiūros institucija turi teisę taikyti išimtį dėl oficialaus siūlymo teikimo, be to, leistų užtikrinti perėmimo metu perėmėjo ir smulkiųjų akcininkų interesų pusiausvyrą. Dabartinis oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas Lietuvoje Priežiūros institucijai teisiniu požiūriu leidžia turėti tam tikrą lankstumą tik koreguojant supirkimo kainą oficialaus siūlymo metu.

2.4. Išimtys, pagal kurias kompetentinga institucija gali pakoreguoti oficialaus siūlymo kainą

Iki Direktyvos 2004/25 perkėlimo Priežiūros institucijos teisė pakeisti oficialaus siūlymo kainą neegzistavo. Priežiūros institucijos diskrecija apsiribodavo Lietuvos Respublikos

187 Dirk Van Gerven, Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe (Kembridžas: Cambridge University Press, 2008), 51-58, 75-77, 103-110, 129-133, 224-225, 228-230.

188 Thomas Papadopoulos, EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market (Kipras: Kluwer Law International, 2008), 115-117.

189 Peter Böckli ir kt., "Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive," Oxford Legal Studies (2014): 9-11.

190 Thomas Papadopoulos, op. cit., p. 147.

191 Peter Böckli ir kt., op. cit., p. 8.

192 Ibid. p. 9.

vertybinių popierių rinkos įstatymo nuostata, kad „Vertybinių popierių komisija turi teisę nustatyti bendrąsias pareigos skelbti privalomą oficialų pasiūlymą išimtis, jei reikalavimas pateikti privalomą oficialų pasiūlymą tokiu atveju nebūtų sąžiningas, protingas ar neatitiktų rinkos interesų“ (Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 str. 4 d. redakcija, galiojusi iki 2006 m. liepos 14 d.). Nuo 2006 m. liepos 14 d.[193] teisinis reguliavimas pasikeitė - Priežiūros institucija įgijo teisę reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą. Atsiradusi teisė turėtų būti suprasta dvejopai - kaip teisė reikalauti padidinti ir teisė reikalauti sumažinti oficialaus siūlymo kainą.

Pagal dabartinį Lietuvos teisinį reguliavimą, Priežiūros institucijos reikalavimas pakeisti oficialaus siūlymo kainą galimas šiais atvejais:

1) kai privalomo oficialaus siūlymo kaina buvo nustatyta pirkėjo ir pardavėjo susitarimu;
2) kai dėl piktnaudžiavimo rinka daroma įtaka vertybinių popierių, kurie yra privalomo oficialaus siūlymo objektas, rinkos kainai;
3) kai įtakos vertybinių popierių rinkos kainoms turėjo nenumatyti įvykiai;
4) kai privalomas oficialus siūlymas teikiamas praėjus reikšmingam laikotarpiui nuo balsų ribos peržengimo dienos;
5) kai dėl kitų svarbių aplinkybių kyla pagrįstų įtarimų, kad siūloma kaina yra neteisinga (Vertybinių popierių įstatymo 39 straipsnio 2 dalis).

Be to, Priežiūros institucija turi teisę leisti pakeisti privalomo oficialaus siūlymo kainą, kai siekiama padėti finansinių nuostolių patiriančiai įmonei (Vertybinių popierių įstatymo 39 straipsnio 3 dalis).

Atrodytų, kad Vertybinių popierių įstatyme nustatytomis išimtimis dėl oficialaus siūlymo kainų pakeitimo įstatymų leidėjas siekia apsaugoti ne vien smulkiojo akcininko, tačiau ir perėmėjo interesus. Tačiau analizuojant teisės normas kyla neaiškumų, ar perėmėjo interesams apsaugoti yra skiriama tik nuostata dėl pagalbos finansinių nuostolių patiriančiai įmonei (39 straipsnio 3 dalis), ar į perėmėjo interesus turėtų būti atsižvelgiama ir kitais atvejais (39 straipsnio 2 dalis). Norėdami išsiaiškinti kylančius neaiškumus, visų pirma turėtume įvertinti teisės akte pateiktas Priežiūros institucijos galių formuluotes lingvistiniu (*leidimas-reikalavimas*) aspektu.

Iš Vertybinių popierių įstatymo 39 straipsnio formuluotės, įstatyme nustatytos išimtys gali būti realizuojamos dviem būdais:

1) kilti iš Priežiūros institucijos leidimo pakeisti oficialaus siūlymo kainą (39 straipsnio 3 dalis: „Priežiūros institucija **turi teisę leisti** pakeisti privalomo oficialaus siūlymo kainą, kai siekiama padėti finansinių nuostolių patiriančiai įmonei“). Sprendimas neprivalo būti motyvuotas.
2) kilti iš Priežiūros institucijos reikalavimo pakeisti oficialaus siūlymo kainą (39 straipsnio 2 dalis: „Priežiūros institucija turi teisę **reikalauti**“). Sprendimas turi būti motyvuotas (39 straipsnio 4 dalis: „Priežiūros institucijos sprendimas **reikalauti pakeisti** privalomo oficialaus siūlymo kainą turi būti motyvuotas ir paskelbtas“).

193 „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-1 skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas, 183 straipsnio pakeitimai,“ Valstybės žinios 77, 2863 (2006).

Pažymėtina, kad Direktyva 2004/25 (5 straipsnio 4 dalis) numato kitokią Priežiūros institucijos išimčių atsiradimo formuluotę. Pagal Direktyvą, valstybės narės gali savo Priežiūros institucijas įgalioti **pakoreguoti** oficialaus siūlymo kainą aiškiai nustatytomis aplinkybėmis ir pagal aiškiai nustatytus kriterijus. Tuo tikslu valstybės narės gali (nors neprivalo):

1) sudaryti sąrašą aplinkybių, kuriomis aukščiausia kaina gali būti koreguojama ją didinant arba mažinant, pavyzdžiui: kai aukščiausia kaina buvo nustatyta pirkėjo ir pardavėjo susitarimu, kai atitinkamų vertybinių popierių rinkos kaina yra manipuliuojama, kai apskritai rinkos kainoms arba tam tikroms rinkos kainoms įtakos turi išimtiniai įvykiai, arba siekiant išgelbėti sunkumus patiriančią įmonę.
2) nustatyti taikytinus tokiais atvejais kriterijus, pavyzdžiui: vidutinę rinkos vertę per tam tikrą laikotarpį, likviduojamos bendrovės vertę arba kitus objektyvius vertinimo kriterijus, kurie paprastai yra taikomi finansų analizėje.

Taigi Direktyvoje 2004/25 nėra išskiriami atvejai, kada Priežiūros institucija turi teisę leisti koreguoti oficialaus siūlymo kainą, o kada – to reikalauti. Turint omenyje, kad ši Direktyvos 2004/25 nuostata nėra imperatyvi (jos įgyvendinimas priklauso nuo kiekvienos valstybės narės diskrecijos), atrodytų, jog į Lietuvą perkeltas teisinis reguliavimas yra ženkliai susiaurintas. Antai Vertybinių popierių įstatyme įtvirtinus ir aiškiai atskyrus leidimus ir reikalavimus, įstatymu atskirta Priežiūros institucijos teisė leisti nuo Priežiūros institucijos teisės reikalauti tikslinti oficialaus siūlymo kainą galimai susiaurina perėmėjo galimybes ginti savo interesus. Toliau, siekdami pagrįsti arba paneigti prielaidą, kad išimčių dėl oficialaus taikymo ir oficialaus siūlymo kainos pakeitimo sąrašas Lietuvoje yra labai siauras, todėl neefektyvus, detaliau išanalizuosime Lietuvoje esantį išimčių, pagal kurias galima sumažinti oficialaus siūlymo kainą, teisinį reguliavimą ir besiklostančią praktiką.

2.4.1. Priežiūros institucijos teisė leisti pakeisti oficialaus siūlymo kainą

Priežiūros institucija turi teisę leisti pakeisti privalomo oficialaus siūlymo kainą vieninteliu atveju – kai siekiama padėti finansinių nuostolių patiriančiai įmonei. Siekdami įvertinti perėmėjo galimybes sumažinti oficialaus siūlymo kainą įgyvendinant oficialų siūlymą, turėtume nustatyti, kas pagal Vertybinių popierių įstatymą yra laikoma finansinių nuostolių patiriančia įmone bei kokia yra finansinių nuostolių patyrimo samprata.

Pagal Vertybinių popierių įstatymą nėra aišku, ar finansinių nuostolių patirianti įmonė – tai vertybinių popierių emitentas, ar taip pat ir perėmėjas. Viena vertus, jeigu laikytume, kad finansinių nuostolių patirianti įmonė yra tik vertybinių popierių emitentas, kuriam būtina pritraukti papildomo kapitalo, tuomet perėmėjo interesai galėtų būti saugomi tik tokiu atveju, jeigu emitentas įmonės kontrolę perima siekdamas ją gelbėti nuo mokumo problemų. Šiuo atveju iš esmės naudą gauna vertybinių popierių emitentas, kurio mokumo problemas bus bandoma išspręsti perėmus kontrolę, jo akcininkai ir kreditoriai, o perėmėjas prisiima tik papildomą riziką investuodamas į nuostolingą verslą.

Kita vertus, į įmonės sąvoką įtraukus ir perėmėją, atsiranda daug neaiškumų. Nauda perėmėjui sumažinus oficialaus siūlymo kainą yra akivaizdi, tačiau nėra suprantama, kodėl vertybinių popierių emitento akcininkai turėtų patirti nuostolius (dėl Priežiūros institucijos patvirtintos sumažintos oficialaus siūlymo kainos) vien dėl to, kad perėmėjas neturi pakankamai lėšų įvykdyti pareigą teikti oficialų siūlymą. Kaip kalbėjome anksčiau,

Vertybinių popierių įstatymas numato galimybę neteikiant oficialaus siūlymo perleisti vertybinių popierių emitento akcijų dalį, kuria peržengiama riba, dėl kurios atsiranda pareiga teikti oficialių siūlymą. Išanalizavę taip pat priėjome prie išvados, kad pareigą parduoti vertybinius popierius perėmėjas turi vykdyti nedelsdamas (tai lemia balso teisių praradimas). Taigi finansinių sunkumų turintis perėmėjas nuo pareigos teikti oficialių siūlymą yra apsaugomas per teisę perleisti ribą viršijančius vertybinius popierius. Kitas argumentas, kodėl abejotina perėmėją įtraukti į finansinių nuostolių patiriančios įmonės sąvoką, yra tas, kad įtraukus perėmėją, nuostata nebūtų sąžininga perėmėjo, kuris yra fizinis asmuo, atžvilgiu (fiziniai asmenys taip pat gali susidurti su finansiniais sunkumais, nepaisant to, jiems pareiga teikti oficialių siūlymą išliktų).

Manytume, kad sistemiškai vertinant Vertybinių popierių įstatymo nuostatas, finansinių nuostolių patirianti įmonė turėtų būti suprantama kaip vertybinių popierių emitentas. Tuomet perėmėjas minėta nuostata galėtų pasinaudoti tokiu atveju, kuomet vertybinių popierių emitentas susiduria su finansiniais nuostoliais, dėl kurių oficialaus siūlymo kaina tampa per aukšta ir perėmėjas prašo ją sumažinti. Tokios praktikos laikomasi ir Estijoje[194].

Nustačius, kokia yra finansinių nuostolių patiriančios įmonės apimtis, reikėtų įvertinti, kas apskritai yra laikoma finansinių nuostolių patyrimu, dėl kurio Priežiūros institucija gali leisti perėmėjui sumažinti oficialaus siūlymo kainą. Kyla klausimų, ar, pavyzdžiui, sėkmingai veikiančio vertybinių popierių emitento nesėkmingas metų ketvirtis ar finansiniai metai galėtų daryti įtaką oficialaus siūlymo kainai. Tokiu atveju perėmėjo galimybė pakeisti oficialaus siūlymo kainą būtų plati – vien dėl buhalteriškai nesėkmingo finansinio laikotarpio pavyktų vertybinių popierių emitento kontrolę perimti už mažesnę nei Vertybinių popierių įstatyme nustatyta kainą. Mūsų nuomone, toks finansinių nuostolių patyrimo sampratos vertinimas būtų per platus ir pažeistų kitų akcininkų interesus. Patiriami finansiniai nuostoliai privalėtų būti tokie reikšmingi, kad, nepakeitus oficialaus siūlymo kainos, perėmėjo interesai būtų iš esmės pažeidžiami.

Panašios nuostatos yra laikomasi ir Priežiūros institucijos (tuo metu ja buvo Vertybinių popierių komisija) praktikoje. Pavyzdžiui, 2009 m. rugpjūčio 20 d. Vertybinių popierių komisija priėmė sprendimą dėl „AB Dvarčionių keramika“ oficialaus siūlymo cirkuliaro tvirtinimo[195]. Nagrinėdama šį atvejį, Vertybinių popierių komisija išskyrė du pagrindinius Vertybinių popierių įstatymo išimties dėl finansinių sunkumų taikymo tikslus[196]:

1. Padėti bendrovei, kurios veiklos tęstinumui iškilo pavojus: oficialaus siūlymo teikėjas įsipareigoja oficialaus siūlymo metu nepanaudotus pinigus skirti įmonės veiklai stiprinti, jos tęstinumui užtikrinti.
2. Užtikrinti bent minimalią investuotojų interesų apsaugą: investuotojai, oficialaus siūlymo metu gaudami nors ir sumažintą kainą, atgautų ne mažiau investuotų lėšų nei įmonės bankroto ar likvidavimo metu.

194 Estijoje dėl finansinių sunkumų oficialaus siūlymo kaina buvo sumažinta du kartus (pirma kartą – perimtai bendrovei rinkai neatskleidus savo tikrosios padėties, antrą kartą – 2008 m. finansų rinkų krizės metu). *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 180. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

195 „Vertybinių popierių komisijos 2009 m. rugpjūčio 20 d. sprendimas Nr. 2K-251 dėl AB „Dvarčionių keramika“ oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimo,“ http://www.vpk.lt/new/documents/AB%20DKR%20oficialus%20-%20Sprendimas.doc.

196 *Ibid.*, p. 2.

Laikantis tokio vertinimo, finansinių nuostolių patiriančios įmonės samprata turėtų būti artima arba analogiška Lietuvos Respublikos įmonių restruktūrizavimo įstatymo[197] 2 straipsnio 1 dalyje reglamentuotai finansinių sunkumų patiriančios įmonės sampratai. Tuomet finansinių nuostolių patirianti įmonė būtų laikoma įmone, kuri negali vykdyti prievolių ir sumažinti nuostolių, kurie, kreditoriams nesuteikus pagalbos, priverstų ją nutraukti veiklą ir bankrutuoti. Panašios nuostatos reikėtų laikytis, ir minėtą sampratą derinant su Direktyvos 2004/25, iš kurios išplaukia minėta išlyga, nuostatomis.

Antai Direktyvos 2004/25 tekste anglų kalba nuostolius patiriant įmonė yra vadinama „*a firm in difficulty*“. Vadovaujantis Direktyvos 2004/25 priėmimo metu galiojusio Europos Komisijos Komunikato „Bendrijos gairės dėl valstybės pagalbos sunkumus patiriančioms įmonėms sanuoti ir restruktūrizuoti“ (angl. Communication from the Commission — Community guidelines on State aid for rescuing and restructuring firms in difficulty)[198] 2.1. p., sunkumus patirianti įmonė (angl. *a firm in difficulty*) – tai a) ribotos turtinės atsakomybės bendrovė, jei ji yra praradusi daugiau kaip pusę savo registruoto kapitalo ir daugiau kaip vieną ketvirtadalį to kapitalo – per pastaruosius 12 mėnesių; arba b) bendrovė, kurios nors keletas narių turi neribotą turtinę atsakomybę už bendrovės skolą (6), kai prarasta daugiau kaip pusė bendrovės ataskaitose nurodyto kapitalo ir daugiau kaip vienas ketvirtadalis to kapitalo – per pastaruosius 12 mėnesių; arba c) bet kurios rūšies bendrovė, jei, remiantis jos šalies teisės aktuose nustatytais kriterijais, prieš ją gali būti pradėta vykdyti kolektyvinė nemokumo procedūra.

Nors, mūsų nuomone, toks finansinių nuostolių patiriančio vertybinių popierių emitento sampratos aiškinimas atrodytų logiškas, tačiau jis nėra suderintas su kitomis oficialų siūlymą reglamentuojančiomis teisės normomis. Antai Finansinių sunkumų patiriančiai įmonei gali būti keliama restruktūrizavimo byla (Įmonių restruktūrizavimo įstatymo 4 straipsnis). Iškėlus restruktūrizavimo bylą, oficialus siūlymas nėra teikiamas (Vertybinių popierių įstatymo 37 straipsnio 1 dalies 4 punktas).

Taigi vertybinių popierių emitento, kuris dar nėra restruktūrizuojamas, oficialaus siūlymo kaina gali būti sumažinama (oficialus siūlymas turėtų būti teikiamas). Iškėlus restruktūrizavimo bylą, oficialus siūlymas neturėtų būti teikiamas. Mūsų vertinimu, toks teisinis reguliavimas neužtikrina perėmėjo interesų apsaugos: nepaisant to, ar restruktūrizavimo byla yra iškelta, ar ne, vertybinių popierių emitento finansinė situacija gali būti tapati[199]. Todėl nėra tikslinga šiems abiems atvejams taikyti skirtingas išimtis (mūsų nuomone, abiem atvejais turėtų būti taikoma išimtis iš pareigos teikti oficialų siūlymą). Kita vertus, šią išimtį priskiriant prie absoliučių išimčių, kuomet nereikia teikti oficialaus siūlymo, Vertybinių popierių įstatymas Priežiūros institucijai nesuteikia teisių ginti perėmėjo interesus, o tai prieštarauja perėmėjo teisei įvykdyti perėmimą sąžiningomis sąlygomis[200].

197 „Lietuvos Respublikos įmonių restruktūrizavimo įstatymas,“ *Valstybės žinios* 31, 1012 (2001).

198 Communication From The Commission Community Guidelines On State Aid For Rescuing And Restructuring Firms In Difficulty (2004/C 244/02) http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52004XC1001%2801%29

199 „Įmonių restruktūrizavimo proceso valdymas“ *Valtybės kontrolė*, Nr. VA-P-20-12-14, 2015, p. 4-5.

200 Thomas Papadopoulos, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market* (Kipras: Kluwer Law International, 2008), 116.

2.4.2. Priežiūros institucijos teisė reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą

Priežiūros institucijos teisė reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą su laiku keitėsi, t. y. plėtėsi. Į Lietuvos teisę perkėlus Direktyvą 2004/25, Priežiūros institucija (tuo metu – Vertybinių popierių komisija) teisę pakeisti oficialaus siūlymo kainą turėjo tik trimis atvejais: kai privalomo oficialaus siūlymo kaina buvo nustatyta pirkėjo ir pardavėjo susitarimu; kai buvo manipuliuojama vertybinių popierių, kurie yra privalomo oficialaus siūlymo objektas, rinkos kaina; kai įtakos vertybinių popierių rinkos kainoms turėjo nenumatyti įvykiai. Turint galvoje dėl to kilusius ginčus su perėmėjais, pasirodė, kad Priežiūros institucijos teisės buvo per daug susiaurintos.

Antai gali pasitaikyti atvejų, kuomet dėl teisminių ginčų oficialus siūlymas yra teikiamas praėjus keliems metams, o tuo metu vertybinių popierių emitento finansinė padėtis jau yra reikšmingai pasikeitusi. Pavyzdžiui, AB „Panevėžio statybos trestas“ byloje kasaciniam teismui nepakeitus 2008 m. lapkričio 19 d. Panevėžio apygardos teismo sprendimo[201], kilo klausimas, už kokią kainą turi būti superkamos bendrovės akcijos. Vertybinių popierių rinkos įstatymo[202], kuris galiojo kontrolės atsiradimo metu, privalomo siūlymo kainos nustatymo taisyklėje numatyta, kad privalomo oficialaus siūlymo kaina turi būti ne mažesnė nei didžiausia vertybinių popierių, kuriuos siūlytojas įsigijo per 12 mėnesių iki peržengdamas ribą, kada įgijo atitinkamą vertybinių popierių kiekį, kaina. Tačiau praėjus reikšmingam laiko tarpui nuo pareigos atsiradimo, akcininkai gali reikalauti, kad oficialaus siūlymo kaina būtų pakeista atsižvelgiant į teisingumo ir protingumo principus. Daugiau nei 6 metus pelningai dirbusi ir plėtusi savo veiklą nekilnojamojo turto kompanija buvo verta kur kas daugiau nei pareigos teikti oficialų siūlymą metu, dėl to, vadovaujantis minėtais principais, atitinkamai galėjo būti keliamas klausimas padidinti ir oficialaus siūlymo kainą.

Kitas atvejis – pasaulinė finansų krizė lėmė, kad kai kurių vertybinių popierių emitentų vertė per metus sumažėjo daugiau nei 90 procentų. Dėl staigaus akcijų kritimo Vertybinių popierių įstatyme nurodytos taisyklės dėl oficialaus siūlymo kainos nustatymo pagal 6 mėnesių akcijos kainos rinkos vidurkį ir pagal tai, kiek per paskutinius 12 mėnesių perėmėjas yra mokėjęs už vertybinių popierių emitento balso teisę suteikiančius vertybinius popierius, tapo nepakankamos siekiant apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus. Mat finansų rinkų padėčiai pasikeitus į gera, perėmėjai[203] galėjo pasinaudoti

201 Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. balandžio mėn. nutarties rezoliucinėje dalyje buvo klaidingai įrašyta, kad Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. spalio 27 d. nutartis paliekama nepakeista, nors turėjo būti nurodyta, jog nepakeista yra paliekama apygardos teismo 2008 m. lapkričio 19 d. nutartis. LAT konstatavo, kad šis akivaizdus rašymo apsirikimas turi būti ištaisomas ir 2009 m. balandžio 3 d. LAT nutartyje įrašoma, jog nepakeista yra paliekama 2008 m. lapkričio 19 d. apygardos teismo nutartis ir šis ištaisymas laikytinas 2009 m. balandžio 3 d. nutarties byloje Nr. 3K-3-160/2009 sudedamąja dalimi.

202 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas,“ Nr. 112- 4074 redakcija.

203 Atkreipiame dėmesį, kad pareiga teikti oficialų siūlymą gali atsirasti ne vien dėl papildomos akcijų dalies įsigijimo, tačiau ir dėl pranešimo apie faktą, kad tam tikri esami bendrovės akcininkai yra kartu veikiantys. Siekiant, kad ateityje nekiltų pareiga teikti oficialių siūlymą dėl pastarojo fakto, buvo paranku pranešti apie susitariančių asmenų veikimą kartu per laikotarpį po akcijų kainų nuopolio. Esant mažam vertybinių popierių kainos vidurkiui, tokie asmenys galėjo tikėtis, kad, pateikus oficialų siūlymą, į jį niekas neatsilieps. Pagal galiojančius teisės aktus tokiems asmenims ateityje pareiga teikti oficialių siūlymą nekiltų, tad tokiu pranešimu bendrovės akcininkai užsitikrintų, kad ateityje jiems nekils pareiga teikti oficialų siūlymą.

nedideliu 6 mėnesių vertybinių popierių emitento balso teisę suteikiančių akcijų vidurkiu ir pasiūlyti neva teisingą oficialaus siūlymo kainą, kuri yra ženkliai mažesnė už buhalterinę vertybinio popieriaus vertę[204]. Vertinant galimus iššūkius ateityje, baigtinį trijų atvejų sąrašą, esantį Vertybinių popierių įstatyme, nuo 2010 m. papildė[205] iki šiol galiojantys dar du atvejai. Jų turinys: Priežiūros institucija turi teisę reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą, kai privalomas oficialus siūlymas teikiamas praėjus reikšmingam laikotarpiui nuo balsų ribos peržengimo dienos; kai dėl kitų svarbių aplinkybių kyla pagrįstų įtarimų, kad siūloma kaina yra neteisinga.

Analizuojant dabartinį teisinį reguliavimą dėl Priežiūros institucijos reikalavimo pakeisti oficialaus siūlymo kainą, Oficialaus siūlymo cirkuliaro rengimo, tvirtinimo ir oficialaus siūlymo įgyvendinimo taisyklių, 6 punkte nurodoma, kad Priežiūros institucija, gavusi minėtose taisyklėse nurodytus dokumentus, ne vėliau kaip per 7 darbo dienas raštu praneša oficialaus siūlymo teikėjui apie savo sprendimą dėl cirkuliaro tvirtinimo. Per šį laikotarpį Lietuvos bankas gali iš oficialaus siūlymo teikėjo pareikalauti papildomos informacijos arba su oficialaus siūlymo įgyvendinimu susijusių papildomų garantijų, taip pat gali reikalauti pataisyti arba papildyti Lietuvos bankui pateiktus dokumentus.

Vertybinių popierių įstatymas nustato sąlygas, kada Priežiūros institucija gali reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą. Teoriškai Priežiūros institucija, gavusi perėmėjo teikiamą oficialaus siūlymo cirkuliarą, gali reikalauti oficialaus siūlymo kainą sumažinti, taip pat privalo šį savo reikalavimą motyvuoti ir viešai paskelbti. Vertinant kitų valstybių narių praktiką[206] – dauguma jų laiko, kad priežiūros institucijų teisė pakeisti oficialaus siūlymo kainą paprastai turi būti susijusi su teise apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus. Iš Europos Komisijos studijos matyti, kad teise reikalauti sumažinti oficialaus siūlymo kainą valstybių narių Priežiūros institucijose naudojamasi retai arba apskritai nesinaudojama. Tačiau bet kuriuo atveju yra būtina turėti aiškius kriterijus, pagal kuriuos priimamas vienas ar kitas sprendimas[207].

Vertinant oficialaus siūlymo kainos koregavimo galimybes Lietuvoje, reikėtų atkreipti dėmesį, kad oficialaus siūlymo įgyvendinimo praktikoje Lietuvoje dar nebuvo atvejo, kad Priežiūros institucija pasinaudotų teise reikalauti perėmėją sumažinti oficialaus siūlymo kainą dėl to, jog ji yra per didelė. Abejotina, ar toks atvejis pasitaikys ir ateityje. Taip manyti yra kelios priežastys. Pirma, Priežiūros institucijos pareigos oficialaus siūlymo metu pirmiausia yra susijusios su smulkiųjų akcininkų interesų apsauga. Žiūrint politiškai Priežiūros institucijai nėra tikslinga savo iniciatyva imtis veiksmų siekiant apsaugoti perėmėjo interesus – verslininkas, ketinantis perimti emitento kontrolę, teoriškai turėtų pats kreiptis, jeigu manytų, kad jo interesai yra pažeidžiami. Antra, Vertybinių popierių įstatymą analizuojant lingvistiškai, oficialaus siūlymo kainos dydžiui Vertybinių popierių įstatyme yra numatyti minimalūs reikalavimai (perėmėjas turėtų pasiūlyti ne mažesnę kainą, tačiau jam leidžiama pasiūlyti ir didesnę). Taigi teisė pasiūlyti kainą yra ribojama tik mažėjimo kryptimi. Trečia, apskritai nebūtų logiška, kad Priežiūros institucija galėtų drausti asmeniui ar jų grupei nustatyti palankesnę kainą nei yra būtina pagal galiojančius teisės aktus.

204 Buhalterinės vertės apibrėžimą galima rasti čia: http://www.investopedia.com/terms/b/bookvalue.asp

205 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo redakcija, galiojanti nui 2010 m. birželio 22 d.

206 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 180. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

207 Thomas Papadopoulos, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market* (Kipras: Kluwer Law International, 2008), 116.

Laikantis minimalių kainos reikalavimų, didesnės kainos pasiūlymas yra perėmėjo apsisprendimo reikalas.

Įvertinę visas aplinkybes, galime sakyti, kad pagal Vertybinių popierių įstatymą pakeisti akcijų kainą galimybės yra itin ribotos, o Priežiūros institucija reikalauti pakeisti kainą gali tik konkrečiais fiksuotais atvejais. Tačiau oficialaus siūlymo kainos teikimo praktika kitokia. Antai pagal Vertybinių popierių įstatymą, reikalaudama pakeisti privalomo oficialaus siūlymo kainą, Priežiūros institucija atsižvelgia į tokius kriterijus:

1) vidutinę svertinę 6 mėnesių laikotarpio iki šio įstatymo 36 straipsnio 1 dalyje nurodytos balsų ribos peržengimo dienos vertybinių popierių rinkos kainą reguliuojamoje rinkoje ir daugiašalėje prekybos sistemoje;
2) likvidacinę bendrovės vertę;
3) kitus objektyvius analizuojant finansus plačiai taikomus vertinimo kriterijus.

Taigi oficialaus siūlymo kainos keitimo tvarka yra tokia: pirma, perėmėjas pateikia oficialaus siūlymo cirkuliarą; antra, vadovaudamasi Oficialaus siūlymo cirkuliaro rengimo, tvirtinimo ir oficialaus siūlymo įgyvendinimo taisyklėmis, Priežiūros institucija įvertina oficialaus siūlymo kainą (pagal vidutinę svertinę rinkos kainą, likvidacinę bendrovės vertę, kitus objektyvius vertinimo kriterijus); nustačiusi, kad kaina yra per didelė ar per maža, Priežiūros institucija pateikia perėmėjui reikalavimą ją pakeisti ir apie tokio reikalavimo motyvus paskelbia viešai.

Panašios tvarkos buvo laikomasi AB „Ukmergės keliai" byloje, pirmą kartą Lietuvoje nustatinėjant teisingą oficialaus siūlymo kainą, Priežiūros institucijai pareikalavus pakeisti oficialaus siūlymo kainą dėl neatitikimo teisingumo ir sąžiningumo reikalavimams[208]. Tuomet Priežiūros institucija rėmėsi jai Vertybinių popierių įstatymo nustatyta teise reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą, be kita ko, atsižvelgiant į objektyvius plačiai taikomus finansų analizėje vertinimo kriterijus, nors pareigos teikti oficialų siūlymą metu minėta nuostata Lietuvos teisės aktuose neegzistavo. Aiškindama savo sprendimą, Priežiūros institucija nurodė, kad jai suteiktas teises ji vertina sistemiškai, taikydama analogiją su pareigos teikti oficialų siūlymą atsiradimo metu galiojusiu Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymu. Pažymėjo, kad nors vertybinių popierių rinkos įstatyme analogiška nuostata, suteikianti Priežiūros institucijai teisę daryti įtaką oficialaus siūlymo kainai, nebuvo tiesiogiai įtvirtinta, tačiau buvusio įstatymo nuostatas vertinant sistemiškai, Priežiūros institucija turėjo teisę nepatvirtinti teisingumo bei sąžiningumo kriterijų neatitinkančios oficialaus siūlymo kainos ir tokiu būdu apginti smulkiųjų akcininkų interesus.

Iš vienos pusės, toks Priežiūros institucijos padarytas situacijos sprendimas buvo naudingas smulkiesiems investuotojams, tačiau, kita vertus, kyla abejonių, ar Priežiūros institucija pagal jai suteiktas teises galėjo reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą, jeigu pareigos teikti oficialų siūlymą metu tokios galimybės nebuvo. Minėtą ginčą sprendžiant Lietuvos Aukščiausiajame Teisme[209], teismas pažymėjo, kad ginčo teisinių santykių dėl privalomo oficialaus siūlymo teikimo pagrindas pagal bylos šalių pateiktus įrodymus atsi-

208 „Vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d sprendimas Nr. 2K-160 *Dėl AB „Ukmergės keliai" oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimo*" Vertybinių popierių komisija, 2016 m. liepos 27 d. http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14238/

209 „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.*" Infolex, http://www.infolex.lt/tp/79675?nr=1

rado 2003 m. balandžio 9 d., kada AB „Ukmergės keliai“ visuotinio akcininkų susirinkimo dalyvių registracijos sąraše atsakovų turimų balsų skaičius, suteikiantis teisę balsuoti šios bendrovės visuotiniuose akcininkų susirinkimuose, sudarė 52,53 proc. visų balsų, taip pat 2003 m. spalio 22 d., kada ieškovas M. V. vertybinių popierių sąskaitoje buvo įgijęs 90 vienetų AB „Ukmergės keliai“ paprastųjų vardinių akcijų. Teismas nurodė, kad tuo metu privalomo oficialaus siūlymo teikimo tvarką reglamentavo 1996 m. sausio 16 d. Vertybinių popierių rinkos įstatymas (šio įstatymo redakcija, įsigaliojusi nuo 2002 m. balandžio 1 d.), kuris ir turi būti taikomas ginčo teisiniams santykiams. Europos Sąjungos erdvėje privalomus pasiūlymus reglamentuoja Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. Direktyva 2004/25/EB, tačiau ji nėra taikoma nagrinėjamoje byloje, atsižvelgiant į tai, kad Europos bendrijų teisė Lietuvos teisinės sistemos dalimi tapo nuo 2004 m. gegužės 1 d., įsigaliojus 2003 m. balandžio 16 d. priimtai Lietuvos stojimo į Europos Sąjungą sutarčiai, taip pat į tai, kad nurodyta Direktyva 2004/25 buvo priimta ir įsigaliojo vėliau už atsiradusią byloje ginčijamą prievolę teikti privalomą oficialų pasiūlymą.

Kadangi šiame ginče su AB „Ukmergės keliai“ Lietuvos Aukščiausiasis Teismas aiškiai apibrėžė teisės aktų taikymo apimtį, išeitų, kad Priežiūros institucija, būdama viešojo administravimo subjektu, privalėjo elgtis pagal jai suteiktus įgalinimus. Nesant minėtų įgalinimų, Priežiūros institucija neturėjo plečiamai vertinti savo teisių. Nors minėtu atveju Priežiūros institucijos sprendimas leido efektyviau apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus (AB „Ukmergės keliai“ akcijų kaina buvo pakoreguota oficialių siūlymą gaunančių akcininkų naudai), tačiau tokia praktika galėjo iššaukti ir priešingą situaciją, - kuomet dėl Priežiūros institucijos vidinio įsitikinimo oficialaus siūlymo kaina patvirtinama mažesnė nei priklauso pagal Vertybinių popierių įstatymą.

Turime ir tokio atvejo pavyzdį. 2009 m. balandžio 7 d. Priežiūros institucija pranešė, kad įvertinusi visas faktines aplinkybes, gautą informaciją bei Cersanit S.A. pateiktus paaiškinimus, atlikto patikrinimo metu priėjo prie išvados, kad Cersanit S.A. 2007 m. sausio 3 d., po įgyvendinto oficialaus siūlymo įgijusi 48,42% Opoczno S.A. balsų visuotiniame akcininkų susirinkime, įgijo tiesioginę Opoczno S.A. kontrolę (Cersanit S.A. galėjo skirti Opoczno S.A. vadovą ir daugumą stebėtojų tarybos narių), o kartu ir netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę, todėl turėjo pateikti ir įgyvendinti oficialų siūlymą likusioms balsavimo teisę visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančioms AB „Dvarčionių keramika“ akcijoms supirkti. Remdamasi sisteminiu principų aiškinimu, bei tuo, kad Lietuvos teisėje netiesioginės kontrolės atvejis nebuvo detalizuotas, Priežiūros institucija atsisakė ginti akcininkų reikalavimą, kad teisinga kaina AB „Dvarčionių keramika“ siūlymo metu būtų padidinta, nors ir nustatė, kad netiesioginė bendrovės kontrolė buvo perimta anksčiau, nei apie tai pranešė kontroliuojantys asmenys[210].

Tuometiniai Priežiūros institucijos vadovai nurodė, kad sprendimas buvo priimtas remiantis tuo, kad oficialaus siūlymo kaina yra „tikrai nebloga“, o oficialaus siūlymo institutas kaip teisinis institutas „nėra uždarbio priemonė“[211]. Iš vienos pusės suprantama, kad Priežiūros institucija, vertindama situaciją, turi daugiau informacijos nei smulkusis investuotojas, todėl gali pasitaikyti atvejų, kai Priežiūros institucijos sprendimas oficialiu

210 PK pranešimas „Cersanit S.A. netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę perėmė 2007 m. sausio 3 d.“, VPK, 2009 m. balandžio 7 d., http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14071/

211 „Verslo žinios“, 2009 balandžio 8 d., p. 11. http://www.verslozinios.lt/index.php?act=mprasa&sub=article&id=4224

siūlymu suinteresuotam asmeniui atrodo nepagrįstas, nors iš esmės yra teisingas. Tačiau tam, kad būtų išvengta panašių situacijų, teisės aktuose yra įtvirtinta jau minėta Priežiūros institucijos pareiga motyvuoti vienokio ar kitokio sprendimo priėmimą. Vis dėlto šioje situacijoje Priežiūros institucija aiškių motyvų taip pat nepateikė.

Pažymėtina, kad kai kuriose Europos Sąjungos valstybėse narėse už oficialų siūlymą atsakinga institucija gali turėti panašias diskrecijos teises kaip ir AB „Dvarčionių keramika" ginčo atveju. Tačiau minėtos teisės turėtų būti aiškiai reglamentuotos nacionalinėje teisėje. Lietuvai pasirinkus kitą oficialaus siūlymo kainos koregavimo koncepciją, minėti Priežiūros institucijos veiksmai turėtų būti vertinami kaip prieštaraujantys Direktyvai 2004/25 ir Vertybinių popierių įstatymui. Mūsų manymu, teisiniam reguliavimui nenustatant Priežiūros institucijos teisės pakeisti oficialaus siūlymo kainą savo iniciatyva, taigi šiuo atveju nesant sąlygų pakeisti oficialaus siūlymo kainą dėl vertybinių popierių emitento finansinės padėties, Priežiūros institucijos sprendimas yra neteisėtas ir negalėjo būti priimtas. Tuo labiau, kad nagrinėjamu atveju Priežiūros institucija nesinaudojo teise reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą į mažesnę – tiesiog taip nusprendė savo iniciatyva ir motyvuotai savo sprendimo nepagrindė.

Vis dėlto, vertinant sprendimą iš sąžiningumo principo pozicijos, Cersanit S. A. pasiūlymas buvo didesnis už visų laikų aukščiausią AB „Dvarčionių keramika" akcijos kainą. Be to, Cersanit S. A. dėl nepasiteisinusių investicijų AB „Dvarčionių keramika" pardavė už beveik 4 kartus mažesnę kainą, negu buvo siūloma oficialaus siūlymo metu[212]. Todėl moraliniu ir perspektyvos požiūriu Priežiūros institucijos sprendimas buvo teisingas.

2.4.3. Asmens pareiga teikti oficialų siūlymą įsitikinus, kad jis turi pakankamai lėšų jam įgyvendinti

Direktyvos 2004/25 dėl įmonių perėmimo pasiūlymų 5 straipsnio 1 dalyje įtvirtinama privalomo oficialaus pasiūlymo pareiga asmenims, kurie patys arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis tiesiogiai arba netiesiogiai įsigyja kontrolinį įmonės vertybinių popierių (akcijų) paketą, suteikiantį jiems tokį balsavimo teisių toje bendrovėje procentą, kuris leidžia kontroliuoti įmonę. Tačiau šios Direktyvos 3 straipsnio 1 dalies e) punkte nustatyta, jog siūlytojas paskelbia pasiūlymą tik įsitikinęs, kad jis yra pajėgus sumokėti visą atlygį grynais pinigais, jei toks atlygis būtų pasiūlytas, ir tik po to, kai yra ėmęsis visų pagrįstų priemonių įvykdyti bet kurio kito tipo atlygį. Kaip atlygį siūlytojas gali siūlyti likvidžius vertybinius popierius arba jų derinį (Direktyvos 2004/25 5 straipsnio 5 dalis). Analogiškos nuostatos įtvirtintos Vertybinių popierių įstatymo 38 straipsnio 5 dalyje, Lietuvos banko valdybos 2013 m. vasario 28 d. nutarimu Nr. 03-47 patvirtintų Oficialaus siūlymo cirkuliaro rengimo, tvirtinimo ir oficialaus siūlymo įgyvendinimo taisyklių 5.8 punkte.

Harmonizuojant Direktyvos 5 straipsnio 5 dalies nuostatas, atsirado tam tikri pakeitimai Lietuvos teisėje. Direktyvos 5 straipsnis numato, kad siūlytojo atlygis gali būti trijų formų: pinigai (grynieji pinigai), vertybiniai popieriai ir pirmų dviejų derinys. Vertybinių popierių įstatymo 33 straipsnio 5 dalis imperatyviai nustato, kad privalomo oficialaus siūlymo atveju yra atsiskaitoma tik pinigais (grynaisiais arba negrynaisiais), nepaliekant kitos alternatyvos. Direktyvos 5 straipsnio 5 dalies nuostatos numato, kad pinigai turi būti kaip

212 „Dvarčionių keramika – už vieną litą" e.-laikraštis *„Klaipėdos diena"* 2009 m. liepos 15 d., http://klaipeda.diena.lt/dienrastis/ekonomika/-dvarcioniu-keramika-uz-lita-228273

alternatyva (bent jau alternatyva) vertybiniams popieriams. Galima teigti, kad Vertybinių popierių įstatymas dvejopai susiaurina nuostatos taikymo sritį Lietuvoje: pirma, reglamentuodamas, kad tiktai „savanoriškojo siūlymo atveju už bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, vertybinius popierius atsiskaitoma pinigais arba vertybiniais popieriais“, antra, kad šie vertybiniai popieriai gali būti tik tie, „kuriais prekiaujama valstybėje narėje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje“.

Toks susiaurinimas apsunkina siūlytojo galimybes pasiūlyti vertybinius popierius kaip alternatyvą pinigams. Pavyzdžiui, analizuojant visą Baltijos šalių vertybinių popierių rinką išjudinusį TeliaSonera AB savanorišką oficialų siūlymą[213], galima teigti, kad užsienyje veikiančiai ir registruotai bendrovei nėra sudaryta jokių alternatyvų, išskyrus pinigus kaip atsiskaitymą įgyvendinus oficialų siūlymą. Lietuvos reguliuojamoji rinka yra per siaura, kad susiaurinti standartai galėtų funkcionuoti, tad manytina, kad užuomina apie vertybinius popierius kaip alternatyvą pinigams paminėjimas Vertybinių popierių įstatyme yra skirta tik tam, kad tokia galimybė formaliai (tik iš dalies nukrypstant nuo Direktyvos 2004/25 nuostatų) būtų sudaryta. Praktiškai vargu ar atsiskaitymas vertybiniais popieriais oficialaus siūlymo metu yra įmanomas.

Analizuojant, kaip Direktyvos 2004/25 5, 3 straipsnių nuostatos yra perkeltos į Lietuvos teisę, atrodytų, kad asmuo, teikdamas oficialų siūlymą, visais atvejais privalo įrodyti, kad jis yra pakankamai mokus tam, kad oficialų siūlymą tinkamai įvykdytų. Laikantis tokios nuomonės, galėtų rastis ir tokia situacija, kai asmuo, piktybiškai atsisakantis teikti oficialų siūlymą, jo neteikia vien dėl to, kad įrodo, jog tam neturi pakankamai lėšų. Panaši situacija buvo sprendžiama Lietuvos teisme[214]. Teisme Priežiūros institucija laikėsi nuomonės, kad asmenų, turinčių pareigą įgyvendinti oficialų siūlymą, finansinė padėtis nesudaro pagrindo išnykti imperatyviai įstatyminei pareigai, o perėmėjai argumentavo, kad Vertybinių popierių įstatymo nuostatos, atsižvelgiant į įvardijamą finansinę situaciją, draudžia skelbti oficialų siūlymą.

Ginčą Kauno apygardos teismas išsprendė perėmėjo naudai. Teismas neginčijo aplinkybės, kad teikti oficialų pasiūlymą turi akcininkai, įgiję kontrolinį akcijų paketą. Tačiau, pagal teismą, Vertybinių popierių įstatymo 35 straipsnio 1 dalies 6 punkte yra apibrėžtas vienas iš bendrųjų oficialaus siūlymo principų – oficialaus siūlymo teikėjas oficialų siūlymą turi teikti tik įsitikinęs, kad galės visiškai atsiskaityti pinigais, ir tik tada, kai bus ėmęsis visų pagrįstų priemonių dėl atsiskaitymo įvykdymo bet kokiu kitu būdu. Teismas nurodė, kad Vertybinių popierių įstatymo 42 straipsnio 12 dalyje nustatyta, kad už perkamas akcijas atsiskaitoma tik pinigais. Todėl teismas vertino tokias aplinkybes:

1) teismo sprendimo priėmimo metu 2012 m. balandžio 27 d. atsakovė L. L., įvertinus jos turtinę padėtį, neturėjo net tikėtinų galimybių atsiskaityti pinigais;
2) atsakovė yra viena iš solidarių pareigos vykdytojų (jų yra ir kitų);
3) atsakovė šiuo metu jau neturi nei vienos AB „Linas“ akcijos;
4) atsakovės amžius yra 73 metai;
5) byloje nėra pateikta jokių įrodymų, paneigiančių jos turtinę padėtį.

213 „TeliaSonera“ TEO akcininkams oficialiai pradeda siūlyti 76 mln. Eur“ *Verslo žinios*, 2012 m. birželio 5 d. http://vz.lt/archive/article/2012/6/5/teliasonera-teo-akcininkams-oficialiai-pradeda-siulyti-76-mln-eur

214 „Kauno apygardos teismo civilinių bylų skyriaus 2016 m. vasario 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-69-657/2016.“ Infolex, http://www.infolex.lt/tp/1211048?nr=1

Įvertinęs šias aplinkybes, teismas sprendė, kad perėmėja pareigos teikti oficialų siūlymą neturi. Teismas nurodė, kad priėmus iš anksto žinomai neįgyvendinamą sprendimą ir priverstinai įpareigojant atsakovę teikti privalomą siūlymą supirkti akcijas, buvo pažeistos Vertybinių popierių įstatymo 35 straipsnio 1 dalies 6 punkto, 36 straipsnio, 42 straipsnio 12 dalies nuostatos. Todėl negali būti užbaigta oficialaus siūlymo teikimo stadija ir pradėta jo įgyvendinimo stadija: patvirtintas oficialaus siūlymo cirkuliaras, kurio nepatvirtinus negali būti pradėtas oficialaus siūlymo įgyvendinimas.

Mūsų vertinimu, minėtas teismo sprendimas kelia abejonių. AB „Linas" akcijų supirkimo klausimas dėl asmens pareigos teikti oficialų siūlymą išnykimo nebeturint akcijų buvo sprendžiamas dar 2011 m.[215]. Tuo metu Kauno apygardos teismas taip pat nurodė, kad AB „Linas" perėmėjams pareiga teikti oficialų siūlymą nekilo dėl to, kad tuo metu perėmėjai nebeturėjo AB „Linas" akcijų. Teismas pažymėjo, kad išnykus tokiai pareigai, Priežiūros institucija galėjo skirti Vertybinių popierių įstatyme nustatytas baudas už pareigos nevykdymą, tačiau negal*ėjo* neturinčio akcijų asmens priversti teikti oficialų siūlymą.

Tokį teismo sprendimą tačiau yra gana sudėtinga pagrįsti remiantis pareigą teikti oficialų siūlymą reglamentuojančiais Lietuvos bei Europos Sąjungos teisės aktais, todėl nestebina, kad 2011 m. lapkričio 22 d. nutartimi antrojoje AB „Linas" byloje Lietuvos Aukščiausiasis Teismas panaikino minėtą Kauno apygardos teismo nutartį. Teismas pasisakė, kad kartu veikiančių asmenų grupei peržengus įstatyme nustatytą balsų (akcijų) ribą, kyla alternatyvi pareiga: 1) perleisti viršijančius nustatytą balsų ribą vertybinius popierius per apibrėžtą laiko tarpą arba 2) teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Jei per įstatymo nustatytą terminą nei viena iš alternatyvių pareigų neįgyvendinama, smulkieji akcininkai įgyja teisę reikalauti oficialaus siūlymo paskelbimo dėl likusių vertybinių popierių, suteikiančių balsavimo teisę, supirkimo. Toks oficialaus siūlymo pareigos vertinimas visiškai sutampa su Europos Sąjungos Teisingumo Teismo (toliau - ETT) pozicija, pagal kurią Direktyvos nuostatos aiškiai ir nedviprasmiškai numato, kad bendrovės kontrolę įsigijęs asmuo turi būti įpareigotas visiems tos bendrovės vertybinių popierių savininkams pasiūlyti nupirkti visas jų akcijas vienoda ir teisinga kaina, atitinkančia įprastą apibrėžimą[216].

Taigi mūsų vertinimu, antrojoje Kauno apygardos teismo nutartyje nepagrįstai iš naujo keliami klausimai dėl solidarios prievolės teikti oficialų siūlymą aplinkyb*ės*, ar akcininkas iki šiol turi akcijų, svarbos. Teisės aktuose taip pat nėra numatyta, kad vyresnio amžiaus asmenys neturi pareigos teikti oficialų siūlymą. Taigi nepaisant to, kad šiame ginče asmuo neturi pakankamai lėšų teikti oficialų siūlymą, dar nereiškia, kad tokiam asmeniui nekyla solidari pareiga atlyginti visus nuostolius dėl to, kad oficialus siūlymas yra neteikiamas.

Iš kitos pusės žiūrint, manytume, kad Kauno apygardos teismas tinkamai vertino Vertybinių popierių įstatyme ir Direktyvoje 2004/25 įtvirtintą principą, pagal kurį oficialus siūlymas neturi būti teikiamas nežinant, ar tam yra pakankamai lėšų. Antai Europos Komisija[217], taip pat oficialaus siūlymo teikimo problematiką nagrinėjantys tyrėjai, sutinka, kad toks draudimas pagrįstas, nes turi tikslą, kad asmenys neišbalansuotų rinkos, teikda-

215 Vėliau panaikinta Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. lapkričio 22 d. nutartimi civilinėje byloje Nr. 3K-3-455/2011, Vertybinių popierių komisija *vs* L. L., R. L., BUAB „Nordic investicija", E. L., P. J.

216 Tomas Talutis ir Vytautas Šenavičius, „Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai," *Jurisprudencija* 2, 120 (2010): 350-351.

217 *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (MARKT/2010/10/F), 100. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

mi pasiūlymus, kurie faktiškai negalėtų būti įgyvendinami[218]. Panašios nuostatos laikomasi ir Vokietijos ir Jungtinės Karalystės teisės aktuose[219], kurie papildo Direktyvoje 2004/24 įtvirtintą principą, kad neturi būti sukurtos pasiūlymą gaunančios bendrovės, siūlytojo bendrovės ar bet kurios kitos su pasiūlymu susijusios bendrovės dirbtinės vertybinių popierių rinkos, dėl kurių vertybinių popierių kainos didėjimas arba mažėjimas taptų dirbtinis ir iškreiptų normalų rinkų funkcionavimą (Direktyvos 2004/25 3 straipsnio 1 dalies d) punktas)[220]. Kaip matyti iš klausimų, kilusių valstybėms narėms prieš surandant kompromisą dėl Direktyvos 2004/25, tokio principo atsiradimo prielaida yra susijusi su tuo, kad valstybės narės siekė būti tikros, jog perėmimo atveju už išperkamus vertybinius popierius bus pasiūlytas tinkamos vertės turtas (kiti vertybiniai popieriai ar pinigai).

Mūsų nuomone, vis dėlto nebūtų buvę efektyvu, jeigu Lietuvoje aukščiau aprašyto ginčo atveju teismas būtų pasisakęs, kad nepaisant finansų trūkumo, oficialus siūlymas turi būti teikiamas. Jei oficialus siūlymas būtų teikiamas neturint pakankamai lėšų, smulkieji bendrovės akcininkai vis tiek turėtų vilčių, kad kažkokiu būdu jų akcijos bus išpirktos. Tai galėtų privesti prie akcijų kainos kilimo, o, neįvykus išpirkimui, dėl akcijų kainos viražų daugelis akcininkų patirtų nuostolių. Tokios situacijos ir yra siekiama išvengti, nepaisant to, ar pareigos teikti oficialų siūlymą yra atsisakoma tyčia (pavyzdžiui, siekiant įvertinti, kiek asmenų į jį atsilieps), ar iš tiesų neturint pakankamai finansinių pajėgumų.

Trečiojoje disertacijos dalyje dar bus kalbama, kad tinkamas oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo ir jo įgyvendinimo užtikrinimas galėtų leisti Lietuvoje išvengti panašių situacij*ų*, kada oficialus siūlymas nėra teikiamas dėl lėšų/turto trūkumo.

218 Meredith Brown, Raplh C. Ferrara ir Paul S. Bird, *Takeovers – A Strategic Guide to Mergers and Acquisitions* (Niujorkas: Aspen Publishers, 2010), 6-13.

219 Petri Mantysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law* (Heidelbergas: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010), 540.

220 Christophe Clerc ir kt., *Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation* (Belgija: Centre for European Policy Studies, 2013), 42.

3. TEISINIO REGULIAVIMO EFEKTYVUMAS ĮGYVENDINANT OFICIALŲ SIŪLYMĄ

Laikantis Direktyvos 2004/25 nuostatų ir principų, kiekviena valstybė narė privalo susikurti efektyvų nacionalinį reguliavimą, kuris, visų pirma, užtikrintų smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą, antra, leistų valstybei narei per perėmimus pritraukti kuo daugiau užsienio kapitalo. Akivaizdu, kad lankstesnis Direktyvos 2004/25 nuostatų ir detalesnis diskrecinių nuostatų taikymas Lietuvai duotų didelės naudos. Taptų aiškesnis teisinis reguliavimas, būtų teisiškai pagrįsti Priežiūros institucijos veiksmai, teisės aktuose nustatytos išimtys, tam tikri vertybinių popierių emitentai būtų apsaugoti nuo nepageidaujamų perėmimų.

Trečiojoje disertacijos dalyje analizuosime teisinio reguliavimo efektyvumą įgyvendinant oficialų siūlymą. Šiuo tikslu išsiaiškinsime, kokia yra smulkiųjų akcininkų apsaugos apimtis oficialaus siūlymo įgyvendinimo metu, aptarsime Lietuvoje esančias praktines oficialaus siūlymo įgyvendinimo problemas ir ieškosime naujų teisinių mechanizmų, kurie, tenkindami Direktyvoje 2004/25 įtvirtintus principus ir įpareigojimus, padėtų užtikrinti efektyvų oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą ir jo įgyvendinimą Lietuvoje.

Siekdami ištirti Lietuvos oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo įgyvendinimo efektyvumą, remsimės prielaida, kad atsakant į klausimą, koks reguliavimas būtų iš tiesų efektyvus, reikia atsižvelgti ne tik į smulkiųjų akcininkų interesus. Vertybinių popierių emitentui ir smulkiesiems akcininkams naujo akcininko atėjimas yra naudingas, nes atneša naujų idėjų, strateginių minčių, patirties, taip pat kapitalo, kuris bus panaudotas minėtas idėjas įgyvendinant. Todėl teoriškai įmonės perėmimo fakto smulkiojo akcininko atžvilgiu nereikėtų vertinti negatyviai.

Kita vertus, negalima numatyti, ar iš tiesų vienas ar kitas perėmimas išeis vertybinių popierių emitentui ar bendrovei į naudą. Todėl smulkusis akcininkas linkęs reikalauti, kad oficialus siūlymas būtų pateiktas per įmanomai trumpesnį laiką. Perėmėjas taip pat suinteresuotas kuo greičiau užbaigti reikiamus formalumus ir tapti visateisiu vertybinių popierių emitento akcininku, o valstybė, dalyvaudama perėmime per viešuosius Priežiūros institucijai suteiktus įgalinimus užtikrindama, kad oficialaus siūlymo įgyvendinimas vyktų operatyviai, tikisi pritraukti kuo daugiau investuotojų.

Nepaisant to, kad perėmimo efektyvumu suinteresuoti asmenys teoriškai yra linkę, jog oficialus siūlymas būtų įgyvendintas kiek galima greičiau, praktiškai įgyvendinant oficialų siūlymą kyla nemažai ginčų, susijusių su oficialaus siūlymo įgyvendinimu. Smulkieji akcininkai reikalauja išpirkti jų akcijas už teisingą kainą, perėmėjai neigia pareigą teikti oficialų siūlymą, o Priežiūros institucija reikalauja iš perėmėjo laikytis Lietuvos teisės aktų nuostatų[221]. Tad vertindami praktines oficialaus siūlymo problemas, 1) aptarsime smulkiųjų akcininkų apsaugos statusą ir ypatumus; 2) išsiaiškinsime, su kokiomis problemomis susiduriama Lietuvoje, sprendžiant ginčus dėl oficialaus siūlymo; 3) analizuosime, kokios poveikio priemonės gali būti efektyviausios sėkmingam oficialaus siūlymo įgyvendinimui.

221 Tomas Talutis ir Vytautas Šenavičius, „Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai," *Jurisprudencija* 2, 120 (2010): 343-345.

3.1. Oficialus siūlymas ir smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos santykis

Pagal Direktyvą 2004/25, tais atvejais, kai įsigyjama bendrovių kontrolė, valstybės narės turėtų imtis būtinų priemonių vertybinių popierių savininkams, ypač smulkiesiems akcininkams, apsaugoti. Tuo tikslu valstybės narės turėtų įpareigoti bendrovės kontrolę įsigijusį asmenį siūlyti visiems tos bendrovės vertybinių popierių savininkams nupirkti visas jų akcijas vienoda ir teisinga kaina, atitinkančia įprastą apibrėžimą. Teisinga kaina neturėtų reikšti, kad smulkusis investuotojas atgaus tas sumas, kurias yra investavęs. Kitaip būtų galima laikyti, kad perėmėjas prisiima kitų investuotojų investicinius nuostolius. Tad rengiant Direktyvą 2004/25 buvo susitarta, kad teisinga kaina yra ta kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per tam tikrą valstybių narių nustatytą ne trumpesnį kaip šešių mėnesių ir ne ilgesnį kaip 12 mėnesių laikotarpį iki šio straipsnio 1 dalyje minėto pasiūlymo. Pažymėtina, kad teisingos kainos apibrėžimas buvo viena iš esminių priežasčių, dėl kurių Europos Sąjungoje Direktyvos 2004/25 priėmimas užtruko daugiau nei 15 metų.

Nors smulkiųjų akcininkų apsauga oficialaus siūlymo metu yra pagrindinė privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo prielaida, tačiau oficialus siūlymo įgyvendinimo procesas neturėtų minėtų teisių suabsoliutinti. Nors rengiant Direktyvą 2004/25 vienas iš pagrindinių tikslų buvo smulkiajam akcininkui suteikti kuo didesnę apsaugą keičiantis įmonės kontrolei[222], tačiau po Direktyvos 2004/25 priėmimo ėmė aiškėti, kad teisinio reguliavimo fragmentiškumas ir plati išimčių diskrecija nepajėgia užtikrinti smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos oficialaus siūlymo metu[223]. Manoma, kad siekiant efektyviai apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus, reikalinga griežčiau harmonizuoti Direktyvos 2004/25 diskrecines nuostatas[224]. Iš kitos pusės žiūrint, smulkiųjų akcininkų teisių suabsoliutinimas nėra siektinas reiškinys[225]. Dažno tyrėjo nuomone, smulkiųjų akcininkų apsauga perėmimo procese neturėtų būti pervertinama[226]. Abejojama, ar smulkiųjų akcininkų apsaugos suabsoliutinimas yra naudingas bendrovei[227], akademiniame diskurse

222 Susie Choi, "An Evaluation of the EU Takeover Directive (Thirteenth Directive) Through the Lens of the Harmonization Process," *European Union Law Working Papers* (2014): 6.
Frits Bolkestein kalba Europos politikos studijų centre, "The Takeover Directive: A Commission Perspective," Briuselis, 2003 m. kovo 4 d. http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/03/106&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en.

223 Sophy Nachemson-Ekwall, "The Cross-Border Hostile Bid Fight between Scania in Sweden and the Two German Companies MAN and Volkswagen: Institutional Change and the Mandatory Bid Rule," *Springer Science* (2015): 6, 25-26. Forthcomming Journal of Management and Governance DOI 10.1007/s10997-015-9333-1.
Plačiau: Jesper Lau Hansen, "The mandatory bid rule: The rise to prominence of a misconception," *Stockholm Institute for Scandinavian Law* (2009), 173–192. Jeremy Grant, Tom Kirchmaier ir Jodie A. Kirshner, "Financial tunnelling and the mandatory bid rule," *ECGI Financial Working Paper* (2009), 536.

224 Peter Böckli ir kt., "Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive" *Oxford Legal Studies* (2014), 11-12.

225 Jaap Winter ir kt., *High Level Group of Company Law Experts Report on Issues Related to Takeover Bids*, (2002), 19, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

226 2009 m. birželio 30 d. ETT Generalinės advokatės Verica Trstenjak nuomonė byloje Nr. C101/08 http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62008C0101:EN:HTML.

227 Amelien Haan-Kamminga, *Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement* (Deventeras: Kluwer publishing, 2006), 49.

atkreipiamas dėmesys, kad oficialus siūlymo procesas turėtų užtikrinti ne vien smulkiųjų akcininkų, tačiau ir perimamos bendrovės darbuotojų apsaugą. Tinkamai funkcionuojanti bendrovė siekia ilgalaikės naudos ir pelno. Pagal Aleksandros Kacperczyk išvadą[228], toks siekis gali realizuotis tik tuomet, kai bendrovė atstovauja ne mažumos, o daugumos akcininkų interesus. Su jos nuomone sutinka ir Athanasios Kouloridas, kuris teigia, kad teikiant privalomą oficialų siūlymą, gali susiklostyti bendrovei nepalanki situacija, kai iš perėmimo gautą naudą pasidalins siūlymo gavėjai[229], o bendrovės kontrolės įgijėjas bus finansiškai apsunkintas[230]. Anot Jennifer Payne, nors oficialaus siūlymo reguliavimas ir yra smulkiajam akcininkui palankesnis nei bendrovėse, kurių vertybiniai popieriai nėra įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, tačiau tai nereiškia, kad smulkieji akcininkai gali piktnaudžiauti jiems suteiktomis teisėmis[231]. Kitų autorių nuomone (pavyzdžiui, Joseph A. McCahery, Erik P. M. Vermeulen, [232]Simone M. Sepe[233]), kai kurie galimai sėkmingi perėmimai gali neįvykti tik dėl to, kad smulkiesiems akcininkams yra suteiktos per didelės privilegijos. Pavyzdžiui, Joseph A. McCahery, Erik P. M. Vermeulen laiko, kad akcininkų lygiateisiškumas turėtų turėti išimtis. Antai perėmėjas privalo visiems kitiems akcininkams pasiūlyti vienodą kainą. Esant kitam stambiam akcininkui, perėmėjas dažnai iš anksto diskutuoja, kokia perėmimo kaina jam būtų priimtina. Stambusis akcininkas (iki perėmėjo atėjimo) turi papildomų teisių, kurias jam suteikia didesnis balsų skaičius, todėl jį įtikinti parduoti savo akcijas gali tekti mokant didesnę kainą. Laikantis vienodo akcininkų vertinimo principo, šia nauda pasinaudotų ir smulkusis akcininkas, kuris kitu atveju gal būtų sutikęs perleisti savo turimus vertybinius popierius ir už mažesnę kainą[234].

Kylančios diskusijos, ar akcininkų teisė pasitraukti už teisingą kainą privalo siūlymo gavėjui nedaryti nepagrįstų nuostolių, ar teisinga kaina turi apginti tik smulkiųjų akcininkų interesus, neatsižvelgdama į perėmėjo kaip profesionalo interesus[235], atsispindi ir Europos Sąjungos Teisingumo Teismo (ETT) praktikoje. ETT 2009 m. spalio 15 d. priėmė prejudicinį sprendimą (toliau - ETT sprendimas) vadinamoje „Audiolux" byloje[236]. Šis sprendimas kartu atsakė į klausimą, ar pagal įvairių Europos Sąjungos institucijų priimtus bendrovių teisės aktus galima laikyti, kad Europos Sąjungos teisėje smulkiųjų akcininkų apsaugos principas yra pripažintas Europos Sąjungos lygmeniu.

228 Aleksandara Kacperczyk, "With greater power comes greater responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders" *Strategic Management Journal* 30, 3 (2009) 269-270.

229 Luca Enriques, Ronald J. Gilson, Alessio M. Pacces, "The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)," *Harvard Business Law Review* 4, 1 (2014), 99.

230 Athanasios Kouloridas, *The Law and Economics Of Takeovers: An Acquirer's Perspective* (Oregonas: Hart Publishing, 2008), 212-213.

231 Jennifer Payne, "Minority shareholder protection in takeovers: A UK perspective," *European Company and Financial Law Review* 8, 2 (2011): 145–173.

232 Joseph A. McCahery ir Eric P. M. Vermeulen, "Does the Takeover Bids Directive Need Revision?" *Tilburg Law School Research Paper* (2010): 8-9. http://ssrn.com/abstract=1547861.

233 Simone M. Sepe, "Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient" *Arizona Legal Studies Discussion Paper* 10, 29 (2010): 25-26, http://ssrn.com/abstract=1086321

234 Joseph A. McCahery ir Eric P. M. Vermeulen *op. cit.,* p. 8. http://ssrn.com/abstract=1547861

235 Mike Burkart ir Fausto Panunzi, "Takeovers," *ECGI Working Paper Series in Finance* 18 (2006), http://ssrn.com/abstract=420940. Haan-Kamminga, A. *supra* note, p. 49.

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

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

ETT Generalinės advokatės Vericos Trstenjak 2009 m. birželio 30 d. Audiolux byloje pateiktoje nuomonėje[237] teigiama, kad smulkiųjų akcininkų apsaugos principas nėra išreikštas pirminėje teisėje ir daugelyje Europos Sąjungos antrinės teisės normų, tad neturi bendriesiems principams būdingo absoliutumo: „akcininkų lygybės sąvoka <…> atsispindi Bendrijos ir jos valstybių narių bendrovių teisėje ir akivaizdžiai demonstruoja esminį šios teisės srities idealą. Tačiau negalima teigti, kad iki šiol šis principas kurioje nors teisinėje tvarkoje yra įgijęs konstitucinį statusą"[238].

Pažymėtina, kad V. Trstenjak nuomonę palaikė ir Europos Komisija, pagal kurią akcininkų lygybė bei smulkiųjų akcininkų apsauga negali būti laikomi bendraisiais Europos Sąjungos teisės principais, nes minėti principai yra per daug detalūs. Europos Komisijos nuomone, Direktyva išsako tik teisės aktų leidėjo poziciją nustatyti taisykles, kurios gintų smulkiuosius akcininkus pasikeitus kontrolei bendrovės viduje[239].

ETT padarė išvadą, kad konstitucinį statusą turi tik bendrieji Europos Sąjungos teisės principai. O smulkiųjų akcininkų apsaugos principas yra konkretus, reikalauja priimti teisės aktus antrinės teisės forma, taigi neturi konstitucinio statuso. Pagal ETT išvadą, Direktyvoje nėra aiškiai apibrėžta smulkiųjų akcininkų apsauga kaip Europos Sąjungos principas[240], t. y. ES teisėje nėra bendrojo teisės principo, kuris įpareigotų akcininką, įgyjantį ar vykdantį bendrovės kontrolę, pasiūlyti supirkti smulkiųjų akcininkų akcijas tokiomis pačiomis sąlygomis kaip ir tos, kurios buvo įsigyjant akcijas.

Audiolux byloje ieškovai rėmėsi ne tik Europos Sąjungos teisės aktais, bet ir parengiamaisiais dokumentais, tokiais kaip Jaap Winter ekspertų grupės ataskaitos[241], kuriose yra aiškiai išsakyta būtinybė sukurti bendrą smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos reguliavimo mechanizmą Europos Sąjungos lygiu. Tuo būdu ieškovai siekė įrodyti, kad parengiamieji dokumentai atskleidžia valstybių narių ketinimus įtvirtinti smulkiųjų akcininkų apsaugos principą Europos Sąjungos lygmeniu.

Tačiau sprendimo priėmimo procese išryškėjo kita nuomonė. Pavyzdžiui, Generalinė advokatė pasisakė[242], kad parengiamieji dokumentai neįrodo valstybių narių siekio sukurti smulkiųjų akcininkų apsaugos mechanizmą ir juo labiau - siekimą smulkiųjų akcininkų

237 Europos Teisingumo Teismo Generalinės advokatės Verica Trstenjak nuomonė, 2009, (bylos Nr. C101/08). http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62008C0101:EN:HTML..

238 *Ibid*., pastraipos 74-88.

239 *Ibid.,* pastraipos 50-51.

240 Byla C-101/08, *op. cit.*, pastraipos 34, 43.

241 Jaap Winter ir kt., *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, p. 16, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

242 Byla C-101/08, *op. cit.*, pastraipos 91-93.

apsaugos principą įtvirtinti Europos Sąjungos lygmeniu. Teigta, kad faktą, jog šio principo Europos Sąjungos lygiu nėra, įrodo dokumentuose pateiktos skirtingos valstybių narių pozicijos bei Direktyvos vizijos. Kitoks dalyko vertinimas galėtų pažeisti teisinio saugumo ir teisėtų lūkesčių principus, taip pat teisės aktų negaliojimo atgaline data principą[243].

Įvertinęs Generalinės advokatės nuomonę, ETT padarė išvadą, kad Europos Sąjungos norminiai aktai bei teisės šaltiniai nerodo bendrojo Europos Sąjungos teisės principo, susijusio su smulkiųjų akcininkų apsauga, egzistavimo. Kita vertus, ETT pažymėjo, kad tai neturėtų sumenkinti smulkiųjų akcininkų apsaugos svarbos - smulkiesiems akcininkams privalo būti garantuojama apsauga perėmėjui pateikiant pasiūlymą. Tokia apsauga yra būtina siekiant: 1) suderinti smulkiųjų akcininkų ir dominuojančio akcininko interesus, 2) užtikrinti interesų pusiausvyrą įgyjant įmones bei 3) užtikrinti, kad suinteresuotieji asmenys galėtų aiškiai suprasti savo teises ir pareigas ir imtis atitinkamų veiksmų[244].

Iš to, kas pasakyta, galima daryti išvadą, kad ETT pozicija atitinka besiformuojančią nuomonę, jog perėmimo procese smulkiųjų akcininkų interesai neturėtų būti suabsoliutinami. Oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo procesas pirmiausia turėtų būti nukreiptas į kapitalo rinkos plėtrą, lėšų laisvą judėjimą tarp valstybių narių, bendrovių ir investicijų plėtrą, o ne absoliutinant smulkiojo akcininko interesus. Smulkiųjų akcininkų apsaugos klausimai neturėtų užgožti svarbiausių Europos Sąjungos siektinų tikslų.

Kita vertus, negalima užmiršti, kad smulkiojo akcininko interesų apsauga yra esminis matas, leidžiantis vertinti, ar oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas yra efektyvus. Kaip jau analizavome šios disertacijos pirmajame skyriuje, laikydamosi minimalių smulkiųjų akcininkų apsaugos reikalavimų, valstybės narės turi teisę pasirinkti griežtesnes nei Direktyvoje 2004/25 nustatytas taisykles, taip pat netaikyti diskrecijų ar išlygų. Šiuo aspektu kalbant apie smulkiųjų akcininkų ir perėmėjo apsaugos santykį, yra svarbus 2010 m. gruodžio 10 d. Europos laisvosios prekybos asociacijos teismo sprendimas byloje E-1/10 „Periscopus AS“ prieš „Oslo Børs ASA“ ir „Erik Must AS“[245], kuriuo nustatyta, kad pagal Direktyvą 2004/25 valstybės narės turi pareigą investuotojams užtikrinti teisinį apibrėžtumą teikiant oficialų siūlymą, sprendimo nuspėjamumą bei teisinį kainos pagrindimą[246].

Europos laisvosios prekybos asociacijos teismas sprendė ginčą, kuriame buvo keliamas klausimas, ar Norvegijos teisės aktai yra pakankamai išsamūs tam, kad juose būtų galima nukrypti nuo Direktyvoje 2004/25 nustatytos oficialaus siūlymo kainos taisyklės[247]. Pagal Norvegijos teisės aktus oficialaus siūlymo teisinga kaina yra kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per šešis mėnesius iki minėto siūlymo. Jei rinkos kaina oficialaus siūlymo teikimo metu yra didesnė nei aukščiau nurodyta, tuomet kaina turi būti atitinkamai padidinama.

---

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

244 Byla C-101/08, *op. cit.*, pastraipa 58.

245 Šioje byloje dalyvavo ir Lietuvos Respublikos atstovai.

246 The EEA and the EFTA Court: Decentred Integration EFTA Court Portland: Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon Nov 27, 2014 259-260.

247 Teisinga kaina yra kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per tam tikrą valstybių narių nustatytą ne trumpesnį kaip šešių mėnesių ir ne ilgesnį kaip 12 mėnesių laikotarpį iki šio straipsnio 1 dalyje minėto pasiūlymo, laikoma teisinga kaina.

Detalesnių taisyklių Norvegijos teisės aktuose nebuvo, todėl buvo sprendžiama, ar Norvegijos aktuose esanti oficialaus siūlymo teisingos kainos formuluotė nėra per daug abstrakti, kad galima būtų nukrypti nuo Direktyvoje 2004/25 įtvirtinto kainos teisinio reguliavimo[248]. Išklausęs dalyvaujančių ginče asmenų pozicijas[249], teismas sprendė, kad pagal Direktyvos 2004/25 5 straipsnio 4 dalies antrą pastraipą yra draudžiamas toks nacionalinės teisės aktas, pagal kurį tais atvejais, kai rinkos kaina viršija kainą, apskaičiuojamą pagal Direktyvos 2004/25 5 straipsnio 4 dalies pirmoje pastraipoje nustatytą pagrindinę taisyklę, oficialiame siūlyme nurodyta kaina turi būti pakoreguota, kad nebūtų mažesnė už rinkos kainą, tačiau sąvoka „rinkos kaina" tiksliau neapibrėžiama. Visų pirma, privaloma tiksliau išaiškinti, per kokį laikotarpį turi būti įvertinama rinkos kaina; ar rinkos kaina turi būti apskaičiuojama remiantis svertiniu kainų vidurkiu; ar nustatant rinkos kainą būtina remtis realių sandorių duomenimis, ar pakanka atsižvelgti į siūlomas pirkimo ar pardavimo kainas[250].

Teismo sprendimas ypatingai pabrėžia valstybės narės teisinio reguliavimo detalizavimo svarbą siekiant efektyvaus oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo ir suinteresuotų oficialaus siūlymu šalių interesų apsaugos. Direktyvai 2004/25 esant minimalaus harmonizavimo, valstybė narė, esant pakankamai argumentacijai, turi teisę rinktis, ar teisinį oficialaus siūlymo reguliavimą formuoti labiau palankia smulkiajam akcininkui ar perėmėjui linkme. Taigi efektyvaus teisinio reguliavimo valstybėje narėje sąvoka yra neatsiejama nuo pačios valstybės pasirinkimo.

3.2. Smulkiųjų akcininkų apsaugos privalomo oficialaus siūlymo metu reguliavimas Lietuvoje

Panagrinėsime, kaip smulkiųjų akcininkų apsaugos santykis yra reglamentuojamas ir įgyvendinamas Lietuvoje. Disertacinio darbo pirmajame skyriuje esame minėję, kad Lietuvoje oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo atitiktis Lietuvos Respublikos Konstitucijai buvo nagrinėta du kartus. Abu kartus buvo priimti sprendimai, kurie yra palankūs smulkiesiems investuotojams ir leido formuotis praktikai, kuri iš esmės yra palanki smulkiojo akcininko atžvilgiu – Lietuvoje smulkiųjų akcininkų interesai prilyginami viešajam interesui. Žvelgiant iš oficialaus siūlymo pusės, smulkiojo akcininko svarbiausias interesas yra turėti realią galimybę pasitraukti iš vertybinių popierių emitento nepatiriant nuostolių.

Tam, kad tai būtų galima realizuoti, oficialus siūlymas turėtų būti teikiamas (išskyrus aiškiai nurodytas išimtis), peržengus Vertybinių popierių įstatyme nustatytą ribą, per kaip galima trumpesnį laikotarpį nuo ribos peržengimo ir už kainą, nepažeidžiančią smulkiųjų akcininkų interesų. Visas šias taisykles Lietuvoje įgyvendina Vertybinių popierių įstatymas. Tačiau praktikoje pasitaiko atvejų, kuomet teisinis reguliavimas nėra pakankamai aiškus ar tikslus, kad užtikrintų oficialaus siūlymo efektyvumą. Kaip jau buvo minėta, dabartinis oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas Lietuvoje remiasi Direktyva 2004/25 dėl įmonių perėmimų priėmimo. Nors į Lietuvos nacionalinę teisę ir buvo perkeltos šios

248 Ginčas iš esmės ir kilo dėl to, kad perėmėjas siekė akcijas supirkti mažesne (vidutine 6 mėnesių kaina), o akcininkas kreipėsi į teismą reikalaudamas supirkti didesne kaina (rinkos kaina oficialaus siūlymo metu).

249 Tarp jų savo nuomonę pateikė ir Europos Komisija.

250 http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:E2010J0001&from=EN

direktyvos nuostatos, tačiau teisinis oficialaus siūlymo instituto reguliavimas praktikoje susidūrė su didelėmis problemomis.

Išanalizavę oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą, identifikavome praktines ir teorines problemas, susijusias su Priežiūros institucijos veiklumu ir atsakomybe, pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įvykdymu ir atsiskaitymo už įsigytus emitento vertybinius popierius teisiniu reguliavimu. Šių problemų nepaisymas gali pažeisti oficialaus siūlymo teikėjo, smukiųjų akcininkų ar pačios perimamos bendrovės interesus. Jas panagrinėsime nuodugniau.

Struktūriškai oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo efektyvumo problemas galėtume suskirstyti į tokias pagrindines grupes:

1) akcijų suteikiamų balsų visuotiniame akcininkų susirinkime skaičiavimo problemos;
2) problemos, kurios atsiranda dėl netinkamo (ne nustatytu laiku įgyvendinto ar ne taip, kaip reikalauja teisės aktai, įgyvendinto) oficialaus siūlymo įgyvendinimo.

3.2.1. Akcijų suteikiamų balsų visuotiniame akcininkų susirinkime skaičiavimo problemos

Vertybinių popierių įstatymo 2 straipsnio 50 dalis numato, kad sutartinai veikiančiais asmenimis laikomi fiziniai ar juridiniai asmenys, kurie bendradarbiauja su oficialaus siūlymo teikėju ar bendrove, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, remdamiesi aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu susitarimu arba rašytiniu susitarimu, kuriuo siekiama įgyti kontrolę, suteikiančią 1/3 ar daugiau balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, arba sužlugdyti sėkmingą oficialaus siūlymo rezultatą. Kito asmens kontroliuojami asmenys, sutartinai veikiantys su tokiu asmeniu, taip pat laikomi sutartinai veikiančiais vienas su kitu.

Vertybinių popierių įstatyme sutartinai veikiančių asmenų apibrėžimą detalizuoja šio įstatymo 26 straipsnis, nurodantis, kad susijusių asmenų balsais (veikimu kartu) yra laikoma teisė balsuoti, kurią: suteikia asmeniui nuosavybės teise priklausančios akcijos (išskyrus atvejį, kai akcijos įkeistos ir įkeitimo sutartyje numatytas balsavimo teisės perdavimas įkaito turėtojui); turi kitas asmuo, su kuriuo jis sudarė balsavimo sutartį dėl ilgalaikės bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo; asmuo įgijo iš kito asmens pagal laikiną balsavimo teisių perleidimo sutartį; suteikia jam įkeistos arba kaip finansinis užstatas perduotos akcijos, jeigu įkaito turėtojas gali naudotis akcijoms suteiktomis balsavimo teisėmis; suteikia akcijos, kuriomis jis, kaip uzufruktorius, turi teisę naudotis visą savo gyvenimą ar apibrėžtą laiką, kuris negali būti ilgesnis už asmens gyvenimo trukmę; pagal minėtas dalis turi asmens patronuojamoji įmonė; suteikia jam patikėjimo teise perduotos arba kitaip deponuotos akcijos, jeigu jis, kai nėra kitokių nurodymų, gali naudotis balsavimo teisėmis savo nuožiūra; suteikia akcijos, kurios yra įgytos jo naudai, tačiau kito asmens vardu; asmuo gali naudoti savo nuožiūra pagal įgaliojimą arba kitais atstovavimo pagrindais; suteikia asmens sutuoktinio turimos akcijos, išskyrus atvejį, kai pagal vedybų sutartį vertybiniai popieriai laikomi kiekvieno sutuoktinio asmenine nuosavybe. Antroji minėto straipsnio dalis numato, kad emitento vadovas turi ir kitų emitento vadovų balsus, jeigu priežiūros institucija, įvertinusi vadovo pateiktus jo nepriklausomo veikimo įrody-

mus, nenusprendė kitaip. Balsavimo teisės apskaičiuojamos atsižvelgiant į visas tos pačios klasės akcijas, kurioms suteikta balsavimo teisė, net jeigu naudojimasis šiomis teisėmis yra sustabdytas.

Pagal Vertybinių popierių įstatymą, preziumuojama, kad Vertybinių popierių įstatymo 26 straipsnyje išvardintais atvejais asmenys veikia sutartinai.

Taigi pagal sutartinai veikiančių asmenų apibrėžimą išeina, kad Lietuvoje:

1) asmenys visada bus laikomi veikiančiais sutartinai Vertybinių popierių įstatymo 26 straipsnyje numatytais atvejais, jeigu jie neįrodys priešingai;
2) net jeigu ir asmenys negali būti laikomi veikiančiais sutartinai Vertybinių popierių įstatymo 26 straipsnyje numatytais atvejais, jie gali būti laikomi sutartinai veikiančiais remiantis tarp jų aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu ar rašytiniu susitarimu, kuriuo siekiama įgyti bendrovės kontrolę.

Nepaisant įstatymiškai gana detalaus sutartinai veikiančių asmenų apibrėžimo, dėl minėtų teisės normų interpretavimo Lietuvoje yra kilę ginčų, kurie yra sprendžiami teismuose. Balsų skaičiavimo problema paprastai atsiranda tada, kai nėra aiški sutartinai veikiančių asmenų grupė arba asmenys savęs nelaiko sutartinai veikiančiais, nors pagal teisės aktus atrodo kitaip.

Bene detaliausiai sutartinai veikiančių asmenų balsų skaičiavimo klausimas buvo analizuojamas byloje, susijusioje su AB „Linas“ sutartinai veikiančių akcininkų turimų balsų skaičiavimu (toliau – AB „Linas“ byla)[251]. Šios bylos esmė – sutartinai veikiančių asmenų (motinos L. L. ir sūnaus R. L.) ginčas su Priežiūros institucija dėl 40 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių peržengimo ribos momento (ginčo metu peržengimo riba buvo 40 procentų). 2007 m. gegužės 31 d. Priežiūros institucija nusprendė netvirtinti[252] L. L. pateikto privalomo nekonkurencinio oficialaus siūlymo cirkuliaro supirkti likusias AB „Linas“ paprastąsias vardines akcijas, mokant už vieną akciją po 0,28 Lt. Priežiūros institucijos nuomone, pareiga teikti ir įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą turėjo būti įgyvendinama kitomis sąlygomis nei tos, kurias pasiūlė L. L.

Lietuvos vyriausiasis administracinis teismas (toliau – LVAT) šioje byloje pabrėžė, kad siekiant pripažinti asmenis sutartinai veikiančiais, būtina nustatyti: pirma, bendradarbiavimo, remiantis aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu arba rašytiniu susitarimu, faktą; antra, bendradarbiavimo tikslą; trečia, nustatyti kokio pobūdžio yra šis tikslas - siekimas įgyti kontrolę, suteikiančią 40 ar daugiau procentų balsų, ar siekimas sužlugdyti sėkmingą oficialaus siūlymo rezultatą[253].

Giminystės ryšys, kurį kaip pagrindinį įrodymą dėl veikimo kartu naudojo Priežiūros institucija, teismo nebuvo akcentuojamas[254], tačiau surinkti įrodymai dėl pinigų srautų tarp šių asmenų, „draugiški susitarimai“, iš kurių naudos turėjo tiktai viena šalis, leido su-

251 „Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutarimas administracinėje byloje Nr. A-261-1740/2008 *L.L. v Vertybinių popierių komisija*.“

252 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2007 m. gegužės 31 d. posėdis, kuriame nuspręsta netvirtinti L. L. oficialaus siūlymo cirkuliaro http://www.vpk.lt/lt_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814.

253 *Ibid.*

254 „Tai, kad keli akcininkai tarpusavyje yra susiję giminystės ar svainystės ryšiais, neleidžia daryti vienareikšmiškos išvados, jog tai, kas yra žinoma vienam fiziniam asmeniui, yra neabejotinai žinoma ir kitam arba kad tuo siekiama iškreipti vertybinių popierių rinką.“ Lietuvos Vyriausiasis Administracinis Teismas, 2009 m. balandžio 1 d. sprendimas byloje UAB “Respublikos leidiniai” *v* Vertybinių popierių komisija , Nr. A[502]-444/2009.

sidaryti nuomonę dėl buvusio sutartinio veikimo. Pagal teismą, surinktus įrodymus reikia vertinti sistemiškai ir jų chronologinė ir loginė visuma leidžia daryti išvadą, kad sutartinai veikiančius ir veikusius asmenis ne tik siejo giminystės ir formalūs svainystės ryšiai, bet ir įvairūs tarpusavio ryšiai sudarant įvairius sandorius su nekilnojamuoju turtu, pinigais, akcijomis.

Remdamasis bylos medžiaga, Lietuvos vyriausiasis administracinis teismas paliko nepakeistą Vilniaus apygardos administracinio teismo 2007 m. gruodžio 20 d sprendimą, kad pareiga pateikti ir įgyvendinti oficialų siūlymą L. L. ir su ja sutartinai veikiantiems nurodytiems asmenims atsirado 2006 m. liepos 11 d., kuomet buvo peržengta Vertybinių popierių įstatymo įtvirtinta 40 procentų turimų balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime riba.

Kitoje byloje[255] (toliau - AB „Ukmergės keliai" byla) ieškovas prašė teismo įpareigoti atsakovus teisės aktų nustatyta tvarka pateikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias atskaitingo emitento AB „Ukmergės keliai" paprastąsias vardines akcijas, suteikiančias balsavimo teisę dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnyje numatytos balsų peržengimo ribos. Ieškovo teigimu atsakovai buvo kartu veikiančių asmenų grupė, 2003 m. balandžio 9 d. valdžiusi daugiau kaip 52,53 proc. AB „Ukmergės keliai" akcijų. Lietuvos Aukščiausiasis Teismas šioje byloje konstatavo, kad nors atsakovas G. D. formaliai perleido turimas akcijas ir jų suteikiamus balsus sutuoktinei, tačiau laikytina, kad atsakovui akcijos tebepriklauso bendrosios jungtinės nuosavybės teise pagal Vertybinių popierių rinkos įstatymo 16 straipsnio 1 dalį ir Civilinio kodekso 3.87, 3.88 ir 3.92 straipsnius.

Dar vienoje byloje[256] (toliau – AB „Panevėžio statybos trestas" byla) sprendžiama panaši situacija – įmonę kontroliuojantys stambieji akcininkai perdavė dalį valdomų akcijų savo sutuoktinėms. Lietuvos Aukščiausiasis Teismas padarė išvadą, kad apeliacinės instancijos teismas, konstatavęs, kad vedybų sutartis nesudaryta, skaičiuodamas asmenų turimus balsus, pagrįstai sumavo ir sutuoktinių turimus balsus bei teisingai nepripažino, kad dėl sutuoktinių sudarytų balsavimo teisių perleidimo sutarčių balsų skaičius mažėja iki Vertybinių popierių rinkos įstatyme nurodytos ribos.

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

Iš kitos pusės žiūrint, teismų praktika neužkerta kelio ateityje kilti ginčams dėl susijusių asmenų apibrėžimo kitais aspektais. Pavyzdžiui, pagal Vertybinių popierių įstatymo 26 straipsnio 1 dalies 2 punktą, susijusiais asmenimis laikomas akcininkas ir kitas asmuo, su kuriuo jis sudarė balsavimo sutartį dėl ilgalaikės bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo. Taigi kyla klausimas, ar minėta teisės norma reikštų, kad sutartinai veikiančių asmenų prezumpcijai reikalinga aiški sutartis (turbūt rašytinė), ar šiuo atveju sutartinai

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

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

veikiantys asmenys galėtų būti ir akcininkai, kurie ilgalaikės bendrovės valdymo politikos bendrai siekia pagal nerašytinius susitarimus. Antai Vertybinių popierių įstatyme nėra pasakyta, kad minėti asmenys privalo visuomet balsuoti vienodai – svarbu laikytis ilgalaikės bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo. Siekdami atsakyti į užduodamus klausimus, panagrinėsime, kaip kitos valstybės narės vertina minėtą nuostatą.

Pažymėtina, kad 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2004/109/EB (toliau – Direktyva 2004/109) dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičiančioje Direktyvą 2001/34/EB[257], yra nustatyta, kad asmenys yra laikomi sutartinai veikiančiais (jiems bendrai kyla pareigos pagal Direktyvą 2004/109) tuomet, kai balsavimo teises turi trečioji šalis, su kuria tie asmenys arba įmonė sudarė sutartį, įpareigojančią kartu naudojant turimas balsavimo teises priimti nuoseklią bendrą atitinkamo emitento valdymo politiką (angl. *voting rights held by a third party with whom that person or entity has concluded an agreement, which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, a lasting common policy towards the management of the issuer in question*). Šios teisės normos teisinis vertinimas Europos Sąjungoje kelia diskusijų nuo pat kitokio sutartinai veikiančių asmenų apibrėžimo atsiradimo Direktyvoje 2004/25.

Valstybės narės nuogąstavo, kad Direktyvoje 2004/109 nustatytas sutartinai veikiančių asmenų apibrėžimas sukelia neaiškumų, taigi neaišku, kuriuo apibrėžimu reikėtų remtis[258]. Pavyzdžiui, kyla teisinė rizika, kad valstybei narei vieną sutartinai veikiančių asmenų apibrėžimą taikant oficialaus siūlymo metu, o kitą - bendrai vertybinių popierių emitento veiklai, dėl sudaromų sandorių tarp akcininkų gali kilti ginčų dėl pareigos teikti oficialų siūlymą (smulkieji akcininkai laikys, kad bendras veikimas pagal susitarimą yra laikomas bendra veikla taip pat ir pagal Direktyvą 2004/25). Tačiau Direktyvoje 2004/109 susitariančių asmenų samprata yra skirta tam, kad kapitalo rinkose būtų skaidriai atskleista akcininkų struktūra ar struktūrinės akcininkų grupės, galinčios daryti įtaką bendrovės valdymui[259]. Sąvoka nėra susijusi su bendrovės perėmimu, vertybinių popierių įsigijimu, taigi neturi tiesioginių sąsajų su pareiga teikti oficialų siūlymą.

Poziciją, kad esama situacija nėra aiškiai apibrėžta, palaiko ir Europos Parlamentas, nurodydamas, jog „nacionalinės kompetentingos valdžios institucijos turėtų užkirsti kelią metodams, kuriais siekiama apeiti įpareigojimo pateikti siūlymą taisyklę ir taip išvengti priemokos išmokėjimo kontrolės smulkiesiems akcininkams[260]“. Ši problema darosi dar labiau komplikuota tuo atveju, jeigu valstybė narė nusprendžia savo nacionalinėje teisėje naudoti abu apibrėžimus[261], kaip kad yra Lietuvoje. Pagal Lietuvos teisę, itin plačiai suprantamas sutartinis veikimas yra laikomas pagrindu atsirasti pareigai teikti oficialų siūlymą. Akademinis diskursas ir kai kurios valstybės narės tokį požiūrį vertina kritiškai ir teigia, kad jis gali lemti nepagrįstą pareigą teikti oficialų siūlymą.

257 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 keičiančioje Direktyvą 2001/34/EB.

258 European Securities Markets Expert Group Preliminary views on the definition of „acting in concert“ between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive, 2008 m. lapkričio 17 d.

259 EU Securities and Financial Markets Regulation, Autorius (-iai): Niamh Moloney, 2014

260 http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0089+0+DOC+XML+V0//LT

261 Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (MARKT/2010/10/F), 133. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

Pavyzdžiui, Jungtinės Karalystės nuomone, asmenų veikimas kartu siekiant bendrų tikslų vertybinių popierių emitento valdyme neturėtų sukelti pareigos teikti oficialų siūlymą. Antai Jungtinėje Karalystėje svarbią reikšmę kapitalo rinkai daro įvairūs instituciniai investuotojai bei kolektyvinio investavimo subjektai, investuojantys į perleidžiamus vertybinius popierius. Jungtinė Karalystė nuo pat Direktyvos 2004/25 perkėlimo į nacionalinę teisę[262] Europos Sąjungoje laikosi pozicijos, kad akcininkai, kurie siekia bendrų tikslų bendrovės valdymo politikoje, neturėtų būti laikomi turinčiais pareigą teikti oficialų siūlymą – nebent po aiškaus veikimo bendrai minėti asmenys įgyja papildomų vertybinių popierių emitento balso teisę suteikiančių akcijų[263].

Kitoks panašios situacijos vertinimas yra Vokietijoje. 2004 – 2005 m. Vokietijos už oficialaus siūlymo įgyvendinimą atsakinga institucija ir teismai ne kartą nagrinėjo, ar Vokietijos vertybinių popierių biržos akcininkai neturėtų teikti privalomo oficialaus siūlymo dėl to, kad galimai veikė kartu[264]. Pavyzdžiui, priežiūros institucija ir Vokietijos teismai nagrinėjo atvejį, kuomet vienas Vokietijos vertybinių popierių biržos investuotojas kartu su kitais investuotojais, siekdami bendro tikslo, bendrai reikalavo sustabdyti Vokietijos vertybinių popierių biržos planuotą įsigijimą. Kadangi bendras sutartinai veikiančių asmenų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių kiekis viršijo 30 procentų, kilo klausimų, ar šie akcininkai neturėjo pareigos teikti oficialaus siūlymo. Tačiau įvertinus visas faktines aplinkybes, Vokietijos priežiūros institucija padarė išvadą, kad teisinis reguliavimas nėra pakankamai aiškus tam, jog dėl bendro veikimo siekiant sustabdyti vertybinių popierių emitento planuotą įsigijimą būtų laikoma, kad asmenys yra sutartinai veikiantys pagal Direktyvą 2004/25. Kitas atvejis – Vokietijos teismai nusprendė, kad emitento (Württembergische Metallwarenfabrik AG) akcininkai, kurie pagal susitarimą į bendrovės priežiūros organus siekė paskirti jiems priimtinus kandidatus, nėra laikytini sutartinai veikiančiais, nes priežiūros organų skyrimo kompetencija nėra susijusi su išskirtine akcininkų kompetencija.

Po minėtų sprendimų Vokietijoje galiojantys teisės aktai buvo pakeisti tam, kad panašiais atvejais ateityje akcininkams kiltų pareiga teikti oficialų siūlymą[265]. Taigi priešingai, nei Jungtinė Karalystė, Vokietija siekia, kad akcininkams nutarus veikti kartu ir jiems bendrai peržengus balsų ribą, nuo kurios kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, nėra reikalinga papildomai įsigyti balso teisę suteikiančių vertybinių popierių tam, kad jiems kiltų pareiga teikti oficialų siūlymą.

Analizuojant Lietuvos atvejį, atrodytų, kad linkstama prie Vokietijos pozicijos. Tokią nuostatą, visų pirma, išplaukia iš principo, kad sutartinis akcininkų veikimas yra preziumuojamas, kas reiškia, jog minėtiems asmenims kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, – nebent jie įrodytų, jog tokia pareiga jiems nekyla. Tačiau Lietuvos atveju kyla klausimas: pirma, kam ir kokiu būdu galimai sutartinai veikiantys asmenys turėtų įrodyti, jog jie nėra veikiantys kartu. Antra, nėra aišku, ar Vertybinių popierių įstatymo 26 straipsnio 1 dalies 2 punkte specialiai nurodoma, kad asmenys turi veikti pagal sutartį (Direktyvos 2004/109 tekste yra minimas susitarimas (angl. *agreement*)). Trečia, ar iš tiesų yra naudinga, kad bet

262 *Ibid*.

263 Tom Kirchmaier ir Jodie A. Kirshner, "Financial Tunnelling and the Mandatory Bid Rule" ECGI Financial Working Paper (2009): P. 15, http://ssrn.com/abstract=613945

264 Petri Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume III: Funding, Exit, Takeovers (Heidelberg: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010), 542-543.

265 Tom Kirchmaier ir Jodie A. Kirshner, op. cit.

koks akcininkų strateginis susitarimas būtų laikomas sutartiniu veikimu pagal Direktyvą 2004/25.

Turint omenyje, kad Lietuvoje Priežiūros institucijai nėra suteikta teisių taikyti išimtis pagal savo vidinį įsitikinimą (kaip išanalizavome antrojoje disertacijos dalyje, išimtys iš pareigos teikti oficialų siūlymą yra itin ribotos - juo labiau, kai kalbame apie išimčių taikymą perėmėjui), atrodytų, kad vienintelis būdas nuginčyti prezumpciją būtų kreipimasis į Lietuvos teismus. Tačiau įvertinus aplinkybę, kad teismai gali trukti kelis metus, abejonių kyla, ar minėtas mechanizmas yra efektyvus siekiant apsaugoti galimo perėmėjo ir smulkiųjų akcininkų interesus. Antai iki galutinio teismo sprendimo kilęs neapibrėžtumas trukdytų minėtiems asmenims siekti bendrų tikslų vertybinių popierių emitento veikloje, o smulkieji emitento akcininkai daug laiko liktų neapibrėžtumo būsenoje, o lūkesčiai lemtų akcijų kainų svyravimus.

Mūsų vertinimu, Priežiūros institucija neturėtų palikti teismų diskrecijai vertinti, kokia apimtimi turėtų veikti siekiantys bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo akcininkai, tuo tikslu, kad jiems galėtų kilti pareiga teikti oficialų siūlymą. Priežiūros institucija savo poįstatyminiuose teisės aktuose turėtų detalizuoti nurodydama, kas pagal Vertybinių popierių įstatymą yra laikoma sutartimi, pagal kurią sutartinai veikiantiems asmenims gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą (kokia forma ji turi būti sudaryta, imperatyvi ar dispozityvi); išaiškinti, ar vieną kartą veikimas kartu (sakykime, priimant sprendimą dėl tam tikrų investicijų vykdymo, ilgalaikės veiklos strategijos patvirtinimo) gali lemti pareigą teikti oficialų siūlymą; pateikti nuomonę, ar asmenims pagal susitarimą dėl bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo pareiga teikti oficialų siūlymą (tuo atveju, jeigu peržengiama 1/3 balso teisių suteikiančių vertybinių popierių riba) kyla po susitarimo pasirašymo, ar tik tada, jeigu yra įgyjama papildomų akcijų.

Priešingu atveju Lietuvoje galėjo ir gali susiklostyti kuriozinių situacijų, kuomet pareiga teikti oficialų siūlymą atsiranda netikėtai. Pavyzdžiui, 2009 m. gruodžio 23 d. per Nasdaq OMX biržą buvo gautas AB „Šiaulių bankas“ sutartinai veikiančių asmenų pranešimas apie tai, kad jie, veikdami kartu, peržengė tuo metu galiojusią 40 procentų balso teisių suteikiančių balsų ribą ir turi pareigą teikti oficialų siūlymą[266]. 40 procentų riba neva yra peržengta 2009 m. gruodžio 22 d. Tačiau įvertinus faktinę situaciją, pasirodė, kad AB „Šiaulių bankas“ akcininkai, kurie 2009 m. gruodžio 22 d. deklaravo sutartinį veikimą, faktiškai vieningai laikėsi strateginės AB „Šiaulių bankas“ krypties ir valdymo finansų krizės metu jau kelis metus iki aplinkybės dėl sutartinio veikimo deklaravimo. Iš viešai prieinamos informacijos matyti, kad finansų krizės metu minėti sutartinai veikiantys asmenys priimdavo vieningus sprendimus dėl kapitalo didinimo, nuosekliai laikėsi pozicijos sudarinėti vadovų sandorius dėl emitento vertybinių popierių, su sutartinai veikiančiu asmeniu sudarė sutartį dėl konvertuojamosios paskolos suteikimo[267]. Todėl galima būtų teigti, kad pareiga AB „Šiaulių bankas“ teikti oficialų siūlymą atsirado dar 2007 – 2008 metais.

Pareiga pateikti privalomą oficialų siūlymą atsiranda ne nuo administracinio akto priėmimo, bet nuo įstatyme nustatytų sąlygų atsiradimo, nes aukščiau nurodytos įstatymo nuostatos privalomo siūlymo pareigų nesieja su formaliais sprendimais[268]. Pagal teismų

266 http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=news&op2=print&news_id=238669

267 Visus viešai skelbiamus pranešimus galima rasti NASDAQ OMX Vilnius puslapyje: http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=news&issuer=SAB&start=1996-05-31

268 „Vilniaus apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2013 m. spalio 29 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-2971-577/2013; Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. lapkričio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-455/2011.“

praktiką, atitinkamai oficialaus siūlymo kaina turėjo būti didesnė nei buvo paskelbta 2009 m. gruodžio 23 d. Turint pareigą oficialų siūlymą skelbti finansų krizės įkarštyje, nėra abejonės, kad daugelis akcininkų būtų į jį atsiliepę, nes pagal teisės aktus oficialaus siūlymo mažiausia kaina būtų turėjusi būti ženkliai didesnė už rinkos kainą[269]. Tai būtų sukėlę didelius perėmėjų nuostolius, ir tikėtina, kad, įgyvendinus oficialų siūlymą, perėmėjams nebūtų likę lėšų esant reikalui per krizę skirti papildomų lėšų AB „Šiaulių bankas" kapitalui stiprinti. Tačiau netgi tokios aplinkybės nereiškia, kad oficialus siūlymas galėjo būti teikiamas 2009 m. gruodžio 22 d. pranešimo pagrindu. Mūsų vertinimu, situacijos sprendimas turėtų būti priimamas ne laikantis Priežiūros institucijos vidinio įsitikinimo dėl vienos ar kitos situacijos vertinimo (kaip, mūsų nuomone, įvyko šiuo atveju), o per situacijų sureglamentavimą nustatant Priežiūros institucijai platesnę diskreciją ir susiaurinant sutartinai veikiančių asmenų sąvoką. Esant dabartinei situacijai, smulkieji akcininkai nežino, ar už uždarų durų priimamas sprendimas jiems bus palankus, ar ne. Diskrecija, Priežiūros institucijos išaiškinimai leistų į Lietuvą ateinantiems instituciniams investuotojams, įvairiems kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektams įvertinti teisines rizikas dėl pareigos teikti oficialų siūlymą atsiradimo.

Esant rizikai, kurios neįmanoma pasverti, investuotojai atspirties tašku turėtų laikyti blogiausią scenarijų, pagal kurį bet koks susitarimas dėl bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo (netgi tas, kuris imperatyviai susitariančios šalies neįpareigoja vienodai balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime) lems sutartinio veikimo prezumpciją. Tokia situacija neprisideda prie Lietuvos kapitalo rinkos plėtimo ir siekio į rinką pritraukti kuo daugiau naujų investuotojų. Taigi situacija, kada Lietuvoje bendros strategijos vertybinių popierių emitento valdyme faktiškai visuomet pagal susitarimą veikiantys asmenys peržengę Vertybinių popierių ribą turi teikti oficialų siūlymą išpirkti likusias vertybinių popierių emitento akcijas, mažina Lietuvos konkurencingumą.

3.2.2. Problemos dėl netinkamo (ne laiku) oficialaus siūlymo įgyvendinimo

Vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymo 38 straipsnio 1 dalimi, oficialus siūlymas pradedamas įgyvendinti ketvirtą darbo dieną po Priežiūros institucijos sprendimo patvirtinti cirkuliarą dienos. Oficialaus siūlymo įgyvendinimo laikotarpis negali būti trumpesnis nei 14 dienų ir ilgesnis nei 70 dienų. Bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, veikla neturi būti ribojama ilgiau, negu pagrįstai būtina dėl oficialaus siūlymo įsigyti jos vertybinius popierius (Vertybinių popierių įstatymo 35 straipsnio 7 punktas), o privalomo oficialaus siūlymo kaina turi būti teisinga (Vertybinių popierių įstatymo 39 straipsnio 1 dalis). Operatyvumas teikiant oficialų siūlymas yra svarbus dėl kelių priežasčių. Pirma, pagal Direktyvą 2004/25, siekiant sumažinti naudojimosi nevieša informacija mastą, yra privaloma reikalauti, kad siūlytojas savo sprendimą pateikti pasiūlymą paskelbtų kuo greičiau ir apie tai praneštų priežiūros institucijai (Direktyvos 2004/25 preambulės 12 punktas). Taigi operatyviai teikiant oficialų siūlymą yra tikimybė sumažinti riziką, susijusią su piktnaudžiavimu rinka. Antra, oficialaus siūlymo pateikimas „kuo greičiau" (angl.: at the earliest opportunity, Direktyvos 2004/25 5 straipsnio 1 d.) užtikrina smulkiųjų akcininkų apsaugą. Trečia, ilgą laiką neteikiamas oficialaus siūlymas gali turėti neigia-

269 Nuo 2007 m. sausio 1 d. iki 2009 m. gruodžio 31 d. AB „Šiaulių bankas" akcijų kaina nukrito 64,26 procento. http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LT0000102253&list=2&pg=details&tab=historical&lang=lt&currency=0&downloadcsv=0&date=&start=2007.03.01&end=2009.12.31

mos įtakos bendrovės, dėl kurios teikiamas oficialaus siūlymas plėtrai, sukelti klausimų dėl visuotinių akcininkų susirinkimų sprendimų priėmimo teisėtumo.

Vis dėlto Lietuvoje problema, susijusi su ne laiku teikiamu oficialiu siūlymu, yra akivaizdi. Mūsų vertinimu, didelė dalis Lietuvoje praktikoje kylančių problemų dėl oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo yra sietinos būtent su aplinkybe, kad pareiga teikti oficialų siūlymą yra neįgyvendinama itin ilgą laiką. Pavyzdžiui, AB „Linas" emitento atveju pareiga teikti oficialų siūlymą nėra įgyvendinta iki šiol[270], nors AB „Linas" byloje nustatyta, kad pareiga teikti oficialų siūlymą kilo dar 2006 metais. Toks atvejis nėra vienintelis – antai vertybinių popierių emitento AB „Panevėžio statybos trestas" atveju smulkiesiems akcininkams taip pat teko laukti daugiau nei 7 metus iki tol, kol Priežiūros institucija patvirtino oficialaus siūlymo cirkuliarą[271].

Analizuodami Lietuvos praktiką įgyvendinant oficialų siūlymą, identifikavome, kad oficialaus siūlymo laiku neteikimo rezultatas dažnai yra naudingas perėmėjui: iš neteisėtų savo veiksmų perėmėjas galimai gaus didesnę naudą nei jam gręsiančios sankcijos. Siekdami pagrįsti ar paneigti šią prielaidą, aptarsime, kokios problemos kyla, kai oficialus siūlymas teikiamas po ilgo laiko, kokią įtaką ilgas neteikimo laikotarpis gali turėti teisingos kainos nustatymui ir asmenų rato, kuriems teikiamas oficialus siūlymas, identifikavimui.

Po ilgo laiko teikiant oficialų siūlymą, atsiranda problemos, susijusios su:

1) Teisės aktų pasikeitimu.
2) Akcininkų struktūros pasikeitimu.
3) Pareigos teikti oficialų siūlymą galiojimu perleidus balso teisę suteikiančius vertybinius popierius.
4) Visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimo galiojimu.
5) Teisingos vertybinių popierių kainos nustatymu.

Teisės aktų pasikeitimai. Ginčai dėl pareigos teikti oficialų siūlymą gali prasidėti galiojant vieniems įstatymams, o galutinis sprendimas ir oficialaus siūlymo cirkuliaro tvirtinimas bei oficialus siūlymo įgyvendinimas - jau įsigaliojus vienokioms ar kitokioms įstatymų pataisoms. Taigi dažnai tampa neaišku, kokiais teisės aktais vienu ar kitu atveju turėtų būti vadovaujamasi.

Štai AB „Panevėžio statybos trestas" byloje bylinėjimasis dėl pareigos skelbti privalomą oficialų siūlymą truko daugiau kaip 5 metus[272], todėl galutine Lietuvos Aukščiausiojo Teismo nutartimi palikus nepakeistą 2008 m. lapkričio 19 d. Panevėžio apygardos teismo sprendimą[273], iškilo klausimas, kokiais teisės aktais turi būti vadovaujamasi skelbiant privalomą oficialų siūlymą dėl AB „Panevėžio statybos trestas" akcijų: Vertybinių popierių rinkos įstatymu, galiojusiu tuo metu, kai atsirado pareiga skelbti privalomą oficialų siūlymą, ar Vertybinių popierių įstatymu, galiojančiu, kai pareiga skelbti oficialų siūlymą įgyvendinama. Nors teismai ir konstatavo, kad oficialus siūlymas yra skelbiamas Vertybinių popierių rinkos įstatymo nustatyta tvarka, tačiau toks įpareigojimas praktiniu požiūriu su-

270 Kaip minėjome antrojoje disertacijos dalyje, tikėtina, kad neturint pakankamai lėšų artimiausiais metais pareiga teikti oficialų siūlymą nebus įgyvendinama.

271 Vytautas Šenavičius, „Smulkiojo akcininko interesų apsauga privalomo oficialaus siūlymo metu: Europos Sąjungos ir Lietuvos patirtis," Socialinių mokslų studijos 5, 2 (2013): 566.

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

273 Šiuo sprendimu sutartinai veikiantys asmenys buvo įpareigoti skelbti privalomą oficialų siūlymą supirkti AB „Panevėžio statybos trestas" akcijas.

kėlė keblumų, nes tuo metu, kai buvo galutinai išspręsta byla, Vertybinių popierių rinkos įstatymas jau nebegaliojo, o galiojo Vertybinių popierių įstatymas, kuris iš dalies numatė kitokias oficialaus siūlymo įgyvendinimo procedūras.

Nėra abejonės, kad ilgą laiką neteikiant oficialaus siūlymo, yra pažeidžiami akcininkų, kurie turi teisę parduoti savo turimus vertybinius popierius, interesai. Lietuvoje dar tik formuojantis oficialaus siūlymo instituto taikymo ir aiškinimo praktikai, laiku neįgyvendintas ar netinkamai įgyvendintas oficialus siūlymas sukuria situaciją, kada anksčiau galiojusių teisinių nuostatų jau nebepakanka teisingai kainai nustatyti, pavyzdžiui, pasikeitus šalies ekonominei padėčiai, sparčiai besiplečiant bendrovės veiklai, augant bendrovės kapitalizacijai ir pan.

Antai AB „Panevėžio statybos trestas" byloje Vertybinių popierių rinkos įstatymo, kuris galiojo pareigos skelbti privalomą oficialų siūlymą atsiradimo momentu, oficialaus siūlymo kainos nustatymo taisyklėje buvo numatoma, kad privalomo oficialaus siūlymo kaina turi būti ne mažesnė nei didžiausia vertybinių popierių, kuriuos siūlytojas įsigijo per 12 mėnesių iki peržengdamas ribą, kai įgijo atitinkamą vertybinių popierių kiekį, kaina (t. y. nebuvo papildomo reikalavimo atsižvelgti į vidutinę svertinę akcijų rinkos kainą per 6 mėnesius iki pareigos atsiradimo momento). Akivaizdu, kad daugiau nei 7 metus dirbusios ir veiklą plėtojusios bendrovės akcijų kaina gali žymiai skirtis nuo tos akcijų kainos, kuri buvo pareigos skelbti privalomą oficialaus siūlymo atsiradimo dieną.

Analogiška situacija atsirado ir nagrinėjant AB „Ukmergės keliai" bylą. Teismams pripažinus, kad sutartinai veikiantiems asmenims buvo atsiradusi pareiga skelbti oficialų siūlymą, reikėjo spręsti klausimą dėl akcijų kainos nustatymo. Priežiūros institucija 2009 m. gegužės 8 d. nepatvirtino oficialaus siūlymo teikėjų siūlomos akcijų už AB „Ukmergės keliai" kainos (68 Lt už akciją), nes, pagal ją kaina neatitiko teisingumo ir sąžiningumo reikalavimų[274]. Ji buvo nustatyta kaip didžiausia vertybinių popierių, kuriuos oficialaus siūlymo teikėjas įsigijo per 12 mėnesių iki peržengdamas įstatyme nustatytą ribą (2003 m. balandžio 9 d.), kaina. Per tuos 12 mėnesių oficialaus siūlymo teikėjai buvo sudarę tik vienintelį akcijų pirkimo-pardavimo sandorį, kuriuo vienas iš siūlytojų perleido akcijas kitam. Priežiūros institucija konstatavo, kad būtų neteisinga ir nesąžininga vadovautis vien tik nurodyto vienintelio sandorio kaina teikiant privalomą oficialų siūlymą visiems akcininkams. Be to, pripažino, jog pareiga skelbti oficialų siūlymą atsirado dar 2003 m., tačiau iki 2009 m. gegužės 8 d. vis dar nebuvo įgyvendinta. Kadangi pažeidimas tęsiasi ilgą laiką, apskaičiuojant teisingą oficialaus siūlymo kainą turi būti atsižvelgiama į per šį laikotarpį dėl padaryto pažeidimo kitų asmenų patirtus nuostolius ir į daugelį kitų pasikeitusių aplinkybių, parodančių tikrąją AB „Ukmergės keliai" akcijų vertę bei tikėtiną tikrąją akcijų kainą.

AB „Linas" byloje taip pat nėra atsakyta į klausimą, kokia visgi turėtų būti teisinga kaina po teisės aktų pasikeitimo (oficialus siūlymas nėra teikiamas daugiau nei 7 metai). Antai vadovaujantis Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintomis Teisingos akcijų kainos nustatymo gairėmis[275], tais privalomo oficialaus siūlymo atvejais, kai paaiškėja, kad nustatyta balsų riba buvo peržengta seniai (prieš kelerius metus ir pan.), tačiau pareiga teikti privalomą oficialų siūlymą

274 „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d sprendimas Nr. 2K-160 dėl AB „Ukmergės keliai" oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimo" http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14112/

275 Lietuvos banko valdybos 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės.

nebuvo įgyvendinta, teikiant priežiūros institucijai derinti teisingą privalomo oficialaus siūlymo kainą, būtina atsižvelgti ne tik į apskaičiuotą oficialaus siūlymo kainą ribos peržengimo metu, bet ir į per laikotarpį nuo ribos peržengimo dienos (t. y. nuo pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą atsiradimo dienos) iki privalomo oficialaus siūlymo įgyvendinimo dienos įvykusius kainos pokyčius: pinigų laiko vertę; akcijų kainą reguliuojamoje rinkoje, buhalterinės akcijos vertės pokyčius ir kitas aplinkybes, galėjusias turėti įtakos teisingai akcijų kainai, taigi akcijos dar kartą turi būti įvertintos. Tačiau minėtas Priežiūros tarnybos direktoriaus sprendimas atsirado keli metai po to, kai AB „Linas“ akcininkams kilo pareiga teikti oficialų siūlymą. Todėl nėra aišku, ar AB „Linas“ akcininkams pateikus tvirtinti oficialaus siūlymo cirkuliarą, Priežiūros institucija turi teisę reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą[276] pagal iki oficialaus siūlymo įgyvendinimo dienos galėjusius *įvyk*ti aukščiau minėtus kainos pokyčius: pinigų laiko vertę; akcijų kainą reguliuojamoje rinkoje, buhalterinės akcijos vertės pokyčius ir kitas svarbias aplinkybes, galėjusias turėti įtakos teisingai akcijų kainai.

Mūsų vertinimu, Priežiūros institucija turi turėti teisę reikalauti pakoreguoti oficialaus siūlymo kainą nepaisant to, kad pareigos teikti oficialų siūlymą atsiradimo dieną teisinis reguliavimas nebuvo toks detalus kaip šiandien. Tokia Priežiūros institucijos teisė išplaukia iš šios disertacijos antrojoje dalyje aptartos teisės reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą, jeigu ji gali pažeisti smulkiųjų akcininkų interesus ar oficialaus siūlymo įgyvendinimo principus. Iš kitos pusės žiūrint, laikome, kad reikalavimas pakoreguoti oficialaus siūlymo kainą po teisės aktų pasikeitimų turėtų būti Priežiūros institucijos teisė, tačiau ne pareiga.

Antai gali pasitaikyti atvejų, kuomet oficialaus siūlymas neteikiamas ne dėl to, kad piktybiškai siekiama neteikti oficialaus siūlymo, o dėl to, kad perėmėjas yra įsitikinęs, jog pareiga teikti oficialų siūlymą jam nekyla dėl neaiškių teisės aktų ar netinkamai perkeltų Europos Sąjungos teisės normų. Tokiu atveju perėmėjas neturėtų būti baudžiamas už tai, kad pasirenka ginti savo galimai pažeistas teises teisme. Tačiau jeigu atsiranda pagrindo teigti, kad asmuo teismo procesu bando atidėti savo pareigos vykdymą ar net ir po galutinio teismo sprendimo jo piktybiškai nevykdo (ginčo su AB „Linas“ akcininkais atvejis), Priežiūros institucija, manytume, privalo turėti galias koreguoti oficialaus siūlymo kainą pagal detalesnius vėliau priimtus teisės aktus, gaires ar rekomendacijas.

Akcininkų struktūros pasikeitimas. Neįgyvendinus arba netinkamai įgyvendinus oficialų siūlymą ir tarp akcininkų kilus ginčams, aktualus tampa ir akcininkų pasikeitimo klausimas. Tarkime, pareiga skelbti oficialų siūlymą buvo atsiradusi 2003 m., tačiau galutinis teismo sprendimas yra priimamas tik 2009 m. Per laikotarpį nuo 2003 m iki 2009 m. bendrovės akcininkai (dalis akcininkų) gali būti pasikeitę, pavyzdžiui, akcijos gali būti parduotos kitiems asmenims ir pan. Tuomet kyla klausimas, kurių akcininkų atžvilgiu turi būti įgyvendinamas oficialus siūlymas: ar tų, kurie buvo akcininkais tuomet, kai pareiga skelbti privalomą oficialų siūlymą atsirado, ar vis dėlto tų, kurie akcininkais yra tuomet, kai viešai paaiškėja apie oficialaus siūlymo įgyvendinamą.

Pažymėtina, kad tokiais atvejais Priežiūros institucija laikosi skirtingos nuomonės ir kiekvieną situaciją vertina individualiai. Antai AB „Linas“ ginčo atveju Priežiūros institucija laikė, kad oficialiame siūlyme gali dalyvauti tie asmenys, kurie buvo smulkiaisiais

276 Apie Priežiūros institucijos teisę reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą išsamiai pasisakėme antrojoje disertacijos dalyje.

akcininkais pareigos teikti oficialų siūlymą atsiradimo metu ar sužinojimo apie atsiradusią pareigą teikti oficialų siūlymą metu. Priežiūros institucija pabrėžė, kad kontroliuojančių asmenų paaiškėjimo diena nebūtinai sutampa su kontrolės fakto atsiradimo diena, kadangi „AB Linas“ atveju kontrolės atskleidimas atsirado tik po to, kai Priežiūros institucija nustatė faktą, jog AB „Linas“ kontrolė susitelkė bendrai veikiančių asmenų rankose[277].

Praėjus ilgesniam laiko tarpui teisę į nuostolių atlyginimą dėl neįvykdyto oficialaus siūlymo išlaiko ir asmenys, kurie buvo smulkiaisiais akcininkais tuo metu, kai kilo privalomo oficialaus siūlymo teikimo pareiga, tačiau vėliau, asmeniui ar sutartinai veikiantiems asmenims neįvykdžius šios pareigos, pardavė savo akcijas[278]. Trečiajai asmenų grupei, t. y. asmenims, įsigijusiems balso teisę turinčių vertybinių popierių (akcijų) po to, kai asmeniui ar sutartinai veikiantiems asmenims atsirado pareiga skelbti oficialų siūlymą, galimybė parduoti savo akcijas per oficialų siūlymą yra ribota. Priežiūros institucijos nuomone, šiuo atveju svarbu atkreipti dėmesį į tai, kad faktiškai tokie akcininkai, įgydami bendrovės akcijų, turėjo galimybę žinoti apie pasikeitusią kontrolę (pavyzdžiui, jeigu buvo Priežiūros institucijos viešas pranešimas apie tai), todėl jų atžvilgiu bendrovės kontrolė nekito. Vadinasi, oficialaus siūlymo teikiamos garantijos (teisė parduoti akcijas, jeigu keičiasi bendrovės kontrolė) šiais atvejais neturėtų būti taikomos.

Vertindama AB „Linas“ atvejį, Priežiūros institucija neoficialiai teigia[279], kad galimybės po kontrolės pasikeitimo parduoti turimas akcijas už teisingą kainą suteikimas tiems smulkiesiems bendrovės akcininkams, kurių teisinė padėtis, o kartais ir akcijų vertė, pakito, sukoncentravus kontrolę arba bendrovėje pasikeitus kontroliuojančiam asmeniui, yra vienintelis oficialaus siūlymo instituto tikslas. Kartu Priežiūros institucija sutinka, kad pagal bendrąsias taisykles oficialus siūlymas turi būti teikiamas dėl visų įstatyme nustatytos ribos peržengimo dieną likusių akcijų, kurios nepriklausė sutartinai veikiantiems asmenims[280]. Pagal Priežiūros instituciją, sprendimas AB „Linas“ oficialaus siūlymo atveju buvo vienintelis ir išimtinis, priimtas atsižvelgiant į tai, kad: 1) kontrolės perėmimas buvo nuslėptas; 2) AB „Linas“ akcijų kaina rinkoje sumažėjusi (pardavimas rinkoje nuostolingas) ir kt. veiksnius. Todėl šios institucijos nuomone, turėjo būti ginami tik tų investuotojų interesai, kurie bendrovės akcininkais tapo iki ir po faktinio ribos peržengimo momento, t. y. iki viešo šio fakto paskelbimo, nes nežinojo apie kontrolės perėmimą. Tuo tarpu po fakto paskelbimo akcijas aktyviai pirkę asmenys jau žinojo apie tikėtiną oficialų siūlymą ir jo kainą, tikėtinai aukštesnę nei tuo metu buvo rinkoje (po Priežiūros institucijos sprendimo paskelbimo akcijų kaina biržoje pakilo beveik dvigubai). Tokiu būdu nemažai investuotojų pirko akcijas tiesiog spekuliaciniais tikslais tikėdamiesi pelno. Kreipdamasi dėl viešojo intereso gynimo, Priežiūros institucija kaip tik ir siekė apginti tų akcininkų, kurie nežinojo apie kontrolės perėmimą ir neturėjo galimybių parduoti akcijas už teisingą kainą, interesus.

---

277 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos pranešimas „VPK pateikė ieškinį viešajam interesui ginti“ http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/kita-vpk-informacija/13982/

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

279 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos puslapyje esanti klausimų-atsakymų skiltis. Klausimas apie AB „Linas“ pareigą teikti oficialų siūlymą. http://www.vpk.lt/lt/klausiate---atsakome/?id=15137

280 „Kauno apylinkės teismo civilinė byla Nr. 2-239-46-2009 (528) dėl įsipareigojimo pateikti ir įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą. VPK *v* L.L., R.L. ir kt., bylos lapas 2.“

Iš kitos pusės, tokia Priežiūros institucijos pozicija taip pat yra naudinga ir savo pareigos skelbti oficialų siūlymą nevykdančiam akcininkui (sutartinai veikiantiems akcininkams), nes AB „Linas“ akcininkų, kurie išlaikė akcijas nuo to momento, kai sutartinai veikiantiems asmenims atsirado pareiga skelbti oficialų siūlymą iki numanomo oficialaus siūlymo įgyvendinimo ateityje momento, yra mažuma, o daugelis akcininkų, nusivylę ilgai trunkančiu procesu ir išsigandę neaiškios AB „Linas“ finansinės padėties, kelis kartus nukritusios akcijų kainos, taip pat dėl kitų priežasčių pardavė savo turimus vertybinius popierius. Nors Priežiūros institucija ir oficialiai teigia, kad teisė į nuostolių atlyginimą grupei asmenų, pardavusių vertybinius popierius po kontrolės perėmimo fakto, galioja, tačiau faktiškai ją būtų labai sudėtinga įgyvendinti. Pavyzdžiui, jeigu akcininkas (ypač kuris aktyviai prekiavo vertybinių popierių biržoje), praėjus ilgam laiko tarpui visiškai nebesidomi vertybinių popierių rinka arba yra miręs, sunku būtų tikėtis, kad jam (ar jo turto paveldėtojams) bus suteikta galimybė gauti kompensaciją siūlytojo, kuris piktnaudžiavo vilkindamas procesą, iniciatyva.

Kitas svarbus atvejis – investiciniai fondai[281], kurių dalį sudarė ir AB „Linas“ akcijos. Kadangi tai yra kolektyvinis investavimo instrumentas, kuris dažniausiai skirtas investuoti į tam tikrą sritį ar regioną (pvz., atsinaujinanti energetika, Baltijos šalys), didžioji dalis investuotojų netgi tiksliai nežino, į kurių bendrovių vertybinius popierius bus investuojama. Dažniausiai informacijoje apie fondų sudėtį nurodoma 10-15 didžiausių fondo vienetą sudarančių bendrovių, o kitų įmonių vertybiniai popieriai (jų gali būti daugiau nei 100 – priklausomai nuo to, kokią dalį sudaro didžiųjų fondo bendrovių vertybiniai popieriai) yra tik simbolinė dalis. Lietuvoje ekonomikos augimo metu investicinių fondų vertė taip pat stipriai didėjo. Metinis pelningumas siekdavo 60 ir daugiau procentų, todėl investuotojai, kurie pardavė fondo vienetus ir per metus uždirbo solidų pelną, seniai yra apie jį pamiršę ir reinvestavę uždirbtas lėšas kitur. Šis atvejis taip pat naudingas ilgai pareigos neatliekančiam siūlytojui, nes galimas atsiliepusiųjų į oficialų siūlymą ratas dar labiau susiaurėja.

Be to, kyla klausimas, kokią ir kaip apskaičiuojamą kompensaciją turėtų gauti asmuo, kuris turėjo vertybinius popierius pareigos teikti oficialų siūlymą atsiradimo dieną, tačiau jų nebuvo išlaikęs iki tol, kol oficialus siūlymas bus pateiktas. Teisinio reguliavimo, kuris aptartų minėtus atvejus, nėra. Mūsų manymu, buvęs akcininkas galėtų reikalauti nuostolių priteisimo, bendrais pagrindais įrodinėdamas atsiradusią žalą dėl to, kad oficialaus siūlymo metu būtų galėjęs savo vertybinius popierius parduoti didesne kaina. Tačiau laikome, kad tokia praktika yra ydinga dėl kelių priežasčių, Pirma, laikantis Priežiūros institucijos pozicijos, asmuo turėtų pats kreiptis į teismą ir įrodinėti, kad žala atsirado vien dėl to, kad buvo neteiktas oficialus siūlymas ir jam teko parduoti turimus vertybinius popierius mažesne kaina. Tačiau vertybinių popierių rinkos kainai įtaką gali daryti daug veiksnių ir atsisakymas teikti oficialų siūlymą nebūtinai yra vienintelis. Investuotojas pats apsisprendžia, kada parduoti akcijas. Taigi teisme gali būti sudėtinga įrodyti, kad investuotojo nuostoliai atsirado išimtinai dėl perėmėjo kaltės ir kad egzistuoja priežastinis ryšys tarp perėmėjo neteisėtų veiksmų ir žalos atsiradimo. Antra, bylinėjimasis yra daug laiko ir išlaidų reikalaujantis procesas. Taigi smulkiajam akcininkui dėl patirtų kelių šimtų eurų nuostolio gali būti netikslinga bylinėtis (juo labiau, kad praktikos tokiose bylose nėra). Trečia, abejotina, ar įrodytus nuostolius teismai priteistų akcininkui, kuris faktiškai vertybinius popierius pardavė pelningai. Pavyzdžiui, jeigu asmuo AB „Linas“ akcijas pirko po 0,20 LTL už vieną paprastąją vardinę akciją, po pusmečio pardavė po 0,40 LTL, tačiau pagal oficialaus siūly-

281 Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 str.

mo kainą būtų gavęs 0,78 LTL. Tokiame ginče teismas galimai įvertintų ir aplinkybę, kad akcininkui pavyko iš bendrovės pasitraukti pelningai ir, vadovaudamasis sąžiningumo, teisingumo principais, galėtų priimti smulkiajam akcininkui nenaudingą nutartį.

Manytume, Priežiūros institucija Vertybinių popierių įstatymą (kartu ir Direktyvą 2004/25) šiuo atveju netinkamai vertina per interesų pusiausvyros principą, t. y. kad oficialaus siūlymo tikslas jokiu būdu negali būti aiškinamas smulkiųjų akcininkų, kurie akcijų įsigijo jau žinodami apie kontrolės perėmimo faktą, teisių gynimu, nes kitoks principas paneigtų oficialaus siūlymo instituto prasmę ir tikslą. Vis dėlto toks įstatymo aiškinimas yra nesąžiningas tų smulkiųjų akcininkų, kuriems esant bendrovės akcininkais, pakito bendrovės kontrolė, ir kurie kontrolę perėmusiems asmenims nevykdant pareigos pateikti teisingą kainą, savo akcijas pardavė, atžvilgiu. Laikome, kad yra ydinga situacija, kai Priežiūros institucija apie šią praktinę problemą žino, tačiau nesiekia jos spręsti visiems smulkiesiems akcininkams palankia linkme[282].

Ir dar daugiau. Minėtoje AB „Linas“ byloje galutinė neskundžiama nutartis buvo priimta tik 2008 m. spalio 20 d., apeliacinės instancijos teismo teisėjų kolegijai konstatavus, kad pirmosios instancijos teismas tinkamai įvertino teisės aktus bei tikrąsias ginčo aplinkybes ir priėmė teisėtą bei pagrįstą sprendimą[283]. Galima manyti, kad ieškinys, kuriuo ginamos tęstinai pažeidžiamos smulkiųjų akcininkų teisės, turėtų būti praplėstas bent tiek, kad oficialiame siūlyme galėtų dalyvauti visi AB „Linas“ akcininkai, kurie buvo bendrovės akcininkais galutinės nutarties paskelbimo metu. Taigi visumoje turėtų pretenduoti į nuostolių atlyginimą asmenys, buvę akcininkais oficialaus siūlymo atsiradimo ir jo atskleidimo momentu. Vertinant iš smulkiojo akcininko kaip silpnosios šalies interesų gynimo pozicijos, remiantis sąžiningumo principais, stambiajam akcininkui (ar jų grupei), įgijusiam įmonės kontrolę ir savanoriškai, be teismo sprendimo, neišreiškusiam valios teikti oficialų siūlymą, neturėtų būti sudaromos geresnės sąlygos smulkiųjų akcininkų sąskaita. Pareigos įvykdymo vilkinimas apskritai negali būti skatinamas ir laikomas priimtinu.

Kito ginčo su AB „Linas“ akcininkais atveju vėlgi Priežiūros institucijos teisinis vertinimas dėl asmenų, kuriems turi būti teikiamas oficialus siūlymas, yra kitoks. 2013 m. birželio 6 d. Lietuvos banko valdyba už Vertybinių popierių įstatymo pažeidimus paskyrė baudas kartu veikiantiems AB „Linas“ akcininkams UAB „Rentija“ ir Ramūnui Lenčiauskui: UAB „Rentija“ – 250 000 Lt, R. Lenčiauskui – 300 000 Lt, taip pat - įpareigojimą UAB „Rentija“ ir R. Lenčiauskui Vertybinių popierių įstatymo nustatyta tvarka nedelsiant pateikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias AB „Linas“ balsavimo teisę suteikiančias akcijas[284]. Lietuvos vyriausiasis administracinis teismas paliko nepakeistas baudas, o

282 Kauno apygardos teisme nagrinėjamame ginče dėl pareigos teikti oficialų siūlymą Priežiūros institucija pažymėjo, kad aplinkybė, jog asmuo yra pardavęs akcijas iki oficialaus siūlymo pateikimo, yra naudinga stambiajam akcininkui, kuris ilgą laiką atsisakė vykdyti šią pareigą, nes toks perėmėjas turės mažesne apimtimi įgyvendinti oficialų siūlymą. Manytume, yra apmaudu ir ydinga, kad esant tokiai efektyvumo problemai Priežiūros institucija jos nebando išspręsti, apsaugodama visų smulkiųjų akcininkų interesus: *„Į skelbiamą oficialų siūlymą galėtų atsiliepti tik tie AB „(duomenys neskelbtini)“ akcininkai, kurie jais buvo teisės aktuose nustatytos ribos peržengimo momentu, t. y. 2006-07-11. Tad bendra maksimali suma, kurią turėtų sumokėti abu solidarūs skolininkai yra ne 18.750.412,00 Lt, bet 11.333.230,00 Lt (3.282.330,00 Eur). Be to, dalis akcininkų savo akcijas jau pardavė, todėl akivaizdu, kad reali akcijų supirkimui reikalinga pinigų suma būtų ženkliai mažesnė“.* Kauno apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2016 m. vasario 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-69-657/2016.

283 AB „Linas“ byla, p. 12.

284 Lietuvos bankas AB „Linas“ akcininkams skyrė dideles baudas už įstatymo pažeidimus http://www.lb.lt/lietuvos_bankas_ab_linas_akcininkams_skyre_dideles_baudas_uz_istatymo_pazeidimus

asmenys buvo įpareigoti nustatyta tvarka nedelsiant pateikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias AB „Linas“ balsavimo teisę suteikiančias akcijas[285]. Šiame ginče Priežiūros institucija laikėsi nuomonės, kad kadangi pareiga pateikti privalomą oficialų siūlymą kilo 2012 m. gegužės 8 d., atsiliepti į oficialų siūlymą gali tik asmenys, kurie šios pareigos atsiradimo dieną buvo AB „Linas“ akcininkais[286]. Taigi ginče laikytasi nuomonės, kad asmenys, kurie vertybinius popierius įgijo po kontrolės peržengimo ribos, neturi teisės reikalauti išpirkti jų turimų vertybinių popierių.

Abejose AB „Linas“ bylose trečiajai asmenų grupei, t. y. asmenims, įsigijusiems balso teisę turinčių vertybinių popierių po kontrolės fakto, tokia galimybė anuliuojama kaip nepagrįsta dėl to, kad pareiga teikti oficialų siūlymą yra nevykdoma ilgą laiką. Tačiau nėra suprantama, kodėl tais atvejais, kai oficialus siūlymas yra teikiamas be ginčų, pvz. AB „Dvarčionių keramika“[287] , AB „Klaipėdos jūrų krovinių kompanija“[288], Priežiūros institucija laikosi priešingos pozicijos – kad ir trečioji asmenų grupė turi teisę į pasiūlymo naudą. Manytina, kad dvigubi standartai yra visiškai nepagrįsti ir naudingi tiktai savo pareigos nevykdančiam siūlytojui. Vertybinių popierių biržoje yra nusistovėjęs dėsnis, kad paskelbus informaciją apie kontrolės perėmimą, akcijų kaina kyla aukštyn apytiksliai iki to lygmens, kokia turėtų būti teisinga kaina. Šiame dažniausiai drastiškame kainos spurte įsigyti akcijų ir tikėtis iš to naudos gali ir asmenys, kurie nebuvo bendrovės akcininkais kontrolės perėmimo momentu. Tokioje situacijoje smulkiesiems akcininkams pagal Priežiūros institucijos neoficialią nuomonę atsiranda galimybė piktnaudžiauti savo teisėmis ir parduoti sąžiningai pareigą vykdančiam siūlytojui vertybinius popierius, kuriuos įsigijo jau po kontrolės perėmimo fakto.

Dar vienas pastebėjimas. Netgi tais atvejais, kai oficialaus siūlymas yra neteikiamas ilgą laiką, Priežiūros institucijos pozicija skiriasi. Antai Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija, atsižvelgdama į Panevėžio apygardos teismo 2008 m. lapkričio 19 d. sprendimą civilinėje byloje Nr. 2A-1-338/2008 (Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. balandžio 3 d. nutartimi civilinėje byloje Nr. 3K-3-160/2009 minėtas sprendimas paliktas nepakeistas) ir vadovaudamasi Vertybinių popierių įstatymu, patvirtino AB „Panevėžio keliai“ ir kitų akcininkų pateiktą privalomą nekonkurencinio oficialaus siūlymo cirkuliarą siekiant supirkti AB „Panevėžio statybos trestas“ visas likusias paprastąsias vardines akcijas[289]. Pažymime, kad AB „Panevėžio statybos trestas“ atveju ginčas taip pat užtruko kelis metus.

Pateikus užklausimą, Priežiūros institucija neoficialiai yra nurodžiusi, kad: *„AB „Panevėžio statybos trestas“ atveju jokių reikšmingų aplinkybių, dėl kurių reikėtų priimti atskirą*

285 Lietuvos vyriausiasis administracinis teismas paliko nepakeistas AB „Linas“ akcininkams skirtas dideles baudas už įstatymo pažeidimusLietuvos vyriausiasis administracinis teismas paliko nepakeistas AB „Linas“ akcininkams skirtas dideles baudas už įstatymo pažeidimus http://www.lb.lt/lietuvos_vyriausiasis_administracinis_teismas_paliko_nepakeistas_ab_linas_akcininkams_skirtas_dideles_baudas_uz_istatymo_pazeidimuslietuvos_vyriausiasis_administracinis_teismas_paliko_nepakeistas_ab_linas_akcininkams_skirtas_dideles_baudas

286 Lietuvos bankas AB „Linas“ akcininkams skyrė dideles baudas už įstatymo pažeidimus http://www.lb.lt/lietuvos_bankas_ab_linas_akcininkams_skyre_dideles_baudas_uz_istatymo_pazeidimus

287 Rinkos naujienos. *Patvirtintas AB „Dvarčionių keramika“ oficialaus pasiūlymo cirkuliaras* http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/13948/

288 Rinkos naujienos *Patvirtintas AB „Klaipėdos jūrų krovinių kompanija“ oficialaus pasiūlymo cirkuliaras* http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14150/

289 AB „Panevėžio statybos trestas” *Dėl oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimo* http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=details&instrument=LT0000101446&list=2&tab=news&news_id=244370

sprendimą dėl asmenų, kurie gali atsiliepti į siūlymą, nustatymo, nebuvo, todėl yra superkamos visos likusios akcijos. Oficialaus siūlymo kaina nustatyta pagal Vertybinių popierių įstatyme (34 str.) įtvirtintą taisyklę, kaip aukščiausia mokėta kaina iki ribos peržengimo, bei atsižvelgiant į tai, kad riba peržengta seniai, atitinkamai pakoreguota atsižvelgiant į įvykusius pokyčius (akcininkų galimybes parduoti akcijas po ribos peržengimo, vidutinę dabartinę rinkos kainą, negautų pinigų dabartinę vertę, akcininkų gautą naudą iš bendrovės ir pan.)".

Apibendrinus matyti, kad pagal Priežiūros institucijos vertinimas dėl oficialus siūlymo teikimo gali būti trejopas.

Oficialus siūlymas gali būti teikiamas:

1. Visiems akcininkams oficialaus siūlymo galiojimo metu.
2. Akcininkams, kurie buvo akcininkais pareigos teikti oficialų siūlymą atsiradimo metu.
3. Akcininkams, kurie buvo akcininkais pareigos teikti oficialų siūlymą atsiradimo metu arba aplinkybių atskleidimo, kad tokia pareiga perėmėjui atsirado, metu.

Vertinant Priežiūros institucijos poziciją, papildomai kyla klausimas, kas yra vadinamasis „atskiras sprendimas dėl asmenų, kurie gali atsiliepti į siūlymą". Galioję ir galiojantys teisės aktai nenumato Priežiūros institucijai teisės priimti atskirą sprendimą, pagal kurį būtų susiaurinamas ratas asmenų, kurie gali teikti savo akcijas išpirkimui. Be to, vadovaujantis Direktyva 2004/25 bet kokios išimtys ar diskrecija, kuri yra suteikiama Priežiūros institucijai, turėtų būti aiškiai reglamentuojama nacionaliniuose teisės aktuose ir atitinkanti Direktyvoje 2004/25 nurodytus principus. Kaip esame minėję antrojoje disertacijos dalyje, tokiu pavyzdžiu galėtų būti kitose Europos Sąjungos valstybėse narėse esanti dažna išimtis, pagal kurią oficialus siūlymas neteikiamas esant kitam stambiam akcininkui. Dabartinė Lietuvoje susiklosčiusi praktika pirmiausia yra ydinga dėl to, kad tokia teisė Priežiūros institucijai nėra suteikta. Antra, abejojame, ar netgi ją suteikus būtų galima laikyti, kad galimybė diferencijuoti vieno vertybinių popierių emitento akcininkus yra teisėta. Mūsų vertinimu, toks teisės normų interpretavimas nedera su Direktyvos 2004/25 3 straipsnio a) punkto nuostata (Lietuvoje –Vertybinių popierių įstatymo 35 straipsnio 5 punktas), kurioje numatyta, kad visiems pasiūlymą gaunančios bendrovės tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams turi būti taikomos vienodos sąlygos. Direktyvos 2004/25 4 straipsnio 5 dalyje apibrėžta, kad Direktyvos 2004/25 atžvilgiu nacionaliniai įstatymai gali nukrypti nuo Direktyvos 2004/25 nuostatų tik tiek, kiek jie neprieštarauja bendriesiems Direktyvos 2004/25 principams (minėtas Direktyvos 2004/25 3 straipsnis)[290].

3. Pareigos teikti oficialų siūlymą galiojimas perleidus balso teisę suteikiančius vertybinius popierius. Kita su pavėluota pareiga teikti oficialų siūlymą sietina problema yra situacija, kuomet akcininkai, kurie turėjo pareigą teikti privalomą oficialų siūlymą, yra pasikeitę arba perleidę savo turėtus balso teisę suteikiančius vertybinius popierius iki pareigos teikti oficialų siūlymą pripažinimo galutiniu ir neskundžiamu teismo sprendimu. Antai 2011 m. lapkričio 22 d. nutartimi[291] AB „Linas" byloje Lietuvos Aukščiausiasis Teismas sprendė situaciją, ar administracinės baudos (ji galėtų siekti net 144 810 EUR) sumokėjimas už oficialaus siūlymo nevykdymą galėtų atliki kompensacinę funkciją, po kurios pareiga teikti oficialų siūlymą išnyktų.

290 Petri Mantysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume III: Funding, Exit, Takeovers* (Heidelberg: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010), 381.

291 Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. lapkričio 22 d. nutartimi civilinėje byloje Nr. 3K-3-455/2011, Vertybinių popierių komisija *v* L. L., R. L., BUAB „Nordic investicija", E. L., P. J.

Lietuvos Aukščiausiasis Teismas nurodė, kad kartu veikiančių asmenų grupei peržengus įstatyme nustatytą balsų (akcijų) ribą, kyla alternatyvi pareiga: 1) perleisti viršijančius nustatytą balsų ribą vertybinius popierius per apibrėžtą laiko tarpą arba 2) teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Jei per įstatymo nustatytą terminą nei viena iš alternatyvių pareigų neįgyvendinama, smulkieji akcininkai įgyja teisę reikalauti oficialaus siūlymo paskelbimo dėl likusių vertybinių popierių, suteikiančių balsavimo teisę, supirkimo. Taigi asmenims, įgijusiems įstatymo nustatytą ribą viršijantį akcijų kiekį ir per įstatymo nustatytą terminą neperleidusiems ribą viršijančio akcijų kiekio, pareiga pateikti oficialų pasiūlymą tampa privalomai vykdytina įstatymo nustatyta tvarka ir vėlesnis akcijų perleidimas šios pareigos nepanaikina.

Teisėjų kolegija taip pat nurodė, kad pareiga pateikti oficialų siūlymą yra pagrįsta ne tik investuotojų (šiuo atveju akcininkų) apsaugos, bet ir kitais viešojo intereso apsaugos tikslais, t. y. siekiu užtikrinti sąžiningą, atvirą ir efektyvų finansinių priemonių rinkų veikimą. Šių tikslų siekimas tiesiogiai susijęs su teisės aktuose nustatytų pareigų vykdymu, padedančiu užtikrinti drausmę ir stabilumą finansų rinkose. Elgesys finansų priemonių rinkose negali būti pripažįstamas teisėtu, jei nesąžiningai pasinaudojant finansinių priemonių perleidimo sandoriais išvengiama imperatyviųjų finansų rinkas reglamentuojančių įstatymų nuostatų taikymo. Kai šiomis nuostatomis yra perkeliamos Europos Sąjungos teisės normos į nacionalinę teisę, nustatytų pareigų vykdymo užtikrinimas kartu reiškia ir valstybės prisiimtų regioninių tarptautinių įsipareigojimų įgyvendinimą. Taigi pareiga pateikti privalomą oficialų siūlymą pagal savo pobūdį yra imperatyvioji įstatyminė pareiga.

Manome, kad toks oficialaus siūlymo pareigos vertinimas sutampa su Europos Sąjungos Teisingumo Teismo pozicija, pagal kurią Direktyvos 2004/25 nuostatos aiškiai ir nedviprasmiškai numato, kad bendrovės kontrolę įsigijęs asmuo turi būti įpareigotas visiems tos bendrovės vertybinių popierių savininkams siūlyti nupirkti visas jų akcijas vienoda ir teisinga kaina, atitinkančia įprastą apibrėžimą[292]. Priežiūros institucijos skirta bauda yra tik sankcija už pareigos nevykdymą, o ne alternatyva pareigos teikti oficialų siūlymą vykdymui. Mūsų vertinimu, netgi maksimali (144 810 EUR) bauda neįstengtų kompensuoti žymiai didesnių smulkiųjų akcininkų praradimų dėl pareigos teikti oficialų siūlymą neteikimo. Administracinė bauda ne kompensuotų asmenims atsiradusią žalą, o turėtų skatinti ištaisyti daromą pažeidimą.

4. Balsavimo visuotiniame akcininkų susirinkime problemos. Vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnio 6 dalis numato, kad savarankiškai veikiantis asmuo ar sutartinai veikiantys asmenys, peržengę 1/3 proc. balsų ribą, netenka visų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime. Balsavimo teisė vėl įgyjama tą dieną, kai:

1) priežiūros institucija patvirtina privalomo oficialaus siūlymo cirkuliarą; arba
2) perleidžiamos akcijos, viršijančios 1/3 proc. balsų ribą ir yra pateikiama informacija apie šią ribą viršijančių akcijų perleidimo faktą arba kai dėl kitų priežasčių turimas balsų kiekis sumažėja ir neviršija 1/3 balsų ribos (pavyzdžiui, sudarius povedybinę sutartį).

Iš teisės normos atrodytų, kad balso teisės yra prarandamos automatiškai peržengus balsų ribą, nuo kurios turi būti teikiamas oficialus siūlymas. Vadinasi asmuo, kuris anksčiau turėjo 32 procentus balso teisių suteikiančių emitento vertybinių popierių ir įsigijo

292 Byla C-101/08, *op. cit*. p. 23, pastraipa 9.

dar 2 procentus emitento vertybinių popierių, po kurių atsiranda pareiga teikti oficialų siūlymą, neturės teisės balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime iki oficialaus siūlymo pateikimo ar dalies vertybinių popierių perleidimo ar perskirstymo. Manytume, kad tokia situacija praktikoje gali sukelti nemažai problemų. Antai gali susiklostyti situacija, kuomet perėmėjas nespės įgyvendinti oficialaus siūlymo iki visuotinio akcininkų susirinkimo, o tai lems, kad toks perėmėjas apskritai negalės susirinkime balsuoti siekiant sau naudingų sprendimų, nors papildomai įsigijo tik kelis procentus akcijų. Taigi pagal dabartinį teisinį reguliavimą išeitų, kad perėmėjas turėtų vengti peržengti ribą pavasarį, kuomet vyksta visuotiniai akcininkų susirinkimai.

Mūsų vertinimu, turėtų būti laikoma, kad balso teisių apribojimas bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime yra priemonė, kuri turi skatinti kuo greičiau įvykdyti prisiimtą pareigą teikti oficialų siūlymą. Todėl laikome, kad šis apribojimas turėtų atsirasti ne nuo ribos peržengimo momento, o nuo to momento, kai praėjus Vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnio 5 dalyje nurodytam terminui (jeigu jis Priežiūros institucijos nebuvo pratęstas) perėmėjas nėra Priežiūros institucijai pateikęs cirkuliaro, kurio sąlygos Priežiūros institucijos yra laikomos tinkamomis. Kita alternatyva – asmuo, kuris peržengia 1/3 ribą, turėtų negalėti naudotis balso teisę suteikiančiais vertybiniais popieriais, kurie viršija 1/3 ribą, o ne visais vertybiniais popieriais. Ši priemonė galėtų būti griežtinama apribojant visas balsavimo teises jeigu, pavyzdžiui, asmuo per 20 darbo dienų nepateikia vertybinių popierių cirkuliaro arba Priežiūros institucijai atsisakius vertybinių popierių cirkuliarą patvirtinti per Priežiūros institucijos nurodytą terminą, nepateikia Priežiūros institucijai tinkamo vertybinių popierių cirkuliaro[293].

Laikantis Vertybinių popierių įstatymo redakcijos, po kelių metų teismui pripažinus pareigos skelbti oficialaus siūlymo nevykdymo laiku faktą, teoriškai kyla klausimas, kaip turėtų būti vertinami per ilgai trunkančius ginčus priimti visuotinių akcininkų susirinkimų sprendimai, kuriuose, nors ir neturėdami tam teisės, balsuodavo asmenys, įgiję virš 40 proc. (dabar 1/3) balsų. Tokių akcininkų dalyvavimas ir balsavimas visuotiniuose akcininkų susirinkimuose gali suponuoti būtinybę pripažinti visuotinių akcininkų susirinkimų sprendimus negaliojančiais remiantis tuo, kad asmenys susirinkimuose balsavo neturėdami tam teisės, kitaip sakant - kad buvo padaryti Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo pažeidimai. Nagrinėjant toliau, kiltų klausimas, ar tokio susirinkimo sprendimai dėl valdymo organų išrinkimo galioja ir, atitinkamai, ar žinantys, kad yra išrinkti neteisėtai, valdymo organai gali priimti teisėtus bendrovės valdymo sprendimus[294]. Su šia nuomone sutinka ir Lietuvos bankas, kuris teigia, kad akcininkai turi teisę teisme ginčyti visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimus, kurie priimti emitento akcininkams neturint tokios teisės[295].

---

293 Tyrimo 2.3.1 dalyje aptarėme, kad per klaidą, įmonių susijungimo atvejais perėmus emitento kontrolę ir laikantis terminų pranešus priežiūros institucijai, kad ribą viršijantys emitento vertybiniai popieriai bus perleisti, turėtų būti galima išimtis iš pareigos teikti oficialų siūlymą. Autoriaus nuomone, šioje dalyje siūlomas sankcijų griežtinimas turėtų būti taikomas tik tuo atveju, kuomet asmuo nevykdo kilusios pareigos (t.y. nėra sąlygų taikyti išimtį iš pareigos teikti oficialų siūlymą).

294 Vytautas Šenavičius, "Smulkiojo akcininko interesų apsauga privalomo oficialaus siūlymo metu: Europos Sąjungos ir Lietuvos patirtis," *Socialinių mokslų studijos* 5, 2 (2013).

295 „Nuo 2012 m. gegužės 8 d. laikoma, kad UAB „Rentija" ir R. Lenčiauskas yra netekę visų balsų, kuriuos jiems suteikia nuosavybės teise turimos AB „Linas" akcijos, todėl teisme gali būti ginčijami AB „Linas" visuotinių akcininkų susirinkimų, vykusių po 2012 m. gegužės 8 d., sprendimai." http://www.lb.lt/lietuvos_bankas_ab_linas_akcininkams_skyre_dideles_baudas_uz_istatymo_pazeidimus

Dėl visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimų galiojimo ir momento, nuo kurio akcininkai praranda teisę balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime, Priežiūros institucijos pozicija yra skirtinga. Vienais atvejais Priežiūros institucija laiko, kad asmuo netenka visų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime nuo ribos peržengimo momento, o kitais atvejais – kad nuo galutinės ir neskundžiamos teismo nutarties priėmimo momento.

Pavyzdžiui, remiantis viešai prieinamais duomenimis pirmojo ginčo su AB „Linas“ akcininkais atveju Priežiūros institucija laikė, kad perėmėjai praranda teisę balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime po to, kai teismas priima galutinę ir neskundžiamą nutartį dėl pareigos šiems asmenims teikti oficialų siūlymą. Antai iš Priežiūros institucijos pateiktos išvados dėl AB „Linas“ balsavimo teisių netekimo[296] matyti, kad po 2011 m. lapkričio 22 d. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo sprendimo, pagal kurį AB „Linas“ akcininkai neginčijamai turi pareigą teikti oficialų siūlymą, minėti akcininkai netenka teisės balsuoti AB „Linas“ visuotiniame akcininkų susirinkime. Pažymėtina, kad Lietuvos Aukščiausiasis Teismas konstatavo, jog riba, kurią peržengus kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, buvo peržengta dar 2006 m. liepos 11 d. Taigi išeina, kad AB „Linas“ akcininkai dar daugiau nei 5 metus galėjo AB „Linas“ dalyvauti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose ir priimti sau palankius sprendimus.

Antrojo ginčo su AB „Linas“ akcininkais Priežiūros institucijos nuomonė yra kitokia – Lietuvos vyriausiajam administraciniam teismui 2015 m. liepos 9 d. palikus nepakeistas AB „Linas“ akcininkams skirtas dideles baudas už įstatymo pažeidimus ir nepanaikinus Priežiūros institucijos įpareigojimo UAB „Rentija“ ir R. Lenčiauskui Vertybinių popierių įstatymo nustatyta tvarka nedelsiant pateikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias AB „Linas“ balsavimo teisę suteikiančias akcijas, laikoma, kad susiję asmenys balsų neteko dar 2012 m. gegužės 8 d.[297]. Taigi išeitų, kad visus nuo 2012 gegužės 8 d. priimtus visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimus akcininkai gali reikalauti pripažinti iš dalies ar visiškai negaliojančiais.

Mūsų nuomone, asmenys turėtų netekti visų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime nuo ribos peržengimo momento. Priešingas teisinis reguliavimas sąlygotų asmenų piktnaudžiavimą kreipiantis į teismą vien dėl to, kad nebūtų apribotos perėmėjo teisės balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime.

5. Problemos, kurios atsiranda siekiant nustatyti, kas yra teisinga kaina. Smulkiajam akcininkui turėti galimybę pasitraukti iš bendrovės už teisingą kainą yra pagrindinis smulkiojo akcininko interesas. Tačiau dauguma ginčų Lietuvoje yra susiję su tuo, kad perėmėjas laiko, jog oficialaus siūlymo kaina yra per didelė. Pavyzdžiui, tikėtina, kad ilgai besitęsiančių ginčų su AB „Linas“ nebūtų, jeigu Priežiūros institucija būtų patvirtinusi 0,28 ct kainą už vieną paprastąją vardinę akciją (pareiga yra supirkti po 0,78 ct už akciją). Taip pat tikėtina, kad Priežiūros institucijai patvirtinus AB „Panevėžio statybos trestas“ perėmėjų siūlomą 0,71 ct kainą (vėliau oficialus siūlymas buvo pateiktas mokant po 4,45 lito už akciją) ginčas taip pat būtų išspręstas daug greičiau. Iš kitos pusės žiūrint,

296 Lietuvos bankas: Išvada dėl AB „Linas“ – balsavimo teisių netekimo http://www.lb.lt/isvada_del_ab_linas_balsavimo_teisiu_netekimo#pirmas

297 Lietuvos bankas AB „Linas“ akcininkams skyrė dideles baudas už įstatymo pažeidimus http://www.lb.lt/lietuvos_bankas_ab_linas_akcininkams_skyre_dideles_baudas_uz_istatymo_pazeidimus

patvirtinus perėmėjų siūlytą kainą, smulkieji akcininkai pagrįstai manytų, kad jų interesai nebuvo tinkamai apsaugoti. Todėl į Lietuvos teisę perkėlus Direktyvos 2004/25 nuostatus ir jas ilgainiui patobulinus, Lietuvoje buvo reglamentuotos pagrindinės taisyklės siekiant nustatyti, kokia kaina turėtų būti laikoma teisinga teikiant oficialų siūlymą dėl Lietuvos emitento vertybinių popierių.

Direktyvoje 2004/25 teisinga kaina yra apibrėžiama 5 straipsnyje. Jame nurodoma, kad aukščiausia kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per tam tikrą valstybių narių nustatytą ne trumpesnį kaip šešių mėnesių ir ne ilgesnį kaip 12 mėnesių laikotarpį iki minėto pasiūlymo (ribos peržengimo dienos), laikoma teisinga kaina. Jeigu viešai paskelbus apie oficialų siūlymą, 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. Kaip nurodėme antrojoje šios disertacijos dalyje, suteikus reikiamus įgalinimus, Priežiūros institucija gali Direktyvos 2004/25 teisingos kainos nustatymo taisykles pakoreguoti „aiškiai nustatytomis aplinkybėmis ir pagal aiškiai nustatytus kriterijus“. Valstybės narės taip pat gali nusistatyti taikytinus tokiais atvejais kriterijus, pavyzdžiui, vidutinę rinkos vertę per tam tikrą laikotarpį, likviduojamos bendrovės vertę arba kitus objektyvius vertinimo kriterijus, kurie paprastai yra taikomi finansų analizėje. Remiantis tuo, pagal Vertybinių popierių įstatymą oficialaus siūlymo kaina gali būti pakoreguota, kai privalomas oficialus siūlymas teikiamas praėjus reikšmingam laikotarpiui nuo balsų ribos peržengimo dienos arba dėl kitų svarbių aplinkybių kyla pagrįstų įtarimų, kad siūloma kaina yra neteisinga.

Mūsų požiūriu, vertinant, kas tokiose situacijose yra teisinga kaina privalomo oficialaus siūlymo metu, svarbus Priežiūros institucijos vaidmuo. Laikome, kad atsižvelgiant į Lietuvoje opią problemą, jog asmenys turi galimybę išvengti pareigos teikti oficialų siūlymą, siekdama smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos, Priežiūros institucija turėtų turėti galimybę reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą smulkiųjų akcininkų naudai. Būtų pagrįsta teigti, kad asmenys, kurie ilgą laiką vengė pateikti oficialų siūlymą, turėtų papildomai kompensuoti smulkiųjų akcininkų patirtus nuostolius, pavyzdžiui, pakoreguotos teisingos kainos pavidalu.

Tačiau tam, kad minėtas teisinis reguliavimas veiktų efektyviai, taipogi yra reikalingas Priežiūros institucijos pozicijos nuoseklumas. Smulkiųjų akcininkų apsaugos mechanizmui svarbu, kad būtų išlaikomas bendras vienodo požiūrio principas, t. y. panašios situacijos nebūtų vertinamos skirtingai, o skirtingos – vienodai (suprantama, jei toks vertinimas nėra objektyviai pagrįstas). Tačiau vienodo požiūrio principo galimi pažeidimai yra akivaizdžiai matomi ne tik apibrėžiant akcininkų ratą, kuriems turi būti teikiamas oficialus siūlymas, bet ir apskaičiuojant teisingą kainą praėjus ilgam laiko tarpui.

Geru šio principo galimo pažeidimo pavyzdžiu Lietuvoje galėtų būti jau anksčiau minėti daug panašumų turintys ginčai (ilgai trunkantis ginčo procesas, susitariančiai veikiančių asmenų skaičiavimo, teisingos kainos nustatymo problemos) dėl AB „Panevėžio statybos trestas“ ir AB “Linas” balso teisę turinčių vertybinių popierių supirkimo. Antai 2010 m. rugsėjo 23 d. Priežiūros institucija patvirtino AB „Panevėžio statybos trestas“ privalomo oficialaus siūlymo cirkuliarą, sutikdama su perėmėjo siūloma kaina, tariamai apsaugančia smulkiųjų akcininkų interesus. Pažymėtina, kad patvirtinta supirkimo kaina neatitiko pareigos atsiradimo metu galiojusio Vertybinių popierių rinkos įstatymo reika-

lavimų - buvo kelis kartus mažesnė negu investuotojai, vadovaudamiesi minėtu įstatymu, tikėjosi. Priešingai, panašioje AB „Linas“ byloje Priežiūros institucija formulavo kitokią praktiką – reikalavo, kad oficialus siūlymas būtų pateiktas pagal pareigos atsiradimo metu galiojusio Vertybinių popierių rinkos įstatymo reikalavimus.

Pažymėtina, kad Vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnio 5 dalyje nustatyta, kad Priežiūros institucija tvirtina oficialaus siūlymo cirkuliarus. Tačiau Vertybinių popierių įstatymas labai aiškiai nustato oficialaus siūlymo principus ir kainos nustatymo tvarką, todėl cirkuliaras gali būti patvirtintas tik tada, jei jame nurodyta vertybinių popierių supirkimo kaina atitinka Vertybinių popierių įstatymo keliamus reikalavimus. Atkreiptinas dėmesys, jog nagrinėdama 2010 m. rugsėjo 23 d. patvirtintą AB „Panevėžio statybos trestas“ privalomo oficialaus siūlymo cirkuliarą, Priežiūros institucija minėtų Vertybinių popierių įstatymo nuostatų nesilaikė.

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

Šis teiginys diskutuotinas, nes, visų pirma, prieštarauja smulkiųjų akcininkų apsaugą įtvirtinančioms Vertybinių popierių nuostatoms. Tokia praktika kuria neigiamą precedentą: skatina perėmėjus vilkinti procesą, sąmoningai ginčyti pareigą teikti privalomą oficialų siūlymą tikintis, kad balso teisę suteikiančių vertybinių popierių kaina nukris, arba, nesant galutinio teismo sprendimo, toliau supirkinėti vertybinius popierius didesne nei oficialaus siūlymo kaina be įpareigojimo padidinti viso oficialaus siūlymo kainą. Dar daugiau - su AB „Linas“ akcininkais kilusiame ginče, kuriame AB „Linas“ akcininkai bandė įrodyti, jog jiems pareiga teikti oficialų siūlymą nekyla vien dėl to, kad iki galutinio ir neskundžiamo teismo sprendimo priėmimo jie perleido savo turimus vertybinius popierius[298], Priežiūros institucija laikėsi pozicijos, kad pareiga teikti oficialų siūlymą tokiu atveju vis tiek egzistuoja. Tai patvirtino ir Lietuvos Aukščiausiasis Teismas, nurodydamas, kad akcijų įgijimo metu galiojo Vertybinių popierių rinkos įstatymo redakcija, pagal kurią balsų ribą peržengęs asmuo privalo per 30 dienų perleisti vertybinius popierius, viršijančius šią ribą, arba pateikti oficialų pasiūlymą supirkti likusius atskaitingo emitento vertybinius popierius, suteikiančius balsavimo teisę, ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Todėl asmenims, įgijusiems įstatymo nustatytą ribą viršijantį akcijų kiekį ir per įstatymo nustatytą terminą neperleidusių ribą viršijančio akcijų kiekio, pareiga pateikti oficialų pasiūlymą tampa privalomai vykdytina įstatymo nustatyta tvarka ir vėlesnis akcijų perleidimas (iki ginčo išsprendimo) šios pareigos ne-

298 Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. lapkričio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-455/2011.

panaikina. Tad nėra suprantama, kodėl Priežiūros institucijos nuomonė AB „Panevėžio statybos trestas“ atveju buvo kitokia, t. y. leista kelis kartus sumažinti kainą, lyginant su ta, kurią pagal galiojančius įstatymus AB „Panevėžio statybos trestas“ akcininkai privalėjo mokėti oficialaus siūlymo metu. Antra, Priežiūros institucija sprendimą AB „Linas“ atžvilgiu priėmė jo nemotyvuodama ir nepasinaudodama šios disertacijos antrojoje dalyje aptarta Priežiūros institucijos teise reikalauti pakeisti oficialaus siūlymo kainą.

3.3. Sankcijos už oficialaus siūlymo nevykdymą ar netinkamą vykdymą

Identifikavus teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo problemas Lietuvos teismų praktikoje, matyti, kad oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas dažnai nėra efektyvus. Situacijos, kuomet oficialus siūlymas gali būti neteikiamas daugiau nei 5 metus lemia, kad oficialaus siūlymo institutas tampa diskreciniu – perėmėjas turi galimybę jo išvengti, ar – įvykdžius pažeidimą – susitarti dėl geresnių oficialaus siūlymo teikimo sąlygų (pavyzdžiui, AB „Linas“ atveju – susiaurinant asmenų ratą, kuriems teikiamas oficialus siūlymas, AB „Panevėžio statybos trestas“ atveju – superkant ženkliai mažesne kaina).

Priežiūros institucijos atstovai neoficialiai yra pareiškę, kad situacija, kai pareiga vykdyti oficialų siūlymą atidėliojama po kelis metus, yra nesuprantama ekonomiškai išsivysčiusiosioms valstybėms narėms. Tokia analogijos Vakarų teisės tradicijoje neturinti situacija susiklostė dėl skirtingo rinkų išsivystymo bei skirtingų reikalavimų, keliamų bendrovėms, norinčioms kotiruotis vertybinių popierių biržoje. Išsivysčiusiose šalyse besikotiruojančių bendrovių kapitalizacija nepalyginamai didesnė už Lietuvos įmonių[299]. Didesnis rinkos išsivystymo lygis kartu reiškia ir didesnį verslo civilizuotumą bei atsakingumą. Mažos kapitalizacijos, nelikvidžios bendrovės negalėtų kotiruotis nei vienoje išsivysčiusios šalies rinkoje dėl per mažo kapitalo, skaidrumo ir kitų rodiklių[300].

Siekiant išvengti piktnaudžiavimo ateityje, būtina išanalizuoti, ar Lietuvoje egzistuojantis poveikių priemonių dėl oficialaus siūlymo neteikimo teisinis reguliavimas yra efektyvus ir kaip per poveikio priemonių prizmę oficialaus siūlymo efektyvaus įgyvendinimo problemas sprendžiamos kitų valstybių narių praktikoje. Antra, iš šioje disertacijoje atlikto tyrimo galima daryti išvadą, kad Priežiūros institucija ne visada turi pakankamai galių spręsti kylančias praktines problemas, dažnai naudojasi numanomomis teisėmis, kurios nėra aiškiai įtvirtintos įstatymuose ar leidžiamos pagal Direktyvą 2004/25. Todėl šioje dalyje kartu sieksime atsakyti, koks Priežiūros institucijos galių reglamentavimas galėtų būti efektyvus siekiant efektyvaus oficialus siūlymo teisinio reguliavimo įgyvendinimo.

3.3.1. Sankcijų teisinis reguliavimas pagal Direktyvą 2004/25

Vadovaujantis Direktyvos 2004/25 preambulės 27 punktu, valstybės narės turėtų numatyti sankcijas už nacionalinių priemonių, perkeliančių šią direktyvą į nacionalinę teisę, pažeidimus. Kiekviena valstybė narė turėtų paskirti instituciją ar institucijas, kurios pri-

299 Skaičiuojama, kad į Vilniaus ir Talino indeksų sudėtį įeinančių bendrovių rinkos vertė siekia 5,9 mlrd. USD. Tai mažiau nei pusė, kiek vertinama visa kavinių tinklo „Starbucks“ rinkos vertė http://vz.lt/straipsnis/2009/09/14/JAV_analitikai_Vilniaus_birzai_prognozuoja_suoli?readcomment=1 // Dienraščio „Verslo žinios“ internetinis žinių portalas.

300 plačiau: John Eatwell ir Lance Taylor, *International Capital Markets: Systems In Transition* (Oxford University Press, New York, 2002), 433-484.

žiūrėtų tuos pasiūlymų aspektus, kuriuos reglamentuoja Direktyva 2004/25, ir užtikrintų, kad perėmimo šalys laikytųsi Direktyvos nustatytų taisyklių (5 punktas). Numatytos sankcijos turi būti veiksmingos, proporcingos ir atgrasančios (17 straipsnis). Taigi Lietuvos teisinis reguliavimas turi nustatyti efektyvias poveikio priemones, kurios užtikrintų, kad pareiga teikti oficialų siūlymą Lietuvoje yra įgyvendinama vadovaujantis Direktyvoje 2004/25 nustatytais principais.

Pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą nevykdymas yra Vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnio pažeidimas, taigi neteisėtas veiksmas, galintis susilaukti įstatyme nustatytų teisinių padarinių, įskaitant administracinę atsakomybę (šiuo metu galiojančios Vertybinių popierių įstatymo redakcijos 52 straipsnio 6, 8, 10 punktai), civilinę atsakomybę (Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 6.263 straipsnis), balsavimo teisių pagal akcijas sustabdymą (Vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnio 6 dalis). Pagal Lietuvos Aukščiausiąjį Teismą, reikalavimas įvykdyti prievolę priverstinai (Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 6.38, 6.59 straipsniai) taip pat yra vienas iš galimų pareigos teikti privalomą oficialų pasiūlymą nevykdymo padarinių. Taikyti šią pareigą teismas gali atsisakyti tik tais atvejais, kai Vertybinių popierių įstatymas numato, kada privalomas oficialus siūlymas neteikiamas, arba išimtiniais atvejais, kai šios pareigos priverstinis vykdymas būtų aiškiai neteisingas, o privalomo oficialaus siūlymo institutui keliami tikslai nebūtų pasiekti. Pastaruoju atveju, sprendžiant, ar priverstinis prievolės vykdymas būtų aiškiai neteisingas, pagal analogiją papildomai taikytini Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 6.213 straipsnio 2 dalies 1–3 punktuose nustatyti kriterijai.

Pagal Lietuvos Aukščiausiojo Teismo išaiškinimą, teisinis reguliavimas efektyvų oficialaus siūlymo įgyvendinimą turėtų užtikrinti:

1. per baudas, nurodytas Vertybinių popierių įstatyme;
2. esant galimybei apriboti perėmėjui teisę balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime;
3. bendrais civilinės atsakomybės pagrindais.

Tačiau iš teismuose sprendžiamų bylų matyti, kad šios priemonės neužtikrina smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos. Pavyzdžiui, nors po galutinio ir neskundžiamo teismo sprendimo ir yra nustatyta aplinkybė, apribojanti perėmėjo teises balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime, tačiau tai nedraudžia tokiam perėmėjui perleisti savo turimus vertybinius popierius kitam asmeniui ir taip išvengti minėtos poveikio priemonės. Antai AB „Linas“ atveju nelaukdami galutinio sprendimo, perėmėjai perleido savo turimus vertybinius popierius kitiems asmenims, o vėliau teigė, kad dėl minėto perleidimo jiems pareiga teikti oficialų siūlymą nekyla, o perėmėjas neturi pakankamai lėšų oficialiam siūlymui įgyvendinti. Dar daugiau, perleidus vertybinius popierius kitam asmeniui, šis gali balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime. Taigi pagal galiojančią Vertybinių popierių įstatymo redakciją faktiškai apribojimą, liečiantį perėmėjo teises balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime, apeiti nėra sudėtinga.

Pagal Lietuvos Aukščiausiąjį Teismą[301], pareiga teikti oficialų siūlymą negali būti veiksmingai užtikrinta leidžiant išvengti jos vykdymo akcijų perleidimo sandoriais. Mūsų požiūriu, įvertinus teismų praktikoje kilusius ginčus, priemone užkirsti kelią tokiems piktnaudžiavimams galėtų būti nauja Vertybinių popierių įstatymo nuostata, kad pareigos

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

teikti oficialų siūlymą nevykdantis perėmėjas ar jų grupė, be jau išvardytų prevencinių priemonių, netektų ir teisės disponuoti savo turimais emitento vertybiniais popieriais. Taip iš tiesų būtų sustiprinta smulkiųjų akcininkų interesų apsauga.

Atkreipiame dėmesį, kad tirdami oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą ir jo efektyvumą, paminėjome ir tai, jog pasitaiko atvejų, kuomet oficialų siūlymą privalantys teikti asmenys piktybiškai atsisako vykdyti šią pareigą arba vykdo ją akivaizdžiai piktnaudžiaudami savo teisėmis[302]. Manytina, kad tokį elgesį skatina ir per mažos praktiškai tik nuo 2010 m. birželio 22 d. įmanomos pritaikyti[303] baudos. Sakėme, kad pagal Vertybinių popierių įstatymo 52 straipsnį, asmenims, nesilaikantiems minėto įstatymo 36 straipsnyje nustatyto reikalavimo teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas, bauda gali būti iki 144 810 eurų. Asmenims, nesilaikantiems kitų šio įstatymo 36 straipsnyje nustatytų reikalavimų, ji gali būti iki 28 962 eurų (6 punktas); asmenims, nesilaikantiems kitų Vertybinių popierių įstatyme su oficialaus siūlymo teikimu susijusių reikalavimų – iki 28 962 eurų (8 punktas); asmenims, nevykdantiems priežiūros institucijos nurodymų, neteikiantiems priežiūros institucijai šiame ir kituose įstatymuose nurodytos informacijos arba trukdantiems priežiūros institucijai ar jos įgaliotiems asmenims atlikti tyrimus ar patikrinimus – iki 28 962 eurų (10 punktas). Praktikoje baudos buvo pritaikytos tik AB „Linas“ perėmėjams[304], nors, kaip jau esame rašę disertaciniame darbe, tai nebuvo vienintelis atvejis, kuomet dėl netinkamo oficialaus siūlymo įgyvendinimo akcininkų interesai buvo pažeisti.

Siekiant įvertinti Lietuvoje galiojančių sankcijų efektyvumą, tikslinga išanalizuoti, kokios sankcijos už pareigos teikti oficialų siūlymą nesilaikymą yra taikomos kitose valstybėse narėse. Europos Komisija nustatė, kad dėl atsisakymo teikti oficialų siūlymą įvairios valstybės narės taiko skirtingas sankcijas. Antai Austrijoje, Čekijoje, Estijoje, Prancūzijoje, Vokietijoje, Graikijoje, Vengrijoje, Italijoje, Liuksemburge, Lenkijoje, Portugalijoje, Rumunijoje, Ispanijoje, Švedijoje, Bulgarijoje[305] yra įprasta apriboti tokio asmens ar jų grupės

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

303 Iki 2010 m. birželio 22 d. galiojusiame Vertybinių popierių įstatyme buvo nustatyta, kad fiziniams ar juridiniams asmenims, kurių cirkuliaras buvo patvirtintas Vertybinių popierių komisijos, bet kurie neįgyvendino oficialaus siūlymo ar jį įgyvendino netinkamai, skiriama iki 500 tūkstančių Lt bauda. Kaip rodė praktika, pritaikyti sankcijas ir taip paskatinti teikti oficialų siūlymą nebuvo įmanoma, nes pirmiausiai reikėtų sulaukti, kol asmenys, kuriems tenka pareiga teikti oficialų siūlymą, kreipsis į Vertybinių popierių komisiją su prašymu patvirtinti oficialaus siūlymo cirkuliarą ir tik tuomet, jeigu patvirtinus cirkuliarą oficialus siūlymas nebus įgyvendintas ar bus įgyvendintas netinkamai, galės būti taikoma bauda. Pagrindinė reguliavimo spraga buvo ta, kad Vertybinių popierių įstatymas nenumatė jokių sankcijų tuomet, kai asmenys iš viso ignoruoja pareigą teikti oficialų siūlymą. Plačiau: Tomas Talutis ir Vytautas Šenavičius, "Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai" *Jurisprudencija,* 2, 120 (2010): 351.

304 Lietuvos bankas AB „Linas“ akcininkams skyrė dideles baudas už įstatymo pažeidimus http://www.lb.lt/lietuvos_bankas_ab_linas_akcininkams_skyre_dideles_baudas_uz_istatymo_pazeidimus

305 Dirk Van Gerven, *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe* (Cambridge: Cambridge University Press, 2010), 17

balsus, taip pat papildomai gali būti taikomos baudos[306], reikalaujama papildomų nuostolių atlyginimo[307]. Kai kuriose valstybėse narėse laiku nepateikus oficialaus siūlymo, jis turi būti teikiamas kartu su priskaičiuotomis palūkanomis[308]. Yra valstybių narių, kuriose sankcijų taikymas reglamentuojamas dar griežčiau. Antai Vengrijoje, Italijoje nepateikus oficialaus siūlymo, priežiūros institucija gali priverstinai parduoti ribą peržengiančius vertybinius popierius[309]. Taigi įgyvendindamos veiksmingą, proporcingą ir atgrasantį sankcijų režimą, kiekviena valstybė narė sukūrė individualų mechanizmą, kuriame egzistuoja civilinių, administracinių ir baudžiamųjų sankcijų mišinys[310].

Mūsų vertinimu, Lietuvoje siekiant sankcijas padaryti atgrasančias, siūlomo pakeitimo, pagal kurį iki oficialaus siūlymo įgyvendinimo asmuo neturėtų teisės disponuoti turimais vertybiniais popieriais, gali nepakakti. Tai pirmiausia yra dėl to, kad toks asmuo gali iki galutinio teismo sprendimo, nustatančio pareigą teikti oficialų siūlymą, savo vertybinius popierius perleisti. Kita problema – nors perėmėjo akcijos ir būtų sulaikytos (teoriškai – taikant laikinąsias apsaugos priemones), tačiau Lietuvoje nėra atitinkamo mechanizmo, pagal kurį oficialus siūlymas būtų teikiamas priverstinai. Pagal dabartinį teisinį reguliavimą, suinteresuoti akcininkai dėl to privalėtų kreiptis į teismą, reikalaudami įvykdyti sprendimą natūra.

Iki šiol turime vienintelį tokį pavyzdį. Lietuvos Aukščiausiasis Teismas 2007 m. spalio 15 d. nutartimi patenkino smulkiųjų akcininkų prašymą ir įpareigojo AB firmą „VITI“ ir UAB VITI turto fondą tuo metu galiojusio Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio nustatyta tvarka pateikti oficialų siūlymą supirkti AB „Spauda“ privilegijuotąsias vardines akcijas. Tačiau teismo nutartis kol kas dar nėra įvykdyta.

Ieškovai (smulkiųjų akcininkų grupė) patikslintu ieškiniu kreipėsi į teismą, prašydami jiems solidariai priteisti iš atsakovų AB firmos „VITI“ ir UAB VITI turto fondo: 1) AB „Spauda“ privilegijuotųjų vardinių akcijų kainą; 2) faktiškai sumokėjus ieškovams visą AB „Spauda“ privilegijuotųjų vardinių akcijų kainą, įpareigoti AB „Spauda“ privilegijuotųjų vardinių akcijų sąskaitų tvarkytojus vertybinių popierių sąskaitose padaryti įrašus, pagal kuriuos atsakovų faktiškai apmokėtų akcijų nuosavybės teisė iš ieškovų pereitų už akcijas faktiškai sumokėjusiems atsakovams; 3) priteisti iš atsakovų solidariai penkių procentų dydžio metinių palūkanų nuostoliams atlyginti nuo 2005 m. gegužės 8 d. iki civilinės bylos iškėlimo momento; 4) priteisti iš atsakovų solidariai penkių procentų dydžio procesinių metinių palūkanų nuo priteistos sumos nuo ieškinio padavimo dienos iki teismo sprendimo įvykdymo dienos; 5) priteisti iš atsakovų patirtas bylinėjimosi išlaidas.

Nagrinėjamoje byloje ieškovai pasirinko savo pažeistų teisių gynimo būdą – reikalavimą priteisti prievolę įvykdyti natūra. Vadovaudamasis CK 1.138 straipsniu, kad civilines teises įstatymų nustatyta tvarka gina teismas, atsižvelgdamas į ieškinyje suformuluotus reikalavimus, Lietuvos Aukščiausiasis Teismas nutartimi[311] smulkiųjų akcininkų ieškinį patenkino. Teismas nurodė, kad, atsakovui nepateisinamai ilgai užvilkinus teismo nusta-

306 Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (MARKT/2010/10/F), 262. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

307 *Ibid.*

308 *Ibid.*

309 *Ibid.*

310 Petri Mantysaari, The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume III: Funding, Exit, Takeovers (Heidelberg: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010), 215.

311 Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2014 m. vasario 21 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-46/2014.

tytą pareigą teikti privalomą oficialų siūlymą, ieškovai savo ketinimą parduoti turimas privilegijuotąsias vardines akcijas bei apsisprendimą pasitraukti iš bendrovės gali įgyvendinti reikšdami reikalavimą įpareigoti atsakovus supirkti ieškovų turimas aptariamas akcijas už konkrečią kainą arba pasirinkti kitą pažeistų teisių gynimo būdą – prievolės įvykdymą natūra. Kadangi oficialus pasiūlymas yra vienašalis sandoris, tai ieškovai, atsakovui nevykdant pareigos skelbti oficialaus pasiūlymo, negali šiuo institutu faktiškai apginti savo teisių, nes atsakovas tiesiog nevykdo teismo sprendimo. Nustatęs, kad atsakovai jau ne vienoje byloje nevykdo jiems tiek įstatyme, tiek teismo sprendimu nustatytos pareigos skelbti oficialų pasiūlymą, taigi ieškovai negali savo pažeistų teisių apginti oficialaus siūlymo institutu, Lietuvos Aukščiausiasis Teismas pripažino ieškovų argumentus, kad jie šioje byloje teisėtai prašė teismo solidariai priteisti iš atsakovų AB „Spauda“ privilegijuotųjų vardinių akcijų kainą, t. y. įvykdyti prievolę natūra.

Tačiau problema yra ta, kad ne kiekvienas smulkusis akcininkas ryšis kreiptis į teismą dėl prievolės įgyvendinimo natūra bendraisiais civilinės teisės pagrindais. Mūsų vertinimu, situacijų sprendimas, kuomet asmenys atsisako teikti privalomą oficialių siūlymą, turėtų būti sureglamentuotas taip, kad Priežiūros institucija, atstovaudama visų smulkiųjų akcininkų interesus, turėtų teisę pati pareikšti reikalavimą vykdyti prievolę natūra. Mūsų vertinimu, Direktyva 2004/25 siektinas tikslas apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus ir to siekiant sukurti atgrasančias ir efektyvias sankcijas tokiu atveju, kai smulkieji akcininkai perduoda laisvę ginti savo pažeistus interesus dėl oficialaus siūlymo neteikimo, teikdami ieškinį pagal bendrąsias civilinės atsakomybės taisykles, nėra įgyvendinamas.

Be to, remiantis Europos Sąjungos valstybių narių praktika, galima manyti, kad Lietuvoje numatoma piniginė sankcija, siekianti 144 810 EUR neužtikrina reikiamo atgrasomumo. Antai Vokietijoje sankcija gali siekti 1 000 000 eurų, Švedijoje – apytiksliai 10 000 000 eurų,[312] Italijoje yra susieta su gaunama nauda[313]. Turint omenyje, kad Lietuvoje iki šiol pasitaiko akivaizdžių piktnaudžiavimo atvejų, tenka daryti išvadą, kad galiojantis sankcijų taikymo reguliavimas yra nepakankamos užtikrinant oficialaus siūlymo efektyvumą. Kartu su papildomomis priemonėmis (apribojimais perleisti turimas akcijas, aiškiai reglamentuotais atvejais, kuomet leidžiama perleisti akcijas per ilgesnį laikotarpį) didesnės sankcijos būtų atgrasančios tais atvejais, kai asmuo ar asmenų grupė piktybiškai vengia vykdyti pareigą teikti oficialų siūlymą.

3.3.2. Priežiūros institucijos vaidmuo taikant ir įgyvendinant efektyvų oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą

Kalbėdami apie sankcijas identifikavome, kad siekiant efektyvaus oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo, yra būtini pakeitimai. Sankcijų proporcingumas ir atgrasomumas turi pasireikšti per jų neišvengiamumą. Esant sankcijų režimui, pagal kurį peržengęs balso teisę suteikiančių vertybinių popierių ribą asmuo suprastų, kad pareigos skelbti oficialų siūlymą išvengti nepavyks, kiltų perėmėjo noras kuo greičiau rasti efektyvų kompromisą, pagal kurį oficialus siūlymas būtų įgyvendintas operatyviai ir nepažeidžiant smulkiųjų akcininkų interesų. Tiesa, vien sankcijų (dėl teisės balsuoti, teisės disponuoti,

312 Guide to Public Takeovers in Europe, 2013, 39, 42 http://www.debrauw.com/wp-content/uploads/NEWS%20-%20PUBLICATIONS/Guide-to-Public-Takeovers-in-Europe-2013.pdf.

313 "Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids" 261 (MARKT/2010/10/F) http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

didesnių baudų, teisės priverstinai parduoti viršijančius ribą balso teisę suteikiančius vertybiniu popierius) galėtų nepakakti, jeigu Priežiūros institucija jomis efektyviai ir tinkamai nesinaudoja. Mūsų vertinimu, efektyviam teisių ir pareigų suderinimui yra reikalinga:

1. efektyviau atlikti priežiūrą oficialaus siūlymo srityje;
2. suteikti Priežiūros institucijai papildomas teises leisti sumažinti oficialaus siūlymo kainą ir leisti neteikti oficialaus siūlymo.

Priežiūros efektyvumas. Praktiniu pavyzdžiu čia galėtų būti ginčas su AB „Linas" akcininkais ir ginčas su AB „Kauno grūdai" akcininkais. Teismas nustatė, kad abiem atvejais Priežiūros institucija padarė procedūrinių pažeidimų. Antai ginče dėl AB „Kauno grūdai" akcininkų pareigos teikti oficialų siūlymą, teismas konstatavo, kad pareiga teikti oficialų siūlymą, be kita ko, nekyla dėl to, jog AB „Kauno grūdai" dar 2007 metais neteko atskaitingo emitento statuso[314]. Teismas dėstė, kad nėra sąžininga ir teisinga, kad asmenys, kurie vertybinius popierius įsigijo jau po atskaitingo statuso praradimo, turėtų teisę reikalauti dar 2002 metais atsiradusios pareigos teikti oficialų siūlymą. Iš bylos medžiagos matyti, kad su minėta nuomone sutiko ir tuometinė Priežiūros institucija (Vertybinių popierių komisija). Iš vienos pusės suprantama, kad teismas atsisakė ginti akcininkų interesus, vadovaudamasis tuo, kad jie akcininkais tapo, AB „Kauno grūdai" jau nesant emitentu[315]. Kita vertus, Priežiūros institucija privalėjo dar 2002 metais identifikuoti, kad AB „Kauno grūdai" akcininkai peržengė tuo metu galiojusią 40 procentų ribą. Dar daugiau, vertinant prašymą dėl išbraukimo iš reguliuojamosios rinkos (AB „Kauno grūdai" atskaitingo emitento statuso neteko 2007 m. vasario 8 d.), Priežiūros institucija turėjo įvertinti, ar stambieji akcininkai yra įvykdę visas pareigas smulkiųjų akcininkų atžvilgiu. To nepadarius, susiklostė situacija, kuomet Lietuvos teismų praktikoje atsirado precedentas, kad oficialaus siūlymo galima neteikti, jei, Priežiūros institucijai nepastebėjus, vertybinių popierių emitentas praranda atskaitingo emitento statusą. Dėl Priežiūros institucijos klaidų situacija susiklostė ir ginče dėl AB „Linas" vertybinių popierių supirkimo. Kauno apygardos teismui nagrinėjant iš Lietuvos Aukščiausiojo Teismo grįžusią bylą dėl atsakovų L. L., R. L., bankrutavusios UAB „Nordic investicija", E. L., P. J. įpareigojimo pateikti privalomą oficialų siūlymą supirkti akcijas (tretieji asmenys: V. J. L., A. Ž., J. A. K., M. S., R. K., A. K., V. J., AB „Linas")[316], teismas nustatė, kad Vilniaus apygardos administracinio teismo byloje Nr. I-7920-5/2007, kurioje priimtas sprendimas jau yra įsiteisėjęs ir privalomas, dalyvavo ir Priežiūros institucija, ir visi šioje byloje atsakovais patraukti asmenys, tad yra visiškai akivaizdu, jog aplinkybės, nustatytos įsiteisėjusiu administracinio teismo sprendimu, turi prejudicinio fakto galią, o nustatytų faktų ir teisinių santykių šalys nebegali ginčyti kitoje byloje.

Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo nutartimi[317] buvo nustatyta, kad atsakovai P. J. ir E. L., nors ir yra pripažinti susijusiais su L. L. asmenimis, tačiau jų pareiga teikti ofi-

314 Vilniaus apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2013 m. spalio 29 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-2971-577/2013; Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. lapkričio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-455/2011.

315 Pažymime, kad akcininkai apeliacinėje instancijoje pateikė duomenis, jog vienas iš jų akcininku buvo dar tuo metu, kai AB „Kauno grūdai" buvo emitentu, tačiau apeliacinės instancijos teismas šios aplinkybės nevertino, nes šie įrodymai galėjo būti pateikti ginčą sprendžiant pirmosios instancijos teisme.

316 Kauno apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2012 m. balandžio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-195-527/2012.

317 Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-261-1740/2008*L.L. v Vertybinių popierių komisija.*

cialų siūlymą dėl AB „Linas“ akcijų supirkimo nekonstatuota, teismui nurodžius, jog „šiuo metu esantys ir sutartinai veikiantys AB „Linas“ akcininkai L. L., R. L. ir UAB „Nordic investicija“ visi kaip sutartinai veikiantys asmenys turėtų teikti oficialų siūlymą.“ Priežiūros institucija, manydama, kad oficialų siūlymą turi teikti visi atsakovais nurodyti asmenys, tai turėjo nurodyti savo sprendimuose, kurie per vieną mėnesį nuo sprendimo gavimo dienos galėjo būti skundžiami Vilniaus apygardos administraciniam teismui. Tačiau dabar situacija tokia, kad Priežiūros institucija, teisės aktuose nustatyta tvarka nekonstatavusi atsakovų P. J. ir E. L. pareigos kartu su kitais atsakovais pateikti oficialų siūlymą dėl AB „Linas“ akcijų supirkimo, tai daro nepagrįstai.

Teismas nustatė, kad nors pagal tokį įstatymo aiškinimą pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą turėtojais laikytini atsakovai L. L., R. L., P. J. ir UAB „Nordic investicija“, kartu veikdami 2006-07-11 įgiję 58,90 proc. akcijų, t. y. turėję tą dieną akcijų skaičių, viršijantį nustatytą vertybinių popierių dydį, tačiau kolegija, vadovaudamasi administracinio teismo nustatytais prejudiciniais faktais, pripažino, jog šioje konkrečioje byloje pareikštu ieškiniu įpareigoti pateikti oficialų siūlymą supirkti akcijas, papildomai nustačius visų kitų įstatyme įtvirtintų sąlygų buvimą, turėtų būti tik atsakovai, paties ieškovo nurodyti kaip įpareigotini asmenys jo priimtuose sprendimuose.

Taigi AB „Linas“ atveju dėl Priežiūros institucijos neatidumo asmenų ratas, kuriems turėjo kilti pareiga teikti oficialų siūlymą, susiaurėjo. Teoriškai norint įpareigoti teikti oficialų siūlymą kitus AB „Linas“ akcininkus, jiems turėtų būti parengtas naujas administracinis sprendimas. Tačiau abejotina, ar praėjus 10 metu po aplinkybių paaiškėjimo toks būdas būtų efektyvus.

Papildomos Priežiūros institucijos teisės leisti sumažinti / padidinti oficialaus siūlymo kainą. Kaip darbe jau esame pastebėję, vertinant panašias aptartas situacijas, Priežiūros institucijai trūksta nuoseklumo. Dėl to kyla praktinių klausimų, kada atsiranda pareiga teikti oficialų siūlymą, kas turėtų jį teikti, kokie akcininkai galėtų parduoti balso teisę suteikiančius vertybinius popierius oficialaus siūlymo metu, kokia teisinga oficialaus siūlymo kaina bus nustatyta, kokios poveikio priemonės bus taikomos oficialaus siūlymo nevykdančiam perėmėjui ar jų grupei. Šios problemos galėtų būti išspręstos, suteikiant Priežiūros institucijai papildomas teises.

Analizuodami oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo tinkamą įgyvendinimą, antrojoje disertacijos dalyje pastebėjome, kad Priežiūros institucijos teisė reikalauti pakeisti ir teisė leisti pakeisti oficialaus siūlymo kainą yra labai ribota. Juo labiau ribotos yra jos galimybės apskritai netaikyti iš oficialaus siūlymo instituto kylančių pareigų. Todėl, kaip rodo AB „Linas“, AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Dvarčionių keramika“ atvejai, problema yra ta, kad Priežiūros institucija dažnai nesilaiko teisės aktais nustatytų ribų ir sprendžia oficialaus siūlymo teisinio įgyvendinimo klausimus savo nuožiūra, galimai atsižvelgdama į situacijos ypatybes. Tačiau atsiranda kita problema: kadangi tokie Priežiūros institucijos sprendimai nėra vieši, smulkusis akcininkas gali tik spėti, kokios priežastys lėmė vieną ar kitą iš jų.

Mūsų nuomone, kylančius sunkumus, susijusius su Priežiūros institucija, galėtų išspręsti platesnė Priežiūros institucijos diskrecija. Juk laikantis Direktyvos 2004/25 nuostatų, diskrecija yra leidžiama, tačiau Lietuvoje ji nėra reglamentuota. Labiausiai tikėtina to priežastis – formuojant oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą, buvo siekiama Priežiūros

institucijų apsaugoti nuo ginčų, kuriuos galėtų inicijuoti ir perėmėjas, iš kurio sprendimu yra nuspręsta reikalauti teikti oficialų siūlymą, ir smulkieji akcininkai, skųsdami Priežiūros institucijos sprendimą, pagal kurį, pasinaudodama diskrecija, ji sumažino oficialaus siūlymo kainą ar apskritai nusprendė, kad siūlymas nėra teiktinas.

Pažymėtina, kad Priežiūros institucijos teisių problema aktuali ne vien Lietuvai. Antai išeinant iš bendrųjų Bendrijos teisės principų, ypač iš teisės būti sąžiningai išklausytam, Priežiūros institucijos sprendimus galėtų prižiūrėti nepriklausomas teismas arba specializuotasis teismas. Tačiau pačioms valstybėms narėms turėtų būti palikta teisė nuspręsti, ar tokiam teismui reikia suteikti teises, kurios gali būti patvirtintos administracinėse ar teisminėse procedūrose, pradėtose prieš Priežiūros instituciją arba vykstančiose tarp siūlymo šalių (Direktyvos 2004/25 preambulės 8 p.). Tam, kad Priežiūros institucija tinkamai atliktų savo funkcijas, jos visuomet turėtų turėti galimybę pareikalauti iš siūlymo šalių pateikti informaciją apie save, visuomet turėtų bendradarbiauti tarpusavyje ir veiksmingai bei našiai be jokio delsimo teikti informaciją kitoms institucijoms, prižiūrinčioms kapitalo rinkas. Valstybės narės gali nusistatyti papildomas sąlygas ir nuostatas, kurios būtų griežtesnės nei Direktyvoje nustatytos pasiūlymų reguliavimo sąlygos ir reikalavimai (Direktyvos 2004/25 3 straipsnio 2 dalies b punktas).

Pagal Direktyvą 2004/25, ji neturi įtakos valstybių narių įgaliojimui paskirti teismines ar kitokias institucijas, atsakingas už ginčų sprendimą ir sprendimų dėl pažeidimų, padarytų siūlymų eigoje, priėmimą, taip pat valstybių narių įgaliojimui reguliuoti, ar siūlymo šalys turi teisę pradėti administracinį ar teisminį procesą ir kokiomis aplinkybėmis. Antai Jungtinėje Karalystėje galimybė skųsti Priežiūros institucijos sprendimus labai ribota[318]. Siekiant teismų praktikos nuoseklumo ir įsigilinimo į perėmimų specifiką, kai kuriose valstybėse narėse (Suomijoje[319], Slovakijoje, Olandijoje[320], Jungtinėje Karalystėje[321] ir kt.) ginčus dėl perėmimo siūlymų sprendžia specializuoti teismai. Tačiau Lietuvoje esant mažam perėmimų skaičiui tokia alternatyva gali būti neefektyvi – specializuoto teismo administraciniai kaštai per dideli, o juose išlaikyti perėmimų ekspertus - sudėtinga.

Kitose valstybėse narėse teisiniai mechanizmai apskritai apriboja galimybę smulkiesiems akcininkams skųsti Priežiūros institucijos sprendimus. Tokiu pavyzdžiu būtų Vokietija, kurioje Priežiūros institucijos sprendimą dėl oficialaus siūlymo gali skųsti tik perėmėjas. Kitas pavyzdys – Belgija, kurioje oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimas negali būti skundžiamas, tačiau gali būti skundžiamas atsisakymas patvirtinti oficialaus siūlymo cirkuliarą[322]. Tačiau vėlgi Belgijos ir Vokietijos teisinis reguliavimas, mūsų vertinimu, Lietuvai netiktų. Esmė ta, kad minėtose valstybėse narėse perėmimų reguliavimas jau yra susiformavęs, turima pakankamai praktikos, metodikos bei gairių užtikrinti, kad priežiūros institucija priims pagrįstą sprendimą, atitinkantį smulkiųjų akcininkų lūkesčius. Lietuvoje, kurioje yra nemažai praktinių ir teorinių problemų, kur egzistuoja oficialaus

318 Thomas Papadopoulos, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market* (Alphen aan den Rijn : Kluwer Law International, 2008), 140-141.

319 The Helsinki Takeover Code, Securities Market Association http://cgfinland.fi/files/2013/12/helsinki-takeover-codeweb.pdf.

320 https://www.afm.nl/en/professionals/doelgroepen/effectenuitgevende-ondernemingen/openbare-biedingen/proces.

321 UK Takeover Code http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf.

322 European Comission, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 260 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf.

siūlymo teisinio reguliavimo detalizavimo poreikis, tokios apimties Priežiūros institucijos diskrecija atneštų neigiamų rezultatų.

Įvertinus Lietuvos specifiką, manome, kad būtų tikslinga Lietuvoje sukurti Priežiūros institucijos sprendimų dėl oficialaus siūlymo apskundimo mechanizmą, nustatant slenkstį, nuo kurio asmuo ar asmenų grupė minėtą sprendimą galėtų skųsti. Mūsų nuomone, oficialaus siūlymo teisiniam reguliavimui toks mechanizmas būtų efektyvus. Įsivaizduokime kad ir tokį atvejį. Priežiūros institucija nusprendžia sumažinti (ar padidinti) oficialaus siūlymo kainą nuo 2 eurų iki 1,50 euro, manydama, kad pagal Vertybinių popierių įstatymą ir jį detalizuojančią metodiką[323] ji tokią teisę turi dėl to, jog akcijų kaina buvo dirbtinai pakelta oficialaus siūlymo besitikinčio institucinio investuotojo. Ji tokio sprendimo motyvus išsamiai aptaria ir paskelbia viešai. Įvertinę pateiktą informaciją, smulkieji akcininkai, kurie visi kartu valdo daugiau nei 10 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių arba daugiau nei 20 procentų visų vertybinių popierių, kuriuos valdo nesusiję asmenys, turi teisę Priežiūros institucijos sprendimą ginčyti. Taigi, iš vienos pusės, toks teisinis reguliavimas skatintų Priežiūros instituciją suteiktais įgalinimais dėl diskrecijos naudotis atsakingai, iš kitos pusės – būtų eliminuoti atvejai, kuomet akcininkas, turintis, sakysime, 0,1 procento balso akcijų visuotiniame akcininkų susirinkime, skundžia Priežiūros institucijos sprendimą ir taip trukdo efektyviam oficialaus siūlymo įgyvendinimui.

323 Pagal Europos Komisijos atliktą tyrimą, praktikoje dažniausiai valstybių narių priežiūros institucijos naudojasi diskrecija padidindamos oficialaus siūlymo kainą. Lietuvoje Priežiūros institucijai suteikiant diskrecines galias turėtų būti šią diskreciją apibrėžianti metodika, kuria reikėtų vadovautis sprendžiant dėl oficialaus siūlymo kainos sumažinimo ar padidinimo. Neapibrėžta diskrecija gali lemti neapibrėžtumą, lemiantį institucinių investuotojų pasitraukimą (neapibrėžtai naudojantis teise padidinti oficialaus siūlymo kainą) ar smulkiųjų akcininkų nusivylimą (neapibrėžtai naudojantis teise sumažinti oficialaus siūlymo kainą). Plačiau: Study on the Application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids, (2012), 159-162, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

1. Tyrimo metu pasitvirtino darbe keliamas ginamasis teiginys. Iš tiesų Europos Sąjungos Direktyva 2004/25 nesukūrė ir neturėjo tikslo sukurti valstybėse narėse vienodo privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo. Šis požiūris yra itin svarbus teisingai suvokiant ir taikant šalyse narėse esminius Direktyvos 2004/25 principus. Lietuvos savarankiška ir kūrybiška įstatymų leidyba, savo pačios sukurtais įstatymais bei metodais individualizuojanti, teoriškai ir praktiškai išplėtojanti ir pritaikanti Direktyvos 2004/25 teorinius principus taip, kad jie atitiktų jos nacionalinę specifiką ir teisines tradicijas, buvo tas pagrindinis kelias, kuriuo privalėjo eiti privalomo oficialaus siūlymo instituto tobulinimo ir jo praktinio taikymo modernizavimas šalyje ir drauge jo harmonizavimas bendru Europos Sąjungos lygmeniu.

2. Lietuvoje likus nedetalizuotoms Direktyvos 2004/25 nuostatoms, tapo ne visada aišku, ar teikiant privalomą oficialų siūlymą būtina laikytis oficialų siūlymą reglamentuojančių nuostatų. Teisinis neapibrėžtumas dėl asmenų, kuriems kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, oficialaus siūlymo taikymo srities, išimčių taikymo neapibrėžtumas sukėlė sunkumų perėmėjui, siekiančiam tinkamai įvertinti prisiimamą riziką, Priežiūros institucijai, turinčiai pareigą prižiūrėti oficialaus siūlymo instituto veikimą Lietuvoje, taip pat teismams, sprendžiantiems ginčus, kylančius tarp oficialiu siūlymu suinteresuotų asmenų.

3. Lietuvoje perėmimo metu valdyba be akcininkų sprendimo neturi teisės priimti sprendimų, trukdančių oficialaus siūlymo įgyvendinimui. Perėmimo metu Lietuvoje taip pat negali galioti susitarimai, draudžiantys perleisti bendrovės akcijas (vadinamosios „persilaužimo“ nuostatos). Dėl nepakankamo reglamentavimo nėra aišku, ko įstatymo leidėjas siekė perkeldamas „persilaužimo“ nuostatas. Todėl perėmėjui kyla rizika, kad su kitais stambiaisiais akcininkais sudaryti susitarimai, kuriais susitariama nedalyvauti oficialiame siūlyme, gali būti laikomi prieštaraujančiais imperatyvioms Vertybinių popierių įstatymo nuostatoms. Lietuvoje nėra apibrėžta, kaip „persilaužimo“ atveju turėtų veikti Direktyvoje 2004/25 aptariami akcininkų teisių kompensavimo mechanizmai. Pasinaudojant kitų Europos Sąjungos valstybių narių praktika, skatinant perėmimus, efektyviai reglamentuojant perėmėjo interesus ir valstybės interesus dėl strateginę reikšmę turinčių įmonių apsaugos perėmimo metu, „persilaužimo“ nuostatos Lietuvoje turėtų būti taikomos tik tada, kai tokią išimtį nustato bendrovės akcininkai.

4. 2015 m. pabaigoje įsigaliojęs Lietuvos nacionalinio reguliavimo ypatumas, pagal kurį uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjektų investicinių vienetų ar akcijų turėtojams gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą, turėtų būti vertinamas kritiškai. Iš įsigaliojusių pakeitimų nėra aišku, ar į oficialaus siūlymo taikymo sritį įeina tik investicinės bendrovės akcijos, ar ir investicinio fondo investiciniai vienetai, o įstatymų leidėjas parengiamuosiuose dokumentuose savo pasirinkimo išplėsti oficialaus siūlymo taikymo sritį nepaaiškina. Atsiradus minėtiems pakeitimams, kolektyvinio investavimo subjektų investuotojų interesai tapo apsaugoti žymiai labiau nei įprastų vertybinių popierių emitentų akcininkų. Ši situacija yra ydinga,

nes perteklinė kolektyvinio investavimo subjektų investuotojų apsauga gali lemti institucinių investuotojų pasitraukimą ar sprendimą neinvestuoti.

5. Pareiga teikti oficialų siūlymą turėtų kilti tik tiems vertybinių popierių emitentams, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje. To Vertybinių popierių įstatymas konkrečiai nenumato, todėl praktikoje teikti oficialų siūlymą reikalaujama ir iš emitentų, kurių vertybiniais popieriais reguliuojamoje rinkoje nėra prekiaujama (AB „Lietuvos draudimas“ atvejis). Direktyva 2004/25 nėra siekiama, kad oficialus siūlymas būtų teikiamas dėl bendrovės, kurios vertybiniais popieriais nėra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje. Todėl Lietuvoje būtų tikslinga susiaurinti oficialaus siūlymo taikymo sritį.

6. Daugelis Europos Sąjungos valstybių narių yra nustačiusios nuo 4 iki 12 mėnesių laikotarpį, per kurį asmuo turi teisę perleisti dalį akcijų ir neteikti oficialaus siūlymo. Svarbiausia yra apie peržengimą nedelsiant informuoti priežiūros instituciją. Lietuvoje šia išimtimi iš pareigos teikti oficialų siūlymą galima pasinaudoti tik tuo atveju, jeigu vertybiniai popieriai yra perleidžiami nedelsiant. Taigi išimtimi be nuostolių tampa sudėtinga pasinaudoti bendrovei, kuri, pavyzdžiui, dėl įvykusio susijungimo ar apsijungimo peržengė Vertybinių popierių įstatyme nurodytą ribą. Vertybinių popierių įstatymo nuostata, nurodanti visų balso teisių netekimą iš karto po ribos peržengimo reiškia, kad stambusis akcininkas sieks 1/3 slenkstį viršijančias akcijas perleisti kiek galima greičiau. Šios priežastys gali lemti staigų akcijų kainos kritimą jas parduodant reguliuojamoje rinkoje. To pasekmė - smulkiųjų akcininkų, kurie yra įsigiję bendrovės akcijų, nuostoliai, ir stambiojo akcininko nuostoliai, susiję su siekiu 1/3 viršijančią dalį akcijų parduoti kiek galima greičiau.

7. Vertybinių popierių įstatyme nėra numatyta Priežiūros institucijos teisės spręsti dėl oficialaus siūlymo neteikimo kitais nei Vertybinių popierių įstatyme numatytais pagrindais. Tai nulemia aplinkybę, kad pareiga teikti oficialų siūlymą Lietuvoje yra suprantama žymiai plačiau nei nusistačiusi absoliuti dauguma kitų valstybių narių. Oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas Lietuvoje galėtų vykti pagal kitų Europos Sąjungos valstybių narių, kuriose teisė taikyti išimtis Priežiūros institucijai yra suteikiama, pavyzdį. Tokiose valstybėse narėse perėmėjas gali kreiptis į Priežiūros instituciją, nurodydamas išsamias priežastis, dėl kurių oficialus siūlymas neturėtų būti teikiamas, o Priežiūros institucija priima sprendimą dėl diskrecijos taikymo.

8. Direktyvoje 2004/25 nėra išskiriami atvejai, kada Priežiūros institucija turi teisę leisti koreguoti oficialaus siūlymo kainą, o kada – to reikalauti. Lietuvoje teisė reikalauti ir teisė leisti keisti oficialaus siūlymo kainą formuoja tokią situaciją, kad teisiškai Priežiūros institucija šiomis teisėmis pasinaudoti neturi galimybės, o praktikoje sprendimai dėl oficialaus siūlymo kainos koregavimo priimami ne pagal Vertybinių popierių įstatymo nuostatas. Vertybinių popierių įstatyme atskyrus leidimus ir reikalavimus, įstatymu atskirta Priežiūros institucijos teisė leisti nuo Priežiūros institucijos teisės reikalauti tikslinti oficialaus siūlymo kainą galimai susiaurina perėmėjo galimybes ginti savo interesus.

9. Lietuvoje egzistuojančios praktinės oficialaus siūlymo įgyvendinimo problemos didžiąja dalimi susijusios su tuo, kad pareiga teikti oficialų siūlymą nėra vykdoma ar vilkinama kelis metus. Lietuvoje nėra efektyvių ir specialiai oficialaus siūlymo atvejui pritaikytų priemonių tokiais atvejais ginti smulkiųjų akcininkų interesus. Stiprinant smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą, būtina įtvirtinti nuostatą, kad pareiga teikti oficialų siūlymą neišnyksta tol, kol ji bus įgyvendinta. Vieningą ir teisingą teismų praktiką paskatintų ir Priežiūros institucijos sprendimų dėl oficialaus siūlymo cirkuliarų priėmimo ar atmetimo viešas argumentavimas. Smulkiųjų akcininkų interesų apsauga, šalia jau esančių prevencijos priemonių, taip pat reikalauja įtvirtinti Vertybinių popierių įstatymo nuostatą, kad pareigos teikti oficialų siūlymą nevykdantis asmuo ar jų grupė netenka teisės disponuoti turimais emitento vertybiniais popieriais.

10. Sutartinai veikiančių asmenų buvimas Lietuvoje apibrėžiamas esant bet kokiems sutartiniams asmenų tarpusavio ryšiams. Taigi netgi bendra akcininkų pozicija dėl vieno ar kito valdymo klausimo gali būti laikoma sutartinio veikimo prezumpcija. Sutartinis veikimas lemia bendrą balsų skaičiavimą ir pareigą teikti oficialų siūlymą. Tokia situacija yra ydinga. Todėl yra reikalinga nustatyti, kad oficialaus siūlymo instituto atveju sutartinai veikiančiais asmenimis nėra laikoma bet kokia bendra akcininkų pozicija dėl valdymo klausimo.

11. Galiojantys įstatymai nesuteikia pakankamai įgalinimų Priežiūros institucijai efektyvaus oficialaus siūlymo įgyvendinimo srityje. Todėl nustatant teisingą kainą, taikant sankcijas, kitaip ginant smulkiųjų akcininkų interesus, Priežiūros institucija, siekdama išvengti ilgo bylinėjimosi, dažnai pasirenka neutralią poziciją ir aktyviai negina smulkiųjų akcininkų interesų. Dėl to manytume, kad Lietuvoje būtų tikslinga sukurti Priežiūros institucijos sprendimų dėl oficialaus siūlymo apskundimo mechanizmą, nustatant slenkstį, nuo kurio asmuo ar asmenų grupė Priežiūros institucijos sprendimus dėl oficialaus siūlymo galėtų skųsti. Pagal šį modelį Priežiūros institucijos sprendimus galėtų apskųsti smulkieji akcininkai, kurie visi kartu valdo daugiau nei 10 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių arba daugiau nei 20 procentų visų vertybinių popierių, kuriuos valdo nesusiję asmenys. Toks teisinis reguliavimas skatintų Priežiūros instituciją suteiktais įgalinimais dėl diskrecijos naudotis atsakingai, iš kitos pusės - būtų eliminuoti atvejai, kuomet akcininkas, turintis itin nedidelę akcijų dalį, skundžia Priežiūros institucijos sprendimą, taip trukdydamas efektyviam oficialaus siūlymo įgyvendinimui.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

Monografijos ir knygos

1. Mukwiri, Jonathan. *Takeovers and The European Legal Framework: A British Perspective*. Jungtinė Karalystė: Routledge-Cavendish, 2009.
2. Benyon, S Frank. *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms: From Maastricht to Lisbon.* Londonas: Bloomsbury Publishing, 2010.
3. Haan-Kamminga, Amelien. *Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement.* Groningenas: Kluwer publishing, 2006.
4. Van Gerven, Dirk. Common *Legal Framework for Takeover Bids in Europe*. Kembridžas: Cambridge University Press, 2008.
5. Kouloridas, Athanasios. *The Law and Economics of Takeovers: An Acquirer's Perspective*. Oksfordas: Hart Publishing, 2008.
6. Neil, Harvey. *Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union*. Londonas: Sweet & Maxwell, 2005.
7. Ferrarini, Guido, Klaus J. Hopt, Jaap Winter, ir Wymeersch, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxfordas: Oxford University Press, 2004.
8. Tidikis, Rimantas. *Socialinių mokslų tyrimo metodologija*. Vilnius: Lietuvos teisės universitetas, 2003.
9. Fairhurst, John. *Law of the European Union*. Harlow: Pearson Education Limited, 2012.
10. Dine, Janet, ir Marios Koutsias. *Company Law*. Niujorkas: Palgrave Macmillan, 2014.
11. Davies, Paul, Klaus Hopt, Richard Nowak, ir Gerard van Solinge. *Corporate Boards in European Law: A Comparative Analysis*. Oksfordas: Oxford University Press, 2013.
12. Sjafjell, Beate. T*owards a sustainable European company law: a normative analysis of the objectives of EU law, with the Takeover Directive as a test case*. Ostinas: Wolters Kluwer Law & Business, 2009.
13. Kraakman, Reinier, Paul Davies, Henry Hansmaan, ir kt. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oksfordas: Oxford University Press, 2004.
14. Steinfeld, Alan. *The Companies Act 2006*. Oksfordas: Oxford University Press, 2007.
15. Bourne, Nicholas. *Bourne on Company Law*. Niujorkas: Routledge-Cavendish, 2006.
16. Hanningan, Brenda. *Company law*. Oksfordas: Oxford University Press, 2012.
17. Mantysaari, Petri. *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law*. Heidelbergas: Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010.
18. Virginijus Bitė, Julija Kiršienė. *Akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės įsigyti parduodamas akcinas teisinis vertinimas.* Vilnius: Jurisprudencija, 2008.
19. Pacces, Alessio. *Rethinking Corporate Governance – The Law and Economics of Control Powers*. Niujorkas: Routledge, 2012.
20. Papadopoulos, Thomas. *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market*. Kipras: Kluwer Law International, 2008.
21. Cahn, Andreas, ir David C Donald. *Comparative Company Law Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*. Kembridžas: Cambridge University Press, 2010.
22. MacNeil, Iain G. *An Introduction to the Law on Financial Investment*. Glasgov: Hart Publishing, 2012.
23. Bruno, Sabrina, ir Eugenio Ruggiero. *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*. Olandija: Kluwer Law International, 2011.

24. Andenas, Mads, ir Frank Wooldridge. *European Comparative Company Law*. Kembridžas: Cambridge University Press, 2004.
25. Brown, Meredith, Raplh C. Ferrara, ir Paul S. Bird. *Takeovers– A Strategic Guide to Mergers and Acquisitions*. New York: Aspen Publishers, 2010.
26. Clerc, Christophe, Fabrice Demarigny, Diego Valiante, ir Mirzha de Manuel. *Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*. Belgija: Centre for European Policy Studies, 2013.
27. Moloney, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oksfordas: Oxford European Union Law Library, 2014.
28. Eatwell, John, ir Lance Taylor. *International Capital Markets: Systems In Transition*. Oksfordas: Oxford University Press, 2002.

Straipsniai moksliniuose žurnaluose

1. Edvards, Vanessa. „The Directive on Takeover Bids - Not Worth The Paper It's Written On?" *European Company and Financial Law Review*, 1-4, (2004): 416-439.
2. Nachemson-Ekwall, Sophy. „The Cross-Border Hostile Bid Fight Between Scania In Sweden And The Two German Companies MAN And Volkswagen: Institutional Change And The Mandatory Bid Rule" Springer Science, (2015): 1-36.
3. Belloc, Filippo. „Law, finance and innovation: the dark side of shareholder protection", Cambridge *Journal of Economics* 37, (2013): 863–888.
4. Ferrarini, Guido. „One Share – One Vote: A European Rule?" ECGI Working Paper Series in Law, Law Working Paper 58 (2006): 1-32.
5. Böckli, Peter, Paul L. Davies P., Eilis Ferran, Guido Ferrarini, Jose M. Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, ir kt. „Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive" Oxford Legal Studies, (2014): 1-15.
6. Clarke, Blanaid J. „The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation?" European Law Journal 15, 2 (2009): 174-197.
7. Hopt, Klaus J. „Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis" Columbia Journal of European Law 20, 2 (2014): 249-282.
8. Burkart, Mike, ir Fausto Panunzi. „Takeovers", ECGI Working Paper Series in Finance 18, (2006).
9. Panunzi, Fausto, ir kt. „Minority Block and Takeover Premia" Journal of Institutional and Theoretical Economics, (2006): 1-30.
10. Shuster, Edmund-Philipp. „Efficiency in Private Control Sales - The Case for Mandatory Bid's". Society and Economy Working Paper Series 8 (2010): 1-43.
11. Misius, Rolandas. „Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos". Jurisprudencija 77, 69 (2005): 41-57.
12. Talutis, Tomas, ir Vytautas Šenavičius. „Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai." Jurisprudencija 2, 120 (2010): 341-356.
13. Šenavičius, Vytautas. „Smulkiojo akcininko interesų apsauga privalomo oficialaus siūlymo metu: Europos Sąjungos ir Lietuvos patirtis." Socialinių mokslų studijos 5, 2, (2013): 557-571.
14. Talutis, Tomas, ir Vytautas Šenavičius. „Finansų rinkos priežiūra Europos Sąjungoje ir jos įtaka Lietuvai." Viešoji politika ir administravimas 11, 1 (2010): 129-138.
15. Šenavičius, Vytautas. „Europos Sąjungos viešosios politikos tendencijos bankų sektoriuje." Viešoji politika ir administravimas 12, 3 (2013): 405-416.

16. Ventoruzzo, Marco. „Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking Armour & Skeel's Thesis to Continental Europe" Bocconi Legal Studies Research Paper 2 (2008): 1-32.
17. Clarke, Blanaid J. „Takeover Regulation – Through the Regulatory Looking Glass" German Law Journal 8, 4 (2007): 1-45.
18. Armour John, Jack B. Jacobs, ir Curtis Milhaupt. „The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and emerging Markets: An Analytical Framework" Harvard International Law Journal 52, 1 (2011): 258-270.
19. Baum, Harald. „Takeover Law in EU and Germany: Comparative Analysis of Regulatory Model" University of Tokyo Journal of Law and Politics 3, (2006): 60-72.
20. Höpner, Martin. „European Corporate Governance Reform and the German Party Paradox" Max Planck Institute Paper 3, 4, (2003): 1-45.
21. Jette Steen, Knudsen. "Is the Single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation" European Law Journal 11 (2005): 507-524.
22. Enriques, Luca. „European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach" European Bussiness Law Review 22 (2011): 1-28.
23. Simpson, Scott V., ir Lorenzo Corte. „European overview: EU Directive fails to harmonize takeovers" International Financial Law Review (2005): 15-19.
24. Geens, Koen, ir Carl Clottens. „One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited" Leuven University Press 1 (2010): 1-48.
25. Adams, Renee B., ir Daniel Ferreira. „One Share-One Vote: The Empirical Evidence" Review of Finance 12, (2008): 51-91.
26. Kuemmerle, Walter. „The drivers of foreign direct investment into research and development" Journal of International Business Studies 30, (1999): 1-24.
27. Enriques, Luca., Ronald J. Gilson, ir Alessio M. Pacces. „The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)" Harvard Business Law Review 4,1 (2014): 85-127.
28. Bertrand, Olivier, ir Habib Zitouna. „Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms performance?" Applied Economics (2008): 2221-2238.
29. Žilinskė, Asta. „Negative And Positive Effects Of Foreign Direct Investment" Economics And Management (2010): 332-336.
30. Davis, Paul L., Edmund-Philipp Schuster, Emlie van de Walle de Ghelcke. „The Takeover Directive as a Protectionist Tool?" ECGI Law Working Paper 141 (2010): 1-62.
31. Cioffi, John W. „Restructuring "Germany Inc.": The Politics of Company and Takeover Law Reform in Germany and the European Union" 24 LAW & POL'Y 355 (2002): 355-402.
32. Hopt, Klaus J. „European Takeover Reform of 2012/2013 — Time to Re-examine the Mandatory Bid" European Business Organization Law Review 15, 02 (2014): 143-190.
33. Ventoruzzo, Marco. „Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political Economic Ends", Penn State Law (2006): 171-222.
34. Ventoruzzo, Marco. „The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?" Bocconi Legal Studies Research Paper 06, 07 (2005): 1-82.
35. Choi, Susie. „An Evaluation of the EU Takeover Directive (Thirteenth Directive) Through the Lens of the Harmonization Process" European Union Law Working Papers, (2014): 1-28.

36. Hansen, Jesper Lau, „The mandatory bid rule: The rise to prominence of a misconception“ Stockholm Institute for Scandinavian Law (2009): 173-192.
37. Grant, Jeremy, Tom Kirchmaier, ir Jodie A. Kirshner. „Financial tunnelling and the mandatory bid rule“ ECGI Financial Working Paper (2009): 1-20.
38. Kacperczyk, Aleksandra „With greater power comes greater responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders“ Strategic Management Journal, 30, 3 (2009): 1-47.
39. Payne, Jennifer. „Minority shareholder protection in takeovers: A UK perspective“ European Company and Financial Law Review 8, 2 (2011): 145-173.
40. McCahery, Joseph A., ir Erik P. M. Vermeulen. „Does the Takeover Bids Directive Need Revision?“ Tilburg Law School Research Paper (2010): 1-19.
41. Sepe, Simone M. „Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient“ Arizona Legal Studies Discussion Paper 10, 29 (2010): 10-29.
42. Hopt, Klaus J. "Takeover regulation in Europe — The battle for the 13th directive on takeovers", Australian Journal of Corporate Law 15, (2002): 1-18.

Elektroninės knygos, elektroniniai dokumentai (internetiniai šaltiniai)

1. Winter, Jaap, Jan Schans Christensen, ir Jose Maria Garrido Garcia. „Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids“. Žiūrėta 2015 m. spalio 4 d. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.
2. Deringer, Freshfields Bruckhaus. „Public takeovers in the Europe“. Žiūrėta 2016 m. rugsėjo 2 d. http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2006/15414.pdf.
3. Pennington, Robert. „Report on takeover and other bids. XI/56/74-E“. Žiūrėta 2016 m. rugsėjo 2 d. http://aei.pitt.edu/33743/.
4. „The UK Takeover Code“. Žiūrėta 2016 m. sausio 2 d. http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf.
5. Curtis, Mark, Isabella Roberts, ir Jeremy Cruse. „Great expectations“. 2007 m. spalio 1 d. http://www.iflr.com/Article/1984189/Great-expectations.html.
6. Sagayam, Selina. „Member states struggle to adopt Takeover Directive“. 2006 m. balandžio 1 d. http://www.iflr.com/Article/1984549/Member-states-struggle-to-adopt-Takeover-Directive.html.
7. „Gesetz Zur Kontrolle Und Transparenz Im Unternehmensbereich“. Žiūrėta 2016 m. lapkričio 5 d. http://www.bmj.bund.de/eng/service/publications/10000413/?sid=2c3144bc8f05d0987a9d18769bf15e81.
8. „Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids“. Europos Komisija. Žiūrėta 2016 m. spalio 6 d. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf.
9. „The Helsinki Takeover Code“. Securities Market Association. Žiūrėta 2015 m. rugsėjo 14 d. http://cgfinland.fi/files/2013/12/helsinki-takeover-codeweb.pdf.
10. „What process applies to public takeover bids?“ Nyderlandų vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijos interneto puslapis. Žiūrėta 2015 m. rugsėjo 14 d. https://www.afm.nl/en/professionals/doelgroepen/effectenuitgevende-ondernemingen/openbare-biedingen/proces.
11. „European Securities Markets Expert Group Preliminary views on the definition of „acting in concert“ between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive“. Europos Parlamentas. 2013 m. kovo 25 d. http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0089+0+DOC+XML+V0//LT.

12. „Įmonių restruktūrizavimo proceso valdymas“. Valstybinio audito ataskaita Nr. VA-P-20-12-14. 2015 m. spalio 2 d. https://www.vkontrole.lt/failas.aspx?id=3420.
13. Europos Komisijos aiškinamasis memorandumas prie Direktyvos 2004/25.
14. Šenavičius, Vytautas. „Oficialus siūlymas: viltys ir nusivylimai.“ Žurnalas “Investuok”, birželis, 2015, 12-13.
15. “Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids“ (MARK-T/2010/10/F) http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.
16. Mokslininkų požiūris į Europos Komisijos studiją. https://europeancompanylawexperts.wordpress.com/papers-of-the-ecle/the-application-of-the-takeover-bids-directive-response-to-the-european-commisions-report-november-2013/.
17. Guide to Public Takeovers in Europe, 2013 http://www.debrauw.com/wp-content/uploads/NEWS%20-%20PUBLICATIONS/Guide-to-Public-Takeovers-in-Europe-2013.pdf

Lietuvos Respublikos teisės aktai

1. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas“. Valstybės žinios 33, 873, (1998).
2. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 1998 m. gegužės 29 d. nutarimas Nr. 18 „Dėl atvejų, kada privalomas oficialus pasiūlymas neteikiamas“. Valstybės žinios 54, 1512 (1998).
3. „Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas byloje Nr. 25/04 dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo atitikties Konstitucijai“. Valstybės žinios 8, 284 (2006).
4. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas“. Valstybės žinios, redakcija, galiojusi nuo 2010 m. birželio 22 d.
5. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo aiškinamasis raštas“, Valstybės žinios, redakcija, galiojusi nuo 2010 m. birželio 22 d.
6. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas“. Valstybės žinios, redakcija, įsigaliojusi nuo 2013 m. sausio 30 d.
7. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas”.Valstybės žinios, redakcija, įsigaliojusi nuo 2015 m. sausio 1 d.
8. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas“. Valstybės žinios, redakcija, įsigaliojusi nuo 2015 m. sausio 1 d.
9. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas“. Valstybės žinios, redakcija, galiojusi nuo 2006 m. birželio 22 d.
10. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas“. Valstybės žinios, redakcija, galiojusi nuo 2011 m. lapkričio 1 d. iki 2002 m. balandžio 1 d.
11. „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-1 skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas, 183 straipsnio pakeitimai“. Valstybės žinios, 77, 2963 (2006).
12. „Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 1998 m. gruodžio 22 d. nutarimu Nr. 36 „Dėl akcinės bendrovės „Nacionalinė vertybinių popierių birža“ prekybos taisyklių“. Valstybės žinios 9, 208 (1999).
13. „Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas,“ Valstybės žinios 145, 6818 (2011).
14. „Lietuvos Respublikos finansinio tvarkumo įstatymas“ TAR, Nr. XII-2053 (2015).

15. „Lietuvos Respublikos strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių ir įrenginių bei kitų nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbių įmonių įstatymas“. Valstybės žinios 103, 4604 (2002).
16. „Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas“. Valstybės žinios 77, 3977 (2012).
17. „Lietuvos banko valdybos 2012 m. liepos 12 d. nutarimas Nr. 03-149 „Dėl Informavimo apie esminius pakeitimus tvarkos ir pavyzdinio esminių pakeitimų sąrašo reikalavimų patvirtinimo“. Valstybės žinios 141, 7126 (2013).
18. „Lietuvos Respublikos įmonių restruktūrizavimo įstatymas“. Valstybės žinios 31, 1012 (2001).

Priežiūros institucijos individualūs administraciniai aktai ir pranešimai

1. „Vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d sprendimas Nr. 2K-160 Dėl AB „Ukmergės keliai“oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimo“. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. 2009 m. gegužės 8 d. http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14238/.
2. „Išaiškinimas dėl pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę“. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. 2007 m. liepos 2 d. http://www.vpk.lt/uploads/2007-7.pdf.
3. Priežiūros institucijos pranešimas. 2009 m. balandžio 7 d. http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14071/.
4. 2009 m. balandžio 7 d. VPK pranešimas „Cersanit S.A. netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę perėmė 2007 m. sausio 3 d.“. http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14071/
5. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2007 m. gegužės 31 d. posėdis, kuriame nuspręsta netvirtinti L. L. oficialaus siūlymo cirkuliaro http://www.vpk.lt/lt_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814.
6. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos pranešimas „VPK pateikė ieškinį viešajam interesui ginti“ http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/kita-vpk-informacija/13982/
7. Lietuvos bankas: Išvada dėl AB „Linas“ – balsavimo teisių netekimo http://www.lb.lt/isvada_del_ab_linas_balsavimo_teisiu_netekimo#pirmas
8. Rinkos naujienos. *Patvirtintas AB „Dvarčionių keramika“ oficialaus pasiūlymo cirkuliaras* http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/13948/
9. Rinkos naujienos *Patvirtintas AB „Klaipėdos jūrų krovinių kompanija“ oficialaus pasiūlymo cirkuliaras* http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14150/
10. Lietuvos bankas AB „Linas“ akcininkams skyrė dideles baudas už įstatymo pažeidimus http://www.lb.lt/lietuvos_bankas_ab_linas_akcininkams_skyre_dideles_baudas_uz_istatymo_pazeidimus
11. Emitentų sąrašas, pateikiamas oficialioje Priežiūros institucijos interneto svetainėje: https://www.lb.lt/emitentai?pg=emitentai_kuriu_vertybiniai_popieriai_nera_itraukti_i_prekyba_reguliuojamose_rinkose
12. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos puslapyje esanti klausimų-atsakymų skiltis. Klausimas apie AB „Linas“ pareigą teikti oficialų siūlymą. http://www.vpk.lt/lt/klausiate---atsakome/?id=15137

Lietuvos Respublikos teismų praktika

1. „Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas Nr. 20/02 Dėl AB „Mažeikių nafta“ reorganizavimo įstatymo“, Infolex. http://www.infolex.lt/tp/56058?nr=1.
2. „Vilniaus apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2013 m. spalio 29 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-2971-577/2013“. Infolex. http://www.infolex.lt/tp/776069?nr=1.
3. „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.“ Infolex. http://www.infolex.lt/tp/79675?nr=6
4. „Kauno apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2016 m. vasario 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-69-657/2016.“ Infolex. http://www.infolex.lt/tp/1211048?nr=1.
5. „Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. lapkričio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-455/2011“. Infolex. http://www.infolex.lt/tp/288650?nr=6.
6. „Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2014 m. vasario 21 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-46/2014“. Infolex. http://www.infolex.lt/tp/803713?nr=2.
7. „Kauno apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2012 m. balandžio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-195-527/2012“ Infolex. http://www.infolex.lt/tp/375663?nr=2.
8. „Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-261-1740/2008“. Infolex. http://www.infolex.lt/tp/90225?nr=1.
9. „Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. sausio 28 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-38/2011“. http://eteismai.lt/byla/255536016321498/3K-3-38/2011.

Europos Sąjungos teisės aktai

1. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir tarybos Direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.
2. 2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/59/ES, kuria nustatoma kredito įstaigų ir investicinių įmonių gaivinimo ir pertvarkymo sistema ir iš dalies keičiamos Tarybos direktyva 82/891/EEB, direktyvos 2001/24/EB, 2002/47/EB, 2004/25/EB, 2005/56/EB, 2007/36/EB, 2011/35/ES, 2012/30/ES bei 2013/36/ES ir Europos Parlamento ir Tarybos reglamentai (ES) Nr. 1093/2010 bei (ES) Nr. 648/2012.
3. Lisabonos sutartis, iš dalies keičianti Europos Sąjungos sutartį ir Europos bendrijos steigimo Sutartį, 2007/C 306/01 (2007).
4. 1985 m. gruodžio 20 d. Tarybos Direktyva dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIAVPS) http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=-CELEX:31985L0611&from=EN
5. 2014 m. spalio 1 d. Communication From The Commission Community Guidelines On State Aid For Rescuing And Restructuring Firms In Difficulty (2004/C 244/02) http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52004XC1001%2801%29.
6. 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 keičiančioje Direktyvą 2001/34/EB.

ESTT ir kitų teismų sprendimai, atskirosios nuomonės

1. 2007 m. spalio 23 d. Europos Sąjungos Teisingumo Teismo sprendimas byloje *Komisija prieš Vokietiją* byloje C-112/05 dėl *Volkswagen* įstatymo nuostatų prieštaravimo Sąjungos teisei (2007) http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf;jsessionid=9ea7d0f130d5e46f-bc78ab794c358f52ce7f39b19a50.e34KaxiLc3eQc40LaxqMbN4Oc3uMe0?text=&-docid=70710&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&-cid=55561
2. 2009 m. spalio 15 d. Teisingumo Teismo (ketvirtoji kolegija) sprendimas. byloje C-101/08 Audiolux SA e.a prieš Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) ir kt. ir Bertelsmann AG ir kt. (2009).
3. 2010 m. gruodžio 10 d. Europos laisvosios prekybos asociacijos teismo sprendimas byloje E-1/10 „Periscopus AS" prieš „Oslo Børs ASA" ir „Erik Must AS".
4. 2007 m. vasario 13 d. ETT generalinio advokato Damaso Ruiz-Jarabo oficiali nuomonė Europos Teisingumo Teisme, kad Volkswagen kompanijos taisyklės (vienas akcininkas gali turėti daugiausiai 20 procentų balsų) prieštarauja laisvo kapitalo judėjimo principui ir yra naikintinos, 2007, http://curia.europa.eu/en/actu/communiques/cp07/aff/cp070014en.pdf.
5. 2009 m. birželio 30 d. ETT generalinės advokatės Verica Trstenjak nuomonė byloje Nr. C101/08 Audiolux SA e.a prieš Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) ir kt. ir Bertelsmann AG ir kt. (2009).

Kiti internetiniai šaltiniai

1. Per paskutinius 5 metus jų būtų galima suskaičiuoti 15. http://www.nasdaqbaltic.com/market/?page=1&issuer=&market=&legal%5B0%5D=main&legal%5B1%5D=firstnorth&start=2011.07.01&end=2016.08.04&keyword=oficialus&pg=news&lang=lt&currency=0&downloadcsv=0&start_d=01&start_m=07&start_y=2011&end_d=04&end_m=08&end_y=2016
2. Nasdaq OMX Vilnius – Kodėl naudinga listinguotis? http://www.nasdaqbaltic.com/lt/paslaugos-ir-produktai-2/vertybiniu-popieriu-listingas/kode-naudinga-listinguotis/
3. AB "Lietuvos draudimas" valdybos nuomonė dėl teikiamo oficialaus siūlymo: http://www.ld.lt/sites/default/files/uploads/AB%20%E2%80%9ELIETUVOS%20DRAUDIMAS%E2%80%9C%20VALDYBOS%20NUOMON%C4%96%20D%C4%96L%20PASKELBTO%20OFICIALAUS%20SI%C5%AALYMO.pdf
4. 2015 m. balandžio 10 d. įvykusio AB „INVL Technology" visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimai https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=654033&messageId=813408
5. E-laikraštis „Verslo žinios", 2009 balandžio 08 d., P. 11.
6. http://www.verslozinios.lt/index.php?act=mprasa&sub=article&id=4224
7. Laikraštis „Klaipėdos diena" 2009 m. liepos 15 d. „Dvarčionių keramika – už vieną litą" http://klaipeda.diena.lt/dienrastis/ekonomika/-dvarcioniu-keramika-uz-lita-228273

Internetinis tinklapis/svetainė

1. „ES valstybės narės". Oficiali Europos Sąjungos interneto svetainė. Žiūrėta 2016 m. http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/

2. „Apžvalga: Komitetų veikla septintosios kadencijos metu,“. Europos Parlamento Teisės reikalų komitetas. Žiūrėta 2016 m. http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201411/20141103ATT92392/20141103ATT92392LT.pdf
3. „Komisijos ataskaita Europos Parlamentui, Tarybai, Europos ekonomikos ir socialinių reikalų komitetui ir Regionų komitetui dėl Direktyvos 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymo taikymo (COM(2012) 0347).“ Europos Komisija. Žiūrėta 2016 m.
4. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52012DC0347&from=LT
5. Europos Komisijos oficialus puslapis. Apie pažeidimo procedūrą: http://ec.europa.eu/atwork/applying-eu-law/infringements-proceedings/index_en.htm
6. Apie “Bankų sąjungą”: http://www.consilium.europa.eu/lt/policies/banking-union/single-rulebook/
1. Dienraščio “Verslo žinios” straipsnis apie AB “TEO” oficialų siūlymą http://vz.lt/archive/article/2012/6/5/teliasonera-teo-akcininkams-oficialiai-pradeda-siulyti-76-mln-eur
2. Bolkestein F. kalba Europos politikos studijų centre, The Takeover Directive: A Commission Perspective, Briuselis. 2003, http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/03/106&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en.
3. AB “Panevėžio statybos trestas” *Dėl oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimo* http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=details&instrument=LT0000101446&list=2&tab=news&news_id=244370

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

Vytautas Šenavičius

OFICIALUS SIŪLYMAS DĖL EMITENTO VERTYBINIŲ POPIERIŲ: TEISINIS REGULIAVIMAS IR JO ĮGYVENDINIMAS

Daktaro disertacijos santrauka
Socialiniai mokslai, teisė (01 S)

Vilnius, 2016

Daktaro disertacija rengta 2012-2016 m. Mykolo Romerio universitete, ginama Mykolo Romerio universitete pagal Mykolo Romerio universitetui ir Vytauto Didžiojo universitetui 2011 m. birželio 8 d. Lietuvos Respublikos švietimo ir mokslo ministro įsakymu Nr. V-1019 suteiktą doktorantūros teisę.

Moksliniai vadovai:

2012-2014 m.: prof. dr. Egidijus Baranauskas (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, 01 S);

2014-2016 m.: doc. dr. Tomas Talutis (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, 01 S).

Daktaro disertacija ginama Mykolo Romerio universiteto ir Vytauto Didžiojo universiteto teisės mokslo krypties taryboje:

Pirmininkas:

prof. dr. Virginijus Bitė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, 01S).

Nariai:

doc. dr. Lina Mikalonienė (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė, 01 S);

doc. dr. Raimundas Moisejevas (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, 01 S);

doc. dr. Solveiga Palevičienė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė, 01 S);

doc. dr. Andres Vutt (Tartu universitetas, Estijos Respublika, socialiniai mokslai, teisė, 01 S).

Daktaro disertacija bus ginama viešame teisės mokslo krypties tarybos posėdyje 2016 m. gruodžio 2 d. 14 val. Mykolo Romerio universitete I-414 auditorijoje.

Adresas: Ateities g. 20, LT-08303 Vilnius, Lietuva.

Daktaro disertacijos santrauka išsiųsta 2016 m. lapkričio 2 d.

Daktaro disertaciją galima peržiūrėti Lietuvos nacionalinėje Martyno Mažvydo bibliotekoje (Gedimino pr. 51, Vilnius) bei Mykolo Romerio universiteto bibliotekoje (Ateities g. 20, Vilnius) ir Vytauto Didžiojo universiteto bibliotekoje (K. Donelaičio g. 52, Kaunas).

Vytautas Šenavičius

OFICIALUS SIŪLYMAS DĖL EMITENTO VERTYBINIŲ POPIERIŲ: TEISINIS REGULIAVIMAS IR JO ĮGYVENDINIMAS

Santrauka

Tyrimo mokslinė problema. Oficialaus siūlymo institutas susitariančioms šalims Europos Sąjungoje yra žinomas jau seniai. Pareiga teikti oficialų siūlymą kyla, jeigu asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijų, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime, kurie leidžia daryti reikšmingą įtaką bendrovės valdymui. Vis dėlto ilgą laiką valstybės narės neturėjo bendrų suvienodintų įmonių perėmimo taisyklių. Siekiant išspręsti minėtą problemą, buvo priimta Europos Sąjungos Direktyva 2004/25.

Direktyva 2004/25 tik iš dalies suvienodino oficialaus siūlymo instituto reguliavimą. Daugelio mokslininkų ir ekspertų nuomone, galutinis Direktyvos 2004/25 variantas turėtų būti vertinamas kaip rekomendacinis ir patariamasis smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą perėmimo metu reglamentuojantis dokumentas. Dėl to oficialaus siūlymo dėl emitento vertybinių popierių teisinis reguliavimas ir praktinis įgyvendinimas susilaukė didelio teorinio svarstymo Europos Sąjungos akademiniame diskurse. Vienų spėliota, ar kai kuriose valstybėse narėse oficialus siūlymas netapo smulkiųjų akcininkų pasipelnymo įrankiu, o kitų – ar nevirto institutu, retai naudojamu dėl plataus išimčių rato. Yra ir manančių, kad Europos Sąjungoje daugiau nei 30 metų valstybėse narėse kurtas perėmimų teisinis reguliavimas vis dar lieka utopinis dalykas ir artimiausiu metu nematyti jokių galimybių rasti kitokį politinį kompromisą. Kiti teigia priešingai - kad Direktyva 2004/25 suformuotos teisinės prielaidos leidžia valstybei narei kurti efektyvų nacionalinį oficialaus siūlymo institutą, kuris būtų paremtas Europos Sąjungos pripažįstamais principais.

Lietuvoje oficialaus siūlymo institutas yra reglamentuojamas Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymu. Jame nurodoma, kad oficialus siūlymas yra skirstomas į privalomą oficialų siūlymą bei savanorišką oficialų siūlymą, taip pat nustatoma oficialaus siūlymo teikimo tvarka, principai, reikalavimai ir išlygos dėl privalomo oficialaus siūlymo teikimo. Pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 36 straipsnį privalomo oficialaus siūlymo esmė yra ta, kad tais atvejais, kai juridinis ar fizinis asmuo (ar jų grupė), veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijų, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia jam daugiau kaip 1/3 bendrovės balsų, perėmėjas privalo: 1) arba perleisti akcijas, viršijančias šią ribą, 2) arba teikti privalomą oficialų siūlymą vertybinių popierių savininkams supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Nors Direktyvos 2004/25 nuostatos dėl oficialaus siūlymo teikimo į Lietuvos nacionalinę teisę ir buvo perkeltos, tačiau praktiškai oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo joje dar negalima laikyti atitinkančiu Europos Sąjungos oficialaus siūlymo reikalavimus. Tokią padėtį iš esmės nulėmė tai, kad nepakankamai buvo suvokta ir įvertinta pati Direktyvos 2004/25 esmė. Iš tiesų Direktyva 2004/25 yra minimalaus harmonizavimo teisės aktas. Lietuva jos teorinius principus privalėjo pati pritaikyti savo nacionalinei teisei, t. y. savarankiškai ir kūrybiškai jį detalizuoti. Autoriaus nuomone, tai nebuvo padaryta, taip pat nebuvo įgyvendintos svarbios praktikai būtinos išimtys. Dėl minėtų priežasčių oficialaus siūlymo instituto teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas Lietuvoje vis dar susiduria su keturiomis svarbiausiomis kliūtimis:

1. Lietuvoje esantis teisinis reguliavimas nėra pakankamai išsamus, o oficialaus siūlymo taikymo sritis kelia abejonių.
2. Pagal Lietuvoje galiojančius teisės aktus klostosi išskirtinė situacija, kuomet oficialus siūlymas praktiškai turi būti teikiamas be išlygų, t. y. didesniu mastu nei yra nusistačiusi absoliuti dauguma kitų valstybių narių.
3. Nepakankamas teisės normų detalumas ir neefektyvus poveikio priemonių režimas formuoja situaciją, kada pareiga teikti oficialų siūlymą gali būti nevykdoma arba vilkinama. Dėl to Lietuvoje kyla nemažai praktinių teisinio įgyvendinimo problemų, kurios ne visada yra sprendžiamos teisingai.
4. Oficialaus siūlymo įgyvendinimą prižiūrinti Priežiūros institucija naudojasi diskrecijos teisėmis, kurios pagal galiojančius teisės aktus jai nėra suteiktos, o tai veda prie netinkamo Direktyvos 2004/25 taikymo ir teisinio neapibrėžtumo.

Toks Lietuvos kapitalo rinkos teisinis reguliavimas neskatina kapitalo rinkos plėtros, o teisinio reguliavimo įgyvendinime trūksta aiškios oficialaus siūlymo paskirties ir vietos sampratos. Nors oficialus siūlymas Lietuvoje laikomas smulkiųjų akcininkų apsaugos priemone pasikeitus įmonės valdymui, perėmėjui nesant suinteresuotam oficialaus siūlymo įgyvendinimu (t. y. siekiant pareigos jo išvengti ar jį pakeisti sau naudinga linkme), šis institutas nepasiekia savo tikslo ir virsta nuo praktikos atsijusia pareiga. Išanalizavus viešai prieinamą informaciją, akcijų perleidimo sandorių, dėl kurių kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, nėra daug. Galimai netinkami ir neaiškūs teisės aktai ir lemia, kad Lietuvoje kapitalo rinkos plėtra reguliuojamoje rinkoje įsigyjant balso teises suteikiančių vertybinių popierių paketus yra retai naudojamas būdas.

Atsižvelgiant į tai, kas buvo pasakyta, formuluojama **pagrindinė šio tyrimo mokslinė problema**: pareigos teikti oficialų siūlymą Lietuvoje teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo neefektyvumas. Tyrime bus bandoma atsakyti į klausimą, ar Lietuvoje teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas yra efektyvūs, kokios priežastys lemia esamą efektyvumą ir kokiu būdu jis galėtų būti padidintas.

Tyrimo aktualumas ir naujumas. Oficialaus siūlymo institutas, Lietuvos teisėje veikiantis jau beveik dvidešimt metų, 2006 m. į Lietuvos teisę perkėlus Europos Sąjungos Direktyvą 2004/25 buvo gerokai modernizuotas. Vis dėlto praktika rodo, kad pakankamas pagrindas efektyviam oficialaus siūlymo teisiniam reguliavimui ir įgyvendinimui Lietuvoje iki šiol nėra susiformavęs. Oficialų siūlymą reglamentuojančių teisinių santykių teorinis teisinis vertinimas ir praktinis pritaikymas daugeliu atveju kelia problemų, į kurias šiuo metu esantis teisinis reguliavimas neduoda aiškaus atsakymo. Antai kaip minėta aptariant

tyrimo problemą nereti atvejai, kuomet dėl teisinio reguliavimo spragų atsisakoma teikti oficialų siūlymą arba jis teikiamas praėjus daugiau nei 7 metams po pareigos atsiradimo, galiojantys teisės aktai neleidžia efektyviam reguliavimui ar jo įgyvendinimui taikyti reikalingų išlygų ar pasinaudoti diskrecijos teise dėl pareigos teikti oficialų siūlymą, darosi sudėtinga tikslinti oficialaus siūlymo kainą ar taikyti atgrasančio poveikio priemones ir tokiu būdu apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus.

Aktualu bei svarbu tyrimo naujumui ir tai, kad teismų praktika dėl oficialaus siūlymo instituto taikymo Lietuvoje yra tik pirminėje formavimosi stadijoje, o šio instituto teisinio reguliavimo ir praktinio įgyvendinimo problemos ir iššūkiai Lietuvos akademiniame diskurse yra mažai aptarti. Europos Sąjungos akademiniame diskurse dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos instituto reikšmės ir apimties oficialaus siūlymo metu taip pat nėra vieningos nuomonės. Nesutariama, kas yra sutartinai veikiantys asmenys, kokias išimtis iš pareigos teikti oficialų siūlymą būtų tikslinga taikyti, ar akcininkai, turintys teisę pasitraukti už teisingą kainą, privalo siūlymo gavėjui nesudaryti nepagrįstų nuostolių. Be to, Europos Sąjungos akademinis diskursas pirmiausia apima stambiųjų Europos Sąjungos kapitalo rinkų problematiką, Lietuvoje pasitaikančios specifinės teisinio reguliavimo, jo įgyvendinimo problemos (pavyzdžiui, sprendžiant įgyvendinti Direktyvos 2004/25 11 straipsnio nuostatas dėl akcininkų teisių oficialaus siūlymo metu, 99 procentų Europos kapitalo rinkos reguliuojančių valstybių narių pasirinko taikyti Direktyvoje 2004/25 nustatytas išlygas, o Lietuva diskrecija nepasinaudojo) jame neliečiamos.

Atsižvelgus į tai, kas pasakyta, ir teoriškai, ir praktiškai darosi aktuali Lietuvos mokslinė oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo analizė. Pirmosios tokios Lietuvoje išsamios mokslinės analizės rezultatai galėtų padėti sukurti Lietuvoje tinkamą emitento akcininkų teisių ir teisėtų interesų įgyvendinimo, taip pat - jų gynimo mechanizmą. Teorinė pirmojo išsamaus tyrimo rezultatų reikšmė taip pat būtų vertinga teisės mokslui: oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo Lietuvoje tyrimas būtų pirmasis toks tyrimas, kuris suteiktų naujų argumentų moksliškai analizuojant su oficialaus siūlymo įgyvendinimu susijusias teisines problemas nedidelėse kapitalo rinkose. Tyrimo praktinė nauda taip pat būtų akivaizdi teismams, nagrinėjantiems ginčus dėl pareigos teikti oficialų siūlymą, praktikuojantiems teisininkams, konsultuojantiems bendroves įvairiais emitentų kontrolės perėmimo klausimais, įstatymų leidėjui, siekiančiam tobulinti dabartinį teisinį reguliavimą, Priežiūros institucijai, praktiškai priimančiai su oficialiu siūlymu susijusius sprendimus.

Tyrimo objektas - oficialaus siūlymo dėl emitento vertybinių popierių teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas Lietuvoje.

Tyrimo ribos. Jame nebus liečiamas oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir įgyvendinimo efektyvumo klausimas apskritai Europos Sąjungoje ar trečiosiose valstybėse.

Kadangi priėmus Direktyvą 2004/25 oficialaus siūlymo reguliavimo pagrindinės taisyklės (su tam tikromis išlygomis) buvo suvienodintos visoje Europos Sąjungoje, darbe taip pat nebus aptarinėjama oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo bei jo įgyvendinimo kritika ar siūlymai, kurie teisiniu ir politiniu požiūriu nėra aktualūs, nes artimiausiu metu reglamentavimo pokyčiai Europos Sąjungoje nenumatomi.

Įsigaliojus Lisabonos sutarčiai, Europos Parlamentas gavo teisėkūros įgaliojimus, pagal kuriuos jis kartu su Europos Sąjungos Taryba pagal bendro sprendimo procedūrą įgavo teisę spręsti dėl teisės aktų (įskaitant direktyvas) priėmimo ir pakeitimų. Šiuo metu

Europos Sąjungoje yra dvidešimt aštuonios valstybės narės. Tokioje situacijoje yra sudėtinga ar net neįmanoma inicijuoti Lietuvos finansų rinkai galimai reikalingus esminius Direktyvos 2004/25 pakeitimus. Juo labiau, kad Europos Komisija atliko oficialaus siūlymo įgyvendinimo Europos Sąjungoje analizę ir konstatavo, kad būtinybės skubiai daryti Direktyvoje 2004/25/EB esminius pakeitimus nesama, tokiai jos pozicijai neprieštaravo ir Europos Parlamentas. Todėl darbe Lietuvos pasirinkta Direktyvos 2004/25/EB perkėlimo ir oficialaus siūlymo įgyvendinimo koncepcija vertinama nekeliant politiškai ir teisiškai mažai tikėtino uždavinio Lietuvai palankia kryptimi inicijuoti ir tuo būdu pakeisti teisinį reguliavimą Europos Sąjungos lygmeniu.

Tyrimo tikslas – oficialaus siūlymo instituto Lietuvoje teisinio reguliavimo efektyvumo įvertinimas ir praktinių jo padidinimo būdų paieška. Analizuojant Europos Sąjungos bei Lietuvos teisinius dokumentus, kitus šaltinius, taip pat mokslinę literatūrą, darbe siekiama detalizuoti Lietuvoje egzistuojančio oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo problemą, nustatyti egzistuojančias spragas bei pasiūlyti konkrečias priemones joms pašalinti.

Siekdami minėto tikslo, keliame tokius **tyrimo uždavinius**:

1. Nustatyti Direktyvos 2004/25 priėmimo teisines prielaidas bei politinio kompromiso pagrindu priimtos Direktyvos 2004/25 minimalaus harmonizavimo klausimą. Rezultatai padės įvertinti oficialų siūlymą reglamentuojančių teisės normų Lietuvoje atitikimą Direktyvai 2004/25, nustatyti esamus trūkumus ir koreguoti teisės normas laikantis Direktyvos 2004/25 nuostatų, drauge pasinaudojant jos leidžiama diskrecija ir išlygomis, taip pat – atskleisti Lietuvos įstatymų leidėjo pasirinkimo priežastis bei tinkamumą.
2. Palyginus Lietuvos teisinį reguliavimą su kitų valstybių narių teisiniu reguliavimu įvertinti, ką Lietuvos įstatymo leidėjas ir oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo įgyvendinimo priežiūrą atliekanti institucija galėtų sėkmingai perimti iš kitų valstybių narių praktikos.
3. Identifikuoti praktines oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo problemas remiantis Lietuvos teismų praktika, nustatyti būdus ir priemones, kurios padėtų oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą, jo įgyvendinimą padaryti veiksmingesniu, teisingesniu ir proporcingesniu.

Tyrimo apžvalga. Įvairius oficialaus siūlymo instituto aspektus yra analizavę nemažai užsienio mokslininkų: D. V. Gerven, M. Burkart M., F. Panunzi, A. Kouloridas, E. Shuster, A. Haan-Kamminga, N. Harvey, G. Norman, A. Nourry, G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch ir kiti. Šių tyrėjų darbuose yra pakankamai išsamiai aptartas Direktyvos 2004/25 efektyvumas, harmonizavimo ir jos taikymo specifika išsivysčiusiose Europos Sąjungos valstybėse narėse. Minėti tyrimai yra naudingi, tačiau nepakankami Direktyvos 2004/25 ir pareigos teikti oficialų siūlymą Lietuvoje teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo efektyvumo tyrimui, nes Lietuvoje oficialaus siūlymo instituto funkcionavimas gerokai skiriasi nuo išvystytų finansų rinkų funkcionavimo. Todėl darbe keliamiems uždaviniams išspręsti būtina pradėti nuo ištakų – pirmiausia nustatyti Direktyvos 2004/25 priėmimo teisines prielaidas ir Direktyvos 2004/25 rekomendacinių nuostatų priežastis, taigi atlikti su Direktyvos 2004/25 priėmimu susijusių parengiamųjų dokumentų analizę.

Aptarsime Lietuvos oficialaus siūlymo tyrimų problemos istoriografiją bei šaltinius. Oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo problemos Lietuvoje, lyginant su esančiomis valstybėse narėse, kurių finansų rinkos yra labiau išsivysčiusios nei Lietuvos, gerokai skiriasi (apie tai bus plačiau kalbama antroje darbo dalyje). Apie nacionalines problemas oficialaus siūlymo tematika pirmasis Lietuvoje yra rašęs Rolandas Misius straipsnyje "Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos". Straipsnyje yra išryškinti kai kurie 2005 metų laikotarpiu egzistavę reguliavimo trūkumai, tačiau po straipsnio pasirodymo oficialaus siūlymo teisinis reglamentavimas Lietuvoje buvo iš esmės patikslintas.

Kitos publikacijos, aptariančios Lietuvos oficialaus siūlymo problematiką, yra susijusios su Tomo Talučio ir darbo autoriaus įnašu. Oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo klausimai nagrinėti T. Talučio ir V. Šenavičiaus straipsnyje, liečiančiame oficialaus siūlymo probleminius praktinius aspektus. Minėtinas ir V. Šenavičiaus straipsnis smulkiųjų akcininkų apsaugos oficialaus siūlymo metu klausimu. Praktiniai oficialaus siūlymo įgyvendinimo klausimai ir po Lietuvos finansų rinkos priežiūros sujungimo atsirandantys iššūkiai aptarti kitame T. Talučio ir disertacijos autoriaus straipsnyje, su finansų įstaigų nemokumu susiję oficialaus siūlymo aspektai paliesti V. Šenavičiaus straipsnyje apie kuriamą „bankų sąjungą".

Kadangi tyrimų dabartine Lietuvos oficialaus siūlymo problematika daugiau nėra, disertacijoje tiriant oficialaus siūlymo teisinį reglamentavimą ir jo įgyvendinimą, nagrinėjant Lietuvoje esančio reglamentavimo priežastis, identifikuojant oficialaus siūlymo įgyvendinimo problematiką Europos Sąjungoje ir Lietuvoje taip pat yra remiamasi Europos Sąjungos valstybių narių ir kitų šalių mokslininkų darbais.

Kaip svarbus disertacijos tyrimų šaltinis minėtini Direktyvos 2004/25 parengiamieji dokumentai, taip pat dokumentai, susiję su Europos Sąjungos institucijų pozicija dėl oficialaus siūlymo sampratos, Europos Sąjungos Teisingumo Teismo, Europos Laisvosios Prekybos Asociacijos Teismo praktika.

Tiriant Lietuvos atvejį, didelę vertę turi atskirų institucijų, kurios buvo atsakingos užtikrinant oficialaus siūlymo įgyvendinimą Lietuvoje, pirminiai šaltiniai – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos (kaip buvusios finansų rinkos Priežiūros institucijos), Lietuvos banko (kaip dabartinės Priežiūros institucijos) sprendimai, nutarimai bei išaiškinimai. Labai svarbūs tyrimui taip pat yra Lietuvos teismų praktikos dokumentai.

Tyrimo metodologija. Tiriant oficialaus siūlymo teisinį reguliavimą ir jo įgyvendinimą Lietuvoje, darbe bus naudojami teoriniai lyginamasis, istorinis lyginamasis, teleologinis, sintezės, sisteminės analizės, alternatyvų metodai. Tyrimo metu analizuojant teisinius dokumentus bus taikomas dokumentų analizės metodas.

Lyginamojo metodo pagalba oficialų siūlymą Lietuvoje reglamentuojančios teisės normos bus lyginamos su kitų valstybių narių teisėje oficialų siūlymą reglamentuojančiomis teisės normomis, o Lietuvos teismų praktikoje oficialų siūlymą reglamentuojančių teisės normų aiškinimo problemos aptariamos jas siejant su kitų valstybių narių bei Europos Sąjungos Teisingumo Teismo ir Europos Laisvosios Prekybos Asociacijos Teismo praktika.

Teleologinis metodas padės ištirti atskirų teisės normų, reglamentuojančių oficialų siūlymą, įtraukimo į teisės aktus aplinkybes; nustatyti tikruosius įstatymo leidėjo (Lietuvoje ir Europos Sąjungoje) tikslus ir ketinimus priimant įstatymų nuostatas; išsiaiškinti akcininkų teisių ir teisėtų interesų įgyvendinimo ir gynimo ribas teikiant oficialų siūlymą ir optimalų šių ribų santykį siekiant, kad oficialus siūlymo institutas veiktų efektyviai.

Taikant teisinių dokumentų analizės metodą, bus analizuojami Lietuvos, užsienio valstybių bei Europos Sąjungos teisės aktai, reglamentuojantys oficialų siūlymą, taip pat priežiūrą atlikusios Vertybinių popierių komisijos ir jos teisių perėmėjo Lietuvos banko sprendimai ir nutarimai, susiję su oficialaus siūlymo įgyvendinimu. Šio metodo pagalba Europos Sąjungos Teisingumo Teismo, Europos Laisvosios Prekybos Asociacijos Teismo, Lietuvos Konstitucinio Teismo nutarimų, Lietuvos Aukščiausiojo Teismo, žemesnių teismų civilinių bei administracinių bylų, Vertybinių popierių komisijos, Lietuvos banko raštų analizės keliu bus siekiama įvertinti, ar oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas Lietuvoje yra suderintas su Direktyvoje 2004/25 įtvirtintais oficialaus siūlymo reglamentavimo principais ir ar atitinka kitų valstybių narių praktiką. Alternatyvų metodo pagalba bus ieškoma, kaip pasinaudojant kitų Europos Sąjungos valstybių narių praktika būtų galima spręsti Lietuvoje pasitaikančias efektyvaus oficialaus siūlymo teisinio reglamentavimo ir jo įgyvendinimo kliūtis.

Disertacijos ginamasis teiginys. Šiuo metu Lietuvoje besireiškiantys oficialaus siūlymo instituto teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo trūkumai yra tiesiogiai susiję su neteisingu Direktyvos 2004/25 esmės suvokimu. Iš tiesų Europos Sąjungos Direktyva 2004/25 nesukūrė ir nesiekė sukurti valstybėse narėse vienodo privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo. Jos pamatinių nuostatų esmė buvo numatyta tik teorinė, bendra, o jų detalizavimas ir praktinis pritaikymas buvo paliktas įstatymiškai realizuoti ir įgyvendinti pačioms valstybėms narėms, tarp jų – ir Lietuvai.

Tyrimo struktūra. Darbą sudaro įvadas, mokslinis tyrimas (3 dalys), išvados ir rekomendacijos, naudotos literatūros ir šaltinių sąrašas.

Įvade aptariama tyrimo problema, jos aktualumas, ištirtumas, tyrimo objektas, ribos, tikslas, uždaviniai, metodai ir metodologinės nuostatos, literatūros ir tyrimų apžvalga, tyrimo struktūra.

Pirmoje darbo dalyje analizuojamos oficialaus siūlymo Europos Sąjungoje atsiradimo prielaidos, jo teisinio reglamentavimo ištakos, samprata ir funkcijos. Aptariamas pareigos teikti oficialų siūlymą suvienodintų taisyklių reguliavimo ir jo įgyvendinimo diskursas Europos Sąjungoje, taip pat vadinamosios oficialaus siūlymo baigtimi suinteresuotų asmenų gynybos priemonės, susijusios su pareiga teikti oficialų siūlymą, ir jų reikšmė oficialaus siūlymo harmonizavimui Europos Sąjungoje ir Lietuvoje. Analizuojama ir išryškinama į valstybių narių teisę perkeliamų bendrų Direktyvos 2004/25 nuostatų dėl oficialaus siūlymo esmė ir idėja, pagal kurią bendrųjų nuostatų perkėlimas į valstybės teisę negali būti automatiškas: kiekviena valstybė narė, remdamasi bendromis pagrindinėmis Direktyvos 2004/25 oficialaus siūlymo reguliavimo taisyklėmis, privalo sau pati susikurti lankstų jų praktinio funkcionavimo modelį, papildytą savitomis taisyklėmis ir išimtimis, tenkinančiomis individualią valstybės narės situaciją. Atskleidžiama, kad automatiškas Direktyvos 2004/25 nuostatų perkėlimas nėra efektyvus.

Antroje darbo dalyje yra nagrinėjama, kam gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą. Tiriamos oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo ir jo įgyvendinimo problemos, susijusios su Direktyvoje 2004/25 nurodomu lankstumu taikant išimtis oficialaus siūlymo metu, pagal kurias oficialus siūlymas gali būti neteikiamas ar koreguojama oficialaus siūlymo kaina.

Trečiojoje darbo dalyje analizuojamos smulkiojo akcininko ir perėmėjo teisių ir teisėtų interesų ribos. Šioje dalyje nagrinėjama Lietuvos teismų praktika, atskleidžiami svarbiausi oficialiu siūlymu suinteresuotų šalių motyvai, tikslai, identifikuojamos teismų praktikos

tendencijos sprendžiant dėl oficialaus siūlymo teikimo kylančius ginčus. Taip pat aptariami atsakomybės už pareigos teikti oficialų siūlymą nevykdymą praktiniai aspektai. Analizuojamos ir lyginamos emitentų kontrolės perėmėjams kylančios sankcijos už atsisakymą skelbti oficialų siūlymą. Sankcijų efektyvumas Lietuvoje vertinamas pasiremiant Lietuvos teismų praktika, Priežiūros institucijos raštais, taip pat nutarimais, susijusiais su sankcijų emitento kontrolės perėmėjams skyrimu.

Tyrimo išvados ir rekomendacijos.

1. Tyrimo metu pasitvirtino darbe keliamas ginamasis teiginys. Iš tiesų Europos Sąjungos Direktyva 2004/25 nesukūrė ir neturėjo tikslo sukurti valstybėse narėse vienodo privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo. Šis požiūris yra itin svarbus teisingai suvokiant ir taikant šalyse narėse esminius Direktyvos 2004/25 principus.
   Lietuvos savarankiška ir kūrybiška įstatymų leidyba, savo pačios sukurtais įstatymais bei metodais individualizuojanti, teoriškai ir praktiškai išplėtojanti ir pritaikanti Direktyvos 2004/25 teorinius principus taip, kad jie atitiktų jos nacionalinę specifiką ir teisines tradicijas, buvo tas pagrindinis kelias, kuriuo privalėjo eiti privalomo oficialaus siūlymo instituto tobulinimo ir jo praktinio taikymo modernizavimas šalyje ir drauge jo harmonizavimas bendru Europos Sąjungos lygmeniu.
2. Lietuvoje likus nedetalizuotoms Direktyvos 2004/25 nuostatoms, tapo ne visada aišku, ar teikiant privalomą oficialų siūlymą būtina laikytis oficialų siūlymą reglamentuojančių nuostatų. Teisinis neapibrėžtumas dėl asmenų, kuriems kyla pareiga teikti oficialų siūlymą, oficialaus siūlymo taikymo srities, išimčių taikymo neapibrėžtumas sukėlė sunkumų perėmėjui, siekiančiam tinkamai įvertinti prisiimamą riziką, Priežiūros institucijai, turinčiai pareigą prižiūrėti oficialaus siūlymo instituto veikimą Lietuvoje, taip pat teismams, sprendžiantiems ginčus, kylančius tarp oficialiu siūlymu suinteresuotų asmenų.
3. Lietuvoje perėmimo metu valdyba be akcininkų sprendimo neturi teisės priimti sprendimų, trukdančių oficialaus siūlymo įgyvendinimui. Perėmimo metu Lietuvoje taip pat negali galioti susitarimai, draudžiantys perleisti bendrovės akcijas (vadinamosios „persilaužimo" nuostatos). Dėl nepakankamo reglamentavimo nėra aišku, ko įstatymo leidėjas siekė perkeldamas „persilaužimo" nuostatas. Todėl perėmėjui kyla rizika, kad su kitais stambiaisiais akcininkais sudaryti susitarimai, kuriais susitariama nedalyvauti oficialiame siūlyme, gali būti laikomi prieštaraujančiais imperatyvioms Vertybinių popierių įstatymo nuostatoms. Lietuvoje nėra apibrėžta, kaip „persilaužimo" atveju turėtų veikti Direktyvoje 2004/25 aptariami akcininkų teisių kompensavimo mechanizmai. Pasinaudojant kitų Europos Sąjungos valstybių narių praktika, skatinant perėmimus, efektyviai reglamentuojant perėmėjo interesus ir valstybės interesus dėl strateginę reikšmę turinčių įmonių apsaugos perėmimo metu, „persilaužimo" nuostatos Lietuvoje turėtų būti taikomos tik tada, kai tokią išimtį nustato bendrovės akcininkai.
4. 2015 m. pabaigoje įsigaliojęs Lietuvos nacionalinio reguliavimo ypatumas, pagal kurį uždarojo tipo kolektyvinio investavimo subjektų investicinių vienetų ar akcijų turėtojams gali kilti pareiga teikti oficialų siūlymą, turėtų būti vertinamas kritiškai. Iš įsigaliojusių pakeitimų nėra aišku, ar į oficialaus siūlymo taikymo sritį įeina tik investicinės bendrovės akcijos, ar ir investicinio fondo investiciniai vienetai, o įstatymų leidėjas pa-

rengiamuosiuose dokumentuose savo pasirinkimo išplėsti oficialaus siūlymo taikymo sritį nepaaiškina. Atsiradus minėtiems pakeitimams, kolektyvinio investavimo subjektų investuotojų interesai tapo apsaugoti žymiai labiau nei įprastų vertybinių popierių emitentų akcininkų. Ši situacija yra ydinga, nes perteklinė kolektyvinio investavimo subjektų investuotojų apsauga gali lemti institucinių investuotojų pasitraukimą ar sprendimą neinvestuoti.

5. Pareiga teikti oficialų siūlymą turėtų kilti tik tiems vertybinių popierių emitentams, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje. To Vertybinių popierių įstatymas konkrečiai nenumato, todėl praktikoje teikti oficialų siūlymą reikalaujama ir iš emitentų, kurių vertybiniais popieriais reguliuojamoje rinkoje nėra prekiaujama (AB „Lietuvos draudimas“ atvejis). Direktyva 2004/25 nėra siekiama, kad oficialus siūlymas būtų teikiamas dėl bendrovės, kurios vertybiniais popieriais nėra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje. Todėl Lietuvoje būtų tikslinga susiaurinti oficialaus siūlymo taikymo sritį.
6. Daugelis Europos Sąjungos valstybių narių yra nustačiusios nuo 4 iki 12 mėnesių laikotarpį, per kurį asmuo turi teisę perleisti dalį akcijų ir neteikti oficialaus siūlymo. Svarbiausia yra apie peržengimą nedelsiant informuoti priežiūros instituciją. Lietuvoje šia išimtimi iš pareigos teikti oficialų siūlymą galima pasinaudoti tik tuo atveju, jeigu vertybiniai popieriai yra perleidžiami nedelsiant. Taigi išimtimi be nuostolių tampa sudėtinga pasinaudoti bendrovei, kuri, pavyzdžiui, dėl įvykusio susijungimo ar apsijungimo peržengė Vertybinių popierių įstatyme nurodytą ribą. Vertybinių popierių įstatymo nuostata, nurodanti visų balso teisių netekimą iš karto po ribos peržengimo reiškia, kad stambusis akcininkas sieks 1/3 slenkstį viršijančias akcijas perleisti kiek galima greičiau. Šios priežastys gali lemti staigų akcijų kainos kritimą jas parduodant reguliuojamoje rinkoje. To pasekmė - smulkiųjų akcininkų, kurie yra įsigiję bendrovės akcijų, nuostoliai, ir stambiojo akcininko nuostoliai, susiję su siekiu 1/3 viršijančią dalį akcijų parduoti kiek galima greičiau.
7. Vertybinių popierių įstatyme nėra numatyta Priežiūros institucijos teisės spręsti dėl oficialaus siūlymo neteikimo kitais nei Vertybinių popierių įstatyme numatytais pagrindais. Tai nulemia aplinkybę, kad pareiga teikti oficialų siūlymą Lietuvoje yra suprantama žymiai plačiau nei nusistačiusi absoliuti dauguma kitų valstybių narių. Oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas Lietuvoje galėtų vykti pagal kitų Europos Sąjungos valstybių narių, kuriose teisė taikyti išimtis Priežiūros institucijai yra suteikiama, pavyzdį. Tokiose valstybėse narėse perėmėjas gali kreiptis į Priežiūros instituciją, nurodydamas išsamias priežastis, dėl kurių oficialus siūlymas neturėtų būti teikiamas, o Priežiūros institucija priima sprendimą dėl diskrecijos taikymo.
8. Direktyvoje 2004/25 nėra išskiriami atvejai, kada Priežiūros institucija turi teisę leisti koreguoti oficialaus siūlymo kainą, o kada – to reikalauti. Lietuvoje teisė reikalauti ir teisė leisti keisti oficialaus siūlymo kainą formuoja tokią situaciją, kad teisiškai Priežiūros institucija šiomis teisėmis pasinaudoti neturi galimybės, o praktikoje sprendimai dėl oficialaus siūlymo kainos koregavimo priimami ne pagal Vertybinių popierių įstatymo nuostatas**.** Vertybinių popierių įstatyme atskyrus leidimus ir reikalavimus, įstatymu atskirta Priežiūros institucijos teisė leisti nuo Priežiūros institucijos teisės reikalauti tikslinti oficialaus siūlymo kainą galimai susiaurina perėmėjo galimybes ginti savo interesus.

9. Lietuvoje egzistuojančios praktinės oficialaus siūlymo įgyvendinimo problemos didžiąja dalimi susijusios su tuo, kad pareiga teikti oficialų siūlymą nėra vykdoma ar vilkinama kelis metus. Lietuvoje nėra efektyvių ir specialiai oficialaus siūlymo atvejui pritaikytų priemonių tokiais atvejais ginti smulkiųjų akcininkų interesus. Stiprinant smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą, būtina įtvirtinti nuostatą, kad pareiga teikti oficialų siūlymą neišnyksta tol, kol ji bus įgyvendinta. Vieningą ir teisingą teismų praktiką paskatintų ir Priežiūros institucijos sprendimų dėl oficialaus siūlymo cirkuliarų priėmimo ar atmetimo viešas argumentavimas. Smulkiųjų akcininkų interesų apsauga, šalia jau esančių prevencijos priemonių, taip pat reikalauja įtvirtinti Vertybinių popierių įstatymo nuostatą, kad pareigos teikti oficialų siūlymą nevykdantis asmuo ar jų grupė netenka teisės disponuoti turimais emitento vertybiniais popieriais.
10. Sutartinai veikiančių asmenų buvimas Lietuvoje apibrėžiamas esant bet kokiems sutartiniams asmenų tarpusavio ryšiams. Taigi netgi bendra akcininkų pozicija dėl vieno ar kito valdymo klausimo gali būti laikoma sutartinio veikimo prezumpcija. Sutartinis veikimas lemia bendrą balsų skaičiavimą ir pareigą teikti oficialų siūlymą. Tokia situacija yra ydinga. Todėl yra reikalinga nustatyti, kad oficialaus siūlymo instituto atveju sutartinai veikiančiais asmenimis nėra laikoma bet kokia bendra akcininkų pozicija dėl valdymo klausimo.
11. Galiojantys įstatymai nesuteikia pakankamai įgalinimų Priežiūros institucijai efektyvaus oficialaus siūlymo įgyvendinimo srityje. Todėl nustatant teisingą kainą, taikant sankcijas, kitaip ginant smulkiųjų akcininkų interesus, Priežiūros institucija, siekdama išvengti ilgo bylinėjimosi, dažnai pasirenka neutralią poziciją ir aktyviai negina smulkiųjų akcininkų interesų. Dėl to manytume, kad Lietuvoje būtų tikslinga sukurti Priežiūros institucijos sprendimų dėl oficialaus siūlymo apskundimo mechanizmą, nustatant slenkstį, nuo kurio asmuo ar asmenų grupė Priežiūros institucijos sprendimus dėl oficialaus siūlymo galėtų skųsti. Pagal šį modelį Priežiūros institucijos sprendimus galėtų apskųsti smulkieji akcininkai, kurie visi kartu valdo daugiau nei 10 procentų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių arba daugiau nei 20 procentų visų vertybinių popierių, kuriuos valdo nesusiję asmenys. Toks teisinis reguliavimas skatintų Priežiūros instituciją suteiktais įgalinimais dėl diskrecijos naudotis atsakingai, iš kitos pusės - būtų eliminuoti atvejai, kuomet akcininkas, turintis itin nedidelę akcijų dalį, skundžia Priežiūros institucijos sprendimą, taip trukdydamas efektyviam oficialaus siūlymo įgyvendinimui.

MOKSLINIŲ PUBLIKACIJŲ DISERTACIJOS TEMA SĄRAŠAS

1. Talutis, T., Šenavičius, V., *Privalomo oficialaus siūlymo supirkti emitento akcijas teisinis reguliavimas Lietuvoje: probleminiai praktiniai aspektai,* (Jurisprudencija, 2010 2 (120)).
2. Talutis, T., Šenavičius, V., *Finansų rinkos priežiūra Europos Sąjungoje ir jos įtaka Lietuvai* (Viešoji politika ir administravimas, 11 (1), 2010).
3. V. Šenavičius, *Lietuvos finansų rinkos priežiūros reforma* (Societal innovations for global growth. 2012, No. 1 (1), p. 612-621.. Tekstas lietuvių; Santr. lietuvių, anglų k..
4. Šenavičius V., *Smulkiojo akcininko interesų apsauga privalomo oficialaus siūlymo metu: Europos Sąjungos ir Lietuvos patirtis,* (Socialinių mokslų studijos, 5(2), 2013).
5. Šenavičius V., *Europos Sąjungos viešosios politikos tendencijos bankų sektoriuje,* (Viešoji politika ir administravimas, 12 (3), 2013).

PRANEŠIMAI MOKSLO RENGINIUOSE

1. „Lietuvos finansų rinkos priežiūros reforma", SOCIN-2012, Vilnius, Mykolo Romerio Universitetas, 2012
2. „Privalomo oficialaus siūlymo teisinis reguliavimas besiformuojančiose rinkose" (angl. "*Regulation Of Mandatory Takeover Bids In The Emerging Countries*"). New Challenges in the European Area: Young Scientist's 1st International Baku Forum". International conference, Baku, 2013.

STAŽUOTĖS

1. 2015 m. rugsėjo – lapkričio mėn. Latvija, Latvijos universitetas, Teisės fakultetas.

GYVENIMO APRAŠYMAS

Vardas, pavardė:	**VYTAUTAS ŠENAVIČIUS**
Išsilavinimas	
	2008 m. rugsėjis – 2010 m. sausis
Kvalifikacija	Teisės magistro kvalifikacinis laipsnis
Įstaigos pavadinimas	Mykolo Romerio universitetas, Teisės fakultetas
Specializacija	Verslo teisė
	2004 m. rugsėjis – 2008 m. birželis
Kvalifikacija	Teisės bakalauro kvalifikacinis laipsnis
Įstaigos pavadinimas ir tipas	Mykolo Romerio universitetas, (Leičesterio universitetas – Erasmus)
Patirtis	
	2014 m. balandis – dabar
Pareigos	Partneris, advokatas
Darbovietė	Advokatų profesinė bendrija TVINS
Darbovietės veikla	Teisinės paslaugos
	2012 m. kovas – 2014 m. kovas
Pareigos	Finansų rinkų politikos departamento
Pagrindinės veiklos	Finansinių paslaugų skyriaus vyriausiasis specialistas Nuo 2013 m. sausio iki 2013 m. gruodžio darbas Europos Sąjungos Taryboje (darbo grupių pirmininkas, vicepirmininkas). **Nuo 2012 m. kovo** – Lietuvos Respublikos atstovavimas ginčuose dėl AB banko SNORAS bankroto (arbitražo ginčai, atstovavimas
Darbovietė	Lietuvos Respublikos Konstituciniame Teisme, kituose teismuose)
Darbovietės veikla	Lietuvos Respublikos finansų ministerija Viešasis administravimas
	2011 m. vasaris – 2011 m. spalis
Pareigos	Teisininkas
Pagrindinės veiklos	Teisinių paslaugų teikimas (bankininkystė ir finansai)
Darbovietė	Advokatų kontora Sorainen
Darbovietės veikla	Teisinių paslaugų teikimas
Apdovanojimai	
	2010 m. Nasdaq OMX Vilnius apdovanojimas už geriausią mokslinį darbą kapitalo rinkų tema;
	2013, 2014 Lietuvos mokslo tarybos apdovanojimas už mokslinius pasiekimus
	2013 Lietuvos Respublikos Prezidentės atminimo ženklas už asmeninį indėlį Lietuvos pirmininkavimo ES Tarybai metu

MYKOLAS ROMERIS UNIVERSITY

Vytautas Šenavičius

TAKEOVER BID FOR ISSUER'S SECURITIES: LEGAL REGULATION AND ITS IMPLEMENTATION

Summary of Doctoral Thesis
Social Sciences, Law (01 S)

Vilnius, 2016

The doctoral thesis was written from 2012 to 2016 at Mykolas Romeris University according to the right to carry out doctoral studies provided to Mykolas Romeris University and Vytautas Magnus University under the order of the Minister of Education and Science of the Republic of Lithuania, dated 8 June 2011, No. V-1019.

Scientific Supervisors:

2012-2014: Prof. Dr. Egidijus Baranauskas (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, 01 S);

2014-2016: Assoc. Prof. Dr. Tomas Talutis (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, 01 S).

The doctoral thesis will be defended at the Law Research Council of Mykolas Romeris University and Vytautas Magnus University:

Chairman:

Prof. Dr. Virginijus Bitė (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, 01 S).

Members:

Assoc. Prof. Dr. Lina Mikalonienė (Vilnius University, Social Sciences, Law, 01 S);

Assoc. Prof. Dr. Raimundas Moisejevas (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, 01 S);

Assoc. Prof. Dr. Solveiga Palevičienė (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law, 01 S);

Assoc. Prof. Dr. Andres Vutt (Tartu University, Republic of Estonia, Social Sciences, Law, 01 S).

The public defence of the doctoral thesis will take place at the Law Research Council at Mykolas Romeris University on 2 December, 2016 at 14.00 in the Conference Hall of Mykolas Romeris University (Room I-414).

Address: Ateities str. 20, LT-08303, Vilnius, Lithuania.

The summary of the doctoral thesis was sent out on 2 November, 2016.

The doctoral thesis is available at Martynas Mažvydas National Library of Lithuania (Gedimino ave. 51, Vilnius) and the libraries of Mykolas Romeris University (Ateities str. 20, Vilnius) and Vytautas Magnus University (K. Donelaičio str. 52, Kaunas).

Vytautas Šenavičius

TAKEOVER BID FOR ISSUER'S SECURITIES: LEGAL REGULATION AND ITS IMPLEMENTATION

Summary

Research problem. The institution of takeover bid has been known for contracting parties in the European Union for years. A duty to make a takeover bid arises where a person, acting independently or jointly with persons acting in concert with him/her, acquires shares which, when added to his/her existing holdings of those shares and the holdings of those shares of persons acting in concert with him/her, grant him/her voting rights in the general meeting of shareholders of that company, as a result enabling him/her to exert substantial influence on control of that company. Nevertheless, Member States did not have single uniform rules for takeovers for a long time. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (Directive 2004/25/EC) was adopted to address the above-mentioned issue.

In fact, Directive 2004/25/EC unified regulation of the institution of takeover bid only in part. According to many scholars and experts, the final wording of Directive 2004/25/EC should be regarded as a guidance and advisory document regulating protection of minority shareholders. Therefore, the legislation concerning takeover bid for the issuer's securities and putting it into practice were accompanied by extensive theoretical considerations in the academic discourse of the European Union. Some speculated that the takeover bid became the tool for profiting for minority shareholders in some Member States, whereas others speculated that it might have become the institution rarely used due to a wide range of exceptions. Some maintain that the legal regulation being developed in the European Union for over 30 years still remains a utopian cause with no prospects for a different political compromise in the near future. There are contrary opinions as well claiming that the legal premises shaped by Directive 2004/25/EC allow a Member State developing an effective institution of takeover bid in line with the principles recognised in the European Union.

The institution of takeover bid in Lithuania is regulated by the Law on Securities of the Republic of Lithuania. The latter stipulates that the takeover bid is divided into a mandatory takeover bid and voluntary takeover bid, and defines the procedure, principles, requirements for takeover bids, and limitations related to submission of mandatory bids. Under Article 36 of the Law on Securities of the Republic of Lithuania, the essence of the mandatory bid is that where a natural or legal person (or their group), acting independently or in concert with other persons, acquires shares that in connection with the holding held by him or by other persons acting in concert entitles him to more than 1/3 of votes at the general meeting of shareholders of the company in respect of whose shares a takeover bid is to be submitted, he must either 1) transfer securities exceeding this threshold; or 2) announce a mandatory takeover bid to buy up the remaining shares granting the voting

rights of the company in respect of whose shares a takeover bid is to be submitted and the securities confirming the right to acquire securities granting the voting rights.

Although the provisions of Directive 2004/25/EC concerning takeover bids were transposed into the national legislation of Lithuania, but the practical legal regulation in the latter cannot be viewed as consistent with the requirements for takeover bids in the European Union yet. Such situation was basically determined by the insufficient understanding and appreciation of Directive 2004/25/EC. The latter is actually a legal document of minimum harmonisation. Lithuania was obligated to adapt theoretical principles of Directive 2004/25/EC to its national law, i.e. to elaborate it independently and creatively. In view of the author, it has not been done, and the necessary exemptions of key importance to practice have not been introduced either. As a result, the legal regulation of the institution of takeover bid and its implementation in Lithuania are still being confronted with the four major difficulties:

1. Legal regulation existing in Lithuania is not sufficiently comprehensive, and the scope of application of takeover bid is arguable.
2. The legislative acts effective in Lithuania are leading to an exceptional situation where a takeover bid is fact must be announced without any limitations, i.e. on a broader scale than established in the absolute majority of other Member States.
3. Lack of detail in the legal rules along with the inefficient regime of sanctions is leading to a situation allowing for non-performance or delay of the obligation to make a takeover bid. As a result, a number of problems in practical implementation of the legal regulation arise, and they are not always handled justly.
4. The supervisory authority monitoring implementation of takeover bids exercises its discretionary powers which have not been granted to it by the effective legislation, and that leads to inadequate application of Directive 2004/25/EC, and legal uncertainty.

Such legal regulation of the capital market in Lithuania does not promote expansion of the capital market, and the implementation of such legal regulation is lacking a clear conception of the purpose and place of takeover bid. Although a takeover bid in Lithuania is considered a measure of protecting minority shareholders in the event of change of the company control where the person / entity taking over the company is not interested in implementing the takeover bid (i.e. seeking to avoid this obligation or to change the bid so as it is more favourable for the offeror), this institution falls short of its purpose, and becomes an obligation disconnected from the practice. Analysis of the publicly available information has revealed that transactions on transfer of shares triggering the obligation to make a takeover bid are not numerous. It is quite conceivable that inadequate and vague legislative acts determine the fact that development of the capital market in Lithuania through acquisitions of holdings of securities carrying voting rights on the regulated market is a rarely applied method.

In view of the foregoing, the **key research problem** is as follows: ineffectiveness of mandatory takeover bid legal regulation and its implementation in Lithuania. The present research is an attempt to answer the question whether the legal regulation and its implementation in Lithuania are effective, and what reasons are behind the current level of effectiveness, also what methods could increase their effectiveness.

Relevance and novelty of the research. Laws that regulate takeover bids have been operating for over twenty years in the Lithuanian law, but was substantially modernised in 2006, when Directive 2004/25/EC was transposed into the national legislation of Lithuania. However, the practice shows that sufficient basis for effective legal regulation and implementation of takeover bids has not formed yet. Theoretical legal assessment of the legal relations governing takeover bids and their practical application is problematic in many cases, and the existing legislation does not provide clear answers. For example, on a number of occasions announcing a takeover bid is abstained due to loopholes in the legal regulation, or such bid is made 7 years after the obligation originated. The current legislation prevents from applying the exemptions or exercising discretionary powers with respect to the obligation to announce a takeover bid necessary for effective regulation or its implementation. It is becoming complicated to adjust the bid price or to apply deterrent measures, thus protecting interests of minority shareholders.

It is also relevant and important for novelty of the research that the judicial practice related to application of the institution of takeover bid in Lithuania is only in its primary stage, whereas problems and challenges of regulating and putting into practice this institution are little discussed in the academic discourse of Lithuania. The overall academic discourse of the EU does not exhibit a uniform opinion regarding significance of the institution intended for protection of minority shareholders either. Scholars are in disagreement as to the definition of persons acting in concert, also which exemptions from the obligation to submit a takeover bid would be expedient, and whether the shareholders entitled to exit for the equitable price must refrain from inflicting unreasonable losses to the offeror. Furthermore, the academic discourse of the EU primarily covers issues of the largest capital markets of the European Union, and does not touch upon the specific problems of legal regulation and its implementation in Lithuania (e.g., in deciding whether to implement the provisions of Article 11 of Directive 2004/25/EC regarding shareholders' rights during the takeover bid, the Member States regulating 99 per cent of the European capital market selected to apply the limitations stipulated in Directive 2004/25/EC, whereas Lithuania did not exercise its discretion).

Considering the above, the scientific analysis of legal regulation of takeover bid in Lithuania seems to be relevant both theoretically and practically. The results of such first analysis in Lithuania might contribute to developing an adequate mechanism for exercising and protecting the rights and legitimate interests of the issuer's shareholders in Lithuania. The significance of the first in Lithuania thorough research results as theoretical materials would also be valuable to jurisprudence: the research into the legal regulation of takeover bid in Lithuania would be the first study of such nature providing new arguments for scholarly analysis of legal issues related to implementation of takeover bid in small capital markets. The practical value of the research would also be obvious for the courts hearing disputes over an obligation to make a takeover bid, for the practicing lawyers advising companies on a range of issues related to takeover of issuers' control, for the legislator seeking to improve the existing legal regulation, and for the supervisory authority taking decisions pertaining to takeover bids in practice.

Object of the research is legal regulation of takeover bid for the issuer's securities, and its implementation in Lithuania.

Scope of research. The legal regulation of takeover bid and its implementation in Lithuania. The study will not touch upon the issues related to effectiveness of legal regulation and its implementation in the European Union in general or in third countries.

Adoption of Directive 2004/25/EC unified (with certain limitations) the key rules for regulation of takeover bid in the entire European Union. Therefore, the present thesis will not discuss criticism pertaining to regulation (or its implementation) of takeover bid, or related suggestions which are not relevant in terms of law and politics, as changes in regulation in the European Union are not anticipated.

On coming into effect of the Treaty of Lisbon, the European Parliament was powers to create a legal framework which enabled it to decide on adoption and amending the legislative acts (including directives) jointly with the Council of the European Union. At present, there are twenty-eight Member States in the European Union. In such situation, it is complicated or even impossible to initiate amendments to Directive 2004/25/EC potentially required for the financial market of Lithuania. It is especially true bearing in mind that the Commission have conducted an analysis of application of the takeover bid in the EU and have stated that there was no need for urgent and major amendments to Directive 2004/25/EC, and the European Parliament did not object to such position of the Commission. That is why the conception for transposing of Directive 2004/25/EC and implementing of the institution of takeover bid is assessed in the present study without an objective (the outcome of which would be highly unlikely both politically and legally) to initiate and subsequently amend the legal regulation on the EU level in a manner more favourable to Lithuania.

Aim of the research is the evaluation of effectiveness of the institution of takeover bid in Lithuania, and a search for practical methods for its improvement. By means of the analysis of legal documents of the European Union and Lithuania, other sources as well as scholarly literature, the present study will attempt to identify in detail the problem of the existing legal regulation of takeover bid in Lithuania and its implementation, to determine the existing loopholes, and to suggest specific measures for elimination of the latter.

For the above-mentioned aim, the following **objectives of the research** are raised:

1. To identify legal premises related to adopting Directive 2004/25/EC, and the question of minimum harmonisation of Directive 2004/25/EC adopted on the basis of a political compromise. The results would enable assessing conformity of the legal rules governing the takeover bid in Lithuania with Directive 2004/25/EC, identify the present shortcomings, and modify the legal rules in accordance with the provisions of Directive 2004/25/EC simultaneously exercising the permitted discretionary powers and limitations, also to discover the reasons for the choice made by the Lithuanian legislator, and appropriateness of such choice.
2. After comparing the legal regulation in Lithuania with legal regulation in other Member States, to identify the aspects of the practice of other Member States which could be successfully adopted by the Lithuanian legislator and the supervisory authority monitoring implementation of the legal regulation of takeover bids.
3. To identify practical problems of legal regulation of takeover bid and its implementation based on the judicial practice in Lithuania, to determine the methods and measures which might contribute to making the legal regulation of takeover bid and its implementation more effective, equitable, and proportionate.

Historiography and sources of the research. The institution of takeover bid and its different facets have been analysed by a number of foreign scholars, out of which a special mention should be made of D. V. Gerven, M. Burkart, F. Panunzi, A. Kouloridas, E. Shuster, A. Haan-Kamminga, N. Harvey, G. Norman, A. Nourry, G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, and many others. The studies of those researchers contain quite comprehensive discussions of effectiveness of Directive 2004/25/EC harmonization and other specific obstacles of implementation of Directive 2004/25/EC in developed Member States. The said studies are valuable but they are not sufficient for the research into Directive 2004/25/EC and the legal regulation of the obligation to make a takeover bid in Lithuania (as well as its implementation) as the operation of the institution of takeover bid in Lithuania is noticeably different from functioning of developed financial markets. Thus, achieving of the objectives raised in the thesis requires looking into the genesis, i.e. at first establishing the legal premises for adopting Directive 2004/25/EC, and the reasons for the provisions of Directive 2004/25/EC to be treated as guidance, which would require to conduct an analysis of the preparatory documents related to adoption of Directive 2004/25/EC.

Let us discuss the historiography and sources of researches into problems of takeover bid in Lithuania. The first to write about national problems on the subject of takeover bid in Lithuania was Rolandas Misius in his article "Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos". The article highlights some of the shortcomings of the legislation as existed in 2005, but the legal regulation of takeover bid in Lithuania has been substantially updated since publication of the article.

Other publications related to issues of the institution of takeover bid in Lithuania are mainly by Tomas Talutis and the author of the present study. Issues of legal regulation of takeover bid were discussed in the article co-authored by Tomas Talutis and Vytautas Šenavičius on problematic practical aspects of takeover bid. The article by Šenavičius on protection of minority shareholders in the process of the takeover bid should be noted. Practical matters of implementing a takeover bid, and the challenges arising after merging of supervision of the financial market of Lithuania were scrutinised in other studies by Tomas Talutis and the author of the present thesis. The aspects of takeover bid related to insolvency of financial institutions were touched upon in the article by Vytautas Šenavičius on the "union of banks" which was in the making.

Since there are no other studies on the subject of takeover bid in Lithuania – for the purpose of the present thesis – the writings of scholars of the Member States and other countries are referred to in the research into the legal regulation (and its implementation) of takeover bid, the reasons for the existing regulation in Lithuania, and identifying the problems in application of takeover bid in the EU and Lithuania.

Preparatory documents of Directive 2004/25/EC should be noted as a significant source of the thesis. Other prominent sources include the documents related to the position of the EU institutions concerning the concept of takeover bid, the practice of the European Court of Justice, and the European Free Trade Association Court.

In scrutinising the case of Lithuania, the primary documents of separate institutions which were responsible for ensuring implementation of the institution of takeover bid in Lithuania are of significant value, i.e. decisions, resolutions and explications of the Securities Commission of the Republic of Lithuania (as the former supervising authority

of the financial market), and the Bank of Lithuania (as the present supervising authority). Documents of judicial practice of Lithuanian courts are also highly important for the research.

Research methodology. The present study employs theoretical comparative, historical comparative, teleological methods, a method of synthesis, systemic analysis, and alternatives for examination of the legal regulation of takeover bid and its implementation in Lithuania. The method of document analysis will be applied for the researched legal documents.

The comparative and historical comparative methods will help to elicit the general premises for shaping of the institution of takeover bid and the course of its development in the European Union, whereas the principles of historicity and consistency will help us to clarify why the last wording of Directive 2004/25/EC contains provisions the implementation of which is in disposition of each Member State.

By means of the comparative method, the legal rules governing the takeover bid in Lithuania will be compared to the legal rules governing the same matters in the law of other Member States, whereas the problems of interpreting the legal rules governing the takeover bid encountered by the Lithuanian courts will be discussed in view of the practice of the European Court of Justice, and the European Free Trade Association Court.

The teleological method will be applied in scrutinising the circumstances pertaining to inclusion of individual legal rules governing the takeover bid in the legislation; in identifying the actual aims of the legislator (both in Lithuania and in the European Union in general) when adopting specific provisions of the laws; to ascertain the scope of exercising and protecting rights and legitimate interests of shareholders when making a takeover bid, and to indicate the optimum scope for the institution of takeover bid to operate effectively.

The document analysis method will serve to analyse the legislative acts of Lithuania, foreign states and the European Union governing the takeover bid, also decisions and resolutions of the Securities Commission (which used to carry out supervision) and its assignee, namely the Bank of Lithuania, related to implementation of takeover bid. By means of this method, it will be attempted to assess whether the legal regulation of takeover bid in Lithuania has been harmonised with the principles for regulation of takeover bid stipulated in Directive 2004/25/EC, and whether it is consistent with the practice of other Member States based on the analysis of decisions of European Court of Justice, the European Free Trade Association Court, and the Constitutional Court of the Republic of Lithuania, civil and administrative proceedings at the Supreme Court of Lithuania and lower courts, documents issued by the Securities Commission and the Bank of Lithuania.

Defensible statement of the thesis. The present thesis is an attempt to prove that the currently existing shortcomings in the legal regulation of the institution of takeover bid and its implementation are directly related to the incorrect understanding of the essence of Directive 2004/25/EC. In fact, Directive 2004/25/EC did not (nor was intended to) create a unified mandatory legal regulation of takeover bid in Member States. Its underlying provisions set forth only a theoretical and general substance, whereas elaborating them in detail and putting them into practice was left for Member States (including Lithuania) though their relevant national laws.

Structure of research. The present study consists of the introduction, survey of literature and sources, the research (3 sections), conclusions and recommendations, and also a list of literature and sources used.

The introduction discusses the problem of the research, its relevance, the extent it has been studied by other scholars, the object, scope, aim, objectives, methods and methodological principles, and the structure of the research.

The survey of the relevant literature and sources discusses historiography and the sources used in the research.

The first section of the thesis examines the premises which led to the institution of takeover bid in the European Union, the genesis of its legal regulation, its conception and functions. The EU discourse concerning regulation of the unified (harmonized) rules for the obligation to make a takeover bid and its implementation is discussed along with the so-called defensive measures / defensive structures and mechanisms of the persons interested in the outcome of the takeover bid in relation to the obligation to make a takeover bid as well as their significance for harmonisation of takeover bid in the European Union and Lithuania. The thesis examines and highlights the essence of transposing of common provisions of Directive 2004/25/EC regarding the takeover bid into the national law of Member States, and the idea based on which transposing of the common provisions into the national law cannot be automatic: each Member State referring to the key common rules for regulation of the takeover bid as stipulated in Directive 2004/25/EC must independently create a flexible model of their practical operation supplemented with unique rules and exceptions suiting the individual situation of the Member State. It is revealed that an automatic transposition of provisions of Directive 2004/25/EC is not effective.

The second section of the study is focused on the question as to whom mandatory takeover bid rules apply. The problems pertaining to the legal regulation of takeover bid and its implementation are examined in terms of flexibility indicated in Directive 2004/25/EC in applying exceptions during the takeover bid, where based on such exceptions it may be abstained from making a takeover bid, or the bid price may be adjusted.

The third section of the thesis focuses on the scope of rights and legitimate interests of a minority shareholder and the person/entity taking over control. This section examines judicial practice of Lithuanian courts, reveals the motives and aims of the parties interested in the takeover bid, identifies trends in the judicial practice concerning disputes over launching of a takeover bid. Practical aspects of liability for non-performance of the obligation to submit a takeover bid are also discussed. The study examines and compares the sanctions for the persons/entities taking over control of issuers for their refusal to announce a takeover bid. Efficiency of sanctions in Lithuania is assessed based on the Lithuanian judicial practice, documents of the supervising authority as well as resolutions pertaining to imposing of sanctions on the persons/entities taking over the issuer's control.

Conclusions of research and recommendations.

1. The research has confirmed the defensible statement of the thesis. Directive 2004/25/EC actually has not created (nor was intended to do so) the uniform mandatory legal regulation of takeover bid in Member States. This position is particularly important for the correct understanding and application of the underlying principles of Directive 2004/25/EC in Member States.

An independent and creative legislation of Lithuania tailoring, expanding (both theoretically and practically), and adapting the theoretical principles of Directive 2004/25/EC through the national laws and its own methods so that they are consistent with the national specific features and legal traditions was that high road to be taken for the purpose of improvement of the institution of mandatory takeover bid and its practical implementation in the process of its modernisation in the country, and harmonisation on the overall level of the European Union.

2. As certain provisions of Directive 2004/25/EC have not been elaborated, it is not always clear whether in making a takeover bid it is necessary to adhere to the provisions governing the takeover bid. Legal uncertainty concerning the persons who/which have the obligation to make a takeover bid, the scope of application of takeover bid, laxity in terms of application of exemptions have also resulted in difficulties for the person/entity taking over the control in the company and seeking to adequately assess the risk to be assumed, for the supervising authority responsible for monitoring the operation of the institution of takeover bid in Lithuania, and for the courts resolving disputes between the persons interested in the takeover bid.
3. During a takeover in Lithuania, the management board has no right to adopt decisions inhibiting implementation of the takeover bid without a resolution of shareholders. In the course of a takeover in Lithuania, no arrangements prohibiting to transfer shares in the company are valid (the so-called "breakthrough" provisions). Due to insufficient regulation, the aims of the legislator in transposing the "breakthrough" provisions are not clear. Therefore, there is risk that the contractual agreements entered into with other majority shareholders for abstaining to participate in a takeover bid may be considered inconsistent with the imperative provisions of the Law on Securities. Lithuanian legislative acts do not define in what manner the compensation mechanisms for shareholders discussed in Directive 2004/25/EC should operate in the event of "breakthrough". Referring to the practice of other Member States, promoting takeovers, effectively regulating the interests of the person/entity taking over control and those of the State during takeovers of enterprises of strategic significance would allow application of the "breakthrough" provisions in Lithuania only when shareholders establish such exception.
4. The peculiar feature in national regulation stipulated in the revised Law on Securities (which came into effect in late 2015) stated that holders of "investment units or shares of closed-end collective investment undertakings" may be subject to obligation to make a takeover bid should be regarded critically. Based on the amendments which came into effect, it is not clear whether the scope of application of takeover bid covers only the shares of investment companies or the investment units of an investment fund as well, and the legislator does not explain its choice to expand

the scope of application of takeover bid in its preparatory documents. The above-mentioned amendments resulted in the situation where the interests of investors in collective investment undertakings are much more protected than the interests of shareholders of issuers of ordinary securities. Such situation is inappropriate as excessive protection of the investors in collective investment undertakings may prompt exit of institutional investors or their decision to abstain from investing.

5. The obligation to make a takeover bid should arise only for those issuers whose securities are traded on a regulated market. The Law on Securities does not stipulate it specifically. Therefore, in practice the issuers whose securities are not traded on a regulated market (the case of the insurance company AB Lietuvos draudimas) are not required to make a takeover bid either. Directive 2004/25/EC is not intended to require making takeover bids concerning the company whose securities are not traded on a regulated market. Thus, it would be purposeful to narrow the scope of application of takeover bid in Lithuania.
6. A number of Member States have established a period from 4 to 12 months during which a person is entitled to transfer a part of shares without making a takeover bid. The important thing is to notify the supervising authority of exceeding the threshold. In Lithuania this exemption from the obligation to submit a takeover bid can only be used only if the securities are transferred immediately. Thus, it is becoming complicated for a company which exceeded the threshold indicated in the Law on Securities as a result of a merger or acquisition to use the exemption without incurring loss. The provision of the Law on Securities which provides for disposal of voting rights immediately after the threshold is exceeded implies that a majority shareholder will attempt to transfer the shares exceeding the 1/3 threshold as soon as possible. Such reasons may determine a sudden price slump of the shares sold on a regulated market. The outcome would be losses of the minority shareholders who had acquired company shares, and the losses of the majority shareholder willing to transfer the part of the shares in excess of 1/3 to sell as soon as possible.
7. The Law on Securities does not provide for the right of the supervising authority to decide on refraining from submission of a takeover bid on the grounds other than stipulated in the Law on Securities. It determines the situation where the obligation to make a takeover bid in Lithuania is understood much more broadly than established in the absolute majority of Member States. The legal regulation of takeover bid in Lithuania could operate in accordance with the example of the Member States where the supervising authority is granted the right to apply exemptions. The person/entity taking over control may apply to the supervising authority in such Member States and indicate specific reasons due to which the takeover bid should not be submitted, and the supervising authority then adopts a decision on exercising discretion.
8. Directive 2004/25/EC does not distinguish cases when the supervising authority is entitled to allow and when to demand adjusting of the bid price. In Lithuania, the right to demand and the right to permit changing the price of a takeover bid are shaping a situation where the supervising authority is legally unable to exercise such rights, and in practice the decisions concerning adjusting of bid prices are adopted without adhering to the provisions of the Law on Securities**.** After permissions and

demands were separated in the Law on Securities, the right of the supervising authority to allow adjusting the bid price separated by the law from its right to demand such adjustment potentially limits possibilities of the person/entity taking over control in the company to defend its interests.

9. Practical problems of implementation of takeover bid in Lithuania are largely associated with the situation where the obligation to submit a takeover bid is not performed or is sometimes delayed for years. Lithuania does not have effective measures adapted specifically for the event of a takeover bid intended to protect interests of minority shareholders. To strengthen the protection of interests of minority shareholders it is necessary to set forth a provision that the obligation to submit a takeover bid does not expire until it is performed. A uniform and equitable judicial practice would be promoted by publicly presented arguments of decisions of the supervising authority to approve or reject circulars regarding takeover bids. Protection of interests of minority shareholders in addition to the existing preventive measures also requires establishing a provision of the Law on Securities that a person or a group of persons failing to perform the obligation to make a takeover bid forfeit/s the right to exercise control over their holdings of the issuer's securities.
10. The fact of persons acting in concert in Lithuania is defined given any contractual relations between/among the persons. Thus, even a unified position of shareholders regarding one or another issue of management may be considered as a presumption of acting in concert. Acting in concert causes a combined calculation of votes and an obligation to make a takeover bid. Such situation is inadequate. Therefore, it is necessary to establish that any unified position of shareholders regarding issues of management should not be treated as acting in concert in the event of the institution of takeover bid.
11. The effective legislation does not grant sufficient authorisations to the supervising authority in the area of effective implementation of takeover bid. Thus, when determining the equitable price, imposing sanctions or otherwise defending interests of minority shareholders, the supervising authority often opts for a neutral position to avoid lengthy litigation, and does not defend interests of minority shareholders actively. Therefore, in the view of the author, it would be expedient to create a mechanism of appeals against decisions of the supervising authority regarding takeover bids by establishing a threshold from which a person or a group of persons could file appeals against decisions of the supervising authority regarding takeover bids in Lithuania. Based on this model the decisions of the supervising authority could be appealed against by the minority shareholders who jointly hold more than 10 per cent of the securities carrying voting rights, or more than 20 per cent of the securities held by unrelated parties. Such legal regulation would encourage the supervising authority to exercise its discretionary powers responsibly, and would also eliminate such instances where a shareholder holding a particularly small part of shares appeals against a decision of the supervising authority thus inhibiting effective implementation of a takeover bid.

LIST OF SCIENTIFIC PUBLICATIONS RELATED TO THE THESIS

1. Talutis, T., Šenavičius, V., Mandatory takeover bid legal regulation in Lithuania: practical issues, (Jurisprudencija, 2010 2 (120)).
2. Talutis, T., Šenavičius, V., *Financial market supervision in Europe and its impact for Lithuania* (Viešoji politika ir administravimas, 11 (1), 2010).
3. V. Šenavičius, *Financial market supervision reform in Lithuania* (Societal innovations for global growth [elektroninis išteklius]. 2012, No. 1 (1), p. 612-621.
4. Šenavičius V., Protection of minor shareholder on mandatory bid: Europe's and Lithuania's practice, (Socialinių mokslų studijos, 5(2), 2013).
5. Šenavičius V., Public policy trends in banking sector in European Union, (Viešoji politika ir administravimas, 12 (3), 2013).

PRESENTATIONS IN SCIENTIFIC EVENTS

1. "*Financial market supervision reform in Lithuania*", SOCIN-2012, Vilnius, Mykolas Romeris University, 2012
2. "*Regulation Of Mandatory Takeover Bids In The Emerging Countries*"). New Challenges in the European Area: Young Scientist's 1st International Baku Forum". International conference, Baku, 2013.

SCIENTIFIC PLACEMENT

1. September 2015 – November 2015, Latvia, University of Latvia, Law Faculty.

CURRICULUM VITAE

VYTAUTAS ŠENAVIČIUS

Education

September 2008 – January 2010

Master's degree studies, Business Law

Mykolas Romeris University, Law faculty

September 2004 – June 2008

Bachelor's degree studies, Law

Mykolas Romeris University, Law faculty, (University of Leicester – Erasmus)

Experience

April 2014 - present
Partner, attorney-at-law
Law firm TVINS

March 2012 – March 2014
Financial Market Policy Department
Chief specialist (Lawyer)
January 2013 - December 2013 worked in Council of the European Union (chair and vice chair on negotiations in the Council and with European Parliament).

2011
Associate lawyer
Banking and finance
Law firm Sorainen
Legal Services

2007-2011
Chief lawyer
Company „Livila"
In-house law

Awards

2010 - Nasdaq OMX for the best research.
2013, 2014 Lithuanian Science Council award for academic achievements.
2013 Commemorative award of the President of the Republic of Lithuania for personal contribution during Lithuanian Presidency.

Šenavičius, Vytautas
OFICIALUS SIŪLYMAS DĖL EMITENTO VERTYBINIŲ POPIERIŲ: TEISINIS REGULIAVIMAS IR JO ĮGYVENDINIMAS: daktaro disertacija. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016. 146 p.

Bibliogr. 109–117, 129, 143 p.

ISBN 978-9955-19-826-0 (internete)
ISBN 978-9955-19-827-7 (spausdintinis)

Direktyva 2004/25 nesukūrė ir neturėjo tikslo sukurti valstybėse narėse vienodo privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo. Lietuvos savarankiška ir kūrybiška įstatymų leidyba, savo pačios sukurtais įstatymais bei metodais individualizuojanti, teoriškai ir praktiškai išplėtojanti ir pritaikanti Direktyvos 2004/25 teorinius principus taip, kad jie atitiktų jos nacionalinę specifiką ir teisines tradicijas, buvo tas pagrindinis kelias, kuriuo privalėjo eiti privalomo oficialaus siūlymo instituto tobulinimo ir jo praktinio taikymo modernizavimas šalyje ir drauge jo harmonizavimas bendru Europos Sąjungos lygmeniu. To nepadarius oficialaus siūlymo instituto teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas Lietuvoje vis dar susiduria su keturiomis svarbiausiomis kliūtimis: 1.Lietuvoje esantis teisinis reguliavimas nėra pakankamai išsamus, o oficialaus siūlymo taikymo sritis kelia abejonių. 2.Pagal Lietuvoje galiojančius teisės aktus klostosi išskirtinė situacija, kuomet oficialus siūlymas praktiškai turi būti teikiamas be išlygų, t. y. didesniu mastu nei yra nusistačiusi absoliuti dauguma kitų valstybių narių.3.Nepakankamas teisės normų detalumas ir neefektyvus poveikio priemonių režimas formuoja situaciją, kada pareiga teikti oficialų siūlymą gali būti nevykdoma arba vilkinama. Dėl to Lietuvoje kyla nemažai praktinių teisinio įgyvendinimo problemų, kurios ne visada yra sprendžiamos teisingai. 4.Oficialaus siūlymo įgyvendinimą prižiūrinti Priežiūros institucija naudojasi diskrecijos teisėmis, kurios pagal galiojančius teisės aktus jai nėra suteiktos, o tai veda prie netinkamo Direktyvos 2004/25 taikymo ir teisinio neapibrėžtumo.

Directive 2004/25/EC actually has not created (nor was intended to do so) the uniform mandatory legal regulation of takeover bid in Member States. An independent and creative legislation of Lithuania tailoring, expanding (both theoretically and practically), and adapting the theoretical principles of Directive 2004/25/EC through the national laws and its own methods so that they are consistent with the national specific features and legal traditions was that high road to be taken for the purpose of improvement of the institution of mandatory takeover bid and its practical implementation in the process of its modernisation in the country, and harmonisation on the overall level of the European Union. Failing this, the legal regulation of takeover bid and its implementation in Lithuania are still being confronted with difficulties: 1.Legal regulation existing in Lithuania is not sufficiently comprehensive, and the scope of application of takeover bid is arguable. 2. The legislative acts effective in Lithuania are leading to an exceptional situation where a takeover bid is fact must be announced without any limitations, i.e. on a broader scale than established in the absolute majority of other Member States. 3. Lack of detail in the legal rules along with the inefficient regime of sanctions is leading to a situation allowing for non-performance or delay of the obligation to make a takeover bid. As a result, a number of problems in practical implementation of the legal regulation arise, and they are not always handled justly. 4.The supervisory authority monitoring implementation of takeover bids exercises its discretionary powers which have not been granted to it by the effective legislation, and that leads to inadequate application of Directive 2004/25/EC, and legal uncertainty.

Šenavičius, Vytautas
OFICIALUS SIŪLYMAS DĖL EMITENTO VERTYBINIŲ POPIERIŲ: TEISINIS REGULIAVIMAS IR JO ĮGYVENDINIMAS

Daktaro disertacija
Doctoral Dissertation

Mykolo Romerio universitetas
Ateities g. 20, Vilnius
www.mruni.eu
roffice@mruni.eu

Parengė spaudai
UAB „Baltic Printing House“
Svajonės g. 40, LT -94101, Klaipėda
www.balticprinting.com
Maketavo *Marius Vaidaugas*
Tiražas 20 egz. Užsakymo Nr. 09748

Spausdino UA B „Baltijos kopija“
Kareivių g, 13B, Vilnius
www.kopija.lt
El. paštas info@kopija.lt