www.mruni.eu

Feliksas MILIUTIS

DAKTARO DISERTACIJA

Privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu

SOCIALINIAI MOKSLAI,
TEISĖ (01 S)
VILNIUS, 2014

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

Feliksas Miliutis

PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO TEISINIS REGULIAVIMAS AKCININKO TEISIŲ UŽTIKRINIMO EFEKTYVUMO POŽIŪRIU

Daktaro disertacija
Socialiniai mokslai, teisė (01 S)

Vilnius, 2014

Disertacija rengta 2009-2014 metais Mykolo Romerio universitete.

Mokslinis vadovas:
prof. dr. Egidijus Baranauskas (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

ISBN 978-9955-19-657-0
© Mykolo Romerio universitetas, 2014

TURINYS

PAGRINDINĖS DISERTACIJOJE VARTOJAMOS SĄVOKOS 7

ĮVADAS 8

1. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS: SAMPRATA IR VIETA AKCININKO TEISIŲ GYNYBOS (APSAUGOS) PRIEMONIŲ SISTEMOJE 18

1.1. Privalomo akcijų pardavimo sąvoka 18

1.2. Privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo istorijos apžvalga 21

1.3. Teisė į privalomą akcijų išpirkimą – *Pro et Contra* 25

1.3.1. Siekis perimti „taikinio“ įmonės kontrolę ir „nemokančiojo“ problema 25

1.3.2. Atstovavimo ir kitų įmonės valdymo kaštų problema 27

1.3.3. Privalomas akcijų pardavimas ir nuosavybės apsauga Europoje 28

1.3.3.1. Privalomo akcijų pardavimo teisės suderinamumas su EŽTK nuostatomis 29

1.3.3.1. Privalomo akcijų pardavimo teisės suderinamumas su LR Konstitucijos nuostatomis 38

1.4. Akcininko teisės ir jų gynybos (apsaugos) priemonės: samprata, rūšys ir klasifikacija 43

1.4.1. Teisė dalyvauti bendrovės valdyme (balsuoti akcininkų susirinkime) 45

1.4.2. Teisė kreiptis į teismą su ieškiniu 46

1.4.3. Teisė parduoti turimas bendrovės akcijas 49

1.4.4. Akcininko teisės į informaciją užtikrinimas 52

1.5. Privalomas akcijų pardavimas kaip akcininko teisių gynybos priemonė 52

2. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS JAV 56

2.1. Privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo būdai 56

2.2. Teisminio vertinimo standartai 58

2.2.1. „Ilgojo“ susijungimo būdu vykdomo privalomo akcijų pardavimo teisminio vertinimo standartas 59

2.2.2. OP privalomo akcijų pardavimo teisminio vertinimo standartas 60

2.3. Modelio įvertinimas akcininko teisių užtikrinimo aspektu 61

2.3.1. Modelio problemos 61

2.3.2. Siūlymai reformuoti modelį 63

3. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS ES 67

3.1. Direktyvos pagrindu įtvirtintas privalomo akcijų pardavimo modelis 67

3.2. Pagal ES valstybių narių nacionalinės teisės nuostatas egzistuojantys privalomo akcijų pardavimo modeliai 70

4. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS LIETUVOJE 75
4.1. Privalomo akcijų pardavimo taikymo apimtis 76
4.1.1. Įmonių, kurių vertybiniai popieriai gali būti privalomo akcijų pardavimo objektu, tipai 76
4.1.2. Vertybinių popierių, kurie gali būti privalomo pardavimo objektu, rūšys 78
4.2. Privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūra 79
4.2.1. Pagrindiniai procedūros elementai: 79
4.2.2. Didžiojo akcininko nustatytos kainos derinimas su priežiūros institucija 80
4.2.3. Privalomo akcijų pardavimo sustabdymas ir prievartinis elementas 83
5. „TEISINGOS“ PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO KAINOS PROBLEMA 85
5.1. Pridėtinė vertė ir jos padalijimas tarp didžiojo ir smulkiųjų akcininkų privalomo akcijų pardavimo metu 85
5.2. Akcijų vertinimo standartai 86
5.2.1. Rinkos vertė kaip privalomo akcijų pardavimo kainos standartas 87
5.2.2. Pardavimo trečiajai šaliai vertė kaip privalomo akcijų pardavimo kainos standartas 88
5.2.3. Veikiančio verslo vertė kaip privalomo akcijų pardavimo kainos standartas 90
5.3. „Teisingos“ kainos nustatymo metodai 90
5.3.1. „Blokinio“ metodo pritaikomumas privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti 91
5.3.2. Lyginamosios įmonės analizės pritaikomumas privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti 92
5.3.3. GPD metodo pritaikomumas privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti 92
5.3.4. Mažumos diskontas ir kitos privalomo akcijų pardavimo objektu esančių akcijų kainos korekcijos 93
5.4. JAV: „Teisingos kainos“ ir „Teisingos vertės“ samprata 94
5.4.1. „Teisingos kainos“ samprata valdymo organų fiduciarinių pareigų pažeidimo privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo metu procesuose 95
5.4.2. „Teisinga vertė“ ir pakartotinis privalomo akcijų pardavimo vertinimo procesas 97
5.5. Privalomo akcijų pardavimo kaina ES 99
5.5.1. „Teisinga“ kaina ir oficialus pasiūlymas: „teisingumo“ prezumpcija 99
5.5.2. Reikšminga ES šalių praktika nustant privalomo akcijų pardavimo kainą 103

5.6. „Teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina Lietuvoje 104
5.6.1. Privalomo akcijų pardavimo/pirkimo, kurio kaina yra oficialaus siūlymo supirkti visas emitento akcijas, kaina 105
5.6.2. Privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina tuo atveju, kai ji nėra nustatoma pagal oficialaus siūlymo kainą 107
IŠVADOS 118
PASIŪLYMAI IR REKOMENDACIJOS 123
NAUDOTŲ ŠALTINIŲ SĄRAŠAS 126
LITERATŪRA 127
SANTRAUKA 137
SUMMARY 156

DISERTACIJOJE VARTOJAMI TRUMPINIAI

AB – Akcinė bendrovė Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo prasme;
ABĮ – Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas;
CK – Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas;
DGCL – Delavero bendrasis įmonių įstatymas (*angl.* „Delaware General Corporation Law“);
EK – Europos Komisija;
ES (EB) – Europos Sąjunga (Europos Bendrija);
EP – Europos Parlamentas;
EŽTK – Europos Žmogaus Teisių Konvencija;
EŽTKO – Europos Žmogaus Teisių Komisija;
EŽTT – Europos Žmogaus Teisių Teismas;
Ibid – Ibidem;
JAV – Jungtinės Amerikos Valstijos;
JK – Jungtinė Karalystė;
LAT – Lietuvos Aukščiausiasis Teismas;
LRKT – Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas;
LR – Lietuvos Respublika;
LRS – Lietuvos Respublikos Seimas;
LRV – Lietuvos Respublikos Vyriausybė;
LVAT – Lietuvos vyriausiasis administracinis teismas;
Mem. – memorandumas;
OJ – Official Journal;
SEC – JAV vertybinių popierių ir mainų komisija (*angl.* Securities and Exchange Commision);
UAB – uždaroji akcinė bendrovė ABĮ prasme;
VPĮ – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas, kuris pakeitė galiojusį Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymą;
Ch. - Chancery Division – Law Reports (liet. Chancery skyrius – Teisės pranešimai (aut. past. Anglijos teisinių publikacijų leidinys)).

PAGRINDINĖS DISERTACIJOJE VARTOJAMOS SĄVOKOS

Sąvoka „įmonė“ arba „**bendrovė**“ šioje disertacijoje turėtų būti suprantama kaip atviro tipo ribotos civilinės atsakomybės akcinė bendrovė, kurios akcijomis yra prekiaujama viešai arba ne, išskyrus atvejus, kai šiame darbe yra nurodoma kitaip. Čia paaiškintina, kad „**prekyba viešai**“ šio darbo aspektu reiškia prekybą akcijomis reguliuojamoje biržoje.

Šiame darbe „**perėmimo pasiūlymu“**, „**perėmimo sandoriu“** ar „**oficialiu pasiūlymu**“ yra vadinamas viešas, savanoriškas ar privalomas, sąlyginis ar besąlyginis siūlymas, pateiktas visiems „taikinio įmonės“ akcininkams parduoti „siūlytojui“ jų turimas „taikinio įmonės“ akcijas už tam tikrą kainą.

Savo ruožtu, „**taikinio įmone**“ yra vadinama įmonė, dėl kurios akcijų yra paskelbtas oficialus pasiūlymas, kuri yra susijungimo sandorio šalimi (ir po tokio susijungimo nustos egzistuoti) ar įmonė, kurios akcijų atžvilgiu yra pradėta privalomo akcijų pardavimo / pirkimo procedūra.

„**Siūlytoju**“ šiame darbe bus laikomas fizinis ar juridinis asmuo, kuris siekia įsigyti „taikinio“ įmonės akcijų ar padidinti turimų „taikinio“ įmonės akcijų skaičių vėliau norėdamas tapti vieninteliu „taikinio“ įmonės akcininku.

„**Didžiuoju**“, „**kontroliuojančiu**“, „**stambiuoju**“, „**dominuojančiu**“ ar „**daugumos**“ akcininku šiame darbe yra vadinamas akcininkas, kuris turi „taikinio“ įmonės kontrolę ar turi tokią „taikinio“ įmonės kontrolę, kuri jam suteikia galimybę pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise.

„**Smulkiaisiais**“, „**mažaisiais**“ ar „**mažumos**“ akcininkais yra laikomi fiziniai ir / ar juridiniai asmenys, kurių kiekvieno atskirai turimų „taikinio“ įmonės akcijų suteikiamų balsų ir / ar kapitalo skaičius nesuteikia teisės į „taikinio“ įmonės kontrolę.

„**Kontrole**“ šioje disertacijoje yra laikoma situacija, kai konkretus bendrovės akcininkas ar kartu veikiančių akcininkų grupė gali daryti lemiamą įtaką bendrovės valdymui, įskaitant teisę paskirti ir atšaukti valdymo organų narius bei priimti esminius korporatyvinius sprendimus.

„Įmonės perėmimu“ šiame darbe vadinamas situacija, kai „taikinio“ įmonės kontrolę įgyja esamas „taikinio“ įmonės akcininkas ar kartu veikiantys akcininkai, arba kitas asmuo ar kartu veikiantys asmenys, o esamas kontroliuojantis „taikinio“ įmonės akcininkas „taikinio“ įmonės kontrolę praranda.

Taip pat paaiškintina, kad šioje disertacijoje daugeliu atvejų sąvoka „**privalomas akcijų pardavimas**“ apima ir sąvoką „**privalomas akcijų pirkimas**“, nebent iš konteksto matyti kitaip.

ĮVADAS

I. Privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) problema

Didžiojo ir smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų santykis yra vienas iš trijų pagrindinių elementų, sudarančių įmonių teisės (*angl.* „corporate law“) teorijos nagrinėjamų problemų pagrindą.[1] Privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) institutas (*angl.* „squeeze-out“) yra puikus šio santykio tarp didžiojo ir smulkiųjų įmonės akcininkų pavyzdys.[2] Smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos bei didžiojo akcininko interesų ir efektyvios įmonių perėmimo rinkos (*angl.* „efficient takeover market“) kategorijų konfliktiškas santykis privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) institute tampa pagrindine dilema įstatymų leidėjui nustatant privalomo akcijų pardavimo procedūrą ir įmonių perėmimus reguliuojančių taisyklių turinį[3], taip pat teismui priimant sprendimą konkrečioje dėl privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kilusioje byloje. Turint omenyje privalomo akcijų pardavimo procedūros prievartinį ir teisę į nuosavybę ribojantį pobūdį, kyla tokios procedūros suderinamumo su nacionalinių konstitucijų ir tarptautinių žmogaus teises reglamentuojančių dokumentų nuosavybės apsaugą garantuojančiomis nuostatomis problema. Be to, su privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) įteisinimu daugelyje jurisdikcijų yra siejama daug komplikuotų teisminių ginčų, iš kurių itin išsiskiria ginčai dėl „teisingos“ akcijos kainos ar „teisingos vertės“ nustatymo. Visi šie iš pačios privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisės esmės kylantys konfliktai išskiria šį teisinį konceptą iš kitų priemonių, skirtų užtikrinti akcininko teisių apsaugą uždaro ir atviro tipo įmonėse (jei privalomo akcijų pardavimo teisę apskritai galima laikyti akcininko teisių gynybos priemone – dėl platesnės diskusijos šiuo klausimu žr. 1.5. šios disertacijos poskyrį), pvz. tokių kaip įmonės veiklos tyrimas ar priverstinis akcijų pardavimas.

II. Privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinis reguliavimas ES, Lietuvoje ir kitose jurisdikcijose

Nors daugelyje, ypač bendrosios teisės tradicijai priskiriamų (JAV, Anglijoje), jurisdikcijų privalomas akcijų pardavimas (pirkimas) nėra naujas teisinis reiškinys, ES mastu jis žinomas neseniai. Paminėtina, jog privalomo akcijų pardavimo teisei artima priemonė, suteikianti teisę subjektui, įsigijusiam (tiesiogiai ar netiesiogiai) 90% ir daugiau kapitalo atviro tipo įmonėje, pateikti deklaraciją dėl įmonių grupės suformavimo ir smulkiųjų akcininkų turimų akcijų išpirkimo, buvo numatyta neoficialiame 9-tosios įmonių teisės direktyvos dėl įmonių grupių (*angl.* – „European Communities Draft Ninth Company Law Directive on the Conduct of Groups Containing a Public Limited Company as a Subsidiary“) projekte.[4] Visgi, 9-tosios įmonių teisės direktyvos dėl įmonių grupių projektas taip ir neįgavo EK pasiūlymo

---

1 Kraakman R. R. et al. *“The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*”. 2004, Oxford, Oxford University Press, p. 2, 22.

2 E.g. visų akcininkų lygiateisiškumas ir atstovavimo problema (angl. - *“agency problem”*).

3 Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:*“Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*”. [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. <http://ssrn.com/abstract=420940>, p. 6.

4 „*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*“ [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf., p. 55-56.

formos, todėl pirmasis ir vienintelis "sėkmingas" bandymas harmonizuotai įtvirtinti šį institutą ES mastu yra 2004 m. balandžio 21 d. Tryliktoji EB įmonių teisės Direktyva 2004/25/EB Dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (toliau – Direktyva).

Privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisės pristatymas buvo sutiktas palankiai, visgi, dėl kai kurių jos nuostatų Direktyva susilaukė didelės ir kategoriškos kritikos[5], ypač dėl to, kad nepasiekė pagrindinio ja siekto tikslo – harmonizuoti tam tikrus ES valstybių nacionalinės įmonių teisės aspektus, kas, savo ruožtu, sumenkina Direktyvoje įtvirtintos privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisės reikšmę.

Praėjus kelioms dienoms nuo Direktyvos priėmimo dienos, VPRĮ[6] pataisomis Lietuvoje buvo pirmąkart įteisinta privalomo akcijų pardavimo teisė, kuri, net prieš jos įtvirtinimą LR teisės sistemoje, susilaukė tam tikros visuomenės dalies neigiamos reakcijos.[7] Nors privalomas akcijų pardavimas greitai tapo gana populiarus ir naudojamas institutas – buvo inicijuota jau per 30 privalomų akcijų pardavimų,[8] kilo ir pirmieji ginčai, susiję su šios teisės įgyvendino procedūra ir vienu iš problematiškiausių jos aspektų – „teisingos" kainos nustatymu.[9] Be to, netrukus po šios teisės pristatymo Lietuvos teisės sistemoje buvo iškeltas jos atitikimo LR Konstitucijai klausimas.[10] Taip pat paminėtina, jog privalomą akcijų pardavimą reguliuojančios teisės normos Lietuvoje buvo keičiamos net tris kartus.[11]

Daug ilgų bei sudėtingų su privalomu akcijų pardavimu susijusių teisminių ginčų kyla ir JAV bei Anglijoje, kuriose šis institutas turi sąlyginai senas tradicijas.

III. Temos aktualumas ir naujumas bei iki šiol atliktų tyrimų apžvalga

Autoriaus žiniomis, lietuvių ir anglų kalba tėra tik keletas pastaraisiais metais publikuotų platesnės apimties mokslinių tyrimų privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) tematika. Lietuvių kalba privalomo akcijų pardavimo problematiką, tiesa tik Lietuvos mastu ir iš esmės tik konstitucinės jurisprudencijos aspektu, yra nagrinėjęs R. Misius[12] (2004).

---

5 Pvz., žr. Edwards V., "*The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*?". 2004, European Company and Financial Law Review, [Vol. 1:4].

6 *Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 1, 2, 3, 8, 9, 10, 11, 15, 16, 17, 19, 20, 22, 23, 26, 27, 29, 36, 40, 41, 48, 51, 52, 53, 57, 59, 61, 65 straipsnių pakeitimo bei papildymo ir įstatymo papildymo 19-1 straipsniu ir priedu įstatymas* (Valstybės Žinios, 2004, Nr. 73-2514).

7 Žr. Lietuvos laisvosios rinkos instituto nuomonę „*Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo 15 str. papildymo ir įstatymo papildymo 19*[1] *str. įstatymo projekto Nr. IXP-2879*" [interaktyvus]. [žiūrėta 12-07-07]. http://www.lrinka.lt/Tyrimai/Akcines/Vprist.phtml.

8 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje apžvalga*. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11] http://www.lsc.lt/uploads/Privalomoakcijupardavimo apzvalga.pdf ir Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje 2007 metais apžvalga*. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. http://www.vpk.lt/new/documents/Privalomas akciju pardavimas 2007 (inten zinute) (2) (2).doc.

9 Žr., pvz. Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. rugsėjo mėn. 25 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 2-657/2008; Lietuvos apeliacinio teismo 2009 m. birželio mėn. 19 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 2-636/2009.

10 2006 m. spalio 5 d. LRS narių grupės prašymas LRKT Nr. 1B-55/2006.

11 2004 04 27 įstatymu Nr. IX-2174; 2005 06 23 įstatymu Nr. X-270 ir 2013 01 17 įstatymu Nr. XII-148.

12 Misius R., "*Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika*". 2004, Jurisprudencija [Nr. 55:47], p. 90-101.

Užsienio mokslinėje literatūroje privalomo akcijų pardavimo temą ES ir ES valstybių narių teisės sistemų kontekste analizavo Timo Kaisanlahti[13] (2007) (kuris nagrinėjo oficialaus pasiūlymo metu pasiūlytų akcijų kainų įtaką nustatant po oficialaus pasiūlymo sekančio privalomo pardavimo kainas), Christoph Van Der Elst / Lientje Van Den Steen[14] (2006) (kurie nagrinėjo, ar bendrasis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas ES valstybėse narėse yra pakankamas mažumos akcininkų interesams užtikrinti), Marco Ventoruzo[15] (2010), kuris nagrinėjo skirtumus tarp ES ir JAV požiūrio į bendrąjį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą. JAV publikuotų mokslinių darbų, kuriuose pastaraisiais metais tiesiogiai ar netiesiogiai buvo nagrinėta privalomo akcijų pardavimo tema, taip pat yra nemažai. Paminėtinos L. Pinta[16] (2011) ir Christian A. Krebs[17] (2012) lyginamosios studijos, kuriose, atitinkamai, buvo nagrinėtas privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelis Italijoje ir JAV bei JAV ir Vokietijoje.

Perdėm efektyvus smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimas privalomame akcijų pardavime (pirkime) kartu reiškia neefektyvų didžiojo akcininko teisių užtikrinimą ir atvirkščiai. Visuose iki šiol atliktuose tyrimuose tyrimo objektu buvo privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo vertinimas būtent smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu. Autoriaus žiniomis, iki šiol nėra nė vieno mokslinio tyrimo, kuriame privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinis reguliavimas būtų specifiškai nagrinėtas akcininko (tiek didžiojo, tiek smulkiojo) teisių gynybos užtikrinimo efektyvumo požiūriu. Be to, nepaisant pakankamai didelio mokslinės literatūros privalomo akcijų pardavimo tema kiekio, nė vienas iš mokslinių darbų specifiškai nesiekia išskirti bendrų privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo JAV / ES lygmeniu ES valstybėse narėse elementų bei pateikti šių esminių elementų vertinimą didžiojo ir smulkiųjų akcininkų teisių ir teisėtų interesų gynybos efektyvumo požiūriu, kartu identifikuojant pagrindines praktikoje ir teorijoje kylančias problemas. Daugėjant vienos valstybės ribas (o kartu ir vieno kontinento ribas) peržengiančių susijungimų ir kitokių įmonių perėmimų skaičiui, kurių metu „taikinio" įmonei ir siūlytojui gali būti taikoma skirtinga teisė, šio darbo tema, siūlanti universalią ir iš esmės visoms pagrindinėms teisės sistemoms pritaikomą privalomo akcijų pardavimo teisės vidinės struktūros matricą, yra dar aktualesnė.

Taigi atsižvelgiant į privalomo akcijų pirkimo (pardavimo) instituto vidinį prieštaringumą, teisminių ginčų bei teorinio lygio diskusijų (kurių didesnioji dalis nėra mokslinės), kuriose keliamas didžiojo ar smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimo klausimas skaičių, šio tyrimo problema yra efektyvus akcininko teisių užtikrinimas teisiniu reguliavimu.

---

13 Kaisanlahti T. "*When is a tender price fair in the squeeze-out?*".2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 497-519.

14 Van der Elst C. ir Van den Steen L. "*Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out*". 2006, Financial Law Institute, University Gent.

15 Ventoruzzo M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*". 2010, Virginia Journal of International Law [Vol. 50:4], p. 842-917.

16 Pinta L. „*The U.S and Italy: controlling shareholders' fiduciary duties in freeze out mergers and tender offers*". NYU Journal of Law & Business, Spring 2011 Proceedings of the 2011 Annual Symposium: Regulatory Reform and the Future of the U.S. Financial System: An Examination of the Dodd-Frank Regulation, p. 931-974.

17 Krebs C. A. "*Freeze-out transactions in Germany and the U.S.: a comparative analysis*". German Law Juornal August 1, 2012, p. 941.

IV. Objektas

Visų be išimties teisminių ginčų bei teorinių diskusijų turinį sudaro akcininko (didžiojo ar smulkiojo) teisių ir interesų galimo(ų) pažeidimo(ų) klausimai, kurie, savaime suprantama, yra tiesiogiai susiję su galiojančiu privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisės teisiniu reguliavimu kaip pasekmė su savo priežastimi. Atsižvelgiant į šią aplinkybę, šio darbo objektas – privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinis reguliavimas.

V. Tikslas ir uždaviniai

Šio darbo tikslas – nustatyti privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinį reguliavimą bei jį įvertinti akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu identifikuojant pagrindines praktikoje bei teorijoje kylančias problemas. Trumpai paaiškintina, kad nors teisinio reguliavimo pakankamumas užtikrinant efektyvią jo adresato teisių apsaugą yra vertinamojo pobūdžio kategorija, bent objektyviuoju teoriniu aspektu čia akcininko teisių užtikrinimo efektyvumas bus suprantamas kaip situacija, kai nė vienas iš smulkiojo–stambiojo akcininkų teisinio santykio dalyvių neturi teisinio ar faktinio pranašumo – papildomų ir/ar su pareigomis nesusietų teisių, sudarančių pagrindą nepagrįstai praturtėti (nepagrįstas praturtėjimas čia suprantamas kaip smulkiųjų akcininkų požiūriu didesnės nei „tikroji“ „taikinio“ įmonės akcijų kainos gavimas arba didžiojo akcininko požiūriu – mažesnės nei „tikrosios“ „taikinio“ įmonės akcijų kainos sumokėjimas).

Nuosekliai siekiant išsamaus rezultato, kuris visiškai atitiktų aukščiau nurodytą tikslą, šiame darbe keliami šie uždaviniai:

1. Nustatyti ir pateikti privalomo akcijų pardavimo teisės sampratą bei privalomo akcijų pardavimo vietą teorijoje ir praktikoje įvardijamų esminių akcininko teisių ir jų gynybos priemonių sistemoje.
2. Nustatyti skirtingose jurisdikcijose egzistuojantį privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinį reguliavimą išskiriant šio reguliavimo tikslus bei pagrindines jo įgyvendinimą užtikrinančios institucinės sąrangos formas.
3. Išanalizuoti bendrąjį privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinį reguliavimą nustatant pagrindines akcininko teisių užtikrinimo problemas.
4. Išanalizuoti privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymą reglamentuojantį teisinį reguliavimą bei šiuo klausimu susiklosčiusią teismų praktiką nustatant ir pateikiant su tuo susijusias akcininko teisių užtikrinimo problemas.
5. Įvertinti privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo tinkamumą siekiant efektyviai užtikrinti akcininko teises bei, vadovaujantis užsienio šalių praktika, pateikti siūlymus kaip galima būtų patobulinti Lietuvoje esamą privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą.

VI. Ginamieji teiginiai

1. Privalomo akcijų pardavimo įteisinimas yra pagrįstas viešojo intereso sąlygotu poreikiu, kuris sutampa su didžiojo akcininko interesais ir, neatsižvelgiant į privalomo akcijų pardavimo prievartinį pobūdį, taip pat laikytinas atitinkančiu mažumos akcininkų interesus tuo atveju, jei yra nustatytos aiškios pasinaudojimo privalomo akcijų pardavimo teise sąlygos bei procedūra ir užtikrinama tinkama kompensacija už šios teisės įgyvendinimo metu paimamas akcijas.

2. Didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesų pusiausvyrą geriausiai įtvirtina privalomo akcijų pardavimo objektu esančių akcijų kaina, kuri yra lygi kiekvienai akcijai tenkančios įmonės kaip veikiančio verslo vertės, nustatytos grynųjų piniginių srautų diskonto metodu, daliai.
3. Lietuvoje egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas ir jo aiškinimas nepagrįstai prioritetą teikia mažumos akcininkų interesams bei nenustato iki galo tikslių privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūrinių aspektų, todėl turėtų būti tikslinamas.

VII. Tyrimo strategija

Teisiniu reguliavimu siekiama įgyvendinti socialinius bei ekonominius tikslus, orientuoti socialinių santykių plėtotę tam tikra vertybine kryptimi. Kadangi skirtingose jurisdikcijose socialinių, ekonominių bei vertybinių tikslų balansas gali būti skirtingas, skiriasi ir pats teisinis reguliavimas bei juo nustatyta institucinė, teisinio reguliavimo efektyvumą užtikrinanti, sąranga. Teisinis reguliavimas taip pat gali skirtis dėl istorinių priežasčių.

Šiuo tyrimu siekiama nustatyti, koks yra privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas, kaip jis užtikrina akcininko teises, ar jis yra efektyvus ne kurioje konkrečioje, bet visose moksliniu bei praktiniu požiūriu reikšmingose jurisdikcijose tikintis, kad galima bus įvardinti bendras privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo, jo vystymosi, tendencijas, teorijoje bei praktikoje kylančias problemas ir identifikuoti galimus šių problemų sprendimo būdus. Be to, rezultatai, kuriuos tikimasi gauti atlikus šį tyrimą, neapsiribos konstatuojamojo pobūdžio išvadomis, bet, tikimės, taip pat pretenduos būti gairėmis tobulinant privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą siekiant efektyvesnio akcininko teisių užtikrinimo.

Teisinio reguliavimo efektyvumo vertinimas negali apsiriboti vien teisės aktų tekstų analize, bet taip pat privalo apimti teismų praktikos ir teisės doktrinos tekstų (mokslinių straipsnių, monografijų ir pan.) analizę.

Nors atliekant šį tyrimą neginčytina teorinių privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo problemų identifikavimo svarba, taigi ir literatūros analizės svarba, pagrindines įžvalgas apie privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu gali suteikti tik nuosekli praktikos analizė, kritinis autoriaus vertinimas, kas lemia pragmatizmo pozicijos vyravimą šiame tyrime.

Svarbu dar kartą pastebėti, kad išsamus šio tyrimo objekto aprašymas bei tyrimo tikslo pasiekimas įmanomas tik integraliai vertinant skirtingose jurisdikcijose egzistuojančio teisinio reguliavimo bei teisinės – mokslinės minties tendencijas.

Dėl aukščiau nurodytų priežasčių šis tyrimas gali būti įvardijamas kaip lyginamasis – teisinis kokybinis tyrimas.

Skirtingose jurisdikcijose susiklosčiusio privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas bus lyginamas vadovaujantis žemiau įvardintais aspektais:
- teisinio reguliavimo tikslai;
- teisinio reguliavimo turinys;
- institucinė sąranga, užtikrinanti privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) įgyvendinimą;
- teismų vaidmuo privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) įgyvendinime;
- akcininkų teisių užtikrinimo problemos.

VIII. Duomenų rinkimo metodai

Atsižvelgiant į tai, kad šio tyrimo objektas (teisinis reguliavimas) yra pažinus tik per formalias jo išraiškos formas, t. y. teisės aktus, teismų sprendimus, komentarus bei teisinę – mokslinę literatūrą ir tai, kad šio darbo tikslas nėra siejamas su aiškiai apibrėžta socialine grupe, vienintelis ir pagrindinis šiame tyrime naudojamas duomenų rinkimo metodas yra dokumentų analizė.

Atsižvelgiant į žemiau aptariamą tyrimo imtį, renkant tyrimo duomenis bus renkama mokslinė literatūra privalomo akcijų pardavimo bei akcininko teisių užtikrinimo tema. Mokslinės literatūros bus ieškoma naudojantis EBSCO, WESTLAW INTERNATIONAL/UK ir HEIN ONLINE internetinėmis duomenų bazėmis naudojant raktinius žodžius „squeeze-out (squeeze out)“, „freeze-out (freeze out)“, „buy-out (buy out)“, „shareholder“, „rights“, „protection“, „mandatory“, „shares“, „purchase“, „sale“ bei šių žodžių junginius ir frazes „mandatory sale of shares“, „mandatory purchase of shares“, „shareholders protection“, „protection of shareholders“.

Teisės aktų tekstų bei teismų praktikos paieškai bus naudojama WESTLAW INTERNATIONAL, HUDOC (EŽTT ir EŽTKO praktikos duomenų bazė) bei LITLEX internetinės duomenų bazės.

Ne teisinių komentarų, valstybinių institucijų atliktų studijų, vertinančių privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą, bus ieškoma naudojantis įprastinėmis internetinės paieškos sistemomis bei oficialiose šių institucijų ar visuomeninių organizacijų interneto svetainėse. Atsižvelgiant į tai, kad šie šaltiniai yra tik fakultatyvūs atliekant tyrimą, konkretūs jų paieškos kriterijai nenurodomi.

Lietuvos autorių darbų, kuriuose buvo nagrinėjamas privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) institutas, paieškai buvo naudojama Elektroninių tezių ir disertacijų informacinės sistemos (ETD IS) paieškos sistema ir Lietuvos akademinės elektroninės bibliotekos (eLABa) paieškos sistema. Paieškai buvo naudojami šie raktiniai žodžiai ir jų junginiai: „privalomas“; „akcijų“; „pardavimas“; „pirkimas“.

IX. Duomenų analizės metodai

Šis tyrimas bus atliktas naudojantis šiais kokybiniais metodais:

Literatūros analizė – naudojantis šiuo metodu bus siekiama nustatyti teorijoje pripažįstamas svarbiausias akcininko teises, jų klasifikacijas bei tokių teisių gynybos priemones, teoriniame lygmenyje egzistuojančias konkrečioje jurisdikcijoje, visoms ar tam tikroms jurisdikcijoms bendras akcininko teisių užtikrinimo problemas, jų sąsajas su privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisiniu reguliavimu; siekiant išvengti pasikartojimų, bus įvertinami privalomą akcijų pardavimą nagrinėjusių tyrimų rezultatai.

Teisinėje literatūroje paprastai kritiškai vertinamas egzistuojantis teisinis reguliavimas bei aktualiausia teismų praktika, todėl šis metodas taip pat padės nustatyti vyraujantį požiūrį į dabartinį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą tiek, kiek tai susiję su akcininko teisių užtikrinimo efektyvumu.

Remiantis šiuo metodu taip pat bus nustatomos įvairių savokų (privalomo akcijų pardavimo, akcininko teisių ir pan.) reikšmės.

Tradicinės teisinės analizės technikos – teisinėje literatūroje lyginamasis tyrimas apibūdinamas kaip turintis tiek doktrininio, tiek ne doktrininio tyrimo elementų. Teisės metodologinėje literatūroje taip pat pripažįstamas problematiškas kituose socialiniuose moksluose

naudojamų mokslinių metodų pritaikomumas atliekant teisinius tyrimus. Ši problema itin aktuali doktrininio pobūdžio tyrimuose, kuriuose per asmeninio vertinimo prizmę analizuojant teisės aktų bei teismų praktikos visumą bandoma atsakyti, kas yra teisė. Kadangi norint pasiekti šio tyrimo tikslą reikės aprašyti skirtingose jurisdikcijose susiklosčiusį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą, tam bus naudojamos tradicinės formaliosios logikos technikos.

Lingvistinės analizės metodas naudotas aiškinant teisės normų bei teismų sprendimų formuluotes ir atskiras teisines sąvokas.

Lyginamasis istorinis metodas – naudojantis šiuo metodu bus analizuojama privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo raida siekiant nustatyti tokio teisinio reguliavimo nustatymo priežastis ir pasekmes bei įvardinti bendras privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo raidos tendencijas, orientuotas į istoriškai kilusių problemų sprendimą.

X. Tyrimo imtis

Atsižvelgiant į tai, kad privalomas akcijų pardavimas (pirkimas) Lietuvoje ir kitose ES valstybėse narėse yra gana nauja teisinė koncepcija, autoriaus nuomone, dalį šio darbo derėtų skirti JAV praktikos šioje srityje analizei. Kadangi teisinės literatūros apie JAV įtvirtintus privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelius ir su tuo susijusios teismų praktikos apimtis yra labai didelė, šiame darbe apsiribosime tik tos literatūros dalies (su tam tikromis išimtinis), kuri analizuoja JAV Delavero valstijoje įtvirtintą teisinio reguliavimo modelį, tyrimu. Taip pat apžvelgsime tik Delavero valstijos teisės aktus ir teismų praktiką. Delavero valstija čia pasirinkta dėl to, kad jos įmonių teisės aktų nuostatos dažnai laikomos pavyzdžiu kitų JAV valstijų įstatymų leidžiamosioms institucijoms. Taip yra dėl tokių nuostatų įtvirtinto teisinio reguliavimo sėkmės pritraukiant kitų JAV valstijų įmones: Delavero valstijoje registruota daugiau negu 50% visų JAV veikiančių įmonių, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, iš kurių 63% patenka į JAV didžiausių įmonių penkišimtuką.[18] Be to, ir moksliniuose darbuose Delavero valstija pripažįstama pačia reikšmingiausia jurisdikcija nagrinėjant privalomo akcijų pardavimo teisę tiek kokybiniu, tiek kiekybiniu aspektais.[19]

ES mastu privalomo akcijų pardavimo teisė pristatyta gana neseniai, mokslinės literatūros šia tema nėra daug, todėl išsamiai ją aptarsime. Priešingai, literatūros apie nacionalines ES valstybių narių teisės nuostatas ir teismų praktikos šia tema yra gausu. Dėl sąlyginai didelio tokios pobūdžio literatūros kiekio bei jau esančių kelių plačios imties lyginamojo pobūdžio studijų privalomo akcijų pardavimo tema, apsiribosime kelių, autoriaus nuomone, reprezentatyviausių ES valstybių privalomo akcijų pardavimo modelių trumpu pristatymu. Tokios valstybės atrinktos pagal du kriterijus. Pirma, jos turi reprezentuoti visas teisinėje literatūroje išskiriamas skirtingų teisinių tradicijų šeimas.[20] Antra, jos turi pirmauti pagal paskelbtų įmonių pirkimo–pardavimo/susijungimų (*angl.* „mergers and acquisitions“)

---

[18] Žr. informaciją skelbiamą oficialiame Delavero valstijos internetiniame puslapyje [interaktyvus]. [žiūrėta 12-07-20] http://corp.delaware.gov/.

[19] Oesterle D. A., "*The Law of Mergers, Acquisitions and Reorganizations*". 2012, West Group, p. 41. Babak A. "*Adoption of Squeeze-Out and Sell-out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA*". LLM Thesis., Central European University, March 30, 2012, p. 15.

[20] Šiame darbe remiamasi Roy Goode pateikiamu skirstymu. Žr. Goode R., et. al. "*Transnational Commercial Law: Text, Cases and Materials*". 2007, Oxford, Oxford University press

sandorių skaičių.[21] Pastebėtina, kad dėl literatūros anglų kalba trūkumo, kai kuriais atvejais čia minimų atrankos kriterijų laikytis gali nepavykti.

XI. Tyrimo naudingumas

Tyrimas bus naudingas tiek teoriniu, tiek praktiniu požiūriu.

Teoriniu požiūriu šio tyrimo medžiaga galėtų pasitarnauti kaip metodologinis pagrindas nagrinėjant didžiojo ir smulkiųjų akcininkų lygiavertį (tinkamai subalansuotą) teisių užtikrinimą kituose šiam institutui tam tikra apimtimi gimininguose privalomo oficialaus pasiūlymo, priverstinio akcijų pardavimo bei įmonės veiklos tyrimo moksliniuose tyrimuose, taip pat apskritai nagrinėjant akcininko teisių gynybos priemonių klasifikaciją/katalogizaciją bei jos pagrindus ir esmines sąlygas.

Be to, šis tyrimas galėtų būti pagrindas naujos teorinės krypties diskusijoms, kuriose prioritetas būtų teikiamas ne smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimo efektyvumui, o būtent didžiojo akcininko teisių saugai.

Įvertinus privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą ne tik smulkiųjų akcininkų, bet ir didžiojo akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo aspektu, gauti duomenys leis geriau suvokti privalomo akcijų pardavimo teisiniu reguliavimu siekiamų ir faktiškai įgyvendinamų tikslų atskirtį.

Tyrimas taip pat gali pasitarnauti privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo pakeitimams inicijuoti.

Tyrimo duomenys (rezultatai) leis kritiškai įvertinti privalomo akcijų pardavimo teisiniu reguliavimu sukurtos institucinės sąrangos (valstybinių institucijų privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) procese atliekamos funkcijos) tinkamumą užtikrinant efektyvią akcininko teisių apsaugą bei pretenduos būti pagrindu šiai institucinei sąrangai tobulinti.

Svarbu pastebėti, kad šis tyrimas pasitarnaus teisės praktikams, kuriems, paprastai konkrečioje jurisdikcijoje esant tik epizodinei teismų praktikai privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) srityje, neretai kyla poreikis remtis užsienio šalyse priimtais teismų sprendimais. Atskleisti šių sprendimų tikrąją prasmę neturint specifinių žinių apie bendrąsias šio instituto raidos tendencijas ir tikslus yra gana sudėtinga. Šis tyrimas galėtų būti naudojamas kaip metodinis „vedlys“ vertinant užsienio teismų sprendimų turinį.

Autorius taip pat tikisi, kad šis darbas, kuriame įvardijami skirtingų privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelių aspektai bei su privalomo akcijų pardavimo institutu susijusios teorinės ir praktinės problemos (nepamirštant įvertinti ir Lietuvos Respublikos teisės), pasitarnaus kaip pagrindas tolesniems ir detalesniems šio instituto tyrimams Lietuvoje.

XII. Tyrimo rezultatų patikimumas

Naudotų šaltinių įvairovė: i) teisės srities mokslininkų straipsniai, ekonomikos srities mokslininkų straipsniai bei praktikų parengtos apžvalgos; ii) teismų praktika (Lietuvos atveju – LRTK, administracinių ir bendrosios kompetencijos teismų); iii) teisės aktai ir teisės aktų galios neturinčios valstybinių institucijų rekomendacijos leido pritaikyti trianguliacijos principą ir, naudojant aukščiau aptartų metodų ir analizės technikų visumą gauti patikimus rezultatus.

---

[21] Remiantis Thomson Financial 2011 m. paskelbtais duomenimis [interaktyvus]. [žiūrėta 11-05-10]. http://www.thomsonreuters.com/.

Šio tyrimo rezultatai buvo publikuoti Mykolo Romerio universiteto leidžiamame mokslo darbų leidinyje „*Socialinių mokslų studijos*“: 1) Miliutis F. Kas yra teisinga privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kaina Lietuvoje? *Socialinių mokslų studijos*. 2013, 5(1), pp. 311–325; 2) Miliutis F. Fair price in squeeze-out transactions. *Socialinių mokslų studijos*. 2013, 5(3), pp. 769-792.

XIII. Disertacijos struktūra

Pirmajame šios disertacijos skyriuje analizuojama privalomo akcijų pardavimo samprata bei sąvoka, privalomo akcijų pardavimo instituto istorija bei raida, esminiai teoriniame lygmenyje ir praktikoje sutinkami privalumai ir trūkumai (akcininko teisių gynybos efektyvumo bei viešojo intereso aspektais). Be to, šiame skyriuje, atsižvelgiant į nustatytą akcininko teisių gynybos priemonių sampratą bei pagrindinių akcininko teisių gynybos priemonių katalogą kartu su sąlygine tokių gynybos priemonių klasifikacija, pateikiamas privalomo akcijų pardavimo teisės įvertinimas akcininko teisių ir jų gynybos priemonių sistemos aspektu. Pažymėtina, jog vienas iš šio skyriaus poskyrių yra skirtas privalomo akcijų pardavimą atitinkančiai teisei, kuri paprastai privalomo akcijų pardavimo teisei analogiškomis sąlygomis yra suteikiama smulkiesiems „taikinio“ įmonės akcininkams – privalomo akcijų pirkimo teisei. Atskirai paminėtina, kad antrajame disertacijos skyriuje taip pat detaliau aptariamas galimas didžiojo akcininko teisės priverstinai išpirkti smulkiųjų akcininkų turimas akcijas ir pastarųjų teisės į nuosavybę, kurią garantuoja EŽTK, konfliktas. Šiam aspektui didesnis dėmesys skiriamas dėl to, kad konstitucinės nuostatos, garantuojančios teisę į privačią nuosavybę, paprastai turi tiesioginę įtaką nustatant legitimumą pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise užtikrinančias sąlygas bei šios teisės apimtį.

Pirmasis disertacijos skyrius leis vėlesniuose darbo skyriuose tiksliau atskleisti privalomo akcijų pardavimo teisės paskirtį ir vietą akcininko teisių gynybos priemonių sistemoje.

Pirmasis šio darbo skyrius yra tolimesnio tyrimo pagrindas.

JAV ir ES egzistuojančios privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo pagrindai ir procedūros yra skirtingi. Taigi siekiant identifikuoti praktikoje ir teorijoje egzistuojančias su privalomo akcijų pardavimo teise susijusias problemas bei jų įtaką akcininko teisėms, JAV ir ES egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas nagrinėtinas atskirai. Be to, būtent JAV istoriškai turi seniausiai susiformavusias privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo tradicijas, su privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimu sietinos problemos šioje jurisdikcijoje yra gana plačiai išnagrinėtos tiek teoriniu, tiek praktiniu lygmeniu, o, kai kurių autorių teigimu, JAV (Delavere) egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo režimas daugeliu atvejų buvo pagrindu ES lygmens ar ES valstybių narių teisinio reguliavimo nuostatoms.[22] Taigi metodologiškai tyrimą vertėtų pradėti būtent nuo Delavero jurisdikcijos, kadangi jos metu gauti rezultatai leis geriau suprasti ir išsamiau įvertinti ES ir Lietuvoje egzistuojantį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą.

Taip pat pažymėtina, kad Lietuva iš esmės yra perėmusi ES lygmeniu egzistuojantį (Direktyvoje įtvirtintą) privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą, kuris kitose ES valstybėse narėse egzistuoja ilgai. Dėl aukščiau nurodytų priežasčių antrajame skyriuje pristatomos procedūros, kuriomis pasinaudojant galima įgyvendinti privalomą akcijų pardavimą JAV, kai, tuo tarpu, trečiuoju skyriumi atskleidžiamas šių procedūrų atitikmuo ES. Ketvirtajame skyriuje aptariamas Lietuvoje įtvirtintas privalomo akcijų pardavimo teisinio

[22] Krebs C. A. "*Freeze-out transactions in Germany and the U.S.: a comparative analysis*". German Law Juornal August 1, 2012, p. 941.

reguliavimo modelis, o penktasis skyrius visą dėmesį skiria bene esminei teisingos privalomo akcijų pardavimo kainos (vertės) problemai. Pažymėtina, jog atskiras darbo skyrius „teisingos“ kainos problemai yra skiriamas dėl to, jog būtent teisingos kainos elementas yra pagrindinis užtikrinant didžiojo ir mažųjų „taikinio“ įmonės akcininkų teisių balansą privalomo akcijų pardavimo metu.

1. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS: SAMPRATA IR VIETA AKCININKO TEISIŲ GYNYBOS (APSAUGOS) PRIEMONIŲ SISTEMOJE

Šiame disertacijos skyriuje pateikiama analize bus siekiama nustatyti privalomo akcijų pardavimo sąvoką, esminius privalomo akcijų pardavimo sąvokos turinio elementus (reikšmę), paskirtį bei privalomo akcijų pardavimo vietą akcininko teisių gynybos priemonių sistemoje. Be to, šiame disertacijos skyriuje bus apžvelgta privalomo akcijų pardavimo raidos istorija, pagrindiniai privalomo akcijų pardavimo įteisinimo motyvai bei esminė šiam teisės institutui pateikta kritika, didesnį dėmesį skiriant itin reikšmingai privalomo akcijų pardavimo suderinamumo su EŽTK ir LR Konstitucijos nuostatomis problemai.

Tam, kad galima būti motyvuotai aptarti, kokią vietą tarp akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonių užima privalomo akcijų pardavimo teisė, jei tokia teisė apskritai gali būti priskiriama akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonėms, šioje disertacijos dalyje taip pat bus siekiama atskleisti esminių akcininko teisių, jų gynybos (apsaugos) priemonių, įskaitant privalomo akcijų pirkimo sampratą, pateikti akcininko teisių ir jų gynybos priemonių klasifikaciją bei nustatyti esminius kiekvienos iš akcininko teisių gynybos priemonių turinio elementus. Būtent šios analizės rezultatai leis tiksliau įvertinti privalomo akcijų pardavimo teisės paskirtį ir teisingai nustatyti privalomo akcijų pardavimo teisės santykį su kitomis akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonės ir šios teisės vietą akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonių sistemoje.

Kaip atskirą akcininko teisių gynybos priemonių grupę būtų galima išskirti ir sutarties šalių laisvės principo pagrindu dvišaliais ar daugiašaliais susitarimais įtvirtintus įmonių teisės mechanizmus (teisę parduoti akcijas (*angl.* „put option“), teisę nupirkti akcijas (*angl.* „call option“) ir kt., kurių įgyvendinimas, esant poreikiui, gali būti užtikrintas teismine tvarka (įpareigojant susitarimo šalį įvykdyti pareigą natūra ar įpareigojant atlyginti nuostolius). Visgi, mokslinėje literatūroje pripažįstama, jog efektyviai įmonių veiklai ir strateginiams tikslams pasiekti yra būtina lanksti teisinė aplinka, kurią ne visada galima susikurti susitarimų pagrindu.[23] Dėl šios priežasties būtent įstatymų leidėjui tenka pareiga sukurti tokias teisinio poveikio priemones, kurios padėtų išspręsti sutartinės teisės pagrindais neišsprendžiamas problemas. Taigi tiek teoriniu, tiek praktiniu aspektu yra aiški skirtis tarp sutartinių įmonių teisės konstrukcijų ir įstatyminių poveikio priemonių, skirtų tinkamam įmonių sąrangos veikimui užtikrinti. Dėl pastarosios priežasties šiame disertacijos skyriuje (kaip ir visoje disertacijoje) yra aptariamos tik tokios akcininko teisių gynybos priemonės, kurias jam tiesiogiai suteikia įstatymų leidėjas ar kurios jam yra prieinamos teismų sukurtų precedentų pagrindu. Taigi sutartinės korporatyvinės teisės konstrukcijos, kurių paskirtis yra užtikrinti efektyvią akcininko teisių apsaugą, nėra šio tyrimo objektas.

1.1. Privalomo akcijų pardavimo sąvoka

Bendroji taisyklė yra ta, kad teisė išpirkti smulkiųjų akcininkų turimas akcijas asmeniui atsiranda tik po to, kai jis įgyja pakankamą įmonės kontrolę oficialaus siūlymo supirkti įmonės akcijas ar kitu būdu. Nors gali atrodyti, kad privalomo akcijų pardavimo teisė yra

[23] Van der Elst, Ch., van den Steen, L. "*Squeezing and Selling-out – a Patchwork of Rules in Five European Member States. European Company Law*", vol. 2007, no. 1, p. 25.

išimtinai susijusi su po įmonės kontrolės perėmimo susiklosčiusia situacija[24], taip manyti yra klaidinga, kadangi šios teisės egzistavimas ar tokios teisės nebuvimas turi nemažą įtaką priimant sprendimą dėl pačios įmonės kontrolės perėmimo.[25] Po šių bendro pobūdžio pastabų derėtų detaliau aptarti dažniausiai teisės aktuose ar teisinėje literatūroje sutinkamus terminus, apibūdinančius dominuojančio akcininko teisę savo rankose sukoncentruoti visą įmonės kontrolę perimant visas mažumos akcininkams priklausančias įmonės akcijas.

Teisė reikalauti parduoti (*angl.* „squeeze-out right“) yra Direktyvoje naudojamas terminas. Juo apibūdinama dominuojančio akcininko teisė priversti smulkiuosius akcininkus parduoti jam savo turimas akcijas.[26] Pagal Direktyvos 15 straipsnį, ES valstybė narė akcininkui, kuriam po oficialaus pasiūlymo priklauso 90-95% viso balsavimo teises suteikiančio kapitalo ir balsavimo teises suteikiančių akcijų, arba po oficialaus pasiūlymo, į kurį atsiliepė ne mažiau kaip 90% akcijų, dėl kurių toks pasiūlymas buvo pateiktas, savininkų, privalo suteikti teisę reikalauti, kad likusių vertybinių popierių savininkai jam šiuos vertybinius popierius parduotų sąžininga kaina. Kadangi visos ES narės privalo šios Direktyvos nuostatas įgyvendinti savo nacionalinėje teisėje, ši sąvoka yra bendra visoms ES jurisdikcijoms (toliau – „ES modelis“). Visgi, derėtų pastebėti, kad kai kurios valstybės jau prieš Direktyvos priėmimą turėjo (ir tebeturi) specifines privalomo akcijų pardavimo teisę numatančias taisykles. Šių taisyklių galiojimui Direktyvos nuostatos didesnės įtakos neturėjo. Pagal šias taisykles, priešingai negu nurodoma Direktyvoje, teisė įgyvendinti privalomą akcijų pardavimą gali atsirasti nepriklausomai nuo to, ar nustatyta riba, su kuria Direktyva yra siejama galimybė įgyvendinti privalomą akcijų pardavimą yra peržengiama oficialaus pasiūlymo metu, ar ne.

JAV nėra jokių specialiai privalomą akcijų išpirkimą reguliuojančių teisės normų. Nors ši didžiojo akcininko teisė teisės aktuose tiesiogiai neminima, ji išvedama iš DGCL įtvirtintų įmonių susijungimą reglamentuojančių nuostatų[27], tokiam akcininkui „taikinio“ įmonės įstatuose numatytų teisių ir pagrindinių teismų praktikos suformuotų principų ir taisyklių.

„Teisė iššaldyti“ (*angl.* „freeze-out“) ir „teisė išpirkti“ (*angl.* „buy-out“) yra dažniausiai JAV vartojami europietiškosios „teisės reikalauti parduoti“ atitikmenys. Čia taip pat derėtų pažymėti, jog sąvoka „freeze-out“ *Black's Law Dictionary* apibūdinama kaip paprastai uždaro tipo įmonėse įgyvendinamas procesas, kurio metu didysis akcininkas ar bendrovės valdyba siekia priversti smulkiuosius akcininkus pasitraukti iš dalyvavimo bendrovės kapitale kontroliuojančiam akcininkui palankiomis sąlygomis.[28] Visgi, kaip jau minėta, literatūroje sąvoka „*freeze-out*“ (kaip ir sąvoką „*buy-out*“) yra suprantama kaip sąvokos „*squeeze-out*“ sinonimas.[29]

---

[24] Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:"*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*". [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940, p. 4.

[25] *Ibid*, p. 4, 18.

[26] "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 54.

[27] Delaware General Corporation Law [interaktyvus]. [žiūrėta 12-07-07]. http://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.shtml - P-1_0., 251 ir 253 straipsniai.

[28] Garner A. (vyr. redaktorius). „*Black's Law Dictionary*“, 9th ed, Thomson Reuters, 2009.

[29] Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*". 2010, Virginia Journal Of International Law, 50(4): p. 842-917, p. 843.

Nors įgyvendinant taip vadinamą teisę JAV, kaip ir ES, yra perimami visi smulkiesiems akcininkams priklausantys „taikinio“ įmonės vertybiniai popieriai, šios teisės teisinio reglamentavimo bei įgyvendinimo procedūros ypatumai skiriasi bei nėra tokie aiškūs kaip ES modelio ar režimų, egzistuojančių atskirose ES jurisdikcijose greta Direktyvos pagrindu įtvirtinto privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo (dėl jau anksčiau paminėtų teisinio reguliavimo ypatumų). Labiausiai paplitusi procedūra įgyvendinti „teisę iššaldyti“ („teisę išpirkti“) yra „ilgasis“ susijungimas, kurio metu yra išperkamos smulkiųjų akcininkų akcijos (*angl.* „freeze-out merger“ ar „long form merger“).[30] Didysis įmonės akcininkas tokio susijungimo metu inicijuoja savo kontroliuojamos įmonės („taikinio“ įmonės) susijungimą su kita įmone, kurioje jam priklauso 100% akcijų (savo dukterine įmone).[31] Smulkieji akcininkai už prarastas akcijas gauna piniginę kompensaciją ar didžiojo akcininko akcijų.[32] Tokio sandorio rezultatas – smulkieji akcininkai netenka savo akcijų „taikinio“ įmonėje, o buvęs didysis akcininkas tampa vieninteliu „taikinio“ įmonės akcininku. Kita alternatyva, kuria gali pasinaudoti didysis akcininkas, yra oficialaus pasiūlymo ir :trumpojo“ susijungimo (*angl.* „short-term (short-form) merger“) derinys (toliau – „OP privalomas akcijų pardavimas“). Tokią procedūrą, ką ir galima suprasti iš jos pavadinimo, sudaro didžiojo akcininko skelbiamas oficialus pasiūlymas supirkti visas „taikinio“ įmonės akcijas ir supaprastintos formos susijungimas (netaikomi kai kurie įprastam įmonių susijungimui įgyvendinti privalomi reikalavimai), kuris galimas tik tuo atveju, jei peržengiama tam tikra (dažniausiai 90%) „taikinio“ įmonės kontrolės riba.

Paprasčiau šios dvi JAV ir EB lygiu sutinkamos procedūros galėtų būti apibūdintos taip: europietiškoji „privalomo akcijų pardavimo teisė“ yra konkrečioje įmonėje kontrolės ir realios galimybės dalyvauti įmonės valdyme neturinčių akcininkų priverstinis „išstūmimas“, inicijuotas kritinę galią įmonėje turinčio subjekto, kai tuo tarpu JAV „teisė iššaldyti“ („teisė išpirkti“) nusako situaciją, kai dvi vieno asmens kontroliuojamos įmonės yra sujungiamos į vieną, o tokį sujungimą iniciavęs akcininkas „išstumia“ visus silpnesnius iš konsoliduotojo vieneto.

Teisinėje literatūroje taip pat galime sutikti ir kitų akcijų išpirkimo procedūrą apibūdinančių specifinių terminų, kurie paprastai nusako tokios procedūros atlikimo tikslą. Tokių terminų pavyzdžiu galėtų būti vadinamieji pasitraukimo iš reguliuojamos rinkos (*angl.* „going private“) sandoriai, kurių pagrindinis tikslas yra nutraukti prekybą konkrečios įmonės akcijomis reguliuojamoje rinkoje (akcijų biržoje).[33] Taip pat derėtų paminėti vadinamuosius įmonės vadovybės inicijuotus sandorius (*angl.* „management buy-outs“), kurie iš esmės nusako situaciją, kai įmonės vadovai perima įmonės kontrolę į savo rankas išpirkdami viešoje apyvartoje esančias įmonės akcijas.[34]

Tiek europietiškajam, tiek JAV sutinkamam priverstiniam įmonės akcijų išpirkimui apibūdinti toliau naudosime bendrą privalomo akcijų pardavimo (ar privalomo akcijų pardavimo teisės) terminą, kuris reiškia situaciją, kai tam tikrą „taikinio“ įmonės kontrolės laipsnį įgijęs subjektas, neatsižvelgdamas į mažumos akcininkų valią „taikinio“ įmonės akcijas

---

30 Subramanian G. “*Fixing Freezeouts*”. 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 2.

31 Pinto A. R., Branson D. M. “*Understanding Corporate Law*”. 2nd edn. 2004, New York, M. Bender, p. 259.

32 Subramanian G. “*Fixing Freezeouts*”. 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 3.

33 Pinto A. R., Branson D. M. “*Understanding Corporate Law*”. 2nd edn. 2004, New York, M. Bender, p. 262.

34 *Ibid*.

parduoti, teisinėje sistemoje egzistuojančiu, t. y. teisėtu, būdu įgyja visas mažumos „taikinio“ įmonės akcininkų turimas akcijas ir tampa vieninteliu „taikinio“ įmonės akcininku.

1.2. Privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo istorijos apžvalga

Privalomo akcijų pardavimo teisė Europoje buvo pirmą kartą įtvirtinta JK. XIX a. trečiajame dešimtmetyje JK vyravo artimi įmonių vadovų ir įmonių akcininkų ryšiai. Įmonės vadovų nepalaikomi įmonių perėmimai (*angl.* „hostile takeovers“) buvo nežinomas reiškinys.[35] 1926 m. *Greene* įmonių teisės grupė (*angl.* „Greene Committee on Company Law“) savo rekomendacijoje pristatė galimybę perėmėjui, kuris įsigijo 90% „taikinio“ įmonės akcijų, priverstine tvarka išpirkti likusias mažumos akcininkų akcijas.[36] Galimybės didžiajam akcininkui priverstine tvarka išpirkti likusias mažumos akcininkams priklausančias įmonės akcijas įteisinimo siūlymas buvo pagrįstas mažumos akcininkų piktnaudžiavimo jiems suteikiamomis teisėmis rizika, kuri buvo įvardinta kaip kai kurių mažumos akcininkų delsimas parduoti „taikinio“ įmonės akcijas absoliučiai daugumai „taikinio“ įmonės akcininkų priimtinomis sąlygomis dėl noro išsiderėti geresnes sąlygas ar paprasčiausiai dėl nesidomėjimo perėmimu.[37] *Greene* grupės ataskaitoje pateikta rekomendacija dėl privalomo akcijų pardavimo teisės buvo sąlygota tuo metu vyraujančių racionalizmo ir masto ekonomijos argumentų.[38] Ši rekomendacija buvo įgyvendinta 1929 metais Akcinių bendrovių įstatymo (*angl.* „Companies Act“) 155 straipsnyje numačius, kad perėmėjas, kurio pasiūlymas buvo priimtas ne mažesnės kaip 90% „taikinio“ įmonės akcijų savininkų daugumos, gali priversti likusių 10% „taikinio“ įmonės akcijų savininkų parduoti savo turimas akcijas tokiomis pat sąlygomis, kartu tokiems smulkiesiems „taikinio“ įmonės akcininkams suteikiant teisę teismine tvarka ginčyti akcijų pardavimo kainą ar reikalauti teismo apginti dėl prievartinio procedūros pobūdžio pažeistas teises.[39] Nepaisant pakankamai kontraversiško prievartinį nuosavybės perleidimą įteisinančio Akcinių bendrovių įstatymo nuostatų pobūdžio, siūlymas jas padaryti viešai privalomas nesusilaukė didesnio pasipriešinimo ar diskusijų. Privalomą akcijų pardavimą įteisinusios nuostatos vėliau pasirodė buvusios esmine sąlyga įmonės vadovybės nepalaikomiems įmonių perėmimams (*angl.* „hostile takeovers“) atsirasti XIX a. penktajame dešimtmetyje. Privalomą akcijų pardavimą įteisinančios teisės aktų nuostatos leido sėkmingai įmonės perėmimą įgyvendinusiam asmeniui sukoncentruoti visą „taikinio“ įmonės kapitalą vienose rankose ir taip užkirsti mažiesiems akcininkams galimybę nepagrįstai naudotis pridėtine verte, sukurta perėmėjo pastangų dėka padidinus „taikinio“ įmonės efektyvumą.[40] Literatūroje pripažįstama, jog tuo atveju, jei privalomą akcijų pardavimą įteisinančios nuostatos nebūtų priimtos, būtų iš esmės sumažėję priežasčių skatinančių perėmėjus vykdyti įmonių valdymo efektyvumo priežiūrą ir inicijuoti įmonių perėmimus.[41]

---

35 Johnston A. *"Takeover regulation: historical ir theoretical perspectives on the city code"*. 2007, Cambridge Law Journal [Vol. 66: 2], p. 424.

36 Report of the Company Law Amendment Committee (1925–26 Cmd 2657), Part O Reconstruction and Amalgamation, para. 84–5.

37 Johnston A. *"Takeover regulation: historical ir theoretical perspectives on the city code"*. 2007, Cambridge Law Journal [Vol. 66: 2], p. 424.

38 *Ibid*., p. 425.

39 *Ibid*.

40 *Ibid.*, p. 426.

41 Yarrow G. K., "*Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process*". 1985 Journal of Industrial Economics 34 (1), p. 3–4.

Pažymėtina, kad atsvara aukščiau aptartai privalomo akcijų pardavimo teisei – privalomo akcijų (iš)pirkimo teisė JK buvo įtvirtinta tik 1986 metais priimtu Finansinių paslaugų įstatymu (*angl.* „Financial Services Act 1986"). Privalomo akcijų pirkimo teisė suteikė perėmimo pasiūlymu nepasinaudojusiems akcininkams galimybę reikalauti, kad 90% „taikinio" įmonės akcijų įgiję perėmėjas įsigytų visas jų turimas „taikinio" įmonės akcijas. Šios teisės įtvirtinimas turėjo apriboti „prievartinių"[42] privalomų akcijų pardavimų skaičių, nors įstatymų leidėjas ir taip tokių privalomų akcijų pardavimų kiekį apribojo iki minimumo numatydamas pareigą užtikrinti vienodą akcininkų traktavimą bei tinkamą jų informavimą apie sandorio detales, o taip pat užtikrindamas akcininkų, kurie dėl įvairių priežasčių nesidomėjo perėmimo pasiūlymu, teisių apsaugą.

Kitaip nei JK, kontinentinėje ES dalyje nacionaliniai įmonių perėmimus reguliuojantys įstatymai atsirado tik XX a. devintojo dešimtmečio pabaigoje.[43] Pavyzdžiui, Vokietijoje privalomo akcijų pardavimo teisė tiesiogiai buvo įtvirtina tik 2002 metų Vokietijos akcinių bendrovių įstatymo (*vok.* „Aktiengesetz") pakeitimais. Iki šių pakeitimų įsigaliojimo Vokietijoje nebuvo tiesioginio būdo didžiajam akcininkui priverstine tvarka išpirkti mažumai priklausančias akcijas.[44] Tiesa, 1934 m. Vokietijos įmonių reorganizavimo įstatymas (*vok.* „Umwandlungsgesetz") numatė kontroliuojančiam akcininkui, valdančiam ne mažesnę kaip 90% (vėliau ši riba buvo sumažinta iki 75%) dukterinės įmonės akcijų dalį, perleisti visą dukterinės įmonės turtą kitai įmonei ir tokiu būdu priverstine tvarka išpirkti mažumai priklausančias dukterinės įmonės akcijas. Tiesa, 1994 metais ši galimybė buvo panaikinta motyvuojant tuo, jog toks priverstinis mažumos akcininkų „išstūmimas" yra nesuderinamas su valstybės mažumos akcininkų teisų apsaugos politika.[45] Nuo 1994 metų iki 2002 metų Vokietijos įstatymai numatė galimybę visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimu perleisti visą įmonės turtą didžiajam akcininkui (valdančiam ne mažiau kaip 75% įmonės akcijų), o įmonę likviduoti ir tokiu būdu pašalinti mažumos akcininkus iš įmonės valdymo su sąlyga, kad jiems yra užtikrinama „pilna ekonominė kompensacija". Nepaisant to, ši procedūra buvo pakankamai sudėtinga ir nepatraukti dėl mokestinių ir procedūrinių aspektų, todėl privalomo akcijų pardavimo įteisinimas 2002 metais buvo sutiktas itin palankiai.[46]

Prancūzijoje privalomo akcijų pardavimo teisė (kaip ir privalomo akcijų pirkimo teisė) buvo pristatyta keliais etapais. Dar XX a. aštuntojo dešimtmečio viduryje Prancūzijos priežiūros institucija pripažino mažumos teisę parduoti jiems priklausančias ribotos atsakomybės įmonės akcijas jos pertvarkymo į bendriją (*pranc.* „societe en commandite") atveju. 1989 metais įmonių perėmimus reglamentuojančiomis normomis mažumos akcininkams buvo suteikta teisė reikalauti priežiūros instituciją įpareigoti kontroliuojantį akcininką pateikti jiems priklausančių akcijų išpirkimo pasiūlymą, kurio tikslas – „išbraukti" įmonės akcijas iš prekybos reguliuojamoje biržoje. Didžiajam akcininkui taip pat buvo suteikta teisė

---

[42] „Prievartiniais" apibūdintini tokie privalomi akcijų pardavimai, kurių metu mažumos akcininkams pateikiama ar nepakankama informacija apie „taikinio" įmonės akcijų kainą, akcininkai yra diskriminuojami kainos ar kitais aspektais ir pan.

[43] Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:"*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*". [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940.

[44] Krebs C. A. "*Freeze-out transactions in Germany and the U.S.: a comparative analysis*". German Law Juornal August 1, 2012, p. 953.

[45] *Ibid*, p. 954.

[46] *Ibid*.

pateikti pasiūlymą likusiems mažumos akcininkams, bet jie savo akcijų galėjo ir neparduoti. Kadangi, nepaisant didžiojo akcininko siūlymo supirkti likusias įmonės akcijas įgyvendinimo vis vien likdavo nedidelis akcijų nepardavusių akcininkų skaičius, 1993 metais buvo įteisinta privaloma akcijų pardavimo teisė, kuri suteikė pasiūlymą supirkti likusias įmonės akcijas įgyvendinusiam didžiajam akcininkui teisę priverstine tvarka išpirkti likusiems įmonės akcininkams priklausančias akcijas.[47]

1997 metų sausio 1 d. Švedijoje įsigaliojo nauja Akcinių bendrovių įstatymo (*šved.* „Aktiebolagslagen“) redakcija, pagal kurią bet kuri įmonė, valdanti daugiau kaip 90% (tiesiogiai ar per savo dukterinę įmonę) kitos įmonės akcijų ir daugiau kaip 90% balsų tokios įmonės visuotiniame akcininkų susirinkime, įgijo teisę priverstine tvarka įsigyti likusias tokios įmonės akcijas.[48] Tuo atveju, jei didesnioji akcijų dalis buvo įsigyta oficialaus siūlymo įsigyti visas įmonės akcijas būdu, tokio siūlymo kaina pagal įsigaliojusio teisinio reguliavimo nuostatas buvo laikoma priimtina privalomo akcijų pardavimo kaina. Toks teisinis reguliavimas buvo priimtas atsižvelgiant į tai, jog būtų nelogiška, kad didžiajai daliai akcininkų priėmus didžiojo akcininko pasiūlymą parduoti jiems priklausančias akcijas, likusi dalis savo akcijų parduoti nesutiktų ir pradėtų tam tikra prasme „šantažuoti“ didįjį akcininką dėl didesnės kainos sumokėjimo.[49] Svarbu pažymėti, jog būtent šio Švedijos teisinio reguliavimo suderinamumas su nuosavybės teisės apsaugą užtikrinančiomis EŽTK nuostatomis buvo nagrinėtas EŽTT (plačiau žr. 1.3.3. skirsnį žemiau).

Nors, kaip jau buvo aptarta, taisyklės, reguliuojančios privalomą akcijų pardavimą, buvo įtvirtintos daugelyje ES šalių, šių nacionalinių taisyklių turinys labai skyrėsi.[50] Šias taisykles buvo bandoma suvienodinti teisėkūros veiksmais ES (tuo metu – EB) mastu.

Nors buvo ir ankstesnių (nesėkmingų) bandymų pristatyti privalomo akcijų pardavimo teisę ES lygiu[51], privalomo akcijų pardavimo teisę nacionaliniu mastu reguliuojančios taisyklės nebuvo ES lygiu harmonizuotos iki pat 2004 metų, kada buvo priimta Direktyva. Įdomu, kad nei priimant Trečiąją bendrovių teisės direktyvą dėl ribotos atsakomybės akcinių bendrovių susijungimo[52] (kur galėjo būti numatytas į JAV egzistuojantį panašus modelis), nei pirmajame 2001 metų Direktyvos pasiūlyme, kuriam minimalia balsų persvara nebuvo pritarta EP, nebuvo privalomo akcijų pardavimo teisę reguliuojančių nuostatų. Tik pagal *Jaap Winter* vadovaujamos Aukšto lygio įmonių teisės ekspertų grupės (*angl.* „The high level group of company law experts“) grupės rekomendacijas papildytas šios Direktyvos projektas numatė privalomo akcijų pardavimo teisę. Kaip jau minėta, Direktyva, įtvirtinanti privalomo pardavimo teisę, galiausiai buvo priimta EP 2004 metais ir įsigaliojo tų pačių metų gegužės 20 d.

---

47 Elst, C.; Steen, L. *Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights*. ECFR 4/2009, p. 391 – 439. p. 395.

48 EŽTKO sprendimas byloje Bramelid ir Malmström v Sweden application no 8588-89/79, 1982, para. 64.

49 *Ibid*.

50 "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, pp. 55-56.

51 Pvz., Devintosios direktyvos dėl bendrovių grupių projektas, kuris taip ir neįgavo pasiūlymo formos.

52 1978 m. spalio 9 d. Direktyva 78/855 EEB dėl ribotos atsakomybės bendrovių susijungimo, OJ L 295, 1978.

JAV iki pat XIX a. trečiojo dešimtmečio mažumos akcininkų nuosavybės teisė į bendrovės akcijas buvo neliečiama, o jos suteikiamų garantijų apimtis apėmė ir mažumos akcininkų apsaugą nuo kontroliuojančio akcininko veiksmų, kurių tikslas yra perimti jiems priklausančias „taikinio" įmonės akcijas.[53] Privalomo akcijų pardavimo teisė JAV pirmą kartą tapo įgyvendinama, kai XX a. trečiajame dešimtmetyje Floridoje buvo priimtas Susijungimų, kurių metu už mažumos akcijas atsiskaitoma pinigais, įstatymas (*angl.* „cash-out merger statute").[54] Nepaisant to, privalomas akcijų pardavimas tapo įprasta praktika tik tada, kai Delavero valstija XX a. šeštajame dešimtmetyje priėmė panašias nuostatas, o XX a. septintajame dešimtmetyje buvo išleistas Pavyzdinis pelno siekiančių ūkio subjektų įstatymas (*angl.* „Model Business Corporation Act").[55] Nuo šio momento teisė „ilgojo" susijungimo būdu priverstinai išpirkti smulkiųjų akcininkų turimas akcijas tapo visuotinai prieinama. Kaip parodė laikas, ši teisė pasitarnavo XX a. septintojo dešimtmečio pabaigoje ir XX a. aštuntajame dešimtmetyje suaktyvėjus įmonių perėmimo veiklai: privalomų akcijų pardavimų skaičius išaugo tuo pat metu, kai ypač krito bendrovių akcijų kainos akcijų biržose.[56] Kilo diskusijos, ar kontroliuojantys akcininkai nesiekia pasinaudoti „krentančios" rinkos sąlygomis tam, kad pigiai įsigytų mažumos akcininkų akcijas ir „išstumtų" juos iš „taikinio" įmonės.[57] SEC į šias diskusijas reagavo 1979 m. nustatydama taisyklę, pagal kurią kontroliuojantis akcininkas privalo atskleisti išsamią ir plačios apimties su privalomu akcijų pardavimu susijusią informaciją, įskaitant informaciją apie tokio sandorio tikslą (ir kodėl buvo atmestos kitos alternatyvos tokiam rezultatui pasiekti), nepriklausomo eksperto nuomonę dėl sandorio sąžiningumo bei informaciją apie dabartines ir istorines akcijų kainas ir pan. XX a. devintajame dešimtmetyje kaip atsakas į įmonės vadovų nepalaikomų įmonių perėmimų skaičiaus augimą kilo įmonės vadovybės inicijuotų perėmimų (*angl.* „management buy-outs") banga.[58] Suaktyvėjusi veikla įmonių perėmimų ir privalomų pardavimų rinkoje padidino darbo krūvį Delavero valstijos teismuose. Savotiškos lenktynės tarp praktikų ir teismų *Weinberger*, *Siliconix*, *Unocal* ir *Pure Resources* bylose suformavo ir ištobulino privalomo akcijų pardavimo gaires JAV.[59] XX a. dvidešimtajame dešimtmetyje atsirado jau minėta alternatyva susijungimo būdu įgyvendinamam privalomam akcijų pardavimui[60] – OP privalomas akcijų pardavimas (*angl.* „tender offer squeeze-out"), kurio atsiradimas lėmė naujos teismų praktikos susiformavimą[61] ir diskusijų apie šiom dviem procedūrom taikomus skirtingus teisminio vertinimo standartus kilimą.[62]

---

53 Weiss E. J. *"The law of take out mergers: a historical perspective"*. 1981, New York University Law Review, [Vol. 56], p. 627-629.

54 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 8.

55 Weiss E. J. *"The law of take out mergers: a historical perspective"*. 1981, New York University Law Review, [Vol. 56], p. 627-29.

56 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 8.

57 Žr. Lynch v. Vickers Energy Corp., 351 A.2d 570, 573 (Del. Ch. 1976) (šioje byloje aštuntajame dešimtmetyje įvykęs sandoris yyra apibūdinamas kaip sandoris, įvykdytas tuomet, kai „taikinio" įmonės akcijų kaina buvo nepagrįstai maža dėl bendrų neigiamų ekonominių tendencijų rinkoje).

58 Pinto A. R., Branson D. M. "*Understanding Corporate Law*". 2nd edn. 2004, New York, M. Bender, p. 262.

59 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 4-15.

60 *Ibid*, p. 11.

61 Žr. In re Siliconix Shareholder Litigation, 2001; Unocal v. Unocal Explaration Corp. 777 A. 2d (Del. 2001).

62 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 16.

Apibendrinant, istoriškai privalomo akcijų pardavimo teisė iš esmės buvo įteisinta siekiant sukurti prielaidas didžiajam akcininkui įsigyti visas įmonės akcijas. Be to, privalomo akcijų pardavimo teisė padidino įmonių perėmimų skaičių. Nepaisant teigiamų privalomo akcijų pardavimo įteisinimo aspektų, mažumos akcininkų teisių apsaugos klausimas pristatant privalomo pardavimo teisę paprastai nebūdavo keliamas, todėl atsirado piktnaudžiavimo šia teise atvejų. Dėl šios priežasties kilo būtinybė numatyti pakankamus mažumos teisių apsaugos procedūrinius elementus. Su privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimu sietini teigiami ir neigiami aspektai išsamiau aptariami žemiau esančiame poskyryje.

1.3. Teisė į privalomą akcijų išpirkimą – *Pro et Contra*

Siekiant sukurti efektyvią įmonių perėmimų rinką ir iki minimumo sumažinti atstovavimo kaštus, yra ne tik būtina suteikti akcininkui (ar asmeniui, norinčiam juo tapti) galimybę įgyti „taikinio" įmonės kontrolę, pakankamą esminiams sprendimams priimti, bet ir vėliau tapti šios įmonės vieninteliu akcininku.[63]

Kita vertus, tikimybė, jog anksčiau ar vėliau nuosavybės teise turimos akcijos gali būti priverstine tvarka perimtos didžiojo akcininko (nesant pakankamos mažumos akcininkų apsaugos), gali atgrasyti investuotojus nuo investicijų į bendroves ir taip padidinti įmonės vidutinius kapitalo kaštus (smulkūs investuotojai įvertins su šiais elementais susijusią riziką prieš priimdami sprendimą investuoti) ir taip apsunkinti jų galimybes sėkmingai konkuruoti su užsienio įmonėmis.[64] Be to, ši teisė yra priverstinio pobūdžio, todėl yra būtina užtikrinti pakankamo lygio teisinį reguliavimą tam, kad nebūtų pažeista smulkiųjų akcininkų nuosavybės teisė. Mažumos akcininkų teises ir teisėtus interesus būtina saugoti ir dėl to, jog jurisdikcija, kuri nesuteikia pakankamos apsaugos mažumos akcininkams (lyginant su kitomis jurisdikcijomis), bus nepatraukli užsienio investuotojams.

Be aukščiau nurodytos bendrojo pobūdžio diskusijos yra ir kitų aplinkybių, pateisinančių privalomo akcijų pardavimo įteisinimą. Be to, yra ir aplinkybių, kurios verčia abejoti privalomo akcijų pardavimo įteisinimo tikslingumu. Diskusija dėl tokių aplinkybių pagrįstumo pateikiama žemiau.

1.3.1. Siekis perimti „taikinio" įmonės kontrolę ir „nemokančiojo" problema

Visų pirma, privalomo akcijų pardavimo teisės egzistavimas leidžia siūlytojui, kuris neturi „taikinio" įmonės akcijų, suteikiančių „taikinio" įmonės kontrolę, bet siekia jų įsigyti, išvengti nemokančiojo (*angl.* „free-rider")[65] problemos po „taikinio" įmonės kontrolės

---

[63] Kraakman R. R. et al. *"The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach"*. 2004, Oxford, Oxford University Press, p. 21 "General functions of corporate law".

[64] Žr. Timmerman, L.; Doorman, A. "*Rights of minority shareholders in the Netherlands*". A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, p. 3 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-04-23]. http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/ minorityshh. pdf.

[65] Plačiau apie "nemokančiojo" problemą įmonių perėmimų rinkoje žr. Grossman S. J. and Hart O. D. "*Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*". The Bell Journal of Economics Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980), p. 42-64.

perėmimo, t. y. situacijos, kai dėl įmonės valdymo efektyvumo padidinimo sukurtą pridėtinę vertę tenka dalytis su mažumos akcininkais.[66]

Pradėta įmonės perėmimo procedūra (pvz., paskelbtas oficialus pasiūlymas supirkti visas „taikinio" įmonės akcijas ar pradėtos derybos dėl kontrolinio „taikinio" įmonės akcijų paketo įsigijimo) yra aiškus įrodymas, kad siekiantis įgyti akcijas asmuo mano, jog jis turi galimybių sukurti „taikinio" įmonėje daugiau pridėtinės vertės negu yra sukuriama dabar, ir taip šia verte kompensuoti perėmimo kaštus bei gauti pelno. Tokioje situacijoje „taikinio" įmonės akcininkams nėra sunku suprasti, kad jų turimos akcijos yra vertos daugiau negu konkretaus pasiūlymo kaina. Dėl šios priežasties yra daugiau negu tikėtina, jog „taikinio" įmonės akcininkai neatsilieps į pradinį pasiūlymą ir jis bus atmestas tikintis aukštesnės pasiūlymo kainos arba dividendų ateityje. Taigi, tokiu būdu „taikinio" įmonės akcininkai gali nepagrįstai naudotis pirkėjo iki pasiūlymo įdėtomis pastangomis siekiant nustatyti įmonės tikrąją vertę ar įmonės (potencialą).[67]

Visa tai suprasdami, potencialūs įmonių perėmėjai nebus pakankamai motyvuoti pradėti perėmimo procedūrų ir, ilgainiui sumažėjus įmonių perėmimų skaičiui, sumažės ir visuomenės gerovė, kuri, esant efektyviai veikiančiai perėmimų rinkai (pakankamam įmonių perėmimų skaičiui), būtų užtikrinta pridėtinę vertę kuriančiais įmonių perėmimais.[68]

Aukščiau aptartą situaciją gali pakeisti įteisinta privalomo akcijų pardavimo teisė. Suprasdami, kad tuo atveju, jei didesnioji dalis „taikinio" įmonės akcininkų atsilieps į oficialų pasiūlymą, jiems kils grėsmė būti išpirktiems, t. y., kils grėsmė gauti tą pačią pinigų sumą, tik gerokai vėliau, likusieji smulkieji akcininkai aktyviau atsilieps į pagrįsta kaina teikiamą oficialų pasiūlymą. Tai žinodamas potencialus perėmėjas, teikdamas oficialų pasiūlymą palankia kaina, bus tikras jo baigtimi ir todėl tokio pasiūlymo neatsisakys. Kitaip tariant, galimybė pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise skatina siūlytoją pateikti oficialų pasiūlymą didesne kaina nei kaina, kuria pasiūlymas būtų teikiamas nesant galimybės pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise.

Be to, potencialus konkrečios įmonės pirkėjas, turėdamas galimybę sėkmės atveju (tiksliau – sėkmingai pasibaigusio oficialaus siūlymo atveju) pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise, yra skatinamas inicijuoti tos įmonės perėmimo procedūrą neatsižvelgdamas į tai, kad po tokios perėmimo procedūros įmonėje vis dar bus tam tikra dalis smulkiųjų akcininkų. Žinodamas, kad vėliau jis galės iš „taikinio" įmonės „išstumti" po, pvz., oficialaus pasiūlymo supirkti visas „taikinio" įmonės akcijas įgyvendinimo likusius mažumos akcininkus, įmonės pirkėjas gali būti tikras, kad visa jo pastangomis „taikinio" įmonės sukurta pridėtinė vertė atiteks jam ir taip išvengti „nemokančiojo" problemos.[69]

Kita vertus, kaip jau minėta, oficialus pasiūlymas „taikinio" įmonės akcininkams, kuriuo norima įgyti tokią „taikinio" įmonės kontrolę, kuri leistų pasinaudoti privalomo akcijų

---

66 Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:"*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*". [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940, p. 6.

67 Van Der Elst C. ir Steen L. Van Den *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 7.

68 Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:"*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*". [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940, p. 13.

69 *Ibid,* p. 7, 19.

pardavimo teise, suteikia „taikinio“ įmonės akcininkams galimybę parduoti savo turimas akcijas paprastai aukštesne negu rinkos kaina (tokios nesant – jos ekvivalentui), ir taip išvengti „skriaudžiamos“ mažumos statuso ateityje. Čia paaiškintina, kad mažumos akcininkai neturi jokios realios įtakos priimant su bendrovės valdymu susijusius sprendimus, o tais atvejais, kai įmonės akcijos tampa nelikvidžios, t. y. jas tampa sunku parduoti (kas yra labai tikėtina, kai artimą 100% įmonės akcijų skaičių valdo vienas asmuo), – negali pasitraukti iš dalyvavimo įmonės kapitale savo akcijas parduodami ir, tikėtina, patirtų nuostolį savo investicijos įsigyjant „taikinio“ įmonės akcijas požiūriu. Visa tai rodo, kad privalomo akcijų pardavimo teisės egzistavimas skatina dinamiškesnius efektyvių, pridėtinę vertę kuriančių ir visuomenės gerovę keliančių įmonių perėmimų, procesus[70], taip pat suteikia prielaidas užtikrinti mažųjų investuotojų teisių apsaugą.

1.3.2. Atstovavimo ir kitų įmonės valdymo kaštų problema

Antra, privalomo akcijų pardavimo teisės egzistavimas gali turėti praktinės reikšmės įmonės didžiojo ir smulkiųjų akcininkų tarpusavio santykių plėtrai bei įmonės veiklos strategijai. Smulkiųjų akcininkų buvimas visada yra susijęs su formalių sprendimų priėmimo ir informacijos viešo atskleidimo mechanizmų bei procedūrų įmonėje privalomumu. Akivaizdu, kad tokie mechanizmai ir procedūros reikalingi užtikrinti smulkiųjų įmonės akcininkų teisių būti informuojamiems apie įmonės veiklą bei ją įvertinti, o taip pat (bent teoriškai) turėti galimybę kontroliuoti didžiojo akcininko veiksmus, įgyvendinimą.[71] Tokių mechanizmų ir procedūrų išlaikymas neproporcingai padidina didžiojo akcininko interesų atstovavimo įmonėje kaštus, ypač įvertinus su smulkiųjų akcininkų egzistavimu įmonėje susijusią riziką ir jos neutralizavimo priemonių poreikį.[72]

Kita priežastis, kuri gali paskatinti didįjį akcininką imtis privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo (tuo atveju, jei įmonės akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje), gali būti viešąją vertybinių popierių apyvartą reguliuojančių teisės aktų nustatytų reikalavimų laikymosi kaštai. Taigi, privalomo akcijų pardavimo teise galima siekti pasinaudoti dėl to, kad siekiama pasitraukti iš prekybos reguliuojamoje vertybinių popierių rinkoje. Šiuo atveju privalomo akcijų pardavimo teisė yra laikoma efektyvesne akcijų išbraukimo iš prekybos reguliuojamoje rinkoje alternatyva.[73]

Smulkiųjų akcininkų egzistavimas taip pat gali trukdyti didžiajam akcininkui visiškai integruoti įmonę į savo įmonių grupę ir taip pasiekti potencialią masto ekonomiją.[74] Kai visų smulkiųjų akcininkų akcijos yra išperkamos, sprendimų priėmimas įmonėje tampa efektyvesnis ir lankstesnis. Taip pat yra pašalinama interesų konflikto ir dėl tokio konflikto galinčių kilti ieškinių grėsmė. Be to, privalomo akcijų pardavimo teisė veikia kaip tinkama

---

70 *Ibid,* p. 18.

71 "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*“ [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 60.

72 *Ibid*, p. 63.

73 *Ibid*, p. 60-61.

74 Pinto A. R., Branson D. M. "*Understanding Corporate Law*". 2nd edn. 2004, New York, M. Bender, p. 260.

kompensacija[75] siūlytojui, kuris prisiima finansinę riziką peržengdamas nustatytas „taikinio" įmonės kontrolės ribas ir dėl to yra įpareigotas pateikti privalomą oficialų pasiūlymą visoms įmonės akcijoms įsigyti.[76]

Kaip jau minėta anksčiau, privalomo akcijų pardavimo teisės egzistavimas kelia uždavinį rasti teisingą pusiausvyrą tarp efektyvios įmonių perėmimų rinkos vystymosi skatinimo ir smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos lygio nustatymo. Privalomo akcijų pardavimo teisė, turėdama tiesioginį teigiamą poveikį didžiojo akcininko interesams ir netiesioginį teigiamą poveikį viešajam interesui kaip efektyvesnį įmonių valdymą skatinanti priemonė, kartu gali pažeisti smulkiųjų akcininkų teises. Informacinį pranašumą[77], t. y. išsamesnius duomenis apie įmonės vertę ir ateities perspektyvas turintis didysis akcininkas gali sėkmingai pasinaudoti „taikinio" įmonės tikruoju potencialu būtent tuo metu, kai „taikinio" įmonės akcijų kaina (rinkos kaina) šio tikrojo potencialo neatitinka.[78] Tai itin aktuali problema tuo atveju, kai oficialaus pasiūlymo kaina yra siejama su įmonės akcijų rinkos verte, taip pat kitais atvejais, kadangi mažasis akcininkas pasiūlymo kainos palankumą paprastai vertins atsižvelgdamas į pasiūlymo pateikimo metu esančią akcijų rinkos kainą. Kadangi didysis akcininkas gali pasirinkti tokį privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo laiką, kuris labiausiai atitiktų jo interesus, tai visada suteikia jam pranašumą prieš smulkiuosius akcininkus.[79] Bet kuriuo atveju tokio oportunistinio ar netgi piktnaudžiavimo požymių turinčio elgesio problema nėra išimtinai būdinga privalomam akcijų pardavimui. Priešingai, ši problema gali kilti visada, kai įmonėje yra akcininkas, galintis vienašališkai be kitų įmonės akcininkų dalyvavimo lemti ir kontroliuoti įmonės organų priimamus sprendimus.[80]

Nors absoliuti dauguma autorių pasisako už šio efektyvų įmonių valdymą skatinančio įmonių perėmimų skaičių didinančio ir platų praktinį pritaikomumą turinčio instituto įteisinimą, neretai sutinkama ir abejonė dėl galimo privalomo akcijų pardavimo teisės prieštaravimo konstitucinei teisei į nuosavybę. Išsami diskusija šiuo klausimu pateikiama skirsnyje žemiau.

1.3.3. Privalomas akcijų pardavimas ir nuosavybės apsauga Europoje

Problemų, kurios kyla didžiajam akcininkui suteikiant teisę priverstine tvarka „atsikratyti" smulkiųjų įmonės akcininkų, sprendimas neapsiriboja tinkamos pusiausvyros tarp efektyviai veikiančios įmonių perėmimų rinkos ir smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos nustatymu. Įgyvendinant privalomo akcijų pardavimo teisę taip pat gali būti pažeistos ir konkrečių asmenų – mažumos akcininkų, pagrindinės teisės. Dėl šios priežasties kyla poreikis išsamiai aptarti privalomo akcijų pardavimo teisės suderinamumą su EŽTK ir LR Konstitucijos nuostatomis.

---

[75] "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 63.

[76] Direktyva, str. 5.

[77] Apie informacinį pranašumą žr. Akerlof, G. A., *"The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism"*. 1970, Quarterly Journal of Economics [Vol. 84:3].

[78] Pinto A. R., Branson D. M. "*Understanding Corporate Law*". 2nd edn. 2004, New York, M. Bender, p. 261.

[79] Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 25.

[80] Van Der Elst C. ir Steen L. Van Den *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 11.

1.3.3.1. Privalomo akcijų pardavimo teisės suderinamumas su EŽTK nuostatomis

EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje nurodoma : „*Kiekvienas fizinis ar juridinis asmuo turi teisę netrukdomas naudotis savo nuosavybe. Iš niekieno negali būti atimta jo nuosavybė, išskyrus tuos atvejus, kai tai yra būtina visuomenės interesams ir tiktai įstatymo numatytomis sąlygomis bei vadovaujantis bendraisiais tarptautinės teisės principais*“[81]. Taigi ši EŽTK įtvirtinta nuostata kiekvienam fiziniam ir juridiniam asmeniui užtikrina teisę laisvai disponuoti savo turtu, garantuodama jam teisę savo turimą turtą laisva valia perleisti kam nori ir kada nori. Žinoma, EŽTK (kaip ir daugelio nacionalinių konstitucijų) garantuojama teisė į nuosavybę nėra absoliuti. Jau antrajame EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame paragrafe nurodoma, jog „*ankstesnės nuostatos jokiu būdu neriboja valstybės teisės taikyti tokius įstatymus, kokie, jos manymu, jai reikalingi, kad galėtų kontroliuoti nuosavybės naudojimą atsižvelgdama į bendrąjį interesą arba, kad garantuotų mokesčių, kitų rinkliavų ar baudų mokėjimą*“[82]. Be to, kaip jau minėta, EŽTK suteikia galimybę paimti nuosavybę, kai tai yra būtina visuomenės interesams.

Vadovaujantis EŽTT praktika, aiškinančia aukščiau aptartas EŽTK nuostatas, EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje įtvirtintas nuosavybės teisės garantijas sudaro trys atskiros taisyklės: „*Pirmoji taisyklė, kuri yra bendro pobūdžio, įtvirtina teisės netrukdomai naudotis nuosavybe principą; šis principas įtvirtintas pirmojo paragrafo pirmajame sakinyje. Antroji taisyklė apima nuosavybės paėmimą ir nustato nuosavybės paėmimo sąlygas; ši taisyklė įtvirtinta pirmojo paragrafo antrajame sakinyje. Trečiąja taisykle pripažįstama valstybių teisė, be kita ko, kontroliuoti nuosavybės naudojimą atsižvelgiant į visuomenės interesą šiuo tikslu priimamų įstatymų pagrindu; ši teisė įtvirtinta antrajame paragrafe*“[83]. Žinoma, šios trys taisyklės nėra savarankiškos: antrosios ir trečiosios taisyklių turinį sudaro tam tikri teisės į nuosavybę ribojimo atvejai, todėl šios taisyklės turėtų būti aiškinamos atsižvelgiant į pirmojoje taisyklėje įtvirtinto principo turinį.[84]

Kaip matyti iš aukščiau aptartos EŽTT praktikos, kiekvienas įtariamas EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio pažeidimas gali būti vertinamas kaip i) nuosavybės paėmimas (ekspropriacija) EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio 1 sakinyje įtvirtintos taisyklės pagrindu, kaip ii) nuosavybės teisės ribojimas EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio 2 paragrafe įtvirtintos taisyklės pagrindu arba, jei nė viena iš paminėtų taisyklių netaikoma, iii) tokio įtariamo pažeidimo vertinimas gali būti atliekamas EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio 1 sakinyje įtvirtintos bendrosios taisyklės aspektu.

Nuosavybės sąvoka yra aiškinama plečiamai (tiek EŽTT, tiek nacionalinių teismų)[85], todėl nėra keista, kad įmonės akcija yra laikoma nuosavybe ir todėl patenka į minėtos EŽTK

---

81 Europos Žmogaus Teisių Konvencija, 1 protokolo 1 straipsnis, [interaktyvus] http://www.echr.coe.int/Documents/Convention_LIT.pdf.

82 Europos Žmogaus Teisių Konvencija, 1 protokolo 1 straipsnis, [interaktyvus] http://www.echr.coe.int/Documents/Convention_LIT.pdf.

83 Pvz. žr. EŽTT 2013 m. liepos 25 d. sprendimą byloje Rousk v. Sweden, paraiškos Nr. 27183/04, para. 108.

84 EŽTT 1986 m. vasario 21 d. sprendimas byloje James and Others v. the United Kingdom, Serija A Nr. 98, para. 37.

85 Dijk, P., Hoof G. J. H. *"Theory and Practice of the European Convention on Human Rights"*, 3rd edn. 1998, The Hague, Kluwer Law International, p. 619-625.

pirmojo protokolo 1 straipsnio nuostatos saugomos nuosavybės sritį.[86] Tai reiškia, jog EŽTK valstybių narių privalomą akcijų pardavimą įteisinantis reguliavimas, kurio pasekmė yra priverstinis vienam asmeniui priklausančių įmonės akcijų perdavimas kitam (didžiajam) tos įmonės akcininkui, privalo būti suderinamas su EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio nuostatomis. Kaip jau minėta, tikėtinai EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio nuostatas pažeidžiantį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą galima vertinti trijų skirtingų taisyklių aspektu, kas taip pat gali lemti skirtingus reikalavimus privalomo akcijų pardavimo teisiniam reguliavimui atsižvelgiant į tai, ar privalomas akcijų pardavimas laikytinas nuosavybės paėmimu viešajam poreikiui tenkinti, nuosavybės teisės ribojimu EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrojo paragrafo taisyklės aspektu ar ribojimu, kuris vertintinas EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio 1 sakinyje įtvirtintos bendrosios taisyklės aspektu. Dėl šios priežasties derėtų išsamiau aptarti galimą privalomo akcijų pardavimo vertinimo priskyrimą vienai iš EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje įtvirtintų taisyklių taikymo sričiai.

a. Ar privalomas akcijų pardavimas gali būti vertinamas kaip nuosavybės paėmimas EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrojo paragrafo taisyklės požiūriu?

Jaap Winter vadovaujama įmonių teisės ekspertų grupė savo ataskaitoje dėl „su perėmimo pasiūlymais susijusių klausimų“ (*angl.* „Report on Issues related to takeover bids“) pripažino, kad privalomo akcijų pardavimo atveju teisę į nuosavybę apriboti galima tik remiantis viešuoju interesu ir užtikrinant tinkamą kompensaciją[87]. Visgi, *Jaap Winter* vadovaujama grupė, vadovaudamasi ir tuo, jog kai kurių ES valstybių narių konstitucinės justicijos[88] institucijos pripažino, jog privalomo akcijų pardavimo teisė yra suderinama su konstitucinėmis nuostatomis, kadangi šios teisės įgyvendinimas nėra skirtas išimtinai privatiems interesams patenkinti, konstatavo, jog teisė įgyvendinti privalomą akcijų pardavimą tarnauja viešajam interesui, kad įmonės būtų tinkamai valdomos, o akcijų biržos – likvidžios[89]. Remdamasi šiais argumentais, *Jaap Winter* vadovaujama įmonių teisės ekspertų grupė padarė išvadą, jog tol, kol privalomo akcijų pardavimo teise galima pasinaudoti tik tuo atveju, kai smulkiųjų akcininkų turimų akcijų dalis yra santykinai maža, o tokiems mažumos akcininkams yra pasiūloma tinkama kompensacija už iš jų paimamas akcijas, privalomas akcijų pardavimas turėtų būti laikomas proporcinga priemone paminėtam viešajam interesui užtikrinti.[90] Taigi, (bent kaip teigia kai kurie autoriai)[91] galima daryti prielaidą, jog *Jaap Winter* vadovaujama ekspertų grupė laikėsi pozicijos, jog privalomam akcijų pardavimui turėtų būti taikoma jau aukščiau aptarta EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje įtvirtinta antroji taisyklė, o pats

[86] EŽTT 2002 m. sprendimas byloje Sovtransavto Sovtransavto Holding v Ukraine, paraiškos 48553/99, para. 91; 2002 m. sprendimas byloje Cesnieks v Lithuania, paraiškos Nr. 56400/00, para. 2.

[87] „*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*“ [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf., p. 61.

[88] Jaap Winer vadovaujama ekspertų grupė rėmėsi iš esmės Vokietijos konstitucinio teismo ir Prancūzijos aukščiausiojo teismo praktika.

[89] „*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*“ [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf., p. 61.

[90] *Ibid*, p. 61.

[91] Krohn M. “*Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights*”. 2004, European Business Law Review [Vol 15], p. 160.

privalomas akcijų pardavimas turėtų būti laikomas nuosavybės paėmimo visuomenės poreikiams forma. Kaip jau užsiminta, tokia *Jaap Winter* vadovaujamos grupės pozicija iš esmės atitinka ir Prancūzijos Aukščiausiojo Teismo[92] bei Vokietijos Aukščiausiojo Teismo[93] praktikoje suformuluotą poziciją.

Tuo atveju, jei būtų vadovaujamasi pozicija, jog privalomam akcijų pardavimui taikytina EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje antrajame sakinyje įtvirtinta taisyklė, kuri (atsižvelgiant į jos aiškinimo praktiką) numato galimybę paimti nuosavybę tik tuo atveju, kai toks paėmimas yra pagrįstas viešuoju interesu, galima kelti klausimą, ar toks viešuoju interesu grindžiamas poreikis turėtų būti įrodomas kiekvienu individualiu atveju, ar pakaktų konstatuoti egzistuojant viešąjį interesą bendruoju atveju, t. y. įtvirtinant bendro pobūdžio teisinį reguliavimą, suteikiantį teisę esant tam tikroms sąlygoms pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise. Kaip galima spręsti iš jau aptartos *Jaap Winter* vadovaujamos grupės ataskaitoje išdėstytos pozicijos, tam, kad nebūtų pažeisti EŽTK įtvirtinti principai, pakanka, jog prie viešojo intereso uždavinių tenkinimo prisidėtų galimybę pasinaudoti privalomu akcijų pardavimu įteisinantis reguliavimas. Tol, kol privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas garantuoja pakankamą akcininko teisių apsaugos lygmenį, ypač užtikrinant teisingą kompensaciją už paimamas akcijas, poreikio pateisinti kiekvieno individualaus privalomo akcijų pardavimo viešojo intereso aspektu nėra.[94]

Siekiant tiksliai nustatyti privalomo akcijų pardavimo klasifikaciją EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio aspektu, būtina aptarti EŽTK institucijų praktiką aiškinant minėto EŽTK straipsnio nuostatas.

Visų pirma aptartinas EŽTKO sprendimas *Bramelid* & *Malmström v Sweden* byloje. Šioje byloje buvo sprendžiamas teisinio reguliavimo, numatančio mažumos akcininkų turimų akcijų priverstinio perdavimo didžiajam akcininkui, suderinamumo su EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje įtvirtintomis taisyklėmis klausimas. EŽTKO pažymėjo, kad neatsižvelgiant į tai, jog EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje nėra tiesiogiai kalbama apie ekspropriaciją, šio straipsnio formuluotės „*atimta jo nuosavybė, išskyrus tuos atvejus, kai tai yra būtina visuomenės interesams*“ bei „*vadovaujantis bendraisiais tarptautinės teisės principais*“ reiškia, kad šios taisyklės reguliavimo objektu yra formali (ar netgi faktinė) ekspropriacija, t. y. veiksmas, kuriuo valstybė paima konkretų privačios nuosavybės objektą visuomenės poreikiams arba įgalioja trečiąjį asmenį tai padaryti.[95] Tuomet EŽTKO konstatavo, jog byloje nagrinėjamas teisinis reguliavimas yra visai kitokio pobūdžio, kadangi jis reguliuoja santykius tarp privačios bendrovės akcininkų, o jo tikslas – ginti tuos interesus, kuriuos ginti labiausiai verta, t. y. tokio teisinio reguliavimo tikslai neturi nieko bendra su viešuoju interesu (EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio prasme).[96] Dėl šių priežasčių EŽTKO konstatavo, jog EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antroji taisyklė nagrinėjamu atveju yra netaikoma. Atitinkamai, EŽTKO ėmėsi vertinti, ar įstatymu mažumos akcininkams nustatytas įpareigojimas perleisti jų turimas akcijas įmonės stambiajam akcininkui gali būti laikomas pažeidžiančiu EŽTK

---

92 Prancūzijos aukščiausiojo teismo 2001 m. liepos 17 d. sprendimas, Nr. 98-20-188.

93 Vokietijos konstitucinio teismo sprendimas 2000 m. rugpjūčio 23 d. sprendimas Moto-Meter byloje, BVerfGE, 1 BvR 68/95.

94 Krohn M. "*Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights*". 2004, European Business Law Review [Vol 15], p.165.

95 EŽTKO 1982 m. sprendimas byloje Bramelid ir Malmström v Sweden application no 8588-89/79, para. 64.

96 EŽTKO 1982 m. sprendimas byloje Bramelid ir Malmström v Sweden application no 8588-89/79, para. 64.

pirmojo protokolo 1 straipsnio pirmajame sakinyje įtvirtintą teisės netrukdomai naudotis nuosavybe principą. Šiuo aspektu EŽTKO nurodė, taip: „<..>*visų EŽTK valstybių narių teisės aktų, reglamentuojančių santykius tarp privačių asmenų, įskaitant juridinius asmenis, nuostatos apima ir nuostatas, nustatančias tokių teisės aktų poveikį nuosavybei ir, tam tikrais atvejais, priverčiančias asmenį perduoti savo nuosavybę kitam asmeniui. Tokių nuostatų pavyzdžiais gali būti paveldėto turto padalinimas bei nuosavybės paėmimas ir pardavimas vykdymo proceso metu. Tokios taisyklės, kurios yra būtinos liberalioje visuomenėje, iš esmės negali būti laikomos nesuderinamomis su EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsniu. <..> bet kuriuo atveju, komisija privalo įsitikinti, kad nustatant nuosavybės santykius tarp privačių asmenų teisinis reguliavimas nesukurtų tokios nelygybės, jog vieno asmens nuosavybė šališkai ir nepagrįstai būtų paimta kito asmens naudai*“[97]. Taigi nuosavybės teisių į akcijas perdavimo didžiajam akcininkui EŽTKO nelaikė nuosavybės paėmimu visuomenės poreikiams (ekspropriacija) EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės aspektu.

Vertinant vėlesnę EŽTT praktiką, galima pamanyti, jog EŽTT pakeitė aukščiau aptartoje *Bramelid* & *Malmström v Sweden* byloje suformuotą poziciją. EŽTT, nagrinėdamas bylą, kurioje žemės savininkai skundėsi dėl teisinio reguliavimo, suteikiančio nuomininkams pirmenybės teisę įgyti nuosavybę į jų naudojamą žemę, nurodydamas, kad „<…> *nuosavybės paėmimas siekiant socialinio teisingumo tikslų gali būti suprantamas kaip nuosavybės paėmimas visuomenės poreikiams. Konkrečiau, teisės sistemos, reguliuojančios sutartines ar daiktines privačių asmenų teises, teisingumas yra viešas interesas ir dėl to teisėkūros priemonės, skirtos tokiam teisingumui įtvirtinti, gali būti laikomos „viešo intereso“ priemonėmis net ir tuo atveju, jei jų pagrindu vieno privataus asmens nuosavybė privalomai perduodama kitam privačiam asmeniui*“[98]. Dėl šios priežasties EŽTT ėmėsi vertinti byloje nagrinėjamą teisinį reguliavimą EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio 2 sakinyje įtvirtintos taisyklės aspektu. Nepaisant to, vėlesnėje savo praktikoje, kurioje vėl buvo pakartota byloje *Bramelid* & *Malmström v Sweden* suformuota taisyklė, jog privalomo akcijų pardavimo taisyklės yra visų pirma vidinius įmonės akcininkų santykius reglamentuojančios taisyklės, EŽTT pakartotinai konstatavo, jog tokiu atveju EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtinta taisyklė netaikoma [99].

Kita vertus, vertinant naujausią EŽTT praktiką, suformuotoje byloje *Chadzitaskos* & *Franta v. the Czech Republic*, galima manyti, jog EŽTT (bent iš dalies) grįžo prie *James and Others v. The United Kingdom* byloje išdėstytos pozicijos, jog vienam asmeniui priklausančios nuosavybės perdavimas kitam privačiam asmeniui gali būti laikomas nuosavybės paėmimu viešojo intereso uždaviniams tenkinti EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įvirtintos taisyklės prasme.

Chadzitaskos & *Franta v. the Czech Republic* byloje pareiškėjai tvirtino, kad nacionalinis teisinis reguliavimas, leidžiantis didžiajam akcininkui perimti (eksproprijuoti) mažumos akcininkams priklausančias akcijas nesant viešojo intereso ir neužtikrinant pakankamos kompensacijos, yra prieštaraujantis EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio nuostatoms. EŽTT,

---

[97] *Ibid*., para. 81.

[98] EŽTT 1986 m. vasario 21 d. sprendimas byloje James and Others v. the United Kingdom, Serija A Nr. 98, para. 41.

[99] EŽTT 2003 m. vasario 20 d. sprendimas byloje Kind v Germany Nr. 44324/98; EŽTT 2013 m. gruodžio 12 d. sprendimas byloje Zagrebačka banka D.D. v Croatia, Nr. 39544/05, para. 251.

pakartojęs ankstesnėje savo praktikoje[100] suformuluotą taisyklę, jog esant tam tikroms aplinkybėms įstatyminis reikalavimas mažumos akcininkams perduoti jų turimas akcijas didžiajam akcininkui negali būti laikomas nesuderinamu su EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsniu tol, kol yra nesukuriama mažumos ir didžiojo akcininkų nelygybė, nurodė taip: „*Teismo nuomone, iš esmės teisiniu reguliavimu dėl nuosavybės perdavimo didžiajam akcininkui buvo siekiama teisėto ir su viešuoju interesu suderinamo tikslo. <..> nepaisant to, tokia taisyklė nėra savaime taikoma šiuo atveju, kai svarstymo objektu yra ex post facto procedūrinės garantijos, susijusios išimtinai su kompensacija už perduodamą nuosavybę*“[101]. Atitinkamai, EŽTT konstatavo EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio pažeidimą nustatęs, jog įstatyminėmis nuostatomis nebuvo užtikrintas „sąžiningas balansas“ tarp siekio užtikrinti viešą interesą ir pareiškėjų teisės netrukdomai naudotis jiems priklausančia nuosavybe[102].

Vertinant šį EŽTT sprendimą matyti, jog EŽTT iš esmės pripažino, jog privalomas akcijų perdavimas didžiajam akcininkui gali būti suderinamas (taigi, manytina, ir pateisinamas) viešuoju (bendruoju) interesu. Pastarąją aplinkybę galima būtų vertinti kaip užuominą, jog privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas turėtų būti vertinamas vadovaujantis EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtinta taisykle. Nepaisant to, šioje byloje EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės taikymo klausimas apskritai nebuvo keliamas, o tai reiškia, jog vienareikšmiškai tvirtinti, kad ši byla priskyrė privalomo akcijų pardavimo teisę EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės taikymo sričiai, negalima. Priešingai, galima tvirtinti, jog EŽTT, pripažindamas, kad iš esmės (bendrąją prasme) privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas gali būti pateisinamas poreikiu įgyvendinti viešojo intereso uždavinius, tikslingai nenurodė, kad privalomas akcijų pardavimas turėtų būti vertinamas EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio 2 sakinyje įtvirtinta taisykle nustatytų kriterijų, įskaitant poreikio pagrįsti tokią priemonę visuomenės (viešuoju) interesu (juo labiau – kiekvieno individualaus privalomo akcijų pardavimo atveju), pagrindu.

Nuosavybės paėmimo (ekspropriacijos) samprata neabejotinai apima tokias situacijas, kai įstatymų leidėjas suteikia privatiems asmenims teisę įgyti nuosavybę be jos savininko sutikimo, pvz., žr. *James and Others v. The United Kingdom*[103]. Iš šios bylos taip pat galima spręsti, jog įstatymų nuostatos, kuriomis teikiamas perdėtas pranašumas vienai iš sutartinių santykių šalių, gali būti prilygintos nuostatoms, įtvirtinančioms ekspropriaciją. Visgi, šioje byloje, kurioje buvo sprendžiamas žemės nuomininkų, t. y. specifinės interesų grupės, prioritetą užtikrinančio teisinio reguliavimo suderinamumo su EŽTK nuostatomis klausimas, suformuluotus principus yra sunku palyginti su bylomis, kuriose buvo nagrinėjamas akcijų priverstinį perdavimą didžiajam akcininkui numatantis teisinis reguliavimas. Taip yra dėl to, jog visi akcininkai iš esmės priklauso vienai (investuotojų) grupei. Be to, kadangi akci-

---

100 Įdomu, kad EŽTT vadovavosi savo ankstesne praktika, suformuluota byloje Kohlhofer and Minarik v. the Czech Republic Nr. 32921/03 28464/04 5344/05, 2009/10/15, para. 98. Šioje byloje EŽTT, remdamasis šiame darbe jau aptarta James and Others v. the United Kingdom byla, nurodė, kad vien ta aplinkybė, jog teisinis reguliavimas skirtas privataus asmens interesams tenkinti, nereiškia, jog juo negali būti siekiama teisėtų viešojo intereso uždavinių nagrinėdamas ne EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio pažeidimą, o EŽTK 6 straipsnio (”Teisė į teisingą bylos nagrinėjimą”) 1 paragrafe įtvirtintos taisyklės įtariamą pažeidimą.

101 EŽTT 2012 m. rugsėjo 27 d. sprendimas byloje Chadzitaskos & Franta v. The Czech Republic Nr. 7398/07, para. 51-53.

102 *Ibid.*, para. 57.

103 Para. 45.

ninkų teisės iš esmės yra proporcingos jų turimų „taikinio“ įmonės akcijų skaičiui, todėl vien dėl šio aspekto vienam iš akcininkų (didžiajam) suteikiamas papildomas teises vertinti kaip tokio subjekto palankesnį traktavimą yra sunku.

Taip pat pažymėtina, kad priešingai negu kitais nuosavybės paėmimo atvejais, privalomo akcijų pardavimo tikslas nėra pats nuosavybės perdavimas (plačiau žr. 1.3.1.-1.3.2. skirsnius). Mokslinėje literatūroje sutinkama nuomonė, jog vienu iš ekspropriacijos elementų yra jos nenumatomumas, kas lemia itin aukšto asmens teisių gynybos priemonių lygio nustatymo poreikį.[104] Tada, kai bendrasis teisinis reguliavimas numato, jog įsigyjant konkrečios rūšies nuosavybę ateityje ji gali būti priverstinai perduota kitam asmeniui, tokia tikimybė yra numatoma ir dėl to tokia situacija nereikalauja tokio paties asmens teisių į nuosavybę apsaugos lygio, kaip ekspropriacijos atveju. Būtent taip ir yra akcijų ir jų priverstinio perdavimo didžiajam akcininkui atveju: įsigyjant akcijas gali būti numatoma, kad jos, vadovaujantis įmonių teisės priemonėmis, bus perduotos didžiajam akcininkui.

Kaip konstatuota aukščiau aptartoje EŽTK institucijų praktikoje, privačių asmenų teisinius santykius nustatantis teisinis reguliavimas, kuris numato galimybę esant tam tikroms sąlygoms perduoti vienam asmeniui priklausančią nuosavybę kitam asmeniui, yra būtinas liberalioje visuomenėje ir negali būti laikomas nesuderinamu su EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio nuostatomis.[105] Tokio teisinio reguliavimo tikslas nebūtinai yra privataus asmens intereso patenkinimas: tokiu teisiniu reguliavimu gali būti siekiama užtikrinti rinkos ar kitokio pobūdžio sistemos funkcionavimą. Tokio teisinio reguliavimo pavyzdžiu gali būti paprasčiausias turto pardavimas iš varžytinių. Dėl čia įvardintų priežasčių nėra keista, jog nepaisant to, kad *Chadzitaskos* & *Franta v. the Czech Republic* byloje EŽTT pažymėjo, jog privalomą akcijų pardavimą įteisinančiomis teisinio reguliavimo nuostatomis buvo siekiama teisėto ir su viešuoju interesu suderinamo tikslo[106], o akcininko teisių, susijusių su teisingu atlygiu už paimamas akcijas, užtikrinimą privalančios garantuoti nuostatos privalo būti individualiai įvertintos EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio aspektu, EŽTT tokio vertinimo neatliko vadovaudamasis EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtinta taisykle. Taigi, autoriaus nuomone, EŽTT praktikoje minimo privalomą akcijų pardavimą įteisinančio teisinio reguliavimo tikslo sąsajos su viešuoju interesu nereiškia, kad privalomą akcijų pardavimą reglamentuojančios teisės normos vertintinos kaip ekspropriacija EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės aspektu.

Taip pat derėtų paminėti, jog akcija skiriasi nuo kitų nuosavybės objektų. Akcijų įsigyjantis asmuo žinodamas prisiima riziką, jog akcijos teisinis statusas ar vertė gali kisti įmonės reorganizavimo, įstatinio kapitalo pokyčių ar likvidavimo atveju. Pastaruoju atveju galimybės pasinaudoti EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės teikiama apsauga akcininkas neturi. Dėl šios priežasties akcijų savininko (akcininko) teisėti lūkesčiai, priešingai negu ne specifinio nuosavybės objekto savininko teisėti lūkesčiai, nesuteikia teisės jam reikalauti jo investicijos objekto (akcijos) formos nekintamumo.

Atsižvelgiant į aukščiau pateiktus argumentus, galima daryti išvadą, jog akcijų priverstinis perdavimas privalomo akcijų pardavimo metu neturėtų būti laikomas nuosavybės paėmimu (ekspropriacija) EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos

---

104 Krohn M. "*Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights*". 2004, European Business Law Review [Vol 15], p. 168.

105 EŽTKO 1982 m. sprendimas byloje Bramelid ir Malmström v Sweden application no 8588-89/79, para. 81.

106 EŽTT 2012 m. rugsėjo 27 d. sprendimas byloje Chadzitaskos & Franta v. The Czech Republic Nr. 7398/07, para. 51-53.

taisyklės taikymo tikslais. Pozicijos, jog nuomonė, kad privalomo akcijų pardavimo teisė dėl bandymo ją pateisinti viešuoju interesu ir dėl to prilyginti ekspropriacijai bei priskirti EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės taikymo sričiai yra nepagrįsta, kritikuodamas *Jaap Winter* vadovaujamos grupės padarytas išvadas laikėsi ir teisės mokslo atstovas *Krohn M*. Šis autorius teigė, jog *Jaap Winter* vadovaujamos ekspertų grupės teiginiai, esą privalomo akcijų pardavimo teisė yra pateisinama tik šimtiniais atvejais (dėl būtinybės nuosavybės paėmimą pagrįsti viešuoju interesu) ir tik garantuojant pakankamo lygio kompensaciją, yra abejotini iš esmės dėl tos priežasties, kad *Jaap Winter* vadovaujama ekspertų grupė priskyrė privalomą akcijų pardavimo ekspropriacijai EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės prasme[107]. Iš tiesų, jeigu darytume prielaidą, jog *Jaap Winter* vadovaujama ekspertų grupė laikė privalomo akcijų pardavimo teisę ekspropriacija, tokia autoriaus pozicija laikytina pagrįsta. Visgi, vadovaujantis jau aptartoje *Chadzitaskos* & *Franta v. the Czech Republic* byloje EŽTT pateikta pozicija, privalomo akcijų pardavimo teisė gali būti grindžiama viešuoju interesu (bendrąja prasme) ir vis vien nepatekti į EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės taikymo sritį. Dėl šios priežasties taip pat galima daryti prielaidą, jog Japp Winter vadovaujama grupė nelaikė privalomo akcijų pardavimo teisės nuosavybės paėmimu viešojo intereso poreikiams (ekspropriacija) *sensu stricto*, visgi pripažindama, jog privalomo akcijų pardavimo teisė būtina svarbiems visuomenės interesams užtikrinti.

b. Kodėl netikslinga privalomą akcijų pardavimą laikyti nuosavybės paėmimu EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės požiūriu?

Teorinės pozicijos, jog privalomas akcijų pardavimas neturėtų būti laikomas nuosavybės paėmimu (ekspropriacija) ir todėl nepatekti į EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės taikymo sritį laikytis skatina ir visiškai pragmatinės priežastys. Konkrečiau – pripažinus privalomą akcijų pardavimą nuosavybės paėmimu, gali kilti diskusijų dėl privalomo pardavimo objektu esančių akcijų kainos nustatymo.

Priešingai negu LR Konstitucijos 23 straipsnyje[108], EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje nėra tiesiogiai nurodoma, jog nuosavybė gali būti paimama tik už ją atlyginant. Nepaisant to, EŽTT savo praktikoje yra ne kartą pažymėjęs, jog nuosavybės paėmimas nesumokant su nuosavybės verte pagrįstai susijusio dydžio kompensacijos paprastai bus laikomas neproporcingu ribojimu, kuris negali būti pateisinamas EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio pagrindu[109]. Visgi, kaip nurodo EŽTT, ši nuostata negarantuoja teisės į pilną kompensaciją visais atvejais, kadangi teisėtiems „viešojo intereso“ uždaviniams įgyvendinti gali būti būtina sumokėti mažesnę nei rinkos vertės dydžio kompensaciją.[110]

Tuo atveju, jei privalomas akcijų pardavimas būtų laikomas ekspropriacija ir patektų į EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės taikymo sritį, už akcijas siūlomos kompensacijos dydžiui nustatyti galėtų būti taikomi EŽTK institucijų praktikoje suformuluoti principai kompensacijos pagrįstumui nustatyti. Dėl šios priežasties

---

107 Krohn M. "*Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights*". 2004, European Business Law Review [Vol 15], p. 170.

108 1992 m. spalio 25 d. Lietuvos Respublikos konstitucija [interaktyvus], http://www3.lrs.lt/home/Konstitucija/Konstitucija.htm., 23 straipsnis.

109 EŽTT 2013 m. lapkričio 12 d. sprendimas byloje The church of Jesus christ of latter-day saints v the United Kingdom Nr. 45092/07, para. 40.

110 *Ibid*.

privalomo akcijų pardavimo teisės pripažinimas ekspropriacija taip pat gali turėti įtakos nustatant mažumos akcininkų gautinos kompensacijos už iš jų paimamas akcijas dydį.

Vadovaujantis EŽTT praktika, nors už nuosavybės paėmimą visuomenės poreikiams tenkinti (ekspropriaciją) privalo būti kompensuota, tai, kaip jau minėta, jokiu būdu nereiškia, kad visais atvejais yra garantuojama „*visiška kompensacija*"; tuo atveju, jei tai būtina „*teisėtiems viešojo sektoriaus uždaviniams pasiekti*", kompensacija gali būti mažesnė negu visa nuosavybės rinkos vertė[111]. Taigi EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtinta taisyklė suteikia įstatymų leidėjui „*gana plačią pasirinkimo amplitudę*" nustatant kompensacijos dydį[112], kas reiškia, jog pakanka, kad mokėtinos kompensacijos dydis būtų „*pagrįstai susijęs su nuosavybės verte*"[113].

Atsižvelgiant į aukščiau aptartus EŽTT praktikoje suformuluotus kompensacijos už vadovaujantis viešuoju interesu paimamą nuosavybę nustatymo principus, už privalomo akcijų pardavimo metu paimamas akcijas mokėtina kompensacija gali būti minimali ir netgi neartima akcijų rinkos kainai ar „tikrajai" akcijų vertei. Direktyvos 15[5] str. nurodoma, kad ES valstybės narės privalo užtikrinti „teisingą" privalomo akcijų pardavimo kainą. Panašiai nurodoma ir VPĮ 37 straipsnio 4 dalyje, pagal kurią privalomo akcijų pardavimo metu už akcijas siūloma kaina turi būti teisinga.

Apibendrinant tai kas išdėstyta, yra labai abejotina, ar vertėtų vadovautis EŽTK institucijų praktikoje suformuluotais standartais atliekant akcijų vertinimą privalomo akcijų pardavimo metu. Dėl tos pačios priežasties yra abejotinas pozicijos, jog privalomo akcijų pardavimo teisė patenka į EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje įtvirtintos taisyklės taikymo sritį, pagrįstumas.

c. Ar privalomas akcijų pardavimas yra suderinamas su EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio pirmajame sakinyje įtvirtinta taisykle?

Privalomą akcijų pardavimą įtvirtinantis teisinis reguliavimas vargu ar gali būti klasifikuojamas kaip „*nuosavybės naudojimo ribojimas*" ir dėl to priskirtinas EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame paragrafe įtvirtintos taisyklės taikymo sričiai, kadangi privalomo akcijų pardavimo pasekmė yra nuosavybės teisės į akcijas perdavimas kitam asmeniu. Tai patvirtina ne tik aukščiau aptarta EŽTK institucijų praktika *Bramelid* & *Malmström v Sweden, Kind v Germany ir Chadzitaskos* & *Franta v. the Czech Republic* bylose, bet ir tai, jog tokio klausimo apskritai nekėlė privalomo akcijų pardavimo atitikties EŽTK problemą nagrinėję autoriai[114].

Bet kuriuo atveju galima tvirtinti, jog privalomą akcijų pardavimo teisę vienareikšmiškai priskirti pirmosios ar trečiosios EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio taisyklės taikymo sričiai yra sudėtinga. Vadovaujantis EŽTT praktika, tais atvejais, kai tam tikrą atvejį dėl jo teisinio ir faktinio sudėtingumo yra sudėtinga priskirti EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio

---

111 EŽTT 2010 m. spalio 12 d. sprendimas byloje Maria Atanasiu and Others v. Romania Nr. 30767/05; 33800/06, para. 175.

112 Pvz. žr. EŽTT 2012 m. spalio 25 d. sprendimą byloje Vistinš and Perepjolkins v. Latvia Nr. 71243/01, para. 113.

113 EŽTT 2002 m. gegužės 21 d. sprendimas byloje Jokela v. Finland, Nr. 28856/95, para. 53.

114 Žr. Krohn M. "*Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights*". 2004, European Business Law Review [Vol 15].; Van Der Elst C. ir Steen L. Van Den *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent.

antrajame sakinyje ar trečiajame sakinyje įtvirtintos taisyklės taikymo sričiai, vertinimas atliekamas vadovaujantis EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio pirmajame sakinyje įtvirtintos bendrosios taisyklės pagrindu[115].

Kaip ir kiekvienas nuosavybės teisės ribojimas, privalomas akcijų pardavimas (jį įtvirtinančios teisės normos) privalo būti pateisinamas. Kaip specifiškai nurodoma jau aukščiau aptartoje EŽTKO praktikoje, privalomą akcijų pardavimą įteisinantis reguliavimas privalo „ *nesukurti tokios nelygybės, jog vieno asmens nuosavybė šališkai ir nepagrįstai būtų paimta kito asmens naudai*[116].

Vadovaujantis EŽTT praktika, tam, kad nuosavybės ribojimas būtų laikomas suderinamu su EŽTK nuostatomis, toks ribojimas turi būti i) suderinamas su teisėtumo principu, ii) pagrįstas viešo intereso siekiamo tikslo požiūriu ir iii) proporcingas.[117]

i) Teisėtumo principas yra pats svarbiausias iš aukščiau įvardintų reikalavimų nuosavybės teisės ribojimui pagrįsti.[118] Šio principo turinį sudaro valstybės pareiga teisiniu reguliavimu užkirsti kelią nepagrįstiems nuosavybės teisės ribojimo atvejams[119] bei užtikrinti procedūrines apsaugos priemones, įskaitant galimybę teismui efektyviai ir teisingai išnagrinėti tarp privačių asmenų dėl nuosavybės teisės ribojimo kilusį ginčą[120]. Teisėtumo principas taip pat reiškia, jog teisinio reguliavimo nuostatos turi būti aiškios ir nedviprasmiškos, o jų taikymo būdas – numatomas.[121] Taigi EŽTT formuojama praktika reikalauja iš valstybės aktyvios pozicijos ginant teisę į nuosavybe net ir privačios teisės kontekste.[122] Tokia „aktyvi pozicija“ gali būti suprantama kaip detalus privalomo akcijų pardavimo procedūros teisinis reguliavimas, kuris leistų užtikrinti visapusišką smulkiųjų akcininkų teisių apsaugą ir garantuotų jiems „teisingą“ kompensaciją už iš jų paimamas akcijas.

ii) Pagrįstumas viešo intereso siekiamo tikslo požiūriu. Kaip jau buvo minėta, EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio antrajame sakinyje ir antrajame paragrafe įtvirtintose taisyklės turi būti aiškinamos EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio pirmajame sakinyje įtvirtinto bendrojo principo kontekste. Dėl tos pačios priežasties suderinamumo su „viešuoju interesu“ atsiradimas antrojoje taisyklėje, kaip ir suderinamumo su „bendruoju interesu“ reikalavimo atsiradimas trečiojoje taisyklėje tėra EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio pirmajame sakinyje įtvirtinto principo pasekmė. Todėl teisės netrukdomai naudotis nuosavybe ribojimo tikslai taip pat turi būti suderinti su viešuoju interesu.

Remiantis 1.3.1.-1.3.2. poskyriuose pateikiama argumentacija, galima teigti, kad privalomo akcijų pardavimo teisės suteikimas didžiajam akcininkui yra pagrįstas. Privalomo akcijų pardavimo įteisinimu siekiami tikslai iš tiesų yra susiję ne tiek su

---

115 EŽTT 2011 m. rugsėjo 20 d. sprendimas byloje Shesti Mai Engineering Ood and Others v. Bulgaria, Nr. 17854/04, para. 78.

116 EŽTKO 1982 m. sprendimas byloje Bramelid ir Malmström v Sweden application no 8588-89/79, para. 81.

117 EŽTT sprendimas byloje Broniowski b. Poland, Nr. 31443/96, 2004/06/22, para. 147-151.

118 EŽTT 2011 m. rugsėjo 20 d. sprendimas byloje Shesti Mai Engineering Ood and Others v. Bulgaria, Nr. 17854/04, para. 79.

119 EŽTT 2005 m. lapkričio 24 d. sprendimas byloje Capital Bank AD v. Bulgaria, Nr. 49429/99, para. 134.

120 EŽTT 2006 m. birželio 15 d. sprendimas byloje Zlínsat, spol. s r.o. v. Bulgaria, Nr. 57785/00, para. 98.

121 EŽTT 2000 m. sausio 5 d. sprendimas byloje Beyeler v. Italy, Nr. 33202/96, para. 109-10.

122 EŽTT 2002 m. sprendimas byloje Sovtransavto Sovtransavto Holding v Ukraine, Nr. 48553/99.

konkretaus asmens (didžiojo akcininko), bet su visos visuomenės interesu, kad įmonės būtų efektyviau valdomos.

iii) Vertinant nuosavybės teisės ribojimo proporcingumą, privalo būti nustatytas pagrįstas ryšys tarp taikomos priemonės, įskaitant vienam asmeniui priklausančios nuosavybės perdavimo kitam asmeniui, ir tokia priemone siekiamų tikslų. Dėl šios priežasties kiekvieną kartą privalo būti vertinama, ar dėl valstybės veikimo ar neveikimo konkretus asmuo patyrė perteklinę naštą.[123] Tuo atveju, kai paimama nuosavybė, proporcingumo principas lemia poreikį už ją tinkamai atlyginti.[124]

Analizuojant privalomą akcijų pardavimą proporcingumo aspektu, visų pirma derėtų nustatyti, ar nėra kitų, mažiau kontraversiškų būdų, analogiškam rezultatui pasiekti. Antra, derėtų palyginti privalomo akcijų pardavimo teisės sukeliamas neigiamas ir teigiamas pasekmes.

Objektyviai vertinant yra sunku rasti mažiau už privalomą akcijų pardavimą žalingą alternatyvą, ypač, kai teisė reikalauti privalomai parduoti „taikinio" įmonės akcijas yra siejama su itin aukšta „taikinio" įmonės kontrolės riba, taip minimizuojant galimų „aukų" skaičių. Be to, tiek Direktyva, tiek nacionalinės taisyklės nustato, kad „taikinio" įmonės akcijos privalo būti išperkamos už teisingą kainą, todėl, bent iš pažiūros, neturėtų būti sunku objektyviai įvertinti naudingas konkretus privalomas pardavimas ar ne.

Taigi, tuo atveju, kai privalomas akcijų pardavimą leidžiantis teisinis reguliavimas atitinka visus tris aukščiau įvardintus kriterijus (yra pagrįstas, proporcingas ir teisėtas), jis neprieštarauja EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnyje įtvirtintos nuostatoms.

Apibendrinant tai, kas išdėstyta, konstatuotina, jog daugeliu atvejų privalomo akcijų pardavimo teisė yra suderinama su teise į nuosavybę EŽTK prasme. Visgi, yra prielaidų manyti, kad kai kuriais atvejais (tais atvejais, kai privalomo akcijų pardavimo procedūra yra neaiškiai reglamentuota ar neužtikrinama „teisinga" kompensacija už priverstinai paimamas akcijas) atskirų valstybių nacionalinės privalomo akcijų pardavimo procedūrą nustatančios teisės normos gali prieštarauti EŽTK ar nacionalinių konstitucijų nuostatoms (kurios, beje, kiek tai susiję su teisės į nuosavybę reglamentavimu, yra panašios į EŽTK pirmojo protokolo 1 straipsnio nuostatas). Pažymėtina, jog yra ir nesenų praktinių pavyzdžių, kai galimi prieštaravimai konstitucinėms nuostatoms lėmė privalomo akcijų pardavimo teisės neįteisinimą.[125] Taigi diskusija dėl privalomo akcijų pardavimo suderinamumo su nacionalinių konstitucijų nuostatomis yra individuali ir nenuspėjama.

1.3.3.1. Privalomo akcijų pardavimo teisės suderinamumas su LR Konstitucijos nuostatomis

[123] EŽTT 2000 m. lapkričio 23 d. sprendimas byloje The former King of Greece and Others v. Greece, Nr. 25701/94, para. 89-90.

[124] Van der Elst C. ir Van den Steen L. "*Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out*". 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 14.

[125] Pvz., pirmasis siekis teisinėje bazėje įtvirtinti privalomo akcijų pardavimo teisę Ukrainoje nebuvo sėkmingas būtent dėl galimo šios teisės antikonstitucinio pobūdžio. žr., Babak A. "*Adoption of Squeeze-Out and Sell-out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA*". LLM Thesis., Central European University, March 30, 2012, p. 2.

Aukščiau pateikti argumentai didžiąja dalimi yra pritaikomi ir vertinant privalomo akcijų pardavimo atitiktį LR Konstitucijos 23 straipsnyje įtvirtintoms nuostatoms.

LR Konstitucijos 23 straipsnyje nustatyta, kad nuosavybė neliečiama, nuosavybės teises saugo įstatymai. Tai reiškia savininko teisę turtą valdyti, juo naudotis ir disponuoti savo nuožiūra ir interesais, bet neperžengiant įstatymų nustatytų ribų, nevaržant kitų asmenų teisių ir laisvių, o kitų asmenų pareigą susilaikyti nuo veiksmų, pažeidžiančių savininko teises.[126]

Nepaisant to, tame pačiame Konstitucijos 23 straipsnyje taip pat numatyta galimybė įstatymų nustatyta tvarka nuosavybę paimti visuomenės poreikiams už tai teisingai atlyginant.

Kaip jau buvo aptarta nagrinėjant EŽTK institucijų praktiką, privalomas akcijų pardavimas galėtų būti laikomas nuosavybės paėmimo viešajam interesui tenkinti forma. Kartu galima daryti prielaidą, jog privalomas akcijų pardavimas galėtų būti suprantamas kaip nuosavybės paėmimas visuomenės poreikiams ir LR Konstitucijos 23 straipsnio požiūriu.

LRKT savo praktikoje analizuojančioje nuosavybės paėmimą visuomenės poreikiams yra nurodęs: „<…> *Konstitucijos 23 straipsnio 3 dalies formuluotės „visuomenės poreikiai" negalima aiškinti kaip visais atvejais draudžiančios paimti nuosavybę ir ją perduoti privačion nuosavybėn. Ar nuosavybė yra paimama visuomenės poreikiams, lemia ne tai, koks subjektas (valstybė, savivaldybė, juridinis ar fizinis asmuo) vėliau taps šios nuosavybės savininku, o tai, ar nuosavybė, kuri buvo paimta iš savininko, tikrai buvo paimta dėl to, kad ji buvo reikalinga visuomenės poreikiams tenkinti, t. y. socialiai svarbiems tikslams, kuriuos pasiekti galima tik pasinaudojus konkrečiu paimamu turtu*".[127] Taigi, atsižvelgiant ir į tai, jog LRKT savo praktikoje pripažįsta nuosavybės paėmimu „visuomenės poreikiams" situaciją, kai vienam asmeniui priklausanti nuosavybė perduodama kitam asmeniui, atrodytų, kad aukščiau padaryta prielaida, jog privalomas akcijų pardavimas galėtų būti vertinamas kaip nuosavybės paėmimas visuomenės poreikiams LR Konstitucijos 23 straipsnio požiūriu, yra teisinga. Čia taip pat derėtų pažymėti, kad Misius R.[128], kuris taip pat nagrinėjo privalomo akcijų pardavimo suderinamumą su LR Konstitucijos 23 straipsnyje įtvirtintomis taisyklėmis, laikėsi būtent tos pozicijos, jog privalomas akcijų pardavimas laikytinas nuosavybės paėmimu LR Konstitucijos 23 straipsnio požiūriu ir dėl to privalo būti pateisintas visuomenės interesu.

Nepaisant to, kas buvo nurodyta, šio darbo autorius laikosi kitokios pozicijos. LRKT savo praktikoje yra suformavęs ne tik nuosavybės paėmimo visuomenės poreikiams, bet ir nuosavybės teisės ribojimo doktriną. Vadovaujantis LRKT praktika, „<…> *pagal Konstituciją nuosavybės teisė nėra absoliuti, ji gali būti įstatymu ribojama dėl nuosavybės objekto pobūdžio, dėl padarytų teisei priešingų veikų ir (arba) dėl visuomenei būtino ir konstituciškai pagrįsto poreikio* <…>.[129] Taigi, kiek tai aktualu nagrinėjamu atveju, nuosavybės teisė gali būti ribojama dėl nuosavybės objekto pobūdžio ir/arba dėl visuomenei būtino ir konstituciškai pagrįsto poreikio. Tai reiškia, jog galima svarstyti, ar privalomo akcijų pardavimo teisė LR Konstitucijos prasme turėtų būti laikoma ne nuosavybės paėmimu „visuomenės poreikiams", bet nuosavybės teisės ribojimu.

Jau ankstesnėje savo praktikoje LRKT yra pripažinęs, jog „<…> *nuosavybės paėmimas visuomenės poreikiams – tai administracinio pobūdžio santykis, šio santykio šalys – valstybė*

---

126 LRKT 1994 m. kovo 31 d. nutarimas „Dėl atlyginimo pagal paskolos sutartį"; LRKT 1996 m. balandžio 18 d. nutarimas "Dėl Komercinių bankų įstatymo.

127 LRKT 2003 m. kovo 4 d. nutarimas „Dėl nuosavybės teisių atkūrimo".

128 Misius R., „*Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika*". 2004, Jurisprudencija [Nr. 55:47], p. 97.

129 LRKT 2009 m. birželio 22 d. nutarimas „Dėl teritorijų planavimo".

ir privačios nuosavybės savininkas“.[130] Priešingai, nors privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo metu santykiai tarp didžiojo ir smulkiųjų „taikinio“ įmonės akcininkų susiklosto ne sutarties, o įstatymo pagrindu, šis santykis vis vien laikytinas santykiu tarp dviejų privačių asmenų, ką patvirtina ir jau anksčiau aptarta EŽTK institucijų praktika[131].

Be to, kaip galima spręsti iš LRKT praktikos, turto paėmimas visuomenės poreikiams visuomet yra susijęs su konkrečiu, individualizuotu nuosavybės objektu ir „ <…> *kiekvienu atveju individualiu, įstatymu nustatyta tvarka priimamu, sprendimu*“[132], pagrindžiančiu tokio paėmimo būtinumą „<…> tokiems *visuomenės poreikiams, kurie objektyviai negalėtų būti patenkinti, jeigu nebūtų paimtas tam tikras konkretus nuosavybės objektas* <…>“[133]. Kaip jau buvo aptarta, privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas yra bendro pobūdžio teisinis reguliavimas, kuriuo įteisinta privalomo akcijų pardavimo teisė be jokių išimčių ir esant iš anksto nustatytoms sąlygomis taikoma visiems specifinės nuosavybės objekto – akcijų – savininkams. Būtent tokio bendrojo teisinio reguliavimo įteisinimu siekiama viešajam interesui užtikrinti būtinų uždavinių įgyvendinimo. Priešingai (lyginant su situacija, kuri susiklostytų pripažinus privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimą nuosavybės paėmimu visuomenės poreikiams LR Konstitucijos 23 straipsnio aspektu), kiekvienas individualus privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo atvejis nereikalauja atskiro administracinio sprendimo priėmimo ir pagrindimo būtinumo patenkinti konkretų visuomenės poreikį požiūriu.

Atsižvelgiant į tai, kas nurodyta, galima teigti, jog privalomas akcijų pardavimas LR Konstitucijos prasme turėtų būti suprantamas ne kaip nuosavybės paėmimas „visuomenės poreikiams“, bet kaip nuosavybės ribojimas.

Kaip jau minėta, nuosavybės teisė gali būti ribojama dėl nuosavybės objekto pobūdžio ir/arba dėl visuomenei būtino ir konstituciškai pagrįsto poreikio. Be to, vadovaujantis LRKT praktika, „<…> *ribojant nuosavybės teises visais atvejais turi būti laikomasi šių sąlygų: ji gali būti ribojama tik remiantis įstatymu; ribojimai turi būti būtini demokratinėje visuomenėje siekiant apsaugoti kitų asmenų teises bei laisves, Konstitucijoje įtvirtintas vertybes, visuomenei būtinus konstituciškai svarbius tikslus; turi būti paisoma proporcingumo principo*.[134]

Akcija yra ypatingas nuosavybės objektas, kuris savo savininkui nebūtinai suteikia teisę disponuoti akcijų atitinkančia įmonės turto dalimi, todėl akcininkai, kurių turimų akcijų skaičius yra skirtingas, neturėtų būti įstatymo sulyginami galimybių valdyti savo investicijos dalyku esantį turtą atžvilgiu. Čia papildomai nurodytina, jog Vokietijos Federacinis Konstitucinis Teismas yra dar 1962 m. pasisakęs, jog nuosavybės teisė į bendrovės akciją reiškia ne tik akcijos, kaip objekto valdymą, bet ir (svarbiausia) teisę dalyvauti bendrovės valdyme, tuo įteisindamas galimybę tam tikrais atvejais apriboti mažumos akcininkų nuosavybės teises didžiojo akcininko naudai, t. y. įteisindamas privalomo akcijų pardavimo teisę tais atvejais, kai jos įgyvendinimui pritaria didžioji dalis bendrovės akcininkų.[135] Vokietijos Federacinis Konstitucinis Teismas savo praktikoje taip pat yra specifiškai nurodęs, jog nuosavybės teisės į bendrovės akcijas praradimo faktas negali būti laikomas pakankamu pagrindu konstatuoti privalomo akcijų pardavimo neteisėtumą: privalomo akcijų pardavimo teisė

---

130 LRKT 1999 m. spalio 6 d. nutarimas ”Dėl Telekomunikacijų įstatymo”.

131 EŽTKO 1982 m. sprendimas byloje Bramelid ir Malmström v Sweden application no 8588-89/79, para. 81.

132 LRKT 1998 m. birželio 18 d. nutarimas.

133 LRKT 2003 m. kovo 4 d. nutarimas “Dėl nuosavybės teisių atkūrimo”.

134 LRKT 2009 m. birželio 22 d. nutarimas “Dėl teritorijų planavimo”.

135 Vokietijos konstitucinio teismo 1962 m. rugpjūčio 7 d. sprendimas Feldmuhle Fall byloje. BVerfGE, 14, 263.

yra suderinama su konstitucijos nuostatomis tol, kol yra užtikrinama tinkama smulkiųjų akcininkų teisių apsauga garantuojant teisingą akcijos kainą.[136] Taigi akcija yra ypatingas turto objektas, kurį įsigydamas asmuo privalo numatyti jo perleidimo apribojimus, galimą privalomą perleidimą kitam asmeniui ir negali reikalauti, jog jo investicija visą laiką išlaikytų esamą formą. Dėl čia pateikiamų argumentų galima tvirtinti, jog privalomas akcijų pardavimas, kaip nuosavybės teisės ribojimas, gali būti pagrindžiamas dėl jo objekto – akcijos – ypatumų.

Be to, kaip jau minėta, privalomas akcijų pardavimas yra pateisinamas ir visuomenės poreikiu (bendrąją prasme). LRKT savo praktikoje nagrinėdamas „<…> *privalomo vertybinių popierių perleidimo instituto bei privalomo oficialaus pasiūlymo supirkti likusius vertybinius popierius pateikimo instituto (ta apimtimi, kuria šie institutai yra įtvirtinti Įstatymo 19 straipsnio 1 dalyje (2001 m. gruodžio 17 d. redakcija)) konstitucingumą* <…>“, yra nurodęs, jog „*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, lemti priimamus sprendimus. 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. Įstatymų leidėjas, įgyvendindamas inter alia Konstitucijos 23 straipsnio 2 dalies nuostatą, kad nuosavybės teises saugo įstatymai, turi įgaliojimus nustatyti ir tokią kitų akcininkų turtinių teisių apsaugos priemonę kaip privalomas vertybinių popierių perleidimas, kai kuris nors akcininkas (vienas ar kartu su kitais asmenimis) įgyja akcijų, suteikiančių atskaitingo emitento akcininkų susirinkime balsų daugiau nei įstatyme nustatyta pagrįsta, protinga riba.*“[137]

Autoriaus nuomone, vadovaujantis čia pateikiama LRKT praktika, iš esmės tokio paties pobūdžio argumentais gali būti pagrindžiamas ir privalomo akcijų pardavimo teisės įteisinimas: sukoncentravus įmonės valdymą vienose rankose, formalaus tokių akcininkų dalyvavimo įmonės valdyme užtikrinimas yra neproporcingai ribojantis teisėtu būdu įmonės kontrolę sukoncentravusio asmens interesams. Vien dėl šios priežasties jo teisė į savo veiksmais padidintos įmonės vertės sukūrimą turėtų būti ginama įstatymo.

LRKT, vertindamas privalomą oficialų pasiūlymą įteisinusių teisės normų konstitucingumą, yra papildomai nurodęs, jog smulkieji akcininkai „<…> *turi turėti galimybę savo akcijas parduoti ne už bet kokią, o už teisingą kainą* <…>“. Be to, LRKT būtent teisingos kainos taisyklę laikė pakankama priemone, leidžiančia smulkiesiems įmonės akcininkams pasitraukti iš įmonės.[138] Pavyzdžiui, LRKT, vertindamas ar teisinis reguliavimas, apribojęs akcininko teisę perleisti jam priklausančias akcijas savo nuožiūra yra suderinamas su LR Konstitucija, yra nurodęs, kad tokiu atveju „<…> *nuosavybės teisė nėra pažeidžiama, nes akcijų savininkui, parduodančiam akcijas, sumokama tiek, kiek tos akcijos kainuoja rinkoje*“.[139] Taip pat paminėtina, jog LRKT, vertindamas „Mažeikių naftos“ reorganizavimo įstatymo nuostatas, kuriomis, nukrypstant nuo bendrojo teisinio reguliavimo, didžiajam akcininkui buvo suteikta teisė neteikti privalomo oficialaus pasiūlymo, nurodė, kad „<…> *kartu būtina nustatyti ir tokį teisinį reguliavimą, kuris leistų kitomis priemonėmis užtikrinti, kad smulkiųjų akcininkų teisės, visų pirma nuosavybės teisės, bus apsaugotos. Nenustačius tokio – galimus*

---

[136] Vokietijos konstitucinio teismo 2000 m. rugpjūčio 23 d. sprendimas Moto-Meter byloje, BVerfGE, 1 BvR 68/95.

[137] LRKT 2006 m. sausio mėn. 17 d. nutarimas ”Dėl oficialaus pasiūlymo supirkti vertybinius popierius”.

[138] LRKT 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas “Dėl „Mažeikių naftos“ reorganizavimo įstatymo”.

[139] LRKT 2000 m. spalio 18 d. nutarimas ”Dėl akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo”.

praradimus kompensuojančio – teisinio reguliavimo būtų nepaisoma Konstitucijos 23 straipsnio nuostatų, garantuojančių įstatyminę nuosavybės teisių apsaugą, ir galėtų būti sudarytos prielaidos pažeisti smulkiųjų akcininkų teises".[140] Taigi, atsižvelgiant į LRKT praktiką, kuri iš esmės yra suderinama su užsienio šalių teismų praktika[141], mažumos akcininkų teisių apsauga turi būti garantuojama užtikrinant teisingos kainos garantiją bei kitas procedūrines apsaugos priemones, o ne užtikrinant nuosavybės teisės į akcijas neliečiamumą.

Kadangi privalomo akcijų pardavimo instituto legalizavimą, kaip jau minėta, galima (bent iš dalies) pagrįsti viešojo intereso apsauga, o esminis aspektas užtikrinant akcininko teisių apsaugą – tinkamos kompensacijos už nusavinamas „taikinio" įmonės akcijas užtikrinimas, vadovaujantis LRKT praktikoje dėstoma logika, privalomo akcijų pardavimo teisė turėtų būti suderinama su LR Konstitucijos nuostatomis.

Vertinant konkrečias LR teisės aktuose įtvirtintas privalomą akcijų pardavimą reglamentuojančias teisės normas, visų pirma derėtų pastebėti, jog jos visiškai atitinka Direktyvos raidę. Atsižvelgiant į tai, kad nuosavybės teisės ribojimai gali kilti ir tarptautinių sutarčių pagrindu[142] bei į ES teisės viršenybės principą[143], manytina, jog Direktyvos pagrindu įtvirtintas privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas turėtų būti suderinamas su LR Konstitucijos nuostatomis.

Visgi, derėtų pažymėti, jog pagal iki 2010 m. birželio 22 d. galiojusią VPĮ redakciją (kurioje privalomo akcijų pardavimo teise buvo galima pasinaudoti ne tik per 3 mėnesius po įgyvendinto oficialaus pasiūlymo), privalomo akcijų pardavimo teise buvo galima pasinaudoti platesne apimtimi nei apimtis, nustatyta Direktyvos nuostatomis. Nors yra manančių kitaip[144], autoriaus nuomone, tiek ankstesnėje VPĮ redakcijoje, tiek dabartinėje VPĮ redakcijoje įtvirtintos privalomą akcijų pardavimą reglamentuojančios nuostatos jokia apimtimi neturėtų prieštarauti LR Konstitucijos 23 straipsniui dėl šių priežasčių. Pirma, net ir tuo atveju, kai privalomo akcijų pardavimo teisė prieinama už oficialaus pasiūlymo ribų, ji, priešingai negu teigia R. Misius[145], nepažeidžia konstitucinio asmenų lygybės principo tol, kol smulkiesiems akcininkams garantuojama „teisinga" kaina už jų turimas akcijas. Be to, objektyvi nelygybė (skirtingas turimų akcijų skaičius) yra sukuriama aktyviais akcininko veiksmais atsižvelgiant į jau anksčiau aptartus akcijos, kaip nuosavybės objekto, ypatumus. Užsienio šalių teismų praktika taip pat pripažįsta, jog didžiajam akcininkui suteikiama teisė priverstinai išpirkti mažumos valdomas akcijas nesuteikia jam nepagrįsto pranašumo, kadangi tokia teisė pateisinama objektyviomis aplinkybėmis[146]. Antra, privalomas akcijų pardavimas skatina efektyvios įmonių perėmimų rinkos plėtrą bei efektyvesnį įmonių valdymą, be to, tol, kol smulkiesiems akcininkams užtikrina „teisingą" kainą už jų akcijas, yra pastariesiems

---

140 LRKT 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas "Dėl „Mažeikių naftos" reorganizavimo įstatymo".

141 Zumbansen P., "*German Corporate Law in Constitutional Perspective: The Squeeze-Out Reviewed*", 2 German Law Journal,2001. [interaktyvus] http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=45. [žiūrėta 2014-02-07].

142 LRKT 1993 m. gruodžio 13 d. nutarimas "Dėl papildomos kriminalinės bausmės – turto konfiskavimo".

143 Pvz. Žr. Tatham A. "*Europos Sąjungos teisė*". 1999, Vilnius, Eugrimas, p. 54-58.

144 Žr. Misius R., "*Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika*". 2004, Jurisprudencija [Nr. 55:47], p. 90-101, p. 97-98.

145 *Ibid*., p. 97.

146 2008 m. kovo 27 d. Čekijos konstitucinio teismo sprendimas byloje Nr. Pl.ÚS 56/05 [interaktyvus] http://www.usoud.cz/en/decisions/?tx_ttnews%5Btt_news%5D=489&cHash=2150c9804a2ccd0c27188bd17c216cd1 [žiūrėta 14-02-07].

naudingas, nes suteikia galimybę pasitraukti iš įmonės gavus paprastai didesnę negu rinkos kaina kompensaciją (kuri yra sumažinta vadinamąja „mažumos nuolaida“ (*angl.* „minority discount“)).

Neatsižvelgiant į tai, kas buvo nurodyta, klausimas, ar Lietuvoje įtvirtintas teisinio reguliavimo modelis neprieštarauja minėtajai LR Konstitucijos nuostatai lieka atviras – LR Konstitucinis teismas bylą dėl šios teisės konstitucingumo nutraukė.[147]

1.4. Akcininko teisės ir jų gynybos (apsaugos) priemonės: samprata, rūšys ir klasifikacija

Tiek teorijoje[148], tiek teisės aktuose[149], akcininko teisės tradiciškai skirstomos į turtines ir neturtines. Turtinėms akcininko teisėms priskiriama teisė pretenduoti į bendrovės pelno ar turto dalį ir kt., o neturtinėms – teisė dalyvauti bendrovės valdyme balsuojant visuotiniame akcininkų susirinkime, susipažinti su tam tikra informacija apie bendrovę, teismine tvarka reikalauti iš valdymo organų narių jų veiksmais bendrovei padarytos žalos atlyginimo ir kt. Bendrąja prasme šių ir kitų akcininko turtinių ir neturtinių teisių pripažinimas teisės aktuose gali būti vertinamas kaip akcininko teisėtų interesų gynybos (apsaugos) pagrindų nustatymas, o šios pačios teisės – akcininko interesų apsaugos priemonės materialiosios teisės aspektu.

Kita vertus, teisė suteikia ir papildomų (procedūrinių) apsaugos priemonių aukščiau aptartoms turtinėms ir neturtinėms akcininko teisėms bei, bene svarbiausia – esminei teisei parduoti savo turimas bendrovės akcijas apsaugoti. Tokios procedūrinės priemonės ir turėtų būti laikomos akcininko teisių gynybos (apsaugos priemonėmis).

Teorijoje akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonės yra skirstomos į šias grupes: (i) priemonės, užtikrinančios akcininko teisę balsuoti visuotiniame susirinkime priimant esminius sprendimus (dėl valdymo organų narių išrinkimo/atšaukimo; struktūrinių įmonės pertvarkymų; pritariant tam tikriems sandoriams) dėl įmonės valdymo; (ii) priemonės, užtikrinančios akcininkui galimybę ginti savo pažeistus interesus teismine tvarka; (iii)

---

147 Žr. LRKT 2008 m. vasario mėn. 25 d. sprendimas «Dėl teisenos byloje nutraukimo», kuriame LR Konstitucinis teismas nurodė taip: ”Pažymėtina ir tai, kad į Konstitucinį Teismą su prašymu ištirti *Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19* straipsnio 1 dalies (2006 m. birželio 22 d. redakcija) atitiktį *Konstitucijai* kreipėsi 75 Seimo nariai. Iš Seimo 2007 m. sausio 18 d. posėdžio, kuriame buvo priimtas Vertybinių poperių įstatymas, stenogramos matyti, kad už Vertybinių popierių įstatymo, kurio 37 straipsnyje įtvirtintas teisinis reguliavimas, kaip konstatuota šiame Konstitucinio Teismo sprendime, iš esmės yra analogiškas teisiniam reguliavimui, įtvirtintam *Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19* straipsnio 1 dalyje (2006 m. birželio 22 d. redakcija), priėmimą balsavo net 51 Seimo narys iš Seimo narių grupės, paprašiusios Konstitucinį Teismą ištirti *Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19* straipsnio 1 dalies (2006 m. birželio 22 d. redakcija) atitiktį *Konstitucijai*. Tai, kad 51 Seimo narys, suabejojęs atitinkamos įstatymo nuostatos atitiktimi *Konstitucijai*, vėliau balsavo už kitame įstatyme įtvirtintą iš esmės analogišką nuostatą, suteikia pagrindą manyti, kad šiems Seimo nariams anksčiau kilusi abejonė dėl pareiškėjo – Seimo narių grupės ginčijamos įstatymo nuostatos atitikties *Konstitucijai* išnyko, priešingu atveju jie vargu ar būtų balsavę už nuostatos, kurios atitiktimi *Konstitucijai* abejoja ir kurią ginčija, priėmimą”.

148 Pvz. žr. Velasko J. „*The Fundamental Rights of the Shareholder*“. University of California Davis Law Review, vol. 40. 2006-2007.

149 Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo (Valstybės Žinios, 2000, Nr. 64-1914; Valstybės Žinios, 2000, Nr. 68; Valstybės Žinios, 2003, Nr. 123-5574) 15 ir 16 straipsniai.

priemonės, užtikrinančios akcininkui galimybę parduoti jo turimas akcijas.[150] Papildomai kaip fakultatyvi akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonių grupė yra išskiriama ir nuostatų, skirtų garantuoti akcininko teisę į informaciją, grupė.[151] Taip, autoriaus nuomone, yra dėl to, jog akcininko teisę į informaciją garantuojančios priemonės suteikia prielaidas akcininkui efektyviai pasinaudoti kitais akcininko teisių gynybos būdais.

Žinoma, universalaus akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonių katalogo pateikti neįmanoma. Apie aukščiau pateiktą klasifikaciją taip pat pasakytina, jog ji yra tik pavyzdinė ir ne itin tiksli, kadangi neretai viena konkreti procedūrinė priemonė gali būti priskirta daugiau negu vienai iš paminėtų kategorijų.

Akcininko teisės taip pat gali būti skirstomos pagal tai, ar šios teisės (procedūrinės gynybos priemonės) yra skirtos specifiškai mažumos akcininkų interesams apsaugoti, ar ne.[152] Tam, kad konkreti akcininko teisių gynybos priemonė būtų pripažinta mažumos akcininkų teisių gynybos priemone, ji turėtų suteikti galimybę pasiekti kitokį rezultatą, negu rezultatas, kurio siekia kontroliuojantis akcininkas, kas reiškia, jog tokios priemonės pagrindu smulkieji akcininkai gali įsiterpti į įmonės valdymą taip pakoreguodami iš anksto nustatytą didžiojo akcininko strategiją.[153]

Kalbant apie akcininkų teisių gynybos (apsaugos) priemones, paminėtinos trys pagrindinės jurisdikcijos – JK, Prancūzija ir Vokietija[154], kuriose esančius akcininkų teisių gynybos modelius didesne ar mažesne apimtimi adaptavo visos kitos šalys.[155] Visgi, mokslinės studijos parodė, kad itin reikšmingų skirtumų (kiek tai susiję su akcininkų teisių apsauga) tarp šių pagrindinių teisinių sistemų ir jas adaptavusių šalių grupių nėra[156], todėl žemiau aptariamos akcininko teisių apsaugos (gynybos) priemonės visų pirma vadovaujasi šių jurisdikcijų praktika.

Bent teoriniame lygmenyje (kaip bus paaiškinta šioje disertacijoje – tai ne visada atitinka tikrovę) pripažįstama, jog įmonės, kurios akcijomis yra prekiaujama viešai, akcininkai, priešingai negu uždaro tipo įmonių akcininkai, visada turi galimybę pasitraukti iš įmonės parduodami savo akcijas. Dėl šios priežasties nemaža dalis teisės aktuose įtvirtintų akcininko teisių gynybos priemonių visų pirma ar išimtinai (pvz., priverstinio akcijų pardavimo teisė ar pirmenybės teisė įsigyti parduodamas uždaro tipo bendrovės akcijas) yra skirtos uždaro

---

150 Thompson R. B. "*Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote,Sell, and Sue. Law and Contemporary Problems*", Vol. 62, No. 3, Challenges to Corporate Governance (Summer, 1999), p. 216; Velasko J. „*The Fundamental Rights of the Shareholder*". University of California Davis Law Review, vol. 40. 2006-2007, p. 411.

151 Latella D. "*Shareholder Derivative Suits: A Comparative Analysis and the Implications of the European Shareholders' Rights Directive*". European Company and Financial Law Review. Volume 6, Issue 2-3, 2009, p. 311.

152 Timmerman, L.; Doorman, A. "*Rights of minority shareholders in the Netherlands*". A report writtenfor the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, p. 3 [interaktyvus].[žiūrėta 2012-04-23]. http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/minorityshh. pdf.

153 *Ibid.*

154 Pažymėtina, jog šios trys jurisdikcijos iš esmės atitinka ir šio tyrimo metodologijos X skyriuje aptartais kriterijais atrinktas privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo aspektu reikšmingas jurisdikcijas.

155 Pvz., žr. Siems M. M.. The web of creditor and shareholder protection in 25 countries: a comparative legal network analysis. 27 Ariz. J. Int'l & Comp. L. 747 2010, p. 749-782.

156 M. M. Siems. The web of creditor and shareholder protection in 25 countries: a comparative legal network analysis. 27 Ariz. J. Int'l & Comp. L. 747 2010, p. 749-782, p. 783.

tipo akcinių bendrovių akcininkų teisių apsaugai. Pažymėtina, jog tokios akcininkų teisių gynybos priemonės, priešingai negu priemonės, skirtos įmonių, kurių akcijomis prekiaujama viešai, akcininkų teisių apsaugai, paprastai yra įtvirtinamos įmonių teisę, o ne vertybinių popierių teisinį reguliavimą nustatančiuose teisės aktuose. Visgi, atsižvelgiant į šios disertacijos objektą ir tikslą, šiame poskyryje bus aptartos tik tos akcininko teisių gynybos priemonės, kuriomis gali pasinaudoti (ir, ar tiktai) įmonių, kurių akcijomis yra prekiaujama viešai, akcininkai.

1.4.1. Teisė dalyvauti bendrovės valdyme (balsuoti akcininkų susirinkime)

Balsuodamas visuotiniame susirinkime akcininkas gali daryti įtaką bendrovės valdymui, pavyzdžiui, keisdamas valdybos organų narius, pritardamas arba nepritardamas bendrovės struktūriniams pertvarkymams.

Naudojimosi balsavimo teise svarba yra pripažįstama ir ES lygiu. 2007 m. liepos 11 d. EP ir Tarybos direktyvos 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje, 3 konstatuojamoje dalyje nurodoma, kad veiksminga akcininkų kontrolė yra viena iš esminių patikimo bendrovių valdymo sąlygų. Dėl šios priežasties Direktyva 2007/36/EB suteikia akcininkams teisę įtraukti klausimus į visuotinio susirinkimo darbotvarkę bei pateikti į visuotinio susirinkimo darbotvarkę įtrauktų sprendimų projektus (6 straipsnio 1 dalies a ir b punktai). Žinoma, pastarąją teisę valstybės narės gali suteikti su sąlyga, jog ketinančių šia teise pasinaudoti akcininkų turimų akcijų paketas sudaro iki 5% akcinio kapitalo (6 straipsnio 2 dalis). Be to, kaip nurodoma Direktyvoje 2007/36/EB, ja siekiama užtikrinti kuo platesnes akcininko teisės balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime garantijas (numatant galimybę balsuoti per įgaliojimą, elektroninėmis priemonėmis ir kt.), kadangi teisė balsuoti buvo įskaičiuota į akcijos kainą jos įsigijimo metu (konstatuojamosios dalies 3 punktas).

Taigi, dalis akcininkų apsaugos priemonių yra skirtos užtikrinti akcininkų galimybę daryti įtaką bendrovės valdymui. Pažymėtina, jog yra autorių, teigiančių, kad akcininko teisė išrinkti bendrovės valdymo organų narius yra viena iš fundamentalių akcininko teisių.[157] Kaip jau minėta, tokia įtaka užtikrinama šalinant kliūtis, kurios trukdo akcininkams balsuoti, suteikiant teisę siūlyti svarstytinus visuotinio akcininkų susirinkimo darbotvarkės klausimus, teikti visuotinio akcininkų susirinkimo darbotvarkės projektus ir kt. Kadangi akcininkai retai naudojasi teise pakeisti valdybos narius, kai kurie autoriai siūlo palengvinti valdybos narių pakeitimo procedūrą bei teisę pakeisti įstatus.[158]

Visgi, mažumos akcininkai paprastai yra nesuinteresuoti ar neturi galimybių efektyviai naudotis savo teise dalyvauti bendrovės valdyme. Kaip pripažįstama teorijoje, paprastai individualūs ir kontrolės neturintys akcininkai neturi jokios reikšmingesnės įtakos bendrovės vadovybės priimamiems sprendimams.[159] Kiekvienas akcininkas paprastai turi labai nedidelę bendrovės akcijų dalį, o akcininkas, turintis iki 10% įmonės akcijų, laikomas įmonės valdymui reikšmės neturinčiu investuotoju.[160] Dėl pastarosios priežasties tokiam akcininkui

---

[157] Velasko J. „*The Fundamental Rights of the Shareholder*“. University of California Davis Law Review, vol. 40. 2006-2007.

[158] Bebchuk L. A., "*The Case for Increasing Shareholder Power*", 118 HARV. L. REV. (2005), p. 833-851; Bebchuk L. A., "*Letting Shareholders Set the Rules*", 119 HARV. L. REV. (2006), p. 1784.

[159] Berle A. A. & Means G. C., "*The modern corporation and private property*" (1932).

[160] Bitė V. "*Akcijų pirkimo-pardavimo pripažinimas verslo perleidimu: diagnozavimo kriterijai ir reikšmė akcijų pardavėjo atsakomybei*". Jurisprudencija, 2010, 2(120), p. 363–367.

domėtis bendrovės veikla paprasčiausiai neverta. Be to, susipažinimas su bendrovės veikla yra ganėtinai brangus, o neretai ir beprasmis, kadangi tokio akcininko balsas, kaip jau minėta, paprastai neturės jokios įtakos priimam sprendimui.[161] Kita vertus, akcininko negatyvaus pobūdžio (pvz., teisė į informaciją, teisė siūlyti į darbotvarkę įtraukti papildomus klausimus) teisių įgyvendinimas sietinas ir su įmonės bei kontroliuojančio akcininko patiriamais kaštais bei nepagrįstų ar pagrįstų teisminių ginčų rizika.

Apibendrinant, akcininko teisė dalyvauti bendrovės valdyme tampa *de facto* neįgyvendinama jam turint itin nedidelį kiekį bendrovės akcijų, ir, priešingai, naudojimosi šia teise užtikrinimas tampa neproporcingas kontroliuojančio akcininko ir įmonės patiriamų kaštų ir apribojimų požiūriu.

1.4.2. Teisė kreiptis į teismą su ieškiniu

Akcininkas savo teises gali ginti pareikšdamas netiesioginį ieškinį įmonės valdymo organų nariams reikalaudamas jų atsakomybės už neteisėtus (aplaidžius) veiksmus, atliktus valdant įmonę.

Be to, akcininkas individualiu (tiesioginiu) ieškiniu gali reikalauti jam asmeniškai valdymo organų veiksmais padarytos žalos atlyginimo, o tuo atveju, jei valdymo organų veiksmais buvo padaryta žalos akcininkų grupei, nukentėjęs akcininkai gali kreiptis į teismą su grupės (kolektyviniu) ieškiniu. Priešingai negu netiesioginio ieškinio atveju, kai akcininkui padaryta žala yra išvestinė iš bendrovei padarytos žalos, individualus ar kolektyvinis ieškinys gali būti reiškiamas dėl akcininkui (akcininkams) individualiai padarytos žalos, pavyzdžiui, dėl teisės balsuoti ar sutartinių teisių pažeidimo.

Akcininkas savo interesus teismine tvarka (esant tam tikroms sąlygoms) taip pat gali ginti reikalaudamas įmonės veiklos tyrimo ar reikalaudamas panaikinti tam tikrą bendrovės organo priimtą sprendimą.

Valdymo organų narių civilinė atsakomybė iš esmės yra pripažįstama visose jurisdikcijose ir veikia kaip *ex post* žalą kompensuojanti priemonė ir kaip nuo neteisėtų ir neapgalvotų veiksmų bendrovių valdymo organų narius atgrasanti priemonė.

Pastebėtina, kad šia priemone savo interesams ginti lengviausiai ir efektyviausiai galėtų pasinaudoti kontroliuojantis akcininkas. Nepaisant to, kontroliuojančio akcininko ir bendrovės valdymo organų narių bendradarbiavimas ir tarp jų egzistuojantys ryšiai paprastai reiškia, jog kontroliuojantis akcininkas tokia teise nesinaudos, kartu apsunkindamas galimybę ir kitiems bendrovės akcininkams realizuoti savo teisę inicijuoti teismines procedūras dėl bendrovei padarytos žalos atlyginimo.[162] Dėl pastarosios priežasties mažumos akcininkams įstatymų leidėjai suteikia teisę ginti savo pažeistas teises pareiškiant ieškinius įmonės vardu.

---

[161] Velasko J. „*The Fundamental Rights of the Shareholder*". University of California Davis Law Review, vol. 40. 2006-2007, p. 417.

[162] Latella D. "*Shareholder Derivative Suits: A Comparative Analysis and the Implications of the European Shareholders' Rights Directive*". European Company and Financial Law Review. Volume 6, Issue 2-3, 2009, p. 312.

a. Netiesioginis ieškinys

Teisė į netiesioginį ieškinį gali būti įvardinta kaip išimtis iš bendrosios taisykles, jog bendrovės vadovybė veikia bendrovės interesais. Dėl šios priežasties teisės aktai paprastai suteikia akcininkui teisę pareikšti bendrovės valdymo organų nariams ieškinį atstovaujant bendrovę ir bendrovės vardu tais atvejais, kai minėti asmenys pažeidė savo fiduciarines pareigas bendrovei. Taigi teisė į netiesioginį ieškinį paprastai atsiranda tais atvejais, kai bendrovės vadovybė negali veikti (sąmoningai neveikia) dėl interesų konflikto ar dėl kitų priežasčių nesugeba atlikti savo pareigų.

Netiesioginio ieškinio samprata daugelyje jurisdikcijų yra panaši. Pagal JAV Federacinių civilinio proceso taisyklių (*angl.* „Federal Rules of Civil Procedure") 23.1. straipsnį, netiesioginiu ieškiniu laikomas ieškinys, kurį pareiškia vienas ar keli bendrovės akcininkai, siekdami įgyvendinti bendrovės teisę, kuria ši nepasinaudojo, bet kuria gali pasinaudoti. Toks skundas turi būti pagrįstas įrodymais, jog ieškovas buvo bendrovės akcininku sandorio, dėl kurio kilo teisė į ieškinį, sudarymo metu bei nurodyta, kokių pastangų ieškovas ėmėsi tam, kad bendrovės valdymo organų nariai atliktų jo norimus veiksmus.

Vokietijos teisėje akcininkams, kurie kartu turi ne mažiau kaip 1% bendrovės kapitalo suteikiančių akcijų ar ne mažesnės kaip 100.000 EUR nominalios vertės akcijų, suteikiama teisė kreiptis į teismą su reikalavimais įmonės vadovams įmonės ar pačių akcininkų vardu.[163] Spręsdamas dėl tokių reikalavimų pagrįstumo teismas, be kita ko, atsižvelgia į tai, ar akcininkai anksčiau prašė bendrovės pateikti ieškinį dėl nuostolių atlyginimo; ar yra tikėtina, kad bendrovė patyrė žalos dėl jos vadovybės veiksmų; ar tokie reikalavimai yra suderinami su pačios bendrovės interesais.

Pagal Prancūzijos Komercinį kodeksą (*pranc.* – „Code de Commerce"), akcininkai taip pat turi teisę pareikalauti bendrovės organų narių atsakomybės bendrovės vardu.[164]

Taigi esminė (tiesioginė) netiesioginio ieškinio funkcija yra suteikti vienam akcininkui ar akcininkų grupei teisę bendrovės vardu ir jos naudai inicijuoti teisminius procesus dėl žalos atlyginimo bendrovės valdymo organų narių atžvilgiu, kurių pati bendrovė pradėti nesugebėjo.[165] Fakultatyvi (netiesioginė) netiesioginio ieškinio funkcija yra užtikrinti akcininkui galimybę apginti jo, kaip įmonės akcijų valdytojo, turtinius interesus.

Netiesioginis ieškinys akivaizdžiai sustiprina mažumos akcininkų turimą įtaką bendrovės valdymui, kadangi toks ieškinys bendrovės vardu gali būti pareikštas be visuotinio akcininkų susirinkimo ar valdymo organo sprendimo šiuo klausimu.

Visgi, netiesioginiai ieškiniai ES nepopuliarūs (kaip nurodo Latella D.) dėl 1) minimalaus privalomo balsų/kapitalo skaičiaus norint šia teise pasinaudoti; 2) bylinėjimosi kaštų („nemokančiojo" problema[166]) 3) teisių į informaciją užtikrinimo nepakankamumo.[167]

---

[163] Vokietijos akcinių bendrovių įstatymo (vok. Aktiengesetz) 327c(2) straipsnis.

[164] Latella D. "*Shareholder Derivative Suits: A Comparative Analysis and the Implications of the European Shareholders' Rights Directive*". European Company and Financial Law Review. Volume 6, Issue 2-3, 2009, p. 314-315.

[165] *Ibid.*, p. 313.

[166] Siekdami išvengti bylinėjimosi kaštų, akcininkai dels pateikti netiesioginį ieškinį vien dėl to, jog tikėsis, kad tokį ieškinį pateiks kiti akcininkai. Tokiu būdu yra tikėtina, jog netiesioginis ieškinys iš viso nebus pateiktas.

[167] Latella D. "*Shareholder Derivative Suits: A Comparative Analysis and the Implications of the European Shareholders' Rights Directive*". European Company and Financial Law Review. Volume 6, Issue 2-3, 2009, p. 320.

Kita vertus, teisinėje literatūroje abejojama, ar derėtų itin plėsti teisės į netiesioginį ieškinį atsiradimo pagrindų sąrašą ar kitaip skatinti naudojimąsi šia teise, kadangi akcininkams (ypač mažumos) suteiktos per plačios apimties priemonės kontroliuoti bendrovės valdymą gali tapti šantažo priemone siekiant asmeninės naudos, kurios (tokių kontrolės priemonių nesant) kitu atveju akcininkas gauti negalėtų.[168]

b. Ieškinys dėl bendrovės veiklos tyrimo

Kai kuriose jurisdikcijose akcininkui yra suteikiama teisė kreiptis į teismą reikalaujant paskirti ekspertus, kurie ištirtų, ar bendrovė, bendrovės valdymo organai ar jų nariai tinkamai vykdė savo pareigas, o jei nustatoma, kad jų veikla buvo netinkama, reikalauti teismo taikyti atitinkamas priemones, pavyzdžiui, panaikinti valdymo organo sprendimus, pakeisti valdymo organo narius ir kt.

Bendrovės veiklos tyrimo tikslas dvejopas: pirma, atstatyti santykius tarp konfliktuojančių įmonės dalyvių (plačiąja prasme) ir, antra, nustatyti netinkamo valdymo faktus ir įvertinti už juos taikytiną atsakomybę.[169]

Bendrovės veiklos tyrimo teisė nesuteikia galimybės bendrovės tyrimą atlikti prašančiam akcininkui gauti tiesioginės turtinės naudos reikalaujant nuostolių atlyginimo – jo pagrindu pritaikytos priemonės gali būti orientuotos tik į įmonės pozicijos pagerinimą. Dėl šios priežasties ir dėl to, jog teise kreiptis į teismą dėl bendrovės veiklos tyrimo paprastai gali pasinaudoti ir tretieji asmenys[170], ši teisė pripažintina ne tik kaip mažumos akcininko teisių[171], bet ir viešojo intereso gynybos priemone.[172]

Neatsižvelgiant į tai, kad bendrovės veiklos tyrimo teisė (be kita ko) laikoma mažumos akcininko teisių gynybos priemone, ja paprastai pasinaudoti gali tik tam tikrą akcijų skaičių bendrovėje turintis akcininkas ar akcininkų grupė, pvz., Lietuvoje akcinės bendrovės veiklos tyrimo teise gali pasinaudoti tik vienas ar keli akcininkai, kurių turimų ar valdomų akcijų nominali vertė yra ne mažesnė kaip 1/10 įstatinio kapitalo[173]. Taigi *de facto* pasinaudoti ben-

---

168 Romano R., "*The Shareholder Suit: Litigation without Foundation*?", J.of Law, economics, & Organization, 7 (1991), p. 55-87.

169 Timmerman, L.; Doorman, A. "*Rights of minority shareholders in the Netherlands*". A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, p. 3 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-04-23]. http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/minorityshh. pdf.

170 Timmerman, L.; Doorman, A. "*Rights of minority shareholders in the Netherlands*". A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, p. 3 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-04-23]. http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/minorityshh. pdf. LR Civilinio kodekso 2.125 straipsnio 1 dalies 6 punkte taip pat nurodoma, kad teisę kreiptis dėl juridinio asmens veiklos tyrimo turi „asmenys <…> kuriems pagal steigimo dokumentus ar sudarytus su juridiniais asmenimis sandorius tokia teisė suteikta".

171 Andenas, M.; Wooldridge, F. *European Comparative Company Law.* Cambridge University Press, 2006, p. 374.

172 Timmerman, L.; Doorman, A. "*Rights of minority shareholders in the Netherlands*". A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, p. 3 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-04-23]. http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/minorityshh. Pdf; Tikniūtė A., „*The Nature of Investigation Proceedings of Legal Entity under the Civil Code of Lithuania*". Jurisprudence (Jurisprudencija), issue: 19(2) / 2012, p. 529.

173 CK 2.125 straipsnio 1 dalies 1 punktas.

drovės veiklos tyrimo teise esant atomizuotai akcininkų struktūrai gali būti itin sunku ar apskritai neįmanoma (esant daliai neidentifikuojamų ar pasyvių akcininkų).

c. Ieškinys dėl bendrovės organo sprendimo pripažinimo negaliojančiu

Bene visos jurisdikcijos suteikia teisę akcininkui kreiptis į teismą dėl bendrovės visuotinio akcininkų susirinkimo bei kitų bendrovės organų sprendimų pripažinimo negaliojančiais.

Pagrindais pripažinti bendrovės organo sprendimą negaliojančiu gali būti jo prieštaravimas imperatyviosioms įstatymų normoms, juridinio asmens steigimo dokumentams arba protingumo ar sąžiningumo principams.[174]

Aukščiau aptarta teisė paminėtais pagrindais reikalauti pripažinti bendrovės organo sprendimus negaliojančiais padeda „normalizuoti" smulkiųjų akcininkų teises ir, ypač kiek tai susiję su pagrindu panaikinti bendrovės organų sprendimus dėl prieštaravimo protingumo ir sąžiningumo principams, leidžia teismui (nors ir netiesiogiai) įvertinti, ar buvo pakankamai atsižvelgta į smulkiųjų akcininkų interesus priimant konkrečius sprendimus.[175]

Visgi, teisė ginčyti įmonės organų sprendimus tam tikrais atvejais yra ribojama dėl akcijos, kaip nuosavybės objekto, ypatumų. Tuo atveju, jei kiekvienam akcininkui būtų suteikta teisė ginčyti bendrovės visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimus teismine tvarka, rizika, jog bendrovės galimybės tęsti veiklą bus apribotos žymiai didesne dalimi, tenka didžiajam akcininkui. Dėl pastarosios priežasties teisiniu reguliavimu privalo būti nustatytos priemonės, užtikrinančios didžiojo ir mažumos akcininkų teisių ir interesų pusiausvyrą.

1.4.3. Teisė parduoti turimas bendrovės akcijas

Teisė norimu laiku pasitraukti iš bendrovės už teisingą kainą parduodant savo turimas bendrovės akcijas yra bene pagrindinis akcininko teisių garantas.[176]

Kaip jau buvo minėta, didžiąja dalimi akcininko teisių apsaugos (gynybos) priemonių galima pasinaudoti tik turint bent minimaliai reikšmingą bendrovės akcijų skaičių. Be to, kai kuriomis akcininko teisių apsaugos (gynybos) priemonėmis (pvz., netiesioginio ieškinio teise) yra keblu pasinaudoti dėl informacijos asimetrijos. Kai kurių autorių nuomone, kitos akcininkų teisių apsaugos (gynybos) priemonės apskritai yra reikalingos ir turi praktinę reikšmę tik tuo atveju, jei investuotojams prioritetine tvarka ir pakankamu lygmeniu nėra užtikrinama galimybė realizuoti jų turimas (ar ketinamas įsigyti) įmonių akcijas efektyviai veikiančios rinkos sąlygomis.[177]

Taigi įstatymų leidėjas paprastai imasi (ar bent turėtų imtis) priemonių tam, kad būtų užtikrinta, jog smulkieji akcininkai neatsidurtų akcijų nelikvidumo sukurtoje „aklavietėje". Dėl pastarosios priežasties iš esmės visose jurisdikcijose yra numatytos platesnės ar

---

174 CK 2.82 straipsnio 4 dalis.

175 Timmerman, L.; Doorman, A. "*Rights of minority shareholders in the Netherlands*". A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, p. 3 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-04-23]. http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/minorityshh. Pdf.

176 Henderson T. M. and Epstein R. A. "*The Going-Private Phenomenon: Causes and Implications*". The University of Chicago Law Review, Vol. 76, No. 1 (Winter, 2009), p. 1-6, p. 2.

177 Žr. Hirshman A. O. , "*Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*" (1970).

siauresnės apimties teisinės priemonės, užtikrinančios galimybę akcininkams laiku pasitraukti iš įmonės kapitalo.

Tokiomis priemonėmis laikytinos privalomo oficialaus pasiūlymo ir privalomo akcijų išpirkimo teisės[178].

a. Privalomas oficialus pasiūlymas

Pareiga paskelbti privalomą oficialų pasiūlymą gina mažumos akcininkų teises, kadangi suteikia jiems galimybę pasitraukti iš įmonės už tinkamą kompensaciją, bet, kita vertus, ši pareiga gali sumažinti perėmimo pasiūlymų skaičių, kadangi padidina „taikinio" įmonės kontrolės perėmimo kaštus.[179]

ES mastu pareigą skelbti privalomą oficialų pasiūlymą įtvirtina Direktyvos 5 straipsnis „smulkiųjų akcininkų apsauga, privalomas pasiūlymas ir teisinga kaina". Pagal Direktyvą, kartu ar veikiant su kitais asmenimis bendrovės kontrolę įgijęs asmuo privalo pateikti pasiūlymą kitiems bendrovės akcininkas įsigyti visas jų turimas bendrovės akcijas.

Pagal Direktyvos 5 straipsnio 3 dalį, teisinga privalomo oficialaus pasiūlymo kaina yra laikoma siūlytojo už bendrovės vertybinius popierius per ne trumpesnį kaip šešių mėnesių ir ne ilgesnį kaip 12 mėnesių laikotarpį iki pasiūlymo, sumokėta kaina. Kaina taip pat privalo būti padidinta, jei siūlytojas pasiūlymo galiojimo metu įsigyja bendrovės akcijas aukštesne, nei pasiūlymo kaina. Taigi Direktyva įtvirtintas modelis suteikia galimybę smulkiesiems akcininkams parduoti jų turimas „taikinio" įmonės akcijas už kainą, į kurią įskaičiuota kontroliuojančio akcininko už „taikinio" įmonės kontrolę sumokėta premija. Visgi, teisinis reguliavimas gali būti nepakankamas privalomo oficialaus pasiūlymo teisingai kainai nustatyti tais atvejais, kai pasikeičia ekonominė padėtis, sparčiai plečiasi bendrovės veikla ar auga bendrovės kapitalizacija.[180]

Priešingai negu ES, JAV įmonės kontrolę siekiantis perimti asmuo paprastai nėra įpareigotas pateikti privalomo pasiūlymo įsigyti visas likusias „taikinio" įmonės akcijas ir dėl šios priežasties už „taikinio" įmonės kontrolės įgijimą papildomai už akcijas mokėtina suma neturi būti pasidalyta su smulkiaisiais „taikinio" įmonės akcininkais.[181]

Pažymėtina, kad privalomo oficialaus pasiūlymo teisė nelaikytina mažinančia įmonių perėmimo skaičių ir tose jurisdikcijoje (pvz., JK), kuriose dėl didelio akcininkų skaičiaus „taikinio" įmonė paprastai perimama oficialaus siūlymo, o ne netiesioginio sandorio metu – tokiu atveju už akcijas mokama kaina paprastai nėra padidinta kontrolės premija.[182]

---

178 Kaip jau minėta, šioje disertacijoje nėra nagrinėjamos akcininko teisių gynybos priemonės, suteikiančios teisę pasitraukti iš uždaro tipo bendrovių, pavyzdžiui, priverstinio akcijų pardavimo teisė, kuri savo esme yra skirta „aklavietės" situacijai (angl. „*deadlock situation*"), t.y. situacijai, kai įmonės akcininkų interesai kardinaliai išsiskiria ir dėl to tampa neįmanoma tikslingai vystyti įmonės veiklą, spręsti.

179 Bebchuk L. A., "*Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*", 109 Q. J. ECON. 957 (1994).

180 Talutis T., Šenavičius V. „*Privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo Lietuvoje efektyvumo aspektai*". Jurisprudencija, 2010, 2(120), p. 348

181 Jones Day apžvalga, The European Directive on Takeover Bids: A Comparison with U.S. Tender Offer Practices [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-22], http://www.jonesday.com/newsknowledge/publicationdetail.aspx?publication=2875.

182 Kohler M., "*Ownership structure, regulation and the market for corporate control in the EU banking sector*". European Journal of Law & Economics 2013, 34(1), p. 184-185.

Taip pat svarbu pastebėti, jog privalomo akcijų pardavimo teisė, suteikta didžiajam akcininkui Direktyvos pagrindu, dažnai yra suprantama būtent kaip kompensacija už pareigą įgyvendinti privalomą oficialų pasiūlymą.

b. Privalomas akcijų išpirkimas

Pagal Direktyvos nuostatas, tuo atveju, kai didysis akcininkas įgyja didesnį kaip nustatytas „taikinio" įmonės akcijų skaičių (ES valstybėse narėse ši riba pagal Direktyvos nuostatas gali būti 90% arba 95%), „taikinio" įmonės mažumos akcininkai gali priversti didįjį akcininką išpirkti jų turimas „taikinio" įmonės akcijas. Tuo atveju, jei nustatyta akcijų riba yra peržengiama perėmimo pasiūlymo metu, privalomo akcijų išpirkimo kaina yra nustatoma lygi prieš tai buvusio oficialaus pasiūlymo įsigyti „taikinio" įmonės akcijas kainai.

Privalomo akcijų išpirkimo teisė yra privalomo akcijų pardavimo teisės priešingybė, kadangi ši teisė suteikia galimybę smulkiesiems „taikinio" įmonės akcininkams išvengti galimo kontroliuojančio akcininko piktnaudžiavimo savo dominuojančia padėtimi ateityje (po „taikinio" įmonės kontrolės perėmimo), pvz., siekiant asmeninės naudos ir nemokant dividendų, ir pasitraukti iš „taikinio" įmonės palankesnėmis nei sumažinto likvidumo rinkos sąlygomis („taikinio" įmonės akcijų nelikvidumas gali būti sąlygotas būtent tos aplinkybės, jog „taikinio" įmonėje yra artimą absoliučiai kontrolei įtaką turintis akcininkas).[183] Be to, privalomo akcijų išpirkimo teisės įtvirtinimas teisinėje bazėje iš esmės ir yra pateisinamas atsvaros privalomo akcijų pardavimo teisei poreikiu.[184]

Privalomo akcijų išpirkimo teisės įtvirtinimas teisinėje sistemoje taip pat sumažina smulkiesiems akcininkams taikomo spaudimo atsiliepti į siūlymą parduoti jų turimas „taikinio" įmonės akcijas poveikį, kadangi į pasiūlymą neatsiliepę akcininkai dėl galimybės pasinaudoti privalomo akcijų išpirkimo teise neatsidurs „situacijoje be išeities", kai jų turimos akcijos yra nelikvidžios, o kontroliuojantis akcininkas naudoja „taikinio" įmonę savo privatiems poreikiams tenkinti. Be to, sprendimas pasinaudoti akcijų išpirkimo teise nei Direktyvoje, nei VPĮ nėra siejamas su iniciatoriaus turimu „taikinio" įmonės akcijų skaičiumi, o tokia teise ketinantis pasinaudoti asmuo paprastai turi daugiau informacijos apie „taikinio" įmonės akcijų skaičių jau vien dėl to, kad jam yra žinomas kitų „taikinio" įmonės akcininkų atsiliepimo į oficialų pasiūlymą laipsnis. Taigi, neatsižvelgiant į su pasinaudojimu akcijų išpirkimo teise susijusius kaštus, privalomo akcijų pirkimo teisė yra savotiška *ultima ratio* užtikrinanti fundamentalią mažumos akcininko teisę pasitraukti iš įmonės už „teisingą" kainą.

Kita vertus, privalomo akcijų išpirkimo teisė gali sumažinti įmonių perėmimo pasiūlymų skaičių, ypač tais atvejais, kai „taikinio" įmonės kontrolę ketinantis perimti asmuo neketina įsigyti visų „taikinio" įmonės akcijų – dėl privalomo išpirkimo teisės sandorio kaina gali padidėti.[185]

---

183 EK, Report on the implementation of the Directive on Takeover bids [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-22] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf , p. 10.

184 Report addresses takeover issues as Commission works on revised Directive. Company Lawyer. 2002, 23(4), p. 120-122.

185 Kohler M., "*Ownership structure, regulation and the market for corporate control in the EU banking sector*". European Journal of Law & Economics 2013, 34(1), p. 187.

1.4.4. Akcininko teisės į informaciją užtikrinimas

Teorijoje pripažįstama, jog akcininko teisės į informaciją tikslas yra tinkamai įgyvendinti kitą akcininko teisę – dalyvauti bendrovės valdyme (balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime).[186] Žinoma, akcininko teisė į informaciją taip pat sudaro akcininkui prielaidas pasinaudoti teise kreiptis į teismą su ieškiniu ar tinkamiausiu metu priimti racionalų sprendimą parduoti savo turimas bendrovės akcijas.

Visgi, akcininko teisė į informaciją nėra bendro pobūdžio ir paprastai apsiriboja teise gauti specifinę informaciją. Be to, tokiai informacijai gauti paprastai yra nustatomos papildomos sąlygos. Pavyzdžiui, Delavere pripažįstama akcininko teisė susipažinti su bendrovės dokumentais (įstatais, akcininkų sąrašu, valdybos posėdžių protokolais) su sąlyga, jog akcininkas įrodo turintis tam pagrįstą priežastį.[187] Norint gauti bet kokią papildomą informaciją apie bendrovės veiklą privalu išsamiai pagrįsti tokio prašymo pagrįstumą.[188] Lietuvoje taip pat pripažįstama, jog akcininko teisė gauti informaciją apie bendrovės veiklą nėra absoliuti, ji gali būti ribojama ir (be kita ko) priklauso nuo akcininko dalies bendrovės įstatiniame kapitale dydžio.[189]

Teisę susipažinti su specifinio pobūdžio informacija paprastai užtikrina ir finansinės atskaitomybės reikalavimai. JAV finansinės atskaitomybės reikalavimai nustatomi federacinės teisės. Panašiai yra ir ES, kurios valstybių narių nacionalinėje teisėje įtvirtinti bendrovių atskaitomybės reikalavimai yra harmonizuoti direktyvomis. Pavyzdžiui, Direktyva 2007/36/EB užtikrina bendrovių, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, akcininkams teisę susipažinti su visuotiniu akcininkų susirinkimu susijusia informacija (5 straipsnis). Tam tikri atskaitomybės reikalavimai yra įtvirtinti ir Direktyvoje. Pastebėtina, jog EK organizuota suinteresuotų asmenų apklausa parodė, kad šie informacijos atskleidimo reikalavimai (kaip beje ir privalomo oficialaus pasiūlymo pareigos ir privalomo akcijų pardavimo/išpirkimo teisės) yra vertinami palankiai.[190]

Kaip jau minėta, dalimi akcininko teisių gynybos priemonių galima pasinaudoti tik turint pakankamą informaciją apie bendrovės veiklą. Dėl šios priežasties teisės į informaciją užtikrinimas yra esminė sąlyga siekiant užtikrinti efektyvų akcininko teisių gynybos priemonių sistemos funkcionavimą.

1.5. Privalomas akcijų pardavimas kaip akcininko teisių gynybos priemonė

Privalomo akcijų pardavimo teisė yra specifinė teisė, kuri užtikrina su kitų akcininko teisių, pvz., teisės į informaciją ar teisės dalyvauti bendrovės valdyme, garantavimu susijusių kaštų sumažinimą.

---

186 Wooldridge F., „*The right of shareholders in a German public company to information*". Company Lawyer. 2012, 33(1), p. 21-24.;Velasko J. „*The Fundamental Rights of the Shareholder*". University of California Davis Law Review, vol. 40. 2006-2007.

187 Security First Corp. V. U.S. Die Casting & Dev. Co., 687 A.2d 563, 568 (Del. 1997).

188 *Ibid*., para. 569.

189 Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2010 m. liepos mėn. 8 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-315/2010.

190 2012-06-28 Report from the Commision to the European Parliament, the Council, the European economic and cocial committee and the committee of the regions. Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347 final) [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-07] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf., p. 4

Privalomas akcijų pardavimas priskirtinas turtinėms akcininko teisėms, kadangi jis suteikia teisę kontroliuojančiam įmonės akcininkui sukoncentruoti įmonės sukuriamą pridėtinę vertę vienose rankose ir padidinti įmonės pelną (taigi ir savo pajamas) sumažėjusių viešos atskaitomybės, visuotinių susirinkimų organizavimo kaštų sąskaita, išnaudojant galimas mokestines lengvatas, pasinaudojant mokestinėmis schemomis – taip vadinama mokestine vienybe (*angl.* – „fiscal unity") tarp dukterinės ir patronuojančios įmonių, taip pat išvengiant papildomų reikalavimų išmokant dividendus ir sudarant sutartis[191].

Be to, privalomo akcijų pardavimo teisę galima vertinti kaip vienos iš fundamentalių akcininko teisių – teisės parduoti akcijas priešingybę. Kita vertus, privalomo akcijų pardavimo teisė visose jurisdikcijose (bent teoriškai) garantuoja mažumos akcininkams galimybę pasitraukti iš stambiojo akcininko interesais valdomos įmonės už teisingą akcijų kainą, kuri, atsižvelgiant į dėl „taikinio" įmonės kontrolės sukoncentravimo vienose rankose sumažėjusį „taikinio" įmonės akcijų likvidumą, daugeliu atvejų yra aukštesnė už rinkos kainą. Taigi, privalomo akcijų pardavimo teisė gali būti laikoma teisės parduoti įmonės akcijas atmaina, o vienintelis šią teisę nuo teisės parduoti savo turimas akcijas užtikrinančių akcininko teisių gynybos priemonių (pvz., privalomo oficialaus pasiūlymo) skiriantis elementas yra laisvos mažumos akcininkų valios trūkumas. Visgi, šis valios trūkumas (privalomo akcijų pardavimo prievartinis pobūdis) daugeliu atveju kompensuojamas papildomais procedūriniais elementais, tokiais kaip reikalavimu, jog privalomo akcijų kainos „teisingumą" „patvirtintų" didžioji mažumos akcininkų dauguma prieš privalomą akcijų pardavimą skelbiamo oficialaus pasiūlymo metu parduodama jai priklausančias akcijas (vadinama „mažumos daugumos" taisyklė).

Taip pat pažymėtina, jog privalomo akcijų pardavimo teisė visų pirma yra orientuota į efektyvių įmonių perėmimų skaičiaus didinimą, taigi į pridėtinės vertės ir visuotinės gerovės didinimą. Privalomo akcijų pardavimo teisės egzistavimas yra viena iš priežasčių, skatinančių institucinius investuotojus pasirinkti konkrečią jurisdikciją. Be to, įstatymų leidėjas, garantuodamas mažumos akcininkams galimybę pasitraukti iš „taikinio" įmonės perleidžiant (nors ir ne savanoriškai) jos akcijas už teisingą kainą, užtikrina, kad smulkieji investuotojai neliktų „aklavietės" situacijoje (situacijoje, kai „taikinio" įmonės akcijų už protingą kainą negalima realizuoti dėl mažo likvidumo ar didžiojo akcininko veiksmų, o įmonė yra naudojama stambiojo akcininko interesams tenkinti). Kadangi (tai ypač aktualu privatizuotų valstybinių įmonių, turinčių didelį skaičių smulkiųjų akcininkų, atveju) dalis akcininkų yra pasyvūs ir nesielgia racionaliai, privalomo akcijų pardavimo teisė yra įtvirtinta ir jų naudai. Taigi privalomo akcijų pardavimo teisė yra bendrojo pobūdžio teisė, skirta užtikrinti tiek viešąjį interesą, tiek stambiojo ir smulkiųjų akcininkų interesus.

Teorijoje nurodoma, jog privalomo akcijų pardavimo teisė yra įrankis, padedantis subalansuoti stambiojo ir smulkiųjų akcininkų interesus, ir gali būti vertinama kaip išimtis iš visos mažumos akcininko teisių gynybos sistemos, veikianti didžiojo akcininko naudai.[192] Visgi, kaip jau minėta, privalomo akcijų pardavimo teisė yra skirta užtikrinti ne tik didžiojo

---

[191] Žr. Timmerman, L.; Doorman, A. "*Rights of minority shareholders in the Netherlands*". A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, p. 3 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-04-23]. http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/minorityshh. Pdf.

[192] Babak A. "*Adoption of Squeeze-Out and Sell-out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA*". LLM Thesis., Central European University, March 30, 2012, p. 6.

akcininko interesus, bet ir viešąjį interesą bei (tam tikra apimtimi) mažumos akcininkų interesus.

***

Privalomas akcijų pardavimas reiškia situaciją, kai tam tikrą „taikinio“ įmonės kontrolės laipsnį įgijęs subjektas, neatsižvelgdamas į mažumos akcininkų nenorą „taikinio“ įmonės akcijas parduoti, priverstine tvarka teisėtai (teisinėje sistemoje egzistuojančia procedūra) įgyja visas mažumos „taikinio“ įmonės akcininkų turimas akcijas ir tampa vieninteliu „taikinio“ įmonės akcininku.

Privalomo akcijų pardavimo teisės įtvirtinimo teisės aktuose motyvai yra siekis apriboti smulkiųjų akcininkų piktnaudžiavimo savo teisėmis galimybę, noras padidinti įmonių valdymo efektyvumą skatinant įmonių perėmimo sandorių vykdymą, kartu padidinant konkrečios jurisdikcijos patrauklumą investuotojams.

Privalomo akcijų pardavimo teisės įteisinimas suteikia įmonėms galimybę sumažinti atskaitomybei ir sprendimų priėmimo organizavimui patiriamas išlaidas, padidinti valdymo efektyvumą ir sprendimų priėmimo greitį, o didžiajam akcininkui – išvengti „nemokančiojo“ problemos ir, nesidalinant su mažumos akcininkais, naudotis visa įmonės sukuriama pridėtine verte. Visgi, privalomo akcijų pardavimo įteisinimo tikslas nėra perduoti mažumos akcininkams priklausančias akcijas didžiajam akcininkui, kad šis galėtų gauti didesnę savo investicijos grąžą: privalomo akcijų pardavimo tikslas yra užtikrinti viešuoju interesu grindžiamą poreikį, jog įmonės būtų efektyviai valdomos.

Kita vertus, privalomo akcijų pardavimo įteisinimas skatina įmonės perėmėją iš karto „taikinio“ įmonės akcininkams pasiūlyti itin palankią „taikinio“ įmonės akcijų kainą, tuo suteikiant jiems galimybę pasitraukti iš įmonės paprastai palankesnėmis nei esamos rinkos sąlygomis ir išvengti potencialaus kontroliuojančio akcininko piktnaudžiavimo „taikinio“ įmonės kontrole ateityje.

Privalomo akcijų pardavimo teisė iš esmės yra pateisinamas mažumos akcininkų nuosavybės teisės ribojimas. Visgi, tai nereiškia, jog atskiros privalomo akcijų pardavimo instituto normos, nustatančios procedūrinius privalomo akcijų pardavimo aspektus (pvz., kainos nustatymo procedūrą, ginčų sprendimo tvarką) nebus laikomos neproporcingai ribojančiomis teisę į nuosavybę, neatsižvelgiant į tai, kad jomis yra siekiama teisėto ir su viešuoju interesu suderinamo tikslo. Dėl šios priežasties priverstinis ir konstitucinę teisę į nuosavybę ribojantis privalomo akcijų pardavimo teisės pobūdis turi būti kompensuojamas nustatant aiškias pasinaudojimo šia teise sąlygas, garantuojant mažumos akcininkams teisingą kainą už iš jų paimamas akcijas bei nustatant nešališką tokios kainos nustatymo procedūrą ir užtikrinant realią skundo teisę.

Akcininko teisių gynybos sistemą sudaro fundamentalų pobūdį turinčios ir pakankamai abstrakčios akcininko teisės dalyvauti bendrovės valdyme, kreiptis į teismą su ieškiniu ir parduoti savo turimas įmonės akcijas bei procedūrinio pobūdžio specifinės priemonės, užtikrinančios kiekvienos iš paminėtų teisių realumą (galimybę šiomis teisėmis faktiškai naudotis, jas įgyvendinti), t. y. teisė dalyvauti visuotiniame akcininkų susirinkime ir balsuoti visais darbotvarkės klausimais, kelti klausimus ir siūlyti įtraukti naujus klausimus į darbotvarkę ir kt.; privalomas oficialus pasiūlymas ir privalomas akcijų pirkimas; įmonės veiklos tyrimas, netiesioginis ieškinys bei ieškinys dėl bendrovės organo sprendimo pripažinimo negaliojančiu. Sistemos dalimi taip pat laikytina akcininko teisė į informaciją, kuri sudaro prielaidas įgyvendinti kitas fundamentalias akcininko teises, t. y. racionaliai pasinaudoti

procedūrinėmis akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonėmis. Abstraktaus pobūdžio akcininko teisės ir procedūrinio pobūdžio akcininko teisių gynybos priemonės yra skirtos smulkiųjų akcininkų interesams apsaugoti arba bendrojo pobūdžio (viešojo) intereso tikslams pasiekti.

Mažumos akcininkai paprastai neturi galimybių (dėl informacijos trūkumo, akcininkų, turinčių po nedidelį kiekį įmonės akcijų egzistavimo) bei motyvacijos (su aktyviais veiksmais susijusių kaštų neatperkanti asmeninė nauda) įgyvendinti savo teisę dalyvauti bendrovės valdyme ar kreiptis į teismą su ieškiniu. Taigi vienintelė teisė, kuria jie gali racionaliai pasinaudoti, yra teisė perleisti savo turimas bendrovės akcijas. Žinoma, tuo atveju, jei įmonėje jau yra kontroliuojantis akcininkas, perleisti įmonės akcijas adekvačiomis sąlygomis gali būti sudėtinga dėl mažo akcijų likvidumo. Dėl šios priežasties esminį vaidmenį atlieka akcininko teisių procedūrinės gynybos priemonės, užtikrinančios mažumos akcininkams galimybę pasitraukti iš įmonės perleidžiant savo akcijas įmonės kontrolę turinčiam subjektui už „teisingą" kainą, t. y. privalomas oficialus pasiūlymas ir privalomas akcijų pirkimas. Taip pat pažymėtina, jog situacija, kai bendrovėje egzistuoja realių galimybių bendrovės valdymui negalinti daryti, bet įstatymu suteiktomis teisėmis, pvz., teise kreiptis į teismą su ieškiniu ar teise gauti su bendrove ir jos veikla susijusią informaciją, galinti naudotis ar netgi piktnaudžiauti mažuma (paprastai net ir po privalomo oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo), nėra naudinga ir bendrovės kontrolę įsigijusiam didžiajam akcininkui. Dėl šios priežasties įstatymų leidėjas paprastai garantuoja kontroliuojančiam akcininkui galimybę priverstine tvarka išpirkti likusiai mažumai priklausančias akcijas, t. y. privalomo akcijų pardavimo teisę.

Privalomas akcijų pardavimas yra specifinė bendro pobūdžio teisė (teisė, skirta užtikrinti tiek viešąjį interesą, tiek didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesus), turinti procedūrinių akcininko teisių gynybos priemonių elementų ir kuri akcininko teisių aspektu gali būti įvardinta kaip turtinė teisė arba teisės parduoti turimas įmonės akcijas atmaina.

Pateikus privalomo akcijų pardavimo sampratą bei nustačius privalomo akcijų pardavimo vietą akcininko teisių gynybos priemonių sistemoje derėtų išsamiau aptarti konkrečiose jurisdikcijose egzistuojantį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą.

2. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS JAV

Šiame disertacijos skyriuje bus aptartas JAV Delavero valstijoje egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas.

Delaveras buvo viena iš pirmųjų jurisdikcijų, kurioje suvokta, kad modernioje verslo aplinkoje mažumos akcininkų diktato pavojus atsveria didžiojo akcininko galimo piktnaudžiavimo savo padėtimi riziką ir dėl šios priežasties buvo imtasi bendrovių ekonominės teisinės sąrangos pertvarkymų.[193] Tokios pertvarkos rezultatas – privalomo akcijų pardavimo teisės įteisinimas.

Delavere privalomo akcijų pardavimo institutas yra populiarus ir dažnai naudojamas. Bene pagrindinė priežastis, lemianti kontroliuojančiojo „taikinio" įmonės akcininko pasirinkimą pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise, yra jo noras „išbraukti" įmonės akcijas iš prekybos reguliuojamoje rinkoje. Pagrindinis tai lemiantis motyvas yra sumažinti „taikinio" įmonės kaštus, išvengiant viešosioms įmonėms 2002 m. *Sorbanes-Oxley Act*'u numatytų atskaitomybės bei valdymo reikalavimų, taip pat viešos informacijos teikimo bei bendravimo su investuotojais procedūrų.[194] Šis ir kiti motyvai pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise bei galimi šios teisės įgyvendinimo būdai ir bus išsamiau aptarti šiame disertacijos skyriuje.

Pirmajame poskyryje bus pristatyti galimi privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo būdai. Antrajame – skirtingi kiekvienam iš privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo būdų taikomi teisminio vertinimo standartai, kurie, įvertinus jų turinį, neabejotinai leis nustatyti esmines procedūrines akcininko teisių gynybos priemones. Trečiajame šio disertacijos skyriaus poskyryje bus pateiktas teoriniame lygmenyje kylančių diskusijų, kurių objektu yra esamas privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas, apibendrinimas siekiant įvertinti jo pakankamumą akcininko teisių užtikrinimo aspekte.

2.1. Privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo būdai

Šiuo metu egzistuoja du jau minėti skirtingi būdai privalomam akcijų pardavimui įgyvendinti. Pirmasis yra statutinis „ilgasis susijungimas", kurį reguliuoja DGCL 251 skyrius[195] ar analogiškos kitų valstijų teisės aktų nuostatos. Tokį susijungimą privalo patvirtinti kiekvienos iš besijungiančių įmonių valdyba, kartu paviešindama savo poziciją dėl esminių tokio sandorio sąlygų, įskaitant dėl mažiesiems akcininkams už jų turimas akcijas siūlomos kompensacijos pagrįstumo.[196] Po to parengiama susijungimo sutartis, kurioje yra nustatyta smulkiųjų akcininkų akcijų išpirkimo tvarka ir kuri yra pateikiama abiejų įmonių akcininkų susirinkimams patvirtinti.[197] Mainais už akcijas smulkieji akcininkai gali gauti piniginę kompensaciją arba kontroliuojančios įmonės akcijų. „Ilgojo" susijungimo atveju

---

193 Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p. 853.

194 Regner W. D. *"Going private in the US"*. 2006, International Financial Law Review, Supplement: The 2006 Guide to Mergers ir Acquisitions [interaktyvus]. [žiūrėta 10-10-11] http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=21679&SID=624573; Pritchard A. C. *"Tender offers by controlling shareholders: the spectre of coercion and fair price"*. 2004, Berkeley Business Law Journal [Vol. 1:83], p. 83.

195 DGCL, str. 251.

196 *Ibid.*, str. 251 (b).

197 *Ibid.*, str. 251 (c).

kontroliuojantys akcininkai yra įsigyjanti įmonė iš vienos pusės ir didysis „taikinio“ įmonės akcininkas iš kitos.[198] Galima numanyti, kad dydysis akcininkas kontroliuoja tiek „taikinio” įmonės valdybą, tiek turi lemiamą įtaką priimant sprendimus „taikinio“ įmonės akcininkų susirinkime.[199] Ši situacija sukelia aiškų interesų konfliktą, kadangi kontroliuojantis akcininkas gali abi susijungimo sandorio puses priversti šį sandorį įgyvendinti, ir, savo ruožtu, daryti lemiamą įtaką nustatant kompensacijos, mokamos smulkiesiems akcininkams už iš jų paimamas akcijas, dydį.[200]

Kitas būdas išbraukti įmonės akcijas iš prekybos reguliuojamoje rinkoje yra jau minėtas OP privalomas akcijų pardavimas.[201] Kaip ir ES[202], čia oficialiu pasiūlymu yra laikomas viešas siūlymas, adresuotas taikinio įmonės akcininkams, nupirkti jų turimas akcijas siekiant įgyti šios įmonės kontrolę.[203] Oficialus pasiūlymas yra teikiamas tiesiogiai „taikinio“ įmonės smulkiesiems akcininkams ir jo sąlygų bei įgyvendinimo terminų „taikinio“ įmonės valdyba neprivalo tvirtinti.[204] Nepaisant to, „taikinio“ įmonė paprastai iš nepriklausomų direktorių suformuoja specialų komitetą (toliau – SK) oficialaus pasiūlymo sąlygoms įvertinti, derėtis dėl aukštesnės pasiūlymo kainos ir smulkiesiems akcininkams pateikti 14D-9 formą.[205] Šioje formoje SK pateikia savo rekomendaciją atmesti arba priimti pasiūlymą, išsako savo neutralią poziciją pasiūlymo atžvilgiu ar pareiškia, kad negali užimti konkrečios pozicijos pasiūlymo atžvilgiu.[206] Oficialus pasiūlymas gali būti pateikiamas tiek pinigine, tiek akcijų mainų forma. Pirmuoju atveju siūlanti įmonė „taikinio“ įmonės smulkiesiems akcininkams siūlo tam tikrą pinigų sumą už jų turimas įmonės akcijas. Antruoju atveju siūlanti įmonė siūlo smulkiesiems „taikinio“ įmonės akcininkams savo turimas „taikinio“ įmonės akcijas iškeisti į siūlytojo akcijas.[207] Oficialus pasiūlymas yra laikomas savanorišku sandoriu,

---

198 Iacono C. *"Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders Under Delaware Law: The '800-Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation"*. 2003, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 28], p. 659.

199 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 9.

200 Iacono C. *"Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders Under Delaware Law: The '800-Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation"*. 2003, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 28], p. 660.

201 Abrams K. G. ir Laster T. *"New Delaware rules for going private transactions"*. 2005, INSIGHTS [Vol. 19: 7], p. 9.

202 Direktyva, 2 str. 1 (a) dalis.

203 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 526.

204 Iacono C. *"Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders Under Delaware Law: The '800-Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation"*. 2003, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 28], p. 651-652.

205 Tokia rekomendacija yra standartinės formos rekomendacija, kurios pateikimą oficialaus pasiūlymo atveju ir privalomus turinio reikalavimus nustato JAV *Federal Securities and Exchange Act*.

206 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 17; SEC Taisyklės 14e-2.

207 Iacono C. *"Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders Under Delaware Law: The '800-Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation"*. 2003, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 28], p. 655.

kurio metu smulkieji akcininkai gali savo nuožiūra apsispręsti, ar į jį atsiliepti, ar ne.[208] Jei oficialus pasiūlymas įgyvendinamas sėkmingai, kontrolę įgijusi įmonė įvykdys „trumpąjį" susijungimą.[209]

„Trumpojo" susijungimo galimybę numato 253 DGCL skyrius. Pagal šio DGCL skyriaus nuostatas kontroliuojanti įmonė, turinti ne mažiau kaip 90% „taikinio" įmonės visų klasių akcijų, gali vienašališkai inicijuoti susijungimą tarp jos ir jos kontroliuojamos įmonės. Įsigijus reikiamą akcijų procentą tokiam susijungimui įgyvendinti, kontroliuojančios įmonės valdybai pakanka priimti sprendimą dėl tokio susijungimo ir valstijos sekretoriatui pateikti nuosavybės sertifikatą. Akcininkai, kurie nepriėmė oficialaus pasiūlymo metu siūlomos kompensacijos už jų turimas „taikinio" įmonės akcijas, po tokio susijungimo neteks turimų „taikinio" įmonės akcijų, už kurias bus kompensuota oficialaus pasiūlymo sąlygomis. Nei kontroliuojančios, nei „taikinio" įmonės akcininkų susirinkimas neprivalo pritarti trumpajam susijungimui, todėl kontroliuojanti įmonė, įgyvendindama tokį susijungimą, nepatiria jokio pasipriešinimo.[210] Turint omenyje, kad 90% yra kritinė riba „trumpajam" susijungimui įgyvendinti, kontroliuojantis akcininkas oficialaus pasiūlymo sąlygas nustatys būtent tokias, kad galėtų peržengti šią kontrolės ribą.[211]

Apibendrinant tai, kas išdėstyta, galima pastebėti, kad JAV teisė šiuo metu didžiajam akcininkui siūlo dvi sandorių formas privalomam akcijų pardavimui įgyvendinti: statutinį „ilgąjį" susijungimą ir OP privalomą akcijų pardavimą. Abi šios procedūros savo sukeliamomis pasekmėmis atrodo panašios: kontroliuojantis akcininkas prisijungia „taikinio" įmonę, kuri po tokio susijungimo nustoja egzistavusi. Nepaisant to, kiekvienos iš šių procedūrų turinys yra skirtingas. „Ilgojo" susijungimo atveju kontroliuojantis akcininkas veikia abejose sandorio pusėse. Kita vertus, oficialus pasiūlymas yra sandoris tarp kontroliuojančio ir smulkiųjų akcininkų ir jį įgyvendinant akivaizdus interesų konfliktas nekyla.[212] Antra, valdyba, kurios vaidmuo yra esminis inicijuojant ir rekomenduojant susijungimą akcininkams, tradiciškai neturi jokios ypatingos statutinės pozicijos OP privalomo akcijų pardavimo atveju.[213] Šie procedūrų turinio skirtumai lėmė skirtingus privalomo akcijų pardavimo teisminio vertinimo standartus, kurie priklauso būtent nuo sandorio formos privalomam akcijų pardavimui įgyvendinti pasirinkimo.[214]

2.2. Teisminio vertinimo standartai

Kaip jau minėta, „ilgojo" susijungimo atveju kyla akivaizdus interesų konfliktas, kurio OP privalomo akcijų pardavimo atveju nėra. Taigi, atsižvelgiant į šį skirtumą, teismų praktikoje buvo suformuoti skirtingi šių privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūrų vertinimo standartai, kurie aptariami žemiau.

---

208 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 526.

209 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 17-18.

210 Iacono C. *"Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders Under Delaware Law: The '800-Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation"*. 2003, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 28, p. 657; DGCL., str. 253.

211 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 18.

212 *Ibid.*

213 In re Siliconix Shareholder Litigation, 2001, para. 7.

214 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 7.

2.2.1. „Ilgojo“ susijungimo būdu vykdomo privalomo akcijų pardavimo teisminio vertinimo standartas

Delavero valstijos teismų praktika yra suformulavusi aiškią poziciją, kad privalomi akcijų pardavimai, vykdomi „ilgojo“ susijungimo būdu, sukelia interesų konfliktą, kadangi didysis akcininkas veikia abejose tokio sandorio pusėse. Dėl šios priežasties kyla grėsmė, jog didysis akcininkas inicijuos tokius sandorius nepaisydamas smulkiųjų akcininkų interesų ir jų nenaudai. Vertindami sandoriams tarp susijusių asmenų *(angl.* „self dealing transactions“*)* būdingus interesų konfliktus ir turėdami omenyje, kad tokiuose sandoriuose didysis akcininkas gali piktnaudžiauti savo užimama padėtimi, Delavero teismai pripažino, kad didysis akcininkas turi fiduciarinių pareigų smulkiesiems įmonės akcininkams. Atsižvelgiant į tai, „ilgojo“ susijungimo būdu vykdomo privalomo akcijų pardavimo sąlygos teismų yra vertinamos pagal visiško sąžiningumo testą *(angl.* „entire fairness test“).[215]

Weinberger byloje Delavero Aukščiausiasis Teismas pastebėjo, kad „sąžiningumo“ koncepcija apima du elementus: „sąžiningą elgesį“ (*angl.* „fair dealing“) ir „sąžiningą kainą“ (*angl.* „fair price“). Pasak teismo, „sąžiningo elgesio“ elementas apima sandorio procedūrinius elementus ir didžiojo akcininko elgesį sandorio įgyvendinimo procedūros metu, įskaitant tai, kaip buvo numatytas sandorio vykdymo laikas, kaip sandoris buvo inicijuotas, kaip buvo dėl jo deramasi, kaip apie jį buvo pranešta įmonės direktoriams (įmonės valdybos nariams) ir kaip buvo gauti direktorių bei akcininkų sutikimai. „Sąžiningos kainos“ elementas apima ekonominius ir finansinius sandorio aspektus: sandorio rinkos vertę, „taikinio“ įmonės turtą, ateities perspektyvas ir pajamas. Nepaisant visiško sąžiningumo testo dvilypumo, kiekvienas konkretus sandoris turi būti vertinamas kaip vieninga „sąžiningo elgesio“ ir „sąžiningos kainos“ turinį sudarančių dedamųjų visuma.[216]

Bendra taisyklė yra ta, kad didysis akcininkas privalo įrodyti, jog sandoris yra visiškai sąžiningas. Visgi, yra du būdai perkelti įrodinėjimo naštą smulkiesiems akcininkams (tokiu atveju jie privalo įrodyti, kad sandoris nebuvo visiškai sąžiningas). Pirma, jei sandorį patvirtina SK, kuris turi teisę derėtis dėl sandorio sąlygų, įrodinėjimo našta perkeliama sandorio nesąžiningumą siekiančiam įrodyti akcininkui.[217] Šiuo atveju SK funkcija yra derėtis dėl tokios sandorio kainos ir terminų, kurie turėtų būti jei sandoris būtų sudaromas tarp nesusijusių asmenų. Tinkamai veikiantis SK taip pat turi veto teisę sandorio atžvilgiu, jei mano, kad sandorio sąlygos neatitinka smulkiųjų akcininkų interesų.[218] Antra, įrodinėjimo našta taip pat yra perkeliama smulkiesiems akcininkams tada, kai sandorį patvirtina tinkamai informuota paprastoji smulkiųjų akcininkų dauguma („mažumos daugumos taisyklė“).[219]

Taigi, visiško sąžiningumo testo taikymas „ilgojo“ susijungimo būdu įgyvendinamam privalomam akcijų pardavimui pateisinamas tokios formos sandoriui būdingo interesų

---

215 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 523.

216 Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983, para. 711.

217 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 523-524; Kahn v. Lynch Communication systems. 638 A.2d 1110 (Del. 1994), para. 1117.

218 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 528-529.

219 Kahn v. Lynch Communication systems. 638 A.2d 1110 (Del. 1994), para. 1117.

konflikto buvimu. Delavero teismai skatina pasinaudoti SK potencialaus piktnaudžiavimo rizikai sumažinti. Suteikdami SK teisę derėtis su jais smulkiųjų akcininkų vardu, didieji akcininkai gali perkelti įrodinėjimo naštą ieškovams, kurie ir turės pademonstruoti, kad sandoris nebuvo „visiškai sąžiningas". Nors tinkamai funkcionuojantis komitetas ir/ar daugumos mažumos akcininkų patvirtinimas ir perkelia įrodinėjimo naštą, pats sandoris vis tiek teismo yra vertinamas pagal visiško sąžiningumo testą.[220] Toks požiūris pakankamai efektyviai saugo smulkiųjų akcininkų interesus suteikdamas jiems tiek procedūrinę apsaugą (SK ir mažumos daugumos taisyklė), tiek teismines priežiūros galimybes.[221]

2.2.2. OP privalomo akcijų pardavimo teisminio vertinimo standartas

Privalomam akcijų pardavimui, įgyvendinamam oficialaus pasiūlymo ir trumpojo susijungimo deriniu, Delavero teismai taiko skirtingą teisminės kontrolės standartą. *Solomon* byloje teismas pastebėjo, kad oficialus pasiūlymas neturėtų būti vertinamas visiško sąžiningumo testu, nes tai yra sandoris tarp didžiojo ir smulkiųjų akcininkų, kuriam nėra būdingas potencialus interesų konfliktas.[222] *Siliconix* byloje teismas plačiau paaiškino, kodėl, nors OP privalomo akcijų pardavimo rezultatas bus analogiškas „ilgojo" susijungimo būdu įgyvendinamam privalomam akcijų pardavimui, jam taikomi ne tokie aukšti vertinimo kriterijai. Pirma, kiekvienas akcininkas gali individualiai apsispręsti priimti oficialų siūlymą ar jį atmesti, todėl, bent kiek tai susiję su oficialiu pasiūlymu, jei akcininkas į jį neatsiliepia, jis vis dar turi nuosavybės teisę į „taikinio" įmonės akcijas po šio pasiūlymo įgyvendinimo pabaigos. Antra, kai yra kalbama apie įmonių susijungimą, pati „taikinio" įmonė yra tokio sandorio šalimi, kai tuo tarpu oficialaus pasiūlymo atveju „taikinio" įmonė neturi priimti jokio sprendimo dalyvauti sandoryje ar ne, nes tokio pasiūlymo adresatu yra ne pati įmonė (ar jos direktoriai), bet jos akcininkai.[223]

Toliau, jei oficialus pasiūlymas yra sėkmingas, kontroliuojantis akcininkas įvykdys „trumpąjį" susijungimą, kuris gali būti įgyvendintas vienašališku kontroliuojančios įmonės valdybos sprendimu tuo atveju, jei kontroliuojantis akcininkas turi ne mažiau kaip 90% „taikinio" įmonės akcijų. Kiekvienas susijungimo sąlygomis nepatenkintas akcininkas turi teisę reikalauti akcijų įvertinimo (*angl.* „appraisal rights").[224] *Unocal* byloje teismas nustatė, kad tuo atveju, kai kontroliuojantis akcininkas laikosi DGCL 253 skyriuje numatytos procedūros, jis neprivalo įrodyti visiško tokio sandorio sąžiningumo. Teismas tokią savo nuomonę grindė tuo, kad 253 skyriuje numatyta paprasta, greita ir nebrangi susijungimo procedūra, kuriai pritaikius visiško sąžiningumo testą, pastaroji netektų savo prasmės.[225] Taigi, ši dviejų žingsnių OP privalomo akcijų pardavimo procedūra tiek pirmame, tiek antrame jos

---

220 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 524.

221 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 17.

222 Ibid., p. 18; Solomon v. Pathe Communications Corp., 672 A 2d 35 (Del. 1996), para. 39-40.

223 In re Siliconix Shareholder Litigation, 2001, para. 7.

224 DGCL, str. 253.

225 Iacono C. *"Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders Under Delaware Law: The '800-Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation"*. 2003, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 28], p. 669; Memorandum opinion (Submitted April 3, 2001 and decided July 25, 2001) *In re* Unocal Exploration Shareholders Litigation, para. 247-248.

vykdymo etape išvengia visiško sąžiningumo testo taikymo ir palieka smulkiesiems akcininkams vienintelę teisę – reikalauti akcijų įvertinimo.[226]

Be to, Delavero teismų praktika nustato papildomą reikalavimą, kurį turi atitikti OP privalomas akcijų pardavimas, norėdamas išvengti visiško sąžiningumo testo taikymo – oficialus pasiūlymas turi būti nepriverstinis. Oficialus pasiūlymas yra laikomas nepriverstiniu, jei: (1) pasiūlymo metu atskleidžiama visa esminė informacija apie įmonę; (2) pasiūlymui taikoma neatšaukiama paprastosios daugumos smulkiųjų akcininkų palaikymo sąlyga; (3) kontroliuojantis akcininkas įsipareigoja įvykdyti „trumpąjį" susijungimą oficialaus pasiūlymo kaina tuo atveju, jei jis įgis ≥90% „taikinio" įmonės akcijų; (4) kontroliuojantis akcininkas negrasina jokiomis baudžiamojo pobūdžio sankcijomis.[227] Šios sąlygos turėtų mažumos akcininkams užtikrinti galimybę laisva valia apsispręsti priimti pasiūlymą ar ne bei apginti į pasiūlymą neatsiliepusių akcininkų teises.[228]

Aukščiau aptartas sąlygas atitinkantis OP privalomas akcijų pardavimas yra vertinamas pagal vadinamąją verslo vertinimo taisyklę *(angl.* „business judgment rule"*)*, kuri apsaugo „taikinio" įmonės valdybos narius ir jų sprendimų turinį nuo išsamaus teisminio peržiūrėjimo.[229] Teisminė tokių sprendimų kontrolė nėra užtikrinta, kadangi nėra jokio procesinio būdo tokiems sprendimams ginčyti.[230] SK OP privalomam akcijų pardavime neturi jokių realių derybinių teisių ir negali vetuoti tokio sandorio. Vienintelė tokio komiteto formalaus autoriteto išraiška yra 14D-9 rekomendacijos pateikimas per 10 dienų nuo pasiūlymo paskelbimo. Vienintelė po Oficialaus pasiūlymo privalomo akcijų pardavimo smulkiesiems akcininkams likusi galimybė yra minėtoji akcijų įvertinimo procedūra.[231]

2.3. Modelio įvertinimas akcininko teisių užtikrinimo aspektu

Šiame poskyryje bus aptartos praktikoje ir teorijoje įvardinamos dabartinio privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelio problemos, t. y. teisinio reguliavimo trūkumai, turintys įtakos tinkamai akcininko teisių apsaugai, bei siūlymai, kaip šiuos trūkumus šalinti.

2.3.1. Modelio problemos

Yra sakoma, kad OP privalomo akcijų pardavimo procedūra nesuteikia pakankamos smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos. Tokia procedūra palengvina neefektyvių sandorių

---

226 Gilson R. J. & Gardon J. N. *"Controlling controlling shareholders"*. 2003, University of Pensylvania Law Review [Vol. 152:785], p. 818-819.

227 Regner W. D. *"Going private in the US"*. 2006, International Financial Law Review, Supplement: The 2006 Guide to Mergers ir Acquisitions [interaktyvus]. [žiūrėta 10-10-11] http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=21679&SID=624573; Solomon v. Pathe Communications Corp., 672 A 2d 35 (Del. 1996); Pure Resources, 808 A.2d, para. 445.

228 Iacono C. *"Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders Under Delaware Law: The '800-Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation"*. 2003, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 28], p. 678; Pure Resources, 808 A.2d, para. 445.

229 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 523.

230 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 24.

231 *Ibid.*, p. 30.

sėkmingą įvykdymą, kadangi leidžia kontroliuojančiam akcininkui pasinaudoti informaciniu pranašumu smulkiųjų akcininkų atžvilgiu. Dėl to, jog įgyvendinant OP privalomo akcijų pardavimo procedūrą nėra jokio įpareigojančio reikalavimo derėtis su SK bei, teisminio ginčo atveju, neegzistuoja visiško sąžiningumo testo taikymo grėsmė, vienintelis likęs apribojimas didžiajam akcininkui nustatant pasiūlymo kainą yra pasiūlymo metu egzistuojanti rinkos kaina.[232]

Be to, jei „taikinio" įmonės akcininkams adresuotas oficialus pasiūlymas nebuvo prievartinis, smulkieji akcininkai turės vienintelę priemonę savo teisėms apginti –ginčyti privalomo akcijų pardavimo kainą (oficialaus pasiūlymo kainą) ir kreiptis į teismą dėl akcijų įvertinimo.[233] Šios teisės trūkumas – itin formali procedūra jai vykdyti, nustatyta 262 DGCL skyriuje. Minėtas skyrius nenumato galimybės pasinaudoti grupės (kolektyvinio) ieškinio galimybe, kas reiškia, kad kiekvienas akcininkas privalo individualiai padengti savo bylinėjimosi išlaidas. Galima teigti, kad dėl galimybės pasinaudoti grupės (kolektyvinio) ieškinio nebuvimu, smulkiesiems akcininkams yra ekonomiškai nenaudinga kreiptis į teismą dėl jų turimų akcijų vertės nustatymo, todėl, tai žinodamas, didysis akcininkas yra netiesiogiai skatinamas sumažinti pasiūlymo kainą.[234]

Kitas prieštaringumas Delavero teisėje yra tai, kad smulkiųjų įmonės, turinčios kontroliuojantį akcininką, akcininkų teisės yra mažiau saugomos OP privalomo akcijų pardavimo atveju, negu įmonės valdybos nepalaikomo („priešiško") (*angl.* „hostile") išorinio oficialaus pasiūlymo atveju. Antruoju atveju „taikinio" įmonės valdyba turi teisę priešintis tokiam pasiūlymui, taip pat, kadangi pasiūlymas vyksta įmonių perėmimo rinkoje, „taikinio" įmonės akcininkai yra apsaugoti nuo žemos pasiūlymo kainos. Priešingai, kadangi OP privalomą akcijų pardavimą inicijuojantis kontroliuojantis akcininkas neturi jokių potencialių konkurentų, jis turi galimybę pasinaudoti informaciniu pranašumu ir galimybe pasirinkti sandorio vykdymo laiką.[235]

Privalomas akcijų pardavimas įgyvendinamas „ilgojo" susijungimo procedūra taip pat turi trūkumų. Visų pirma, veto teisę turinčių komitetų egzistavimas kai kuriais atvejais gali lemti privalomo akcijų pardavimo pasiūlymų atmetimą remiantis ne smulkiųjų akcininkų, bet tokių komitetų narių savanaudiškais interesais. Nepriklausomi specialaus komiteto direktoriai paprastai netenka savo postų „taikinio" įmonės valdyboje kai pastaroji yra prijungiama prie kontroliuojančios įmonės. Todėl, atstovavimo problemos kylančios iš konfliktiško „taikinio" įmonės valdybos ir „priešiško" perėmimo iniciatoriaus santykio yra taip pat būdingos SK narių priešpriešai kontroliuojančiam akcininkui.[236] Be to, dideli galimo bylinėjimosi kaštai, nulemti visiško sąžiningumo testo taikymo „ilgojo" susijungimo būdu įgyvendinamam privalomam akcijų pardavimui, gali visiškai sulaikyti kontroliuojantį akcininką nuo tokio sandorio iniciavimo.[237]

---

232 *Ibid.*, p. 30-31.

233 Gilson R. J. & Gardon J. N. *"Controlling controlling shareholders"*. 2003, University of Pensylvania Law Review [Vol. 152:785], p. 832.

234 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 546-548.

235 Gilson R. J. & Gardon J. N. *"Controlling controlling shareholders"*. 2003, University of Pensylvania Law Review [Vol. 152:785], p. 837-838.

236 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 39-40.

237 *Ibid.*, p. 45.

Taigi, pagrindinė problema yra atstovavimo problema tarp didžiojo ir smulkiųjų akcininkų.[238] OP privalomo akcijų pardavimo procedūra nepakankamai saugo smulkiųjų akcininkų teises. Kita vertus, „ilgojo" susijungimo būdu įgyvendinamo privalomo akcijų pardavimo procedūra gali pernelyg riboti didžiojo akcininko teises.

2.3.2. Siūlymai reformuoti modelį

Kai kurie komentatoriai teigia, kad visiško sąžiningumo testas turėtų būti taikomas abejoms privalomo akcijų pardavimo procedūroms. Ši nuomonė yra grindžiama tuo, kad kontroliuojantis akcininkas, kuris vienu iš minėtų dviejų būdų siekia supirkti smulkiųjų akcininkų turimas „taikinio" įmonės akcijas, bet kuriuo atveju turi informacinį pranašumą prieš pastaruosius.[239] Vertinti OP privalomo akcijų pardavimo ar statutinio „ilgojo" susijungimo privalomo akcijų pardavimo procedūras pagal verslo vertinimo standartą, reiškia nepaisyti pagrindinių problemų kylančių iš konfliktiškos šių sandorių prigimties. Visiško sąžiningumo testo taikymas efektyviai padidins sandorių tarp susijusių asmenų sąžiningumą ir nustatys aiškias kontroliuojančio ir smulkiųjų akcininkų „žaidimo" taisykles.[240] Pagrindiniai šio požiūrio trūkumai yra šie: pirma, nėra įvertinama teismų įsikišimo kaina, ir, antra, visiško sąžiningumo testo taikymas visiems privalomiems akcijų pardavimams, neabejotinai gali sumažinti pridėtinę vertę kuriančių sandorių skaičių.[241]

Kitas požiūris gina dabar praktikoje įsitvirtinusį modelį. Pirmasis šio požiūrio argumentas yra tas, kad oficialaus pasiūlymo atveju „taikinio" įmonės valdyba su tokiu pasiūlymu neturi jokio ryšio. Manoma, kad yra pakankama įpareigoti „taikinio" įmonės valdybą informuoti smulkiuosius akcininkus ir taip padėti jiems apsispręsti.[242] Kitas argumentas kalba apie tai, kad smulkiųjų akcininkų teisių pakankamą apsaugą nuo prievartinių ar neadekvačių oficialių pasiūlymų užtikrina pats tokių pasiūlymų savanoriškumo elementas.[243] Be to, ribotos smulkiųjų akcininkų galimybės gauti didesnę sumą už jų turimas akcijas nėra neteisingumo išraiška, nes tokią riziką jie savanoriškai prisiėmė įsigydami akcijas (tokia rizika buvo įskaityta į įsigyjamų akcijų kainą). Dėl šios priežasties kontroliuojantis akcininkas neturėtų antrą kartą sumokėti mokesčio už kontrolę.[244] Pastarasis argumentas yra laikomas itin stipriu ir kol kas iki galo nepaneigtu jokio autoriaus.[245]

Iš esmės dauguma iki šiol siūlytų egzistuojančio modelio reformų yra hibridiniai dariniai. Žinomas Delavero valstijos praktikas *Frank Balotti* su dviem savo kolegomis pasiūlė OP privalomo akcijų pardavimo antrojo etapo, t. y. „trumpojo" susijungimo reformą: pasiūlė įteisinti ribotą „trumpojo" susijungimo sąžiningumo teisminę peržiūrą ir tuo suteikti smulkiesiems akcininkams visiško sąžiningumo testo teikiamus privalumus kartu nepanaikinant

---

238 Gilson R. J. & Gardon J. N. *"Controlling controlling shareholders"*. 2003, University of Pensylvania Law Review [Vol. 152:785], p. 785.

239 Levy E. R. *"Freeze-Out Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry Between Tender Offers and Negotiated Mergers"*. 2004, West Virginia Law Review [Vol. 106], p. 347-348.

240 *Ibid*., p. 357.

241 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 23.

242 Pritchard A. C. *"Tender offers by controlling shareholders: the spectre of coercion and fair price"*. 2004, Berkeley Business Law Journal [Vol. 1:83], p. 110.

243 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 25.

244 Pritchard A. C. *"Tender offers by controlling shareholders: the spectre of coercion and fair price"*. 2004, Berkeley Business Law Journal [Vol. 1:83], p. 103.

245 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 26-29.

kontroliuojančiojo akcininko galimybės efektyviai pasinaudoti „trumpuoju" susijungimu. Kaip alternatyvą jie taip pat pasiūlė pataisyti įstatymų nuostatas dėl akcijų kainos nustatymo numatant, kad kontroliuojantis akcininkas privalo sumokėti akcijų įvertinimo procedūros metu nustatytą akcijų kainą visiems smulkiesiems akcininkams, o bylinėjimosi kaštus ir išlaidas perkelti „taikinio" įmonei. Pastarasis pasiūlymas užtikrintų smulkiesiems akcininkams panašią poziciją į jų poziciją visiško sąžiningumo procese ir paskatintų kontroliuojantį akcininką pasiūlyti sąžiningą kainą „trumpojo" susijungimo metu.[246]

Subramanian G. siūlo taikyti sandoriams tarp susijusių asmenų taikomą vertinimo standartą tiek OP privalomo akcijų pardavimo, tiek „ilgojo" susijungimo būdu vykdomo privalomo akcijų pardavimo atveju.[247] Sandorių tarp susijusių asmenų atveju, susijungimas ar įsigijimas privalo būti du kartus patvirtintas: pirma, toks sandoris privalo būti patvirtintas „taikinio" įmonės valdybos; ir, antra, patvirtintas „taikinio" įmonės akcininkų.[248] Jei privalomam akcijų pardavimui būtų taikomos abi šios patvirtinimo procedūros, teismas turėtų taikyti verslo vertinimo taisyklę nepriklausomai nuo privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo formos. Priešingai, kai nėra laikomasi šių procedūrinių apsaugos priemonių, turėtų būti taikomas visiško sąžiningumo testas. Todėl OP privalomo akcijų pardavimo atžvilgiu tikslas yra padidinti SK derybines galias pakeliant teisminio vertinimo kartelę ar suteikiant SK teisę prieš kontroliuojantį akcininką panaudoti vieną iš gynybinių priemonių. Padidintos teisminės kontrolės būdu sustiprinta SK derybinė galia, perfrazuojant, reiškia, kad OP privalomo akcijų pardavimo nepatvirtinimas komitete suponuotų tokio privalomo pardavimo teisminį vertinimą visiško sąžiningumo testu. Privalomo akcijų pardavimo įgyvendinamo „ilgojo" susijungimo būdu atveju yra svarbu skatinti daugumos smulkiųjų akcininkų patvirtinimo taisyklės taikymą: tokiu atveju, norint perkelti įrodinėjimo naštą smulkiesiems akcininkams, pakaktų arba SK patvirtinimo, arba daugumos smulkiųjų akcininkų patvirtinimo. Esminis šio siūlymo elementas yra vieno teisminio vertinimo standarto, t. y., visiško sąžiningumo testo, pakeitimas kitu – verslo vertinimo taisykle, esant abiejų aukščiau minėtų patvirtinimų kombinacijai.[249]

Baigiant derėtų pastebėti, kad pagrindinės problemos identifikuojamos nagrinėjant dabar egzistuojančius modelius patvirtina teisingo santykio tarp smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos ir kaštų, atsiradusių dėl padidėjusio teisminių ginčų skaičiaus, nustatymo svarbą. Šią problemą ir bandoma išspręsti paskutiniuoju čia aptartu siūlymu. Svari derybinė galia SK rankose sumažintų didžiojo akcininko galimybes piktnaudžiauti įmonės vidine informacija ir privalomo pardavimo metu ją panaudoti priešingai smulkiųjų „taikinio" įmonės akcininkų interesams. Mažumos daugumos taisyklės naudojimo įtvirtinimas suteiktų smulkiesiems akcininkams galutinio sprendimo teisę. Abiejų šių procedūrinių reikalavimų įtvirtinimas garantuotų pakankamą smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų apsaugą ir tuo pačiu sumažintų bylinėjimosi kaštus, nes šiuos procedūrinius reikalavimus atitinkantis OP privalomo akcijų pardavimo sandoris būtų vertinamas pagal verslo vertinimo taisyklę. Yra tikėtina, kad Delavero teismai peržiūrės savo ankstesnius sprendimus pagal šį hibridinį modelį. Tokią prielaidą galima daryti ir iš Vyriausiojo Teisėjo pavaduotojo *Strine* nuomonės *Cox* byloje, kur jis *obiter dictum* pastebi, kad verslo vertinimo taisyklė turėtų būti taikoma tuo atveju, kai

---

246 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 558.

247 Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 52.

248 *Ibid*., p. 49.

249 *Ibid*., p. 55-61.

privalomo akcijų pardavimo procedūra turi abu sandoriams tarp susijusių asmenų būdingus elementus: SK patvirtinimą ir daugumos smulkiųjų akcininkų palaikymą.[250]

***

Mažumos akcininkų piktnaudžiavimas savo teisėmis buvo viena iš pagrindinių priežasčių įteisinti privalomo akcijų pardavimo teisę Delavere.

Faktiškai šia teise yra naudojamasi siekiant nutraukti prekybą įmonės akcijomis reguliuojamoje rinkoje (akcijų biržoje) ir išvengti su tuo susijusių, pastaruoju metu itin sugriežtėjusių, atskaitomybės reikalavimų bei su smulkiųjų akcininkų buvimu įmonėje susijusių sprendimų priėmimo reikalavimų.

Esant galimam interesų konfliktui, t. y. tuo atveju, kai abejose sandorio pusėse veikia įmonės valdymą ketinančio perimti asmens kontroliuojami subjektai, smulkiųjų akcininkų interesai yra ginami suteikiant *ex post* teisminio įvertinimo galimybes, kuriomis yra užtikrinama, ar buvo tinkamai įvykdyta privalomo akcijų pardavimo procedūra (vertinama, kaip buvo pasirinktas sandorio laikas, ar tinkamai buvo informuoti akcininkai ir valdybos nariai, derybų proceso eiga) bei ar už akcijas buvo pasiūlyta sąžininga kaina. Kadangi teismų praktikoje pripažįstama, jog didysis akcininkas turi fiduciarinių pareigų mažumai, būtent jis privalo įrodyti tiek tai, jog procedūra buvo įvykdyta tinkamai, tiek tai, jog už akcijas pasiūlyta kaina yra teisinga. Įrodinėjimo našta perkeliama mažumos akcininkams tuo atveju, jei derėtis dėl akcijų kainos buvo sudarytas nepriklausomas komitetas arba sandorio kaina ir esminės sąlygos buvo patvirtintos tinkamai informuotos daugumos mažųjų akcininkų.

Privalomas akcijų pardavimas, kuris yra įgyvendinamas nepriverstinio (užtikrinančio į pasiūlymą neatsiliepusiems asmenims teisę parduoti savo turimas akcijas oficialaus pasiūlymo sąlygomis), oficialaus pasiūlymo „taikinio“ įmonės akcininkams ir „trumpojo“ susijungimo deriniu, teismų nėra taip griežtai vertinamas su sąlyga, kad oficialų pasiūlymą priėmė mažumos akcininkų dauguma, buvo atskleista esminė informacija apie įmonę bei oficialaus pasiūlymo metu perėmėjas aiškiai atskleidė savo ketinimą pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise. Visgi, mažumos akcininkai turi teisę ginčyti akcijų kainos pagrįstumą teismine tvarka, reikalaudami paskirti ekspertus, kurie nustatytų „teisingą“ „taikinio“ įmonės akcijų kainą.

OP privalomo akcijų pardavimo metu nėra užtikrinamos perėmimų rinkos sąlygomis vykdomam oficialiam pasiūlymui adekvačios sąlygos. Kita vertus, „ilgojo susijungimo“ būdu įgyvendinamas privalomas akcijų pardavimas didžiajam akcininkui yra nepatrauklus dėl SK, kuris disponuoja privalomo akcijų pardavimo sandorio veto teise bei turi asmeninį interesą išsilaikyti savo pozicijoje kuo ilgesnį laiką ir didelių bylinėjimosi kaštų, sąlygotų „visiško sąžiningumo“ standarto taikymo. Tokia situacija ne visada atitinka ir mažumos akcininkų interesus, kadangi, kaip jau minėta, SK gali veikti ne jų, o savo asmeniniais interesais. Be to, ji gali sumažinti efektyvių perėmimo sandorių skaičių.

Visiško sąžiningumo testo taikymas tiek „ilgojo“ susijungimo, tiek OP privalomo oficialaus pasiūlymo atveju užtikrintų bene maksimaliausią mažumos akcininkų teisių apsaugą. Visgi, tokio testo taikymas iki minimumo sumažintų OP privalomo akcijų pardavimo patrauklumą ir apskritai galėtų sumažintų efektyvių įmonių perėmimo pasiūlymų skaičių. Kita vertus, galima teigti, jog pakankama priemonė mažumos akcininkų teisių apsaugai OP

[250] Abrams K. G. ir Laster T. *"New Delaware rules for going private transactions"*. 2005, INSIGHTS [Vol. 19: 7], p. 9; Memorandum opinion (Submitted May 9, 2005 and decided June 6, 2005) *In re* Cox Communications, INC. Shareholders Litigation.

privalomo akcijų pardavimo metu užtikrinti yra pareigos valdybai pateikti savo poziciją pasiūlymo klausimu nustatymas. Be to, atsižvelgiant į tai, kad privalomas akcijų pardavimas bus įgyvendintas tik sėkmingo oficialaus pasiūlymo atveju (t. y. oficialų pasiūlymą priėmus mažumos akcininkų daugumai), atrodo logiška apskritai esamo teisinio reguliavimo nekeisti. Žinoma, siekiant aiškiau įtvirtinti mažumos akcininkų teisių apsaugos priemones, svarstytina galimybė patobulinti esamą OP privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą numatant, kad didysis akcininkas privalo akcijų įvertinimo procedūros metu nustatytą akcijų kainą sumokėti visiems smulkiesiems akcininkams, o bylinėjimosi kaštus ir išlaidas perkelti „taikinio" įmonei. Pastarasis pasiūlymas užtikrintų smulkiesiems akcininkams panašią poziciją į jų poziciją visiško sąžiningumo procese ir paskatintų kontroliuojantį akcininką pasiūlyti sąžiningą kainą „trumpojo" susijungimo metu.

Tuo atveju, jei „ilgojo" susijungimo būdu vykdomam privalomam akcijų pardavimui būtų pritarta mažumos akcininkų daugumos ir dėl kainos derėtųsi nepriklausomas SK, galėtų būti pateisinamas verslo vertinimo taisyklės tokio sandorio teisminei peržiūrai taikymas.

Autoriaus nuomone, 90% nuosavybės teisės ribą (nuosavybės ribą, būtiną „trumpajam" susijungimui OP privalomo akcijų pardavimo metu įgyvendinti) pasieki yra itin sunku, todėl kaina, siūloma mažumos akcininkams tam, kad ši nuosavybės riba būtų peržengta, yra jiems itin palanki. Dėl šios priežasties, siūlymai OP privalomam akcijų pardavimui verslo vertinimo taisyklę taikyti tik tuo atveju, jei SK suteikiama teisė siūlytojo atžvilgiu panaudoti vieną iš gynybos priemonių (taip pašalinant informacijos asimetriją), o „taikinio" valdyba ir mažumos akcininkai pritaria „trumpajam" susijungimui, atrodo sunkiai pateisinami.

3. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS ES

Šioje disertacijos dalyje bus aptartas Direktyva įtvirtintas privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas, esminiai su Direktyvos nuostatų perkėlimu į nacionalines kai kurių ES narių teisės sistemas susiję aspektai bei šalia Direktyvą įgyvendinančių nuostatų kai kuriose ES valstybėse narėse egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas.

3.1. Direktyvos pagrindu įtvirtintas privalomo akcijų pardavimo modelis

Iki šio momento vienintelis privalomą akcijų pardavimą viršnacionaliniu lygiu ES reglamentuojantis teisės aktas yra jau minėta Tryliktoji ES Įmonių teisės direktyva (Direktyva), kuri įsigaliojo 2004 m. gegužės mėnesį ir turėjo būti įgyvendinta iki 2006 metų gegužės mėnesio. Pagrindinė priežastis,kodėl buvo priimta Direktyva – siekis sukurti vienodą teisinio reguliavimo pagrindą (*angl.* „level playing field“) efektyviai įmonių, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, perėmimų kontrolei ES rinkoje vystyti.

Sekdama JK įmonių perėmimo režimo pavyzdžiu, Direktyva nustatė minimalius standartus nacionalinei valstybių narių teisei.[251] Direktyva siekiama pasiekti du pagrindinius, tiesa, konfliktuojančius tikslus: sukurti vienodą teisinio reguliavimo pagrindą efektyviai įmonių perėmimų rinkai sukurti ir užtikrinti smulkiųjų akcininkų teisių apsaugą.[252] Direktyva nustato teises ir pareigas siūlytojui bei „taikinio“ įmonei (pvz., akcininkams pateikiamos informacijos turinį, reikalavimus pasiūlymui etc.). Direktyvos taisyklės turi įtakos perėmimo metu sukurtos pridėtinės vertės paskirstymui tarp siūlytojo ir „taikinio“ įmonės, todėl vienaip ar kitaip veikia pasiūlymo iniciavimą bei jo priėmimą.[253]

Be daugelio specifinių koncepcijų, tokių kaip privalomas pasiūlymas, gynybinės priemonės etc., Direktyvos 15 straipsnis numato šalims narėms pareigą savo nacionaliniuose teisės aktuose siūlytojui suteikti privalomo akcijų pardavimo teisę, t. y., po sėkmingo oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo suteikti didžiajam akcininkui teisę išpirkti likusiems smulkiesiems akcininkams priklausančias balsavimo teises suteikiančias akcijas teisinga kaina.[254] Kaip pastebėta Winterio grupės ataskaitoje, privalomo akcijų pardavimo teisę galima būtų vertinti kaip kompensaciją už Direktyvoje numatytą privalomo pasiūlymo taisyklę; be to, kaip paskatinimą teikti savanoriškus pasiūlymus ir kaip postūmį efektyviai įmonių perėmimų kontrolės rinkai ES formuotis.[255]

Vertinant Direktyvos projektą buvo pastebėta, kad pagrindiniai po pasiūlymo einančios privalomo akcijų pardavimo teisės aspektai, kuriuos derėtų išspręsti ES lygiu, yra privalomam

---

[251] Reemers J. ir Schultze Enden H. P. “*The European Directive on Takeover Bids: A Comparison with U.S. Tender Offer Practices*” [ineraktyvus]. 2005, Publication. [žiūrėta 11-10-10] http://www.jonesday.com/pubs/pubs_detail.aspx?pubID=2875.

[252] Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:“*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*”. [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940, p. 6.

[253] *Ibid.*, p. 3.

[254] Kaisanlahti T. *“When is a tender price fair in the squeeze-out?”*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 498.

[255] “*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*“ [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 63.

akcijų pardavimui įgyvendinti būtinos „taikinio“ įmonės kontrolės ribos bei tinkamo atlygio už išperkamas akcijas nustatymas, kartu paliekant pakankamai erdvės ES valstybių narių veiksmų laisvei.[256] Direktyva nustato šalims pareigą suteikti siūlytojams galimybę per tris mėnesius nuo pasiūlymo pasibaigimo dienos pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise vienu iš žemiau įvardintų atvejų:

(a) siūlytojas įgyja ne mažiau kaip 90% „taikinio“ įmonės akcijų ir ne mažiau kaip 90% balsų „taikinio“ įmonės akcininkų susirinkime (šią ribą šalys narės gali padidinti iki 95%), *ar*

(b) siūlytojas, pasibaigus pasiūlymo terminui, įgyja ar užsitikrina teisę įgyti ne mažiau kaip 90% „taikinio“ įmonės akcijų ir ne mažiau kaip 90% balsų „taikinio“ įmonės akcininkų susirinkime, kurių iki pasiūlymo paskelbimo neturėjo.

Scenarijus (a) sieja privalomo akcijų pardavimo teisės galimumą su po pasiūlymo „taikinio“ įmonėje atsiradusia akcininkų struktūra, o scenarijus (b) sieja privalomo akcijų pardavimo teisės legitimumą su atsiliepimo į patį pasiūlymą mastu. Taigi, scenarijaus (b) atveju siūlytojo pasirinkta strategija skelbiant pasiūlymą gali lemti jo vėlesnę galimybę ar negalimybę pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise.[257]

Šių dviejų aukščiau įvardintų alternatyvų atsiradimo šaknys glūdi valstybių narių nacionalinės teisės tradicijose.[258] Direktyvos 15(2)(a) straipsnis, leidžiantis siūlytojui pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise nepriklausomai nuo to, ar reikiama riba buvo pasiekta prieš, ar po savanoriško pasiūlymo paskelbimo, vadovaujasi kontinentinės teisės tradicija (panaši taisyklė dar prieš Direktyvos priėmimą egzistavo Vokietijoje), todėl teisinėje literatūroje dažnai yra vadinama „*Kontinentine taisykle*“. Kita vertus, Direktyvos 15(2)(b) straipsnyje įtvirtinta taisyklė yra vadinama „*JK taisykle*“, kadangi ji neabejotinai kilo iš 1985 m. JK Bendrovių įstatymu (*angl.* „Companies Act“), kuriame privalomam akcijų pardavimui įgyvendinti reikiamos ribos peržengimas yra siejamas išimtinai su akcijų, įgytų oficialaus pasiūlymo metu, kiekiu.[259]

ES lygiu nustatyta minimali 90% riba yra laikoma tinkama, turint omeny būtinybę racionaliai užtikrinti nuosavybės teisės apsaugą. Kita vertus, 95% maksimumas yra pateisinamas atsižvelgiant į praktinius sunkumus pasiekti aukštesnę procentinę ribą dėl daugelyje valstybių egzistuojančių neidentifikuojamų akcininkų ir tam tikros smulkiųjų akcininkų dalies, kuri neatsiliepia netgi į itin palankų pasiūlymą.[260] Taip pat derėtų pastebėti, kad tuo atveju, jei „taikinio“ įmonė turi daugiau negu vieną akcijų klasę, minėtoji riba taikoma kiekvienai akcijų klasei atskirai.

Svarbu paminėti, kad Direktyvoje numatyta privalomo akcijų pardavimo teisė galima tik po įmonės perėmimo įgyvendinimo, t. y., teisę išpirkti smulkiųjų akcininkų turimas akcijas

---

256 *Ibid*., p. 64.

257 Reemers J. ir Schultze Enden H. P. "*The European Directive on Takeover Bids: A Comparison with U.S. Tender Offer Practices*" [ineraktyvus]. 2005, Publication. [žiūrėta 11-10-10] http://www.jonesday.com/pubs/pubs_detail.aspx?pubID=2875.

258 Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 498

259 *Ibid*.

260 "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 64.

galima įgyvendinti tik po to, kai yra įgyvendintas oficialus pasiūlymas,[261] taip pat žinomas kaip perėmimo pasiūlymas – pasiūlymas supirkti visas „taikinio" įmonės akcijas, kuriomis yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje.[262]

Winterio grupė savo išvadoje dėl įmonių perėmimo pasiūlymų pateisina privalomo akcijų pardavimo teisę argumentuodama, kad nuolatinė nedidelės grupelės smulkiųjų akcininkų teisių apsauga lemia neproporcingai didelę didžiojo akcininko riziką ir kaštus.[263] Smulkieji akcininkai gali (grasinti) pasinaudoti savo teisėmis didžiojo akcininko plėtros planams sutrukdyti siekdami nepagrįstai gauti tam tikrų lengvatų. Be to, net jei tokios grėsmės nėra, smulkiųjų akcininkų egzistavimas yra tiesiogiai susijęs su tam tikrais papildomais kaštais, kadangi vien pastarųjų teisių užtikrinimas yra susijęs su tokiomis procedūromis kaip visuotinio akcininkų susirinkimo sušaukimas ir informacijos teikimas ir pan.[264] Kaip jau minėta šio darbo pradžioje, privalomo akcijų pardavimo teisė gali būti pateisinta ir ekonominiais argumentais, tokiais kaip akcininko skolinių įsipareigojimų padengimo iš įmonės turto apsunkinimas ar mokesčių optimizavimas.[265] Taip pat, tokia teisė laikoma efektyvesne negu vertybinių popierių išbraukimo iš reguliuojamos rinkos procedūra.[266]

Kalbant apie atlygio už likusias akcijas formą, Direktyva numato, kad už šias akcijas turi būti atsiskaitoma tokia forma, kokia buvo atsiskaitoma oficialaus pasiūlymo metu arba pinigais, bet šalys narės savo ruožtu gali numatyti sąlygą, kad piniginis atlygis turi būti pasiūlytas kaip alternatyva bet kokiu atveju. Kaina siūloma už likusias akcijas turi būti „teisinga". Direktyva nustato prezumpciją, kad „teisinga" kaina yra laikoma prieš privalomą akcijų pardavimą buvusio savanoriško pasiūlymo kaina, jei tokio pasiūlymo metu buvo įsigyta ne mažiau kaip 90% akcinio kapitalo atstovaujančių akcijų. Jei toks pasiūlymas buvo privalomas, jo kaina laikoma „teisinga" net ir tuo atveju, jei į pasiūlymą neatsiliepė 90% akcinio kapitalo turinčių akcininkų.[267] Visais kitais atvejais teisingą kainą turėtų nustatyti ekspertai.[268]

---

261 Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 118/2006: "*Takeovers*". 2006, Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics, CEPR and ECGI [interaktyvus]. [žiūrėta 11-11-10] http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=884080, p. 17

262 "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 54.

263 *Ibid*, p. 60-61.

264 Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:"*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*". [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940., p. 17-18.

265 Van Der Elst C. ir Van Den Steen L. *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 9.

266 "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 60-61.

267 Reemers J. ir Schultze Enden H. P. "*The European Directive on Takeover Bids: A Comparison with U.S. Tender Offer Practices*" [ineraktyvus]. 2005, Publication. [žiūrėta 11-10-10] http://www.jonesday.com/pubs/pubs_detail.aspx?pubID=2875.

268 "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 67.

Kadangi Direktyva yra politinio kompromiso rezultatas, iš esmės ji nustato daugiau bendrus rėmus skirtingiems nacionaliniams perėmimų režimams, negu išsamų vienodo teisinio reguliavimo pagrindą. Nors ES šalys ir vadovausis Direktyvoje numatytais tikslais bei pagrindinėmis koncepcijomis, Direktyvoje panaudotas minimalių standartų nustatymo metodas, kuris reiškia, kad šalys narės gali taikyti papildomas ar griežtesnes perėmimams taikomas taisykles, ir pačioje Direktyvoje numatytos galimybės tam tikrų jos nuostatų netaikyti, neišvengiamai lems (ir jau lemia) nemažus skirtumus tarp atskirų ES šalių perėmimų režimų. Tą patį galima pasakyti ir apie privalomo akcijų pardavimo teisę, kuri, dėl ribotos Direktyvos apimties, tėra užtikrinama tik kaip po perėmimo pasiūlymo įgyvendinimo susiklosčiusios situacijos elementas. Dėl šių priežasčių, vadovaujantis disertacijos metodologijoje aptartais kriterijais, žemiau esančiame poskyryje aptartini esminiai kai kuriose ES valstybėse narėse egzistuojančio privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo aspektai.

3.2. Pagal ES valstybių narių nacionalinės teisės nuostatas egzistuojantys privalomo akcijų pardavimo modeliai

Kaip jau minėta anksčiau, Direktyva iš ES šalių narių tereikalauja užtikrinti privalomo akcijų pardavimo teisę perėmimo pasiūlymo kontekste. Nepaisant harmonizavimo pastangų ES lygiu, nacionaliniams įstatymų leidėjams kilo nemažai dilemų bandant apsispręsti ar pasirinkti vieną iš Direktyvoje numatytų modelių, ar palikti galioti jau egzistuojančius modelius, kurie paprastai yra platesni negu pasiūlyti Direktyvoje.[269]

Prieš Direktyvos priėmimą ir įgyvendinimą privalomo akcijų pardavimo procedūrą numatė „angliškosios“, „vokiškosios“ ir „skandinaviškosios“ teisės tradicijoms priklausančių šalių teisinės sistemos, bet tik maža dalis „prancūziškosios“ tradicijos šalių jurisdikcijų. Didesnioji dalis „vokiškųjų“ jurisdikcijų įteisino privalomo akcijų pardavimo teisę po 1990 m., kai tuo tarpu tokia teisė jau kuris laikas egzistavo „skandinaviškosios“ bei „angliškosios“ prigimties teisės sistemose.[270] Kai kurios ES šalys narės, pvz., dauguma Vidurio ir Rytų Europos šalių (toliau – „Naujosios ES narės“), priėmė privalomą akcijų pardavimą įteisinančias taisykles Direktyvos įgyvendinimo termino metu.

Privalomo akcijų pardavimo teisei nacionaliniu lygiu pateisinti naudojami analogiški argumentai pateiktiems harmonizuojant šios teisės įteisinimą ES lygiu. Pavyzdžiui, Austrijos įstatymų leidėjas pripažįsta, kad privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimas visų pirma tarnauja didžiojo akcininko interesams, bet kartu pastebi, kad taip pat egzistuoja viešasis interesas užtikrinti korporacijų, turinčių konkurencingas struktūras ir efektyvius kontrolės mechanizmus egzistavimą, kas yra žymiai lengviau įgyvendinama be smulkiųjų akcininkų. Be to, Austrijoje privalomo akcijų pardavimo procedūra yra vienintelė praktiška alternatyva akcijų išbraukimui iš prekybos reguliuojamoje rinkoje.[271] Kita vertus, Naujose ES valstybėse narėse privalomo akcijų pardavimo teisė yra neretai laikoma efektyviu įrankiu įmonėms nuo didelės akcinio kapitalo fragmentacijos, kurią lėmė privatizacijos procesai, išlaisvinti. Tai ypač aktualu didelėms eks-valstybinėms ar pusiau valstybinėms akcinėms bendrovėms,

---

269 Van Der Elst C. ir Van Den Steen L. *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 15.

270 *Ibid*., p. 16.

271 Birkner A. ir Hasenauer C. "*Squeeze-out options defined*". 2007, International Financial Law Review, Mergers & Acquisitions [Vol. 26].

tokioms kaip, pvz., kai kurie bankai ir kitos svarbios įmonės Slovakijoje (Slovaknaft)[272] ar Lietuvai artimesnis Mažeikių naftos pavyzdys. Tokia akcininkų struktūros fragmentacija buvo laikoma kliūtimi tinkamam įmonių valdymui užtikrinti.[273]

Kaip jau minėta, Direktyva siekta minimaliai harmonizuoti įmonių perėmimų procedūras. Turint omeny ES valstybėms narėms suteiktą veiksmų laisvę ir skirtumus tarp prieš Direktyvos priėmimą jau egzistavusių privalomo akcijų pardavimo modelių, derėtų trumpai palyginti kai kurių (pagrindinių ar reprezentatyvių) ES jurisdikcijų modelius ir Direktyvą įgyvendinančių teisės aktų nuostatas. Dėl ribotos šio darbo apimties aptarsime tik kai kuriuos teisinius aspektus, tokius kaip sandorių, kuriais galima įgyvendinti privalomo akcijų pardavimo teisę, rūšis, su šios teisės atsiradimu siejamas procentines ribas, įmonių, dėl kurių akcijų gali būti įgyvendinta privalomo akcijų pardavimo teisė rūšis, vertybinių popierių, kurie gali būti tokio sandorio dalyku rūšis, kai kuriuos įdomesnius procedūrinius elementus, naudojamus akcijų vertinimo metodus, terminus.[274] Nors Direktyva yra taikoma tik perėmimo pasiūlymų kontekste, ES požiūris ne tik leidžia ES valstybėms išplėsti privalomo akcijų pardavimo teisės taikymo ribas palyginti su Direktyvos nustatytomis, bet netgi skatina išplėsti privalomo akcijų pardavimo teisės taikymą kitų sandorių atžvilgiu. Kai kuriose ES valstybėse narėse privalomo akcijų pardavimo teisė turi tiesioginį ryšį su perėmimo pasiūlymu, tuo tarpu kitose ši teisė suteikiama bendrai, nepriklausomai nuo to, kokiu būdu buvo peržengta nustatyta riba.[275] Tiek Prancūzijos, tiek britų įstatymų nuostatos privalomo pardavimo teisės įgyvendinimą sieja su perėmimo pasiūlymu, nors galima rasti teigiančių, kad dar prieš Direktyvos įgyvendinimą Prancūzijoje priimtos taisyklės yra taikomos nepriklausomai nuo to, kokiu būdu buvo peržengta riba. Kitose svarbesnėse ES jurisdikcijose tokiose kaip Belgija, Olandija, Vokietija bei kai kuriose Naujose ES valstybėse narėse, pvz., Čekijoje,[276] privalomo akcijų pardavimo teisė yra prieinama nepriklausomai nuo to, kokiu būdu buvo peržengta riba. Pavyzdžiui, Vokietijoje privalomas akcijų pardavimas gali būti įvykdytas po susijungimo, įstatinio kapitalo padidinimo ar kitokio akcijų įsigijimo sandorio. Akivaizdu, kad su oficialaus pasiūlymo pateikimu siejamo privalomo akcijų pardavimo teisė, kuri numatyta Direktyvoje, yra įgyvendinta ir taikoma, bet ji nepakeitė „senųjų" ES valstybių narių iki Direktyvos įsigaliojimo taikytų taisyklių.[277]

Nors Direktyvoje numatyta privalomo akcijų pardavimo teisė gali būti taikoma tik tų ES valstybių narių įmonių, kurių akcijomis ar dalimi akcijų yra prekiaujama vienoje ar keliose valstybėse narėse esančiose reguliuojamose rinkose atžvilgiu, kai kurios svarbesnės jurisdikcijos suteikia tokią teisę ir „privačių"[278] įmonių akcijų atžvilgiu. Nepaisant to, daugumoje ES valstybių narių šia teise gali pasinaudoti tik įmonių, kurių akcijomis gali būti prekiaujama viešai, stambieji akcininkai, o kai kuriose tik įmonių, kurių akcijomis yra prekiaujama

---

272 Kuklis R. "*Squeeze-out: Slovak Republic*" [interaktyvus]. [žiūrėta 10-08-25] http://www.financnik.sk/financie.php?did=349&article=429.

273 Theiss W. "*Czech Republic: Squeeze-out regime*". 2006, International Financial Law Review [Vol. 25].

274 Van Der Elst C. ir Van Den Steen L. "*Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out*". 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 22.

275 "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 56.

276 Theiss W. "*Czech Republic: Squeeze-out regime*". 2006, International Financial Law Review [Vol. 25].

277 Van Der Elst C. ir Steen L. Van Den "*Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out*". 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 23.

278 Čia turimos omeny įmonės, kurių akcijomis negali būti prekiaujama viešai – uždaro tipo įmonės.

reguliuojamoje rinkoje akcininkai (pvz., Prancūzijoje ir Slovakijoje[279]) – tokiu būdu privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo ribos pastarosiose šalyse sutampa su Direktyvoje nustatytomis. Kaip jau minėta, kai kuriose ES šalyse į privalomo akcijų pardavimo teisės sritį taip pat patenka kai kurios „privačios" (uždaro tipo) įmonės. Tokių šalių pavyzdžiais yra Belgija, Vokietija, Olandija, JK ir Austrija[280]. Ypač Olandija laiko privalomo akcijų pardavimo taisyklę neatskiriama taisyklių, reguliuojančių uždaro tipo įmonių veiklą, dalimi.[281]

Nustatant, ar konkretus akcininkas pasiekė Direktyvoje nustatytas (90% - 95%) ribas, skaičiuojami tik perleidžiami, balsavimo teises suteikiantys vertybiniai popieriai. Daugumoje ES valstybių narių nustatyta riba daro nuorodą į turimo kapitalo ar turimų balso teisių procentą. Neretai daroma nuoroda į balsavimo teises suteikiančių vertybinių popierių skaičiaus procentinę išraišką.[282]

Čia palyginsime kai kuriose ES šalyse narėse prieš Direktyvos įgyvendinimą buvusias ir po jos įgyvendinimo nustatytas ribas, su kurių peržengimu yra siejama galimybė pasinaudoti privalomo pardavimo teise. Lyginant prieš Direktyvos priėmimą buvusias ribas galima pastebėti, kad Vokietijoje ir Olandijoje buvo nustatyta vienoda 95% akcinio kapitalo riba, kai tuo tarpu Prancūzijoje buvo reikalaujama turėti ne mažiau kaip 95% balsavimo teisių. JK teisės aktai numatė 90% akcijų, sudarančių viso oficialaus pasiūlymo turinį, ribą. Čekijos įstatymų nuostatos paprasčiausiai numatė, kad turi būti įgyta ne mažiau kaip 90% akcijų.[283] Po Direktyvos įgyvendinimo ribas nustatančios taisyklės supanašėjo, bet, nepaisant to, kai kurie jų elementai nežymiai skiriasi: Vokietija reikalauja iš siūlytojo turėti 95% balsavimo teises suteikiančio kapitalo, Prancūzija - 95% kapitalo ar balsavimo teisių, Olandija (taip pat kaip ir Lietuva) - 95% balsavimo teisių suteikiančio kapitalo ir balsavimo teisių. JK papildė anksčiau galiojusią taisyklę pridėdama papildomą 90% balsavimo teisių reikalavimą, o Čekija privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo galimumą susiejo su išsamesniu negu buvęs, 90% balsavimo teisių suteikiančio kapitalo ir balsavimo teisių reikalavimu.[284] Belgijoje nėra esminio skirtumo tarp „senųjų" ir po Direktyvos įgyvendinimo priimtų taisyklių – buvo ir yra taikoma 95% balsavimo teisių suteikiančio kapitalo ir balsavimo teisių taisyklė.[285] Taip pat derėtų paminėti Švediją, kadangi ji yra vienintelė ES valstybė šioje srityje įtvirtinusi vadinamąjį „vienos akcijos – vieno balso principą": privalomo akcijų pardavimo teisės atsiradimas šioje šalyje siejamas su 90% kapitalo įgijimu. Remiantis Direktyvos ir daugumos valstybių narių nacionalinių taisyklių nuostatomis, apskaičiuojant didžiojo akcininko turimą procentinę ribą į ją įskaitomos ir kartu veikiančių asmenų turimos akcijos. Pabaigai

---

279 Kuklis R. "*Squeeze-out: Slovak Republic*" [interaktyvus]. [žiūrėta 10-08-25] http://www.financnik.sk/financie.php?did=349&article=429.

280 Birkner A. ir Hasenauer C. "*Squeeze-out options defined*". 2007, International Financial Law Review, Mergers & Acquisitions [Vol. 26].

281 Van Der Elst C. ir Van Den Steen L. *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, pp. 23-25.

282 *Ibid*., p. 25-26.

283 Theiss W. "*Czech Republic: Squeeze-out regime*". 2006, International Financial Law Review [Vol. 25].

284 Report on the implementation of the Directive on Takeover bids [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-22] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf.

285 Van Der Elst C. ir Steen L. Van Den *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 26-27.

derėtų pažymėti, jog didžioji dalis ES valstybių narių galimybę pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise sieja su 90% balsų ir kapitalo riba.[286]

Kiekvienoje ES valstybėje narėje taikomi skirtingi teisingos kainos nustatymo standartai. Šioje darbo dalyje pakanka pastebėti, kad kai kurioms jurisdikcijoms būdingos detaliai privalomą akcijų pardavimą, taigi ir teisingos kainos nustatymą, reguliuojančios taisyklės, pvz., Vokietijai. Priklausomai nuo valstybės, privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo ir teisingos kainos nustatymo procese dalyvauja tokios nepriklausomos šalys kaip teismai, nepriklausomi ekspertai (Prancūzijoje, Olandijoje ir Vokietijoje), priežiūros institucijos (Prancūzijoje, Belgijoje, Olandijoje), nacionaliniai bankai (Čekijoje[287], Slovakijoje[288]). Kai kurios kitos valstybės, pavyzdžiui, JK, suteikia siūlytojui nemažai diskrecijos savarankiškai nustatant pasiūlymo kainą.[289] Yra ir kitų papildomų su „teisingos" kainos nustatymu susijusių taisyklių, pvz., Belgijoje „taikinio" įmonės valdybai yra nustatyta pareiga pateikti nuomonę dėl kontroliuojančiojo akcininko iniciatyva nustatytos kainos „teisingumo", o Prancūzijoje (esant interesų konfliktui) perėmėjas yra įpareigotas paskirti nepriklausomą turto vertintoją „teisingai" akcijų kainai nustatyti.[290]

Direktyva numato, kad inicijuoti privalomo akcijų pardavimo procedūrą galima ne vėliau kaip praėjus trims mėnesiams nuo perėmimo pasiūlymo įgyvendinimo pabaigos. Dauguma svaresnių ES jurisdikcijų nenustato termino, per kurį galima pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise, bet tai yra suprantama, turint omenyje, kad šiose jurisdikcijose privalomo pardavimo teisė gali būti taikoma nebūtinai perėmimo pasiūlymo kontekste.[291]

***

Pagrindiniai motyvai įtvirtinti privalomo akcijų pardavimo teisę ES lygiu buvo siekis kompensuoti stambiesiems įmonių akcininkams už Direktyvoje numatytą privalomo pasiūlymo taisyklę bei siekis paskatinti asmenis teikti savanoriškus pasiūlymus tuo suteikiant postūmį efektyviai įmonių perėmimų kontrolės rinkai ES formuotis.

Direktyvos taisyklės iš esmės nepadarė nieko kito, tik išplėtė (harmonizavo) egzistuojančių nacionalinių taisyklių taikymą sąlyginai nedideliam įmonių, kurių akcijomis yra prekiaujama reguliuojamose rinkose, skaičiui. Galiausiai, kaip pastebi kai kurie autoriai, yra sunku įžvelgti bent kiek reikšmingesnį privalomo akcijų pardavimo taisyklių harmonizavimą.[292]

---

286 2012-06-28 Report from the Commision to the European Parliament, the Council, the European economic and cocial committee and the committee of the regions. Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347 final) [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-07] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf., p. 43.

287 Theiss W. "*Czech Republic: Squeeze-out regime*". 2006, International Financial Law Review [Vol. 25].

288 Kuklis R. "*Squeeze-out: Slovak Republic*" [interaktyvus]. [žiūrėta 10-08-25] http://www.financnik.sk/financie.php?did=349&article=429.

289 Van Der Elst C. ir Steen L. Van Den *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 32-35.

290 2012-06-28 Report from the Commision to the European Parliament, the Council, the European economic and cocial committee and the committee of the regions. Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347 final) [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-07] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf., p. 44.

291 Van Der Elst C. ir Steen L. Van Den *"Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 35.

292 *Ibid*., p. 36.

ES valstybių narių lygmeniu yra pripažįstama, jog egzistuoja viešasis interesas užtikrinti korporacijų, turinčių konkurencingas struktūras ir efektyvius kontrolės mechanizmus egzistavimą, kas yra žymiai lengviau įgyvendinama be smulkiųjų akcininkų.

Jurisdikcijose, kuriose buvo vykdomi plataus masto valstybinių įmonių privatizavimo procesai, privalomo akcijų pardavimo teisė padėjo normalizuoti eks-valstybinių įmonių valdymą.

Pagal privalomo akcijų pardavimo teisingos kainos nustatymo procedūrą galima išskirti tris šalių grupes. Pirmajai priklauso šalys, kuriose privalomo akcijų pardavimo teisė leistina tik perėmimo pasiūlymo kontekste. Šiai grupei priklausančiose jurisdikcijose privalomo akcijų pardavimo kaina negali būti žemesnė negu tokio pasiūlymo kaina. Antrąją grupę sudaro šalys, kuriose privalomo akcijų pardavimo teisė nėra tiesiogiai susieta su perėmimo pasiūlymu (nustatyta riba gali būti pasiekta tiek perėmimo pasiūlymo metu, tiek kitu būdu), o teisingą kainą nustato teismo paskirti ekspertai (aišku, jei riba buvo peržengta pasiūlymo metu, į šio kainą yra atsižvelgiama). Trečioji grupė jurisdikcijų pasižymi privalomo akcijų pardavimo kainos susiejimu su atsiliepimo į pasiūlymą laipsniu. Jei nustatytas atsiliepimų į pasiūlymą laipsnis pasiektas, tokio pasiūlymo kaina yra laikoma teisinga.

Aptarus JAV, ES bei ES valstybių narių lygmeniu egzistuojantį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą, pasinaudojant pagrindinėmis ankstesnės analizės išvadomis, aptarsime ir akcininko teisių gynybos efektyvumo požiūri įvertinsime Lietuvoje susiklosčiusį privalomo akcijų pirkimo teisinį reguliavimą.

4. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS LIETUVOJE

Lietuvoje pirmą kartą privalomo akcijų pardavimo teisė buvo pristatyta 2004 m. balandžio 27 d. LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo pataisomis[293] – keliomis dienomis vėliau, negu buvo priimtos minimaliai šią teisę ES mastu harmonizuoti siekiančios Direktyvos nuostatos. Akivaizdu, kad šių Vertybinių popierių rinkos įstatymo pataisų rengėjai buvo susipažinę su Direktyvos projektu, nes minėtojo įstatymo nuostatos beveik identiškai atkartoja pastarosios nuostatas. Vėliau, jau rengiant Direktyvos nuostatas įgyvendinančias LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo pataisas, privalomo akcijų pardavimo teisė įgavo ir dabar galiojančio teisinio reguliavimo nustatytą formą, t. y., nors ir sekant „nusistovėjusia" praktika[294] palikta galiojusi 95% kiekybinė ribos išraiška, prieš tai buvęs kokybinis akcijų, suteikiančių visų balsų „taikinio" įmonės visuotiniame akcininkų susirinkime, kriterijus papildytas 95% procentų balsavimo teisę suteikiančių akcijų reikalavimu.[295] Be to, išplėsta šios teisės taikymo apimtis į ją įtraukiant visus be išimties emitentus[296] (tiesa, ši teisė vėliau susiaurinta pakeičiant pačią emitento sąvoką).[297]

Dabartinės nuostatos reguliuojančios privalomo akcijų pardavimo teisę ir jos įgyvendinimą yra nustatytos VPĮ 37 str. Kadangi šios nuostatos buvo perkeltos iš jau minėto LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo, jos nuo šio įstatymo nuostatų tesiskiria nežymiai (pvz., kokybiniai kriterijai suvienodinti su Direktyvoje pateikiamais kriterijais, t. y. įtvirtintas 95% balsavimo teises suteikiančio kapitalo ir 95% balsų visuotiniame akcininkų susirinkime reikalavimas).

Pažymėtina, jog nė viename iš privalomo akcijų pardavimo instituto turinį sudarančias normas nustačiusių ir keitusių teisės aktų ar jų parengiamojoje dokumentacijoje nėra nurodyti šio teisinio reglamentavimo tikslai ir priežastys. Visgi, atsižvelgiant į tai, kad ilgainiui privalomo akcijų pardavimą reglamentuojančios teisės normos buvo suvienodintos su Direktyvoje įtvirtintu teisiniu reguliavimu, tiksliau, su Direktyvoje aptarta Kontinentine taisykle, manytina, kad dabartinio teisinio reguliavimo tikslai yra identiški numatytiems Direktyvoje.

Šioje darbo dalyje aptarsime dabartinį privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelį ir įgyvendinimo procedūrą, įvertinsime šiuo klausimu egzistuojančią praktiką bei pabandysime nustatyti pagrindines praktikoje kylančias problemas ir jas įvertinti akcininko teisių gynybos efektyvumo aspektu.

---

293 Įstatymas Nr. IX-2174, VŽ., 04-04-30, Nr. 73-2514.

294 Aiškinamasis raštas dėl LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto Nr. XP-1410, 06-05-25.

295 LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, $19^{(1)}$, 40, 45, 52, 61 str. pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju[1] skirsiu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas. N.r. X-714.

296 Emitentas - asmuo, siūlantis leisti ar leidžiantis savo vertybinius popierius.Žr. LR Vertybinių popierių įst. 2 str. 47 d.

297 LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, $19^{(1)}$, 40, 45, 52, 61 str. pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju[1] skirsiu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas. N.r. X-714.

4.1. Privalomo akcijų pardavimo taikymo apimtis

Kaip jau minėta, privalomo akcijų pardavimo teise pagal VPĮ 37 straipsnio 1 dalį galima pasinaudoti tuo atveju, kai yra peržengiama (veikiant savarankiškai ar kartu su kitais asmenimis) 95% balsavimo teises suteikiančio kapitalo ir tapataus kiekio visų balsų „taikinio" įmonės akcininkų susirinkime riba. Taigi įstatymų leidėjas pasirinko vadinamąją Kontinentinę taisyklę (Vokietijoje prieš Direktyvos priėmimą egzistavusią taisyklę), t. y. įgyvendino Direktyvos 15 2(a) straipsnyje numatytą alternatyvą.

Derėtų pastebėti, kad nuo 2008 m. birželio 21 d. iki 2010 m. birželio 22 d. galiojusi VPĮ redakcija[298] Direktyvos nuostatas įgyvendino ne pažodžiui: šioje VPĮ redakcijoje įtvirtintos privalomo akcijų pardavimo teisės taikymo sritis apėmė ne tik po savanoriško ar oficialaus pasiūlymo vykdomus privalomus akcijų pardavimus (kaip numatyta Direktyvoje), bet leido privalomo akcijų pardavimo teisę įgyvendinti ir nepriklausomai nuo tokio pasiūlymo įgyvendinimo, o tiksliau – įgyvendinimo laiko. Taigi, privalomo akcijų pardavimo teisė numatyta minėtoje VPĮ redakcijoje nebuvo siejama su Direktyvoje numatytu trijų mėnesių terminu, skaičiuojamu nuo oficialaus pasiūlymo pabaigos. Tai nebuvo vienintelis privalomo pardavimo teisės taikymo skirtumas nuo Direktyvoje nustatytojo. Žemiau aptardami šios teisės taikymo ribas įmonių tipų bei vertybinių popierių atžvilgiu, kur tinkama, tokius skirtumus paminėsime.

Nuo 2010 m. birželio 22 d. įsigaliojusioje VPĮ redakcijoje privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo sąlygos buvo suvienodintos su privalomo akcijų pardavimo sąlygomis, įtvirtintomis Direktyvoje. Siekiant suvienodinti VPĮ 37 straipsnio 3 dalies nuostatas su Direktyvos nuostatomis, minėta nuostata buvo pakoreguota numatant, kad privalomas akcijų pirkimas ir pardavimas gali būti įgyvendintas per 3 mėnesius nuo įgyvendinto oficialaus siūlymo momento.[299]

4.1.1. Įmonių, kurių vertybiniai popieriai gali būti privalomo akcijų pardavimo objektu, tipai

Kaip jau minėta anksčiau, Direktyvos nuostatos taikomos tik tų įmonių, kurios yra reguliuojamos ES šalių narių teisės aktais ir kurių vertybiniais popieriais ar jų dalimi yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje atžvilgiu (1 straipsnio 1 dalis). Direktyva netaikoma pasiūlymams perimti vertybinius popierius, kuriuos išleido bendrovės, besiverčiančios kapitalo kolektyviniu investavimu, veikiančios rizikos paskirstymo principu ir remdamosi vienetais, kurie jų savininkų prašymu gali būti išpirkti,taip pat pasiūlymams perimti ES valstybių narių išleistiems vertybiniams popieriams.

Tuo tarpu VPĮ numato, kad privalomo akcijų pardavimo teisė netaikoma valstybių narių centrinių bankų akcininkams bei kolektyvinio investavimo subjektams (29 straipsnio 2 dalis), bet suteikia šią teisę emitentų akcininkams. Emitentu pagal šį įstatymą yra asmuo, ketinantis leisti ar leidžiantis savo vertybinius popierius, t. y. asmuo, kurio vertybiniais popieriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje ar kurio vertybiniai popieriai yra siūlomi viešai (2 straipsnio

---

[298] Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (Valstybės Žinios, 2007, Nr. 17-626; Valstybės Žinios, 2011, Nr. 145-6819)

[299] 2009-09-02 Vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto AIŠKINAMASIS RAŠTAS, Nr. XIP-1022.

54 dalis). Iš pagal LR įstatymus įsteigtų juridinių asmenų tik AB gali viešai platinti savo vertybinius popierius[300], todėl darytina išvada, kad privalomo akcijų pardavimo teise Lietuvoje gali pasinaudoti tik akcinių bendrovių, kurių akcijomis yra prekiaujama viešai (reguliuojamoje rinkoje ar ne), t. y., tų akcinių bendrovių, kurios yra laikomos emitentais LR įstatymų prasme, didieji akcininkai. Tokios nuomonės laikėsi ir seniau už vertybinių popierių reguliavimo klausimus atsakinga institucija – VPK[301].[302]

Pastebėtina, kad Direktyva privalomo akcijų pardavimo teisės taikymą konkrečių įmonių akcijoms sieja su prekybos reguliuojamoje rinkoje kriterijumi, taigi VPĮ nustatyta platesnė privalomo akcijų pardavimo taikymo apimtis, kuri remiasi viešosios prekybos akcijomis kriterijumi.

Taip pat derėtų pastebėti, kad Direktyva yra taikoma tik perleidžiamųjų vertybinių popierių, kurie suteikia balsavimo teises (ir kuriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje), atžvilgiu, todėl, turint omenyje tai, kad dalis Direktyvos nuostatų buvo perkelta į LR teisės aktų sistemą, galima daryti prielaidą, kad privalomo akcijų pardavimo teisė turėtų būti suteikta tik perleidžiamųjų vertybinių popierių, kurie suteikia balsavimo teises, emitentų didiesiems akcininkams. Perleidžiamaisiais vertybiniais popieriais gali būti tiek nuosavybės, tiek ne nuosavybės vertybiniai popieriai[303], kai tuo tarpu vertybiniais popieriais suteikiančiais balso teisę gali būti tik nuosavybės vertybiniai popieriai (išskyrus, konvertuojamąsias obligacijas, bet apie tai 5.1.2. skyriuje žemiau). Visgi, nuo 2008 m. birželio 21 d. iki 2010 m. birželio 22 d. galiojusioje VPĮ redakcijoje nebuvo tiesiogiai nurodyta, kad privalomo akcijų pardavimo teise gali naudotis tik nuosavybės vertybinių popierių emitentų didieji akcininkai. Žinoma, net ir galiojant šiai VPĮ redakcijai, teleologiškai įvertinus privalomo akcijų pardavimo institutą ir nustačius jo tikslus (skatinti perėmimų rinkos plėtrą, optimizuoti įmonių valdymą etc.) bei jo normų reguliuojamų teisinių santykių dalyvius (stambusis ir smulkieji akcininkai), tampa akivaizdu, kad šios teisės įgyvendinimas paliečia tik nuosavybės vertybinių popierių (akcijų) savininkų interesus, todėl privalomo akcijų pardavimo teisė turėjo būti taikoma tik nuosavybės vertybinių popierių (akcijų) emitentams.[304] Bet kokios galimos interpretacijos šiuo klausimu buvo pašalintos nuo 2010 m birželio 22 d.[305] suderinus VPĮ nuostatas su Direktyvos nuostatomis[306].

Teoriškai galimybė įgyvendinti privalomą akcijų pardavimą gali atsirasti visų akcinių bendrovių kontroliuojantiems akcininkams, - tam tereikia tapti emitentais vertybinių popierių įstatymo prasme. Tokia galimybė teoriškai yra prieinama ir uždarosioms akcinėms bendrovėms (pertvarkius uždarąją akcinę bendrovę į akcinę bendrovę ir išpildžius emitentams keliamus reikalavimus), bet dėl procedūros komplikuotumo ir ilgumo jos praktinis pritaikymas autoriui atrodo abejotinas, todėl čia nenagrinėtinas.

Taigi, Lietuvoje privalomo pardavimo teise gali pasinaudoti akcinių bendrovių, kurios yra nuosavybės vertybinių popierių emitentai, akcininkai.

---

300 ABĮ, 2 str. 3 d.

301 Nuo 2012 m. sausio 1 d. Vertybinių popierių komisijos funkcijas perėmė Lietuvos bankas.

302 2007-10-04 išaiškinimas dėl vertybinių popierių įstatymo ketvirtojo skirsnio nuostatų taikymo Nr. 4K-95 [interaktyvus]. [žiūrėta 10/10/25] http://www.vpk.lt/documents/2007-4K-95.pdf.

303 Finansinių priemonių rinkų įstatymas,. 3 str. 25 d.; Vertybinių popierių įstatymas, 2 str. 27, 29 d.

304 2007-10-04 išaiškinimas dėl vertybinių popierių įstatymo ketvirtojo skirsnio nuostatų taikymo Nr. 4K-95 [interaktyvus]. [žiūrėta 10/10/25] http://www.vpk.lt/documents/2007-4K-95.pdf.

305 2010 06 03 įstatymas Nr. XI-876 (nuo 2010 06 22).

306 2009-09-02 Vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto AIŠKINAMASIS RAŠTAS, Nr. XIP-1022.

4.1.2. Vertybinių popierių, kurie gali būti privalomo pardavimo objektu, rūšys

Kiek neaptarta prieš tai esančiame skyriuje, čia siekiama atsakyti į klausimą, kokie vertybiniai popieriai turėtų būti įtraukti apskaičiuojant nustatytą ribą, su kuria VPĮ sieja privalomo akcijų pardavimo teisės atsiradimą, t. y. ir vertybinius popierius, kurie galėtų būti privalomo akcijų pardavimo objektu.

Apskaičiuojant Direktyvoje nustatytą ribą atsižvelgiama, kaip jau minėta, tik į balsavimo teises suteikiančius vertybinius popierius. ES šalys gali išplėsti Direktyvos taikymo sritį į tokius skaičiavimus taip pat įtraukdamos ir vertybinius popierius, kurie gali būti konvertuoti į balsavimo teises suteikiančiuosius, taip pat, tais atvejais, kai privalomas akcijų pardavimas yra neatsiejamas nuo oficialaus pasiūlymo pateikimo, ir tokių teisių neturinčius vertybinius popierius, jei dėl jų buvo teiktas oficialus pasiūlymas.[307]

Kaip minėta anksčiau, Lietuvos įstatymų leidėjas buvo išplėtęs Direktyvoje numatytą privalomo pardavimo teisės taikymo sritį ne tik perėmimo pasiūlymų, bet ir kitų sandorių atveju bei suteikdamas šią teisę ir įmonių, kurių akcijomis prekiaujama viešai (ne reguliuojamoje rinkoje) didiesiems akcininkams, todėl būtų logiška manyti, kad ir čia įstatymų leidėjas pasinaudojo platesnės apimties teisinio reguliavimo galimybe. Visgi taip nėra. VPĮ nuo pradinių redakcijų pažodžiui perkelia Direktyvoje numatytus ribos apskaičiavimo kriterijus (95% balsavimo teises suteikiančio kapitalo bei 95% balsų visuotiniame akcininkų susirinkime), todėl manytina, kad į šios ribos apskaičiavimą įtrauktini tik balsavimo teises suteikiantys vertybiniai popieriai. Tuo tarpu į balsavimo teises suteikiančius vertybinius popierius konvertuotini vertybiniai popieriai, pvz., konvertuojamosios obligacijos, nors ir yra įmonės kapitalo dalis,[308] apskaičiuojant nustatytą ribą neįtraukiami, nes nesuteikia balsų visuotiniame akcininkų susirinkime. Tokį aiškinimą patvirtina ir gramatinė VPĮ 37 straipsnio 1 dalies nuostatos, kad galima reikalauti parduoti tik „[..] *(smulkiesiems akcininkams) priklausančias balso teisę suteikiančias akcijas*“ interpretacija. Taigi tiek apskaičiuojant kontrolės ribą, suteikiančią galimybę pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise, tiek sprendžiant dėl privalomo akcijų pardavimo objektą galinčių sudaryti vertybinių popierių, atsižvelgtina tik į balsavimo teises suteikiančius vertybinius popierius, t. y. akcijas.

Autoriaus nuomone, aukščiau aptarta įstatymo leidėjo pozicija nėra visiškai nuosekli ir suderinama su Direktyvos nuostatomis. Kaip jau minėta, Direktyva suteikia galimybę išplėsti privalomo akcijų pardavimo teisės taikymą vertybinių popierių, kurie gali būti konvertuoti į balsavimo teises suteikiančiuosius vertybinius popierius (akcijas) atžvilgiu, o tais atvejais, kai privalomas akcijų pardavimas yra neatsiejamas nuo oficialaus pasiūlymo pateikimo, ir tokių teisių nesuteikiančius vertybinius popierius. Oficialaus pasiūlymo objektu gali būti balsavimo teisę suteikiantys vertybiniai popieriai ir vertybiniai popieriai, patvirtinantys teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius (VPĮ 2 straipsnio 38 ir 47 punktai). Taigi, manytina, jog privalomo akcijų pardavimo, įgyvendinamo po oficialaus pasiūlymo, kurio objektu buvo vertybiniai popieriai, patvirtinantys teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius, objektu turėtų būti ir vertybiniai popieriai, patvirtinantys teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

---

[307] Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids. Explanatory memorandum, 2002 spalio 2 d., OJ C45E, 2003.2.25.

[308] ABĮ, 55(4) str.: “[..] sprendimas išleisti konvertuojamąsias obligacijas yra kartu ir sprendimas padidinti bendrovės įstatinį kapitalą [..]”.

4.2. Privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūra

Nei Direktyvoje, nei *Jaap Winter* vadovaujamos ekspertų grupės ataskaitoje nėra nuostatų reglamentuojančių privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūrą bei jos ar tam tikrų procedūros elementų (pvz., teisingos kainos) apskundimo tvarką. Kadangi tokios procedūros nustatymas ir apskundimo tvarka yra vien tik ES valstybės narės reikalas, čia trumpai aptarsime Lietuvos įstatymų leidėjo nustatytą procedūrą. Pirma, pateiksime tokios procedūros santrauką. Antra, autoriaus nuomone iki galo nereglamentuoti, ar praktinių problemų galintys kelti procedūros elementai bus pabraukti ir aptariami žemiau.

4.2.1. Pagrindiniai procedūros elementai:

Žemiau eilės tvarka yra pateikiami pagrindiniai galimi privalomo akcijų pardavimo procedūros žingsniai nuo to momento, kai didysis akcininkas įgyja teisę tokią procedūrą inicijuoti.

Jei privalomo akcijų pardavimo teise planuojama pasinaudoti ne po privalomo oficialaus pasiūlymo:

1) Pasirinktu būdu nustatoma akcijų kaina;
2) Nustatyta kaina suderinama su priežiūros institucija ir ne vėliau kaip per 30 dienų (žr. 3)):

Jei nustatyta riba peržengiama privalomo oficialaus pasiūlymo, atitinkančio įstatymų keliamus kriterijus metu:

3) „Taikinio" įmonei yra pateikiamas nustatyto turinio pranešimas apie ketinimą pasinaudoti privalomo pardavimo teise turintis priedus patvirtinančius kainos nustatymą;
4) „Taikinio" įmonė per penkias dienas nuo tokio pranešimo gavimo, apie ketinimą privalomai išpirkti akcijas nustatyta tvarka informuoja smulkiuosius akcininkus bei apie tai paskelbia viešai;
5) Per 90 dienų nuo viešo paskelbimo smulkieji akcininkai privalo parduoti savo akcijas už nustatytą kainą arba kreiptis į „taikinio" įmonės buveinės vietos apygardos teismą reikalaudami nustatyti teisingą kainą;

Jei nė vienas iš akcininkų į teismą nesikreipia:

6) Ir yra akcininkų, kurie savo akcijų per 90 dienų nepardavė, privalomo pardavimo iniciatorius:
   - ne vėliau kaip per 120 dienų nuo viešo paskelbimo perveda sumą, lygią neparduotų akcijų vertei į depozitinę sąskaitą CK nustatyta tvarka;
   - kreipiasi į teismą dėl įrašų vertybinių popierių sąskaitose pakeitimo bylų dėl juridinę reikšmę turinčių faktų nustatymo tvarka;
   - praranda teisę į privalomą akcijų pardavimą, jei per 120 dienų nuo viešo paskelbimo nesikreipia į teismą;

Jei bent vienas iš akcininkų kreipiasi į teismą ir:

7) Privalomo akcijų pardavimo procedūra sustabdoma iki teismo nutarties, nustatančios kainą, įsiteisėjimo dienos:
   - „taikinio" įmonės akcininkai neprivalo parduoti/pirkti akcijų; *arba*
8) Privalomo akcijų pardavimo procedūra nesustabdoma:

- procedūra vyksta įprastine tvarka pagal 6) punktą;

9) Įsiteisėjus nutarčiai dėl kainos nustatymo, iniciatorius, manytina (nors įstatymai tiesiogiai procedūros nenustato):
   - perveda akcininkams, kurie iki teismo nutarties įsiteisėjimo pardavė jam savo akcijas, nustatytos ir tada sumokėtos kainos skirtumą (jei nustatyta kaina didesnė už sumokėtą);
   - atsiskaito su kitais smulkiaisiais akcininkais;
   - atlieka 6) punkte įvardintus veiksmus.

Kadangi teisingos kainos nustatymo procedūriniai elementai bus aptarti 6.6. šio darbo poskyryje, šiame darbo poskyryje jų pakartotinai neaptarsime, nors, kaip jau minėta, teisingos kainos nustatymas yra bene daugiausia problemų praktikoje kelianti privalomo akcijų pardavimo dalis.

4.2.2. Didžiojo akcininko nustatytos kainos derinimas su priežiūros institucija

VPĮ 37 straipsnis numato didžiajam akcininkui pareigą su priežiūros institucija suderinti jo iniciatyva nustatytą kainą, o priežiūros institucijai – teisę motyvuotai reikalauti šią kainą pakeisti. Nagrinėjant šią nuostatą ir jos taikymo praktiką (tiesa, labai ribotą) kyla klausimas, ar šis privalomo pardavimo procedūros elementas yra efektyvi ir reikšminga smulkiųjų akcininkų apsaugos priemonė, ir ar pareiga suderinti kainą (galimybė apskųsti sprendimą kainos nesuderinti) nepagrįstai nevilkina privalomo akcijų pardavimo proceso. Be šių klausimų, kai kurie procedūros elementai gali turėti prievartinį elementą, kurio poveikis, kaip rodo kitų jurisdikcijų praktika, turėtų būti neutralizuotas.

Norint nustatyti, ar VPĮ 37 straipsnio 5 dalyje numatytas reikalavimas suderinti kainą yra reikšmingas ir ne perteklinis elementas ginant smulkiųjų akcininkų interesus, reikia identifikuoti priežiūros institucijos teisių priimant sprendimą suderinti, ar ne didžiojo akcininko iniciatyva nustatyta kaina, apimtį.

Visų pirma, priežiūros institucija turi teisę motyvuotai reikalauti pakeisti nustatytą kainą. Taigi, nors didžiajam akcininkui suteikiama teisė savo nuožiūra nustatyti privalomo akcijų pardavimo kainą, Lietuvos Bankas, kaip priežiūros funkciją atliekanti institucija, turi pareigą patikrinti, ar toks kainos nustatymo būdas yra pagrįstas ir užtikrina teisingą akcijų kainą. Antra, vertėtų nepamiršti, kad kainos suderinimas nesukuria pareigos smulkiesiems akcininkams parduoti akcijas suderinta kaina – jie turi teisę kreiptis dėl akcijos teisingos kainos nustatymo į bendrosios kompetencijos teismą.

2008 m. kovo 17 d. nutartyje[309] LVAT išsamiai pasisakė dėl priežiūros institucijos derinant kainą atliekamo vertinimo apimties ir tikslų. Šioje byloje LVAT iš esmės apribojo priežiūros institucijos kompetenciją nustatant galutinę kainą teismo (ginčo dėl teisingos akcijų kainos procese) naudai. Pastebėdamas, kad priežiūros institucijai (bylos nagrinėjimo metu – VPK), kaip valstybinei institucijai, derėtų besąlygiškai remtis tik įstatymų ir kitų teisės aktų nuostatomis, teismas išsakė nuomonę, kad jos atliekama revizija turėtų apsiriboti formaliu kainą nustatant naudotų metodų teisėtumo patikrinimu ir tik tuo atveju, kai tokiais metodais nustatyta kaina akivaizdžiai neatitinka tikrosios akcijų kainos, turėtų atsisakyti ją patvirtinti. Taigi LVAT savo praktikoje priežiūros institucijos funkcijas atliekant privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainos suderinimo veiksmą aiškina siaurinamai.

[309] LVAT 2008 m. kovo 17 d. Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.

Bendrosios kompetencijos teismų praktika yra kiek kitokia nei aukščiau aptarta LVAT praktika. LAPT savo praktikoje yra nurodęs taip: „*Atsižvelgiant į tai, kad VPK, vykdydama Vilniaus apygardos administracinio teismo <…> sprendimą <…> suderino 7,39 Lt kainą už vieną paprastą vardinę AB „Lietuvos elektrinė" akciją, nustatytą UAB korporacija „Matininkai" atkuriamosios vertės metodu, teisėjų kolegijos manymu, šis būdas yra pagrįstas ir teisėtas.*"[310] Taigi vien ta aplinkybė, jog priežiūros institucija suderino privalomo akcijų pirkimo kainą, LAPT atrodė pakankama konstatuoti tokios kainos teisingumą. Panašiai vienoje iš bylų yra konstatavęs ir Klaipėdos apygardos teismas, kuris aplinkybę, jog priežiūros institucijos (VPK) sprendimas dėl privalomo akcijų pardavimo kainos suderinimo „*<..> yra nepanaikintas ir galioja <…>*" laikė vienu iš svarbiausių įrodymų, patvirtinančių, jog nustatyta akcijų kaina yra teisinga.[311] LAPT aukščiau paminėtoje nutartyje taip pat pasisakė, kokį vaidmenį užtikrinant privalomo akcijų pirkimo (pardavimo) kainos teisėtumą turėtų atlikti teismas: „*<…> teismas turėtų vertinti, ar formaliąja prasme naudojantis teisėtais ir pagrįstais būdais, nustatyta akcijų kaina atitinka duomenis, kurie atitinka faktiškai egzistuojančias aplinkybes, įtakojančias akcijų kainą <…>*.[312] Nors ši LAPT pateikta pozicija nėra aiški, ją galima būtų interpretuoti kaip reiškiančią, jog i) teismas turėtų apsiriboti formaliu įvertinimu, ar buvo panaudotas teisėtas ir pagrįstas būdas akcijų kainai nustatyti; ii) teismas turėtų formaliai įvertinti, ar akcijų kainai nustatyti buvo panaudoti neklaidingi ir akcijų kainai reikšmingi duomenys.

Aukščiau aptarta bendrosios kompetencijos ir administracinių teismų praktika vertintina kaip prieštaringa. Kaip jau minėta, administracinės justicijos praktika iki minimumo apriboja priežiūros institucijos funkcijas privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainos derinimo procese. Taigi, vadovaujantis tokia praktika, egzistuoja didelė tikimybė, jog derinimo rezultatais nepatenkintas subjektas gali sėkmingai užsitikrinti (ginčydamas priežiūros institucijos sprendimą atsisakyti suderinti privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainą) sau palankų sprendimą teismine tvarka. Kita vertus, bendrosios kompetencijos teismai savo praktikoje yra linkę sureikšminti priežiūros institucijos sprendimo suderinti privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainą reikšmę, o savo atliekamą vertinimą apriboti formaliu pasirinkto vertinimo būdo teisėtumo (šią funkciją atlieka ir priežiūros institucija) bei vertinimui atliekant panaudotų duomenų klaidingumo/išsamumo vertinimu. Taigi, atsižvelgiant į šią praktiką, privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainos suderinimo rezultatu (suderinta kaina) nepatenkintam subjektui yra verta ginčyti priežiūros institucijos sprendimą suderinti privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainą. Be to, atsižvelgiant į šią praktiką, nėra iki galo aišku, kas turėtų įvertinti ar konkrečioje situacijoje pasirinktas vertinimo būdas garantuoja „teisingos" kainos nustatymą, t.y. įvertinti nustatytą kainą ne formaliuoju, o materialiuoju aspektu.

Atsižvelgiant į aukščiau aptartą prieštaringą praktiką, kyla jau minėtas klausimas, ar siaurinamas priežiūros institucijos ir teismo atliekamų funkcijų aiškinimas, o kartu ir tendencija suteikti priežiūros institucijos sprendimui suderinti konkrečią privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainą prioritetinę įrodomąją galią tinkamai užtikrina didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesus ir įstatymo leidėjo intenciją įtraukiant priežiūros instituciją į privalomo akcijų pardavimo procedūrą.

---

310 LapT 2011 m. gruodžio mėn. 8 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 2-2521/2011.

311 Klaipėdos apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2008 m. spalio mėn. 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-189-123/2008.

312 Lietuvos apeliacinio teismo 2011 m. gruodžio mėn. 8 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 2-2521/2011.

Įstatymų leidėjo pozicija šiuo klausimu negali būti nustatyta,[313] todėl kategoriškos teigiamos ar neigiamos pozicijos laikytis nederėtų. Galima pastebėti, kad priežiūros institucija – bene daugiausia teorinių ir praktinių žinių šioje srityje turintis subjektas, todėl jos vaidmens „nustūmimas" į antrą planą šiuo požiūriu sunkiai pateisinamas. Taip pat nėra suprantama, kodėl priežiūros institucijos oficialiai skelbiamos rekomendacijos, kurios paprastai vadovaujasi geriausia kitų šalių bei Lietuvos akcijų vertinimo praktika, turėtų prarasti savo autoritetą vien tik dėl to, kad neatitinka teisės normų akto požymių, t. y., jomis negalima remtis pasirinktų metodų tikrinimo metu.[314] Be to, priežiūros institucija neretai yra geresnėje pozicijoje „įsivelti" į teisinius ginčus negu smulkieji akcininkai, kurie neturėdami reikiamų teisinių žinių ir dėl to privalėdami samdytis teisės profesionalus, gali dėl ekonominių motyvų bijoti ginti savo pažeistas teises inicijuodami akcijų vertinimo procesą teisme. Paskutinįjį argumentą taip pat sustiprina ir itin dideli „taikinio" įmonės turto siekiant nustatyti teisingą kainą vertinimo kaštai.

Kita vertus, itin aktyvus priežiūros institucijos vaidmuo užtikrinant teisingos kainos nustatymą jau šiame etape ir jos priimto sprendimo prioritetinis teisminis vertinimas įrodomosios vertės aspektu, turint omenyje neabejotiną tikslingumą tokį priežiūros institucijos sprendimą skųsti, teisminių procesų trukmę ir jiems skiriamas išlaidas, gali sumažinti efektyvių pridėtinę vertę kuriančių privalomų pardavimų skaičių. Be to, tokiu atveju (priežiūros institucijai ir jos priimtiems sprendimams suteikiant prioritetinį vaidmenį) itin formaliu šioje procedūroje tampa teismo vaidmuo, priimant sprendimą vėlesniame ginče dėl teisingos „taikinio" įmonės akcijų kainos nustatymo.

Aukščiau įvardintas problemas galima tam tikra apimtimi neutralizuoti bent keliais būdais. Vienas iš jų – įteisinti grupės (kolektyvinio) ieškinio institutą ir taip padalinti bylinėjimosi ir turto vertinimo kaštus tarp visų smulkiųjų akcininkų. Taip pat galima būtų pagalvoti apie imperatyvios įstatymo normos, kuria vertinant akcijas patirtų išlaidų našta būtų perkelta „taikinio" įmonei taip jas proporcingai paskirstant visiems įmonės akcininkams.

Kitas būdas išspręsti egzistuojančias problemas yra nustatyti, jog priežiūros institucijos teikiama išvada dėl privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisingos kainos nustatymo pagrįstumo yra rekomendacinio pobūdžio. Tokiu atveju, net ir priežiūros institucijai nepritarus nustatytai privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainai, privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) procedūra galėtų būti tęsiama, bet, kilus ginčui, tokią procedūrą iniciavęs subjektas turėtų įrodyti jo pasiūlytos kainos pagrįstumą (įskaitant, padengti ir kainos nustatymo ekspertizės išlaidas). Priešingu atveju, t. y. tada, kai priežiūros institucija savo rekomendacijoje nurodytų sutinkanti su privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) iniciatoriaus pasiūlyta kaina, įrodyti, kad tokia kaina yra neteisinga privalėtų ieškovas. Taigi vietoje dviejų administraciniuose (dėl priežiūros institucijos sprendimo suderinti ar atsisakyti suderinti privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainą) ir bendrosios kompetencijos (dėl teisingos privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainos nustatymo) teismuose vykstančių procesų, būtų apsiribojama vieninteliu procesu dėl teisingos akcijų kainos nustatymo.

Galiausiai, svarstytina galimybė iš viso panaikinti aktyvų priežiūros institucijos vaidmenį šiame procedūros etape ir numatyti jos privalomą dalyvavimą sprendžiant ginčus dėl kainos bendrosios kompetencijos teismuose arba netiesioginį dalyvavimą procese per teikiamus bendro pobūdžio išaiškinimus ar rekomendacijas, kurios atitiktų „gerosios praktikos" gaires.

---

[313] Autoriaus žiniomis tokio kainos tvirtinimo procedūros nustatymas nebuvo pagrįstas nė vieno aktualaus teisės akto aiškinamajame rašte ar parengiamuosiuose dokumentuose.

[314] Žr. LVAT 2008 m. kovo 17 d. nutartį Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008, p 12.

4.2.3. Privalomo akcijų pardavimo sustabdymas ir prievartinis elementas

VPĮ 37 straipsnio 13 dalies nustatytoje tvarkoje galima įžvelgti prievartos elementą. Tuo atveju, kai yra ginčijama didžiojo akcininko iniciatyva nustatyta kaina VPĮ 37 straipsnio 13 dalies nustatyta tvarka, apygardos teismui, nagrinėjančiam šį ginčą, numatoma teisė sustabdyti privalomo akcijų pardavimo procedūrą. Jei teismas šia teise pasinaudoja, visi „taikinio" įmonės akcininkai neprivalo nei parduoti, nei pirkti įmonės akcijų. Tai reiškia, kad smulkieji akcininkai, kurių manymu, privalomo akcijų pardavimo kaina nėra teisinga, yra nelygiavertėje padėtyje lyginant su tais akcininkais, kurie akcijas jau pardavė, nes pastarieji gali laisvai disponuoti už akcijas gautomis lėšomis, o akcijų vertinimo proceso sėkmingos baigties atveju (jei teismo nutartimi nustatyta kaina yra aukštesnė už privalo pardavimo kainą), jie vis tiek gauna jiems sumokėtos ir teismo nustatytos kainos skirtumą.

Taigi, smulkieji akcininkai yra spaudžiami parduoti savo akcijas didžiojo akcininko nustatyta kaina ir gauti tam tikrą sumą už akcijas dabar, o ne rizikuoti įsivelti į galimai bevaisį ginčą ir po kelerių metų gauti tą pačią (bet jau nuvertėjusią) pinigų sumą.

Kita vertus, tai žinantis kontroliuojantis akcininkas yra skatinamas siekti kuo žemesnės privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymo beveik niekuo nerizikuodamas. Žinoma, būtų galima reikalauti nuostolių arba bent palūkanų už prarastą galimybę naudotis piniginėmis lėšomis atlyginimo. Nors tai ir įmanoma, bet, ypač turint omenyje, kad tokį sprendimą priima teismas, tokia galimybė taip pat abejotina. Autoriaus nuomone, tuo ir pasireiškia prievartinis 37 straipsnio 13 dalies elementas. Nepaisant aukščiau įvardinto, visada lieka galimybė pasikliauti teismais, kurie, atsižvelgdami į teisingumo, protingumo ir sąžiningumo kriterijus, neturėtų stabdyti ir be rimtesnio pagrindo nestabdo[315] privalomo akcijų pardavimo procedūros. Visgi, autoriaus nuomone, paprasčiau šią problemą išspręsti privalomo akcijų pardavimo atveju numatant pareigą didžiajam akcininkui nupirkti visų to pageidaujančių smulkiųjų akcininkų akcijas už jo pasiūlytą kainą neatsižvelgiant į tai, ar vyksta ginčas dėl teisingos akcijų kainos.

Panašaus pobūdžio problema kyla ir tuo atveju, kai smulkieji akcininkai inicijuoja privalomo akcijų pirkimą, o didysis akcininkas ginčija smulkiųjų akcininkų iniciatyva nustatytos kainos pagrįstumą. Tol, kol vyksta ginčas, smulkieji akcininkai negauna jiems už akcijas priklausančių pinigų, o didysis akcininkas niekuo nerizikuoja; taip smulkieji akcininkai yra verčiami sudaryti taikų susitarimą su didžiuoju akcininku. Nors, kaip matyti iš teismų praktikos, kompensaciją už laiką, kurį jie negalėjo gauti pinigų už akcijas dėl to, jog didysis akcininkas ginčijo mažumos iniciatyva nustatytą „taikinio" įmonės akcijų kainą, mažumos akcininkai siekė prisiteisti procesinių palūkanų forma, tokie jų bandymai LAT buvo atmesti kaip nepagrįsti dėl procesinės teisės aspektų.[316]

Toliau vertinant tą pačią VPĮ nuostatą, galima padaryti išvadą, kad nėra aišku, kaip turėtų vykti privalomo akcijų pardavimo procedūra tuo atveju, kai teismas nesustabdo jos vykdymo. Galimi du tolesnių įvykių scenarijai. Pirma, didysis akcininkas galėtų supirkti visų jas

---

[315] Pvz. Žr. LAT Civilinių bylų skyriaus 2011 m. liepos mėn. 21 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-332/2011, kurioje nurodyta, kad "*Teismas gali pasinaudoti teise sustabdyti bylą ir palaukti kainos ginčą nagrinėjančio teismo sprendimo, jei to reikalauja objektyvios aplinkybės, pavyzdžiui, yra pagrįsta tikimybė, kad pasiūlyta kaina yra aiškiai per maža, o pareiškėją ištinka finansiniai sunkumai, kas verčia abejoti jo mokumu ir sugebėjimu susimokėti už gautas akcijas jų priemoką*". Taigi privalomo akcijų pardavimo procedūra gali būti sustabdyta tik objektyviai išimtiniais atvejais.

[316] LAT Civilinių bylų skyriaus 2011 m. liepos mėn. 21 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-332/2011.

norinčių parduodančių mažumos akcininkų turimas akcijas. Antra, po to, kai yra supirktos visų akcijas norinčių parduoti akcininkų akcijos, privalomo pardavimo iniciatorius galėtų kreiptis į teismą 37 straipsnio 10 dalyje numatyta tvarka. Visgi, negalima susidaryti tikslios ir vienareikšmės nuomonės dėl tolesnės procedūros eigos tokiu atveju, todėl, įstatymų leidėjui derėtų patikslinti savo poziciją šiuo klausimu.

***

Lietuvos Respublikoje egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas, kurio taikymo apimtis iš pradžių buvo platesnės, nei įtvirtinta Direktyvoje, vėliau be jokių tiesiogiai įvardintų motyvų buvo susiaurintas iki Direktyvai identiškos šios teisės taikymo apimties. Be to, Lietuvos Respublika yra nustačiusi pagal Direktyvos nuostatas leistiną maksimaliai didžiausią turimų „taikinio" įmonės akcijų/kapitalo ribą (95%), kurią pasiekus galima pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise.

Aukščiau aptartas teisinis reguliavimas vertintinas kaip siekiantis minimizuoti privalomų akcijų pardavimų/pirkimų skaičių, bet nesiekiantis užtikrinti maksimalaus didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesų užtikrinimo efektyvumo.

Privalomo akcijų pardavimo objektu Lietuvoje gali būti akcinės bendrovės, kurios akcijomis prekiaujama viešai, nuosavybės vertybiniai popieriai. Konvertuojamosios obligacijos privalomo akcijų pardavimo objektu būti negali. Visgi, atsižvelgiant į tai, kad oficialaus siūlymo objektu Lietuvoje gali būti ne tik balsavimo teisę suteikiantys vertybiniai popieriai, bet ir vertybiniai popieriai, patvirtinantys teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius, po oficialaus siūlymo, kurio objektu buvo vertybiniai popieriai, patvirtinantys teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius, einančio privalomo akcijų pardavimo objektu turėtų galėti būti ir vertybiniai popieriai, patvirtinantys teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Administracinės ir bendrosios kompetencijos teismų praktikoje priežiūros institucijos vaidmens vertinimas privalomo akcijų pardavimo/pirkimo procese yra nevienareikšmis. Dėl šios priežasties nėra aiškus ir faktinis teismo vaidmuo „taikinio" įmonės akcijų teisingos kainos nustatymo procese. Be to, dvejopo pobūdžio teisminių ginčų vieno privalomo akcijų pardavimo ribose (ginčas dėl priežiūros institucijos sprendimo suderinti privalomo akcijų/pardavimo kainą ar ne ir ginčas dėl teisingos „taikinio" įmonės akcijų kainos nustatymo) galimybė yra nesuderinama nei su didžiojo, nei su mažumos akcininko teisėmis. Atsižvelgiant į šias aplinkybes, svarstytina galimybė pakeisti priežiūros institucijos vaidmenį privalomo akcijų pardavimo/pirkimo procese nustatant, kad priežiūros institucijos teikiama nuomonė dėl privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos pagrįstumo yra rekomendacinio pobūdžio. Teisminio ginčo dėl teisingos „taikinio" įmonės akcijų kainos nustatymo metu iniciatoriaus nustatytos kainos pagrįstumą patvirtinusios priežiūros institucijos nuomonės egzistavimo faktas lemtų įrodinėjimo naštos perkėlimą tokios kainos pagrįstumą kvestionuojančiam(-tiems) akcininkui(-ams).

Teisės aktuose įtvirtinta galimybė sustabdyti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo procesą turėtų būti taikoma tik išskirtiniais atvejais arba jos apskritai turėtų būti atsisakyta (išskirtiniais atvejais galėtų būti pritaikomas laikinųjų apsaugos priemonių institutas), kadangi pasinaudojimas šia teise tiesiogiai apriboja ginče dalyvaujančių smulkiųjų akcininkų teisę gauti ne ginčo objektu esančią akcijų kainą ir taip skatina juos neginti savo teisių teismine tvarka.

Aptarus visose aktualiose jurisdikcijose egzistuojantį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą, aptartina absoliučiai visoms jurisdikcijoms bendra „teisingos" privalomo akcijų pardavimo kainos problema.

5. „TEISINGOS“ PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO KAINOS PROBLEMA

Šioje dalyje yra analizuojama bene pati didžiausia praktikoje sutinkama privalomo akcijų pardavimo procedūros problema – „teisingos kainos“, ar „teisingos vertės“ nustatymo problema.

Kaip jau buvo minėta, teisingos kainos užtikrinimas privalomo akcijų pardavimo procedūroje yra iš esmės pagrindinis elementas atstveriantis privalomo akcijų pardavimo teisės prievartinį ir nuosavybės teisę ribojantį pobūdį. Būtent teisinga kaina yra privalomo akcijų pardavimo elementas, didžiausia apimtimi užtikrinantis „išperkamos“ mažumos teises. Kita vertus, teisingos kainos užtikrinimo reikalavimas neturėtų būti suprantamas kaip išimtinai užtikrinantis mažumos akcininkų teisių apsaugą – teisingos kainos taisyklė taip pat turėtų garantuoti, jog didysis akcininkas už „taikinio“ įmonės akcijas nepagrįstai nepermokėtų.

Dėl aukščiau nurodytų priežasčių įstatymų leidėjo, teismų ir priežiūros institucijų požiūris į teisingą kainą ir jos nustatymo procedūra gali lemti tinkamą didžiojo ir mažumos akcininkų interesų balansą arba, priešingai, lemti vienos iš šių grupių privilegijavimą, o kitos diskriminavimą.

5.1. Pridėtinė vertė ir jos padalijimas tarp didžiojo ir smulkiųjų akcininkų privalomo akcijų pardavimo metu

Bene pati svarbiausia problema su kuria susiduria teismai „teisingos kainos“ ir „teisingos vertės“ procesuose yra privalomo akcijų pardavimo (100% taikinio įmonės kontrolės įgijimo) sukuriamos pridėtinės vertės paskirstymas tarp didžiojo ir smulkiųjų akcininkų, t. y. sprendimas, kuri pridėtinės vertės dalis turėtų būti įskaityta ir ar tokia dalis išvis turėtų būti įskaityta į „teisingą kainą“ ar „teisingą vertę“.[317]

Privalomo akcijų pardavimo sandoris gali sukurti skirtingų rūšių sinergijas, kadangi iki privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo atomizuotas „taikinio“ įmonės kapitalas yra sukoncentruojamas vienose rankose. Galima būtų įvardinti daugybę faktorių, kurių tinkamas paviešinimas ar efektyvus panaudojimas galėtų turėti teigiamos įtakos „taikinio“ įmonės akcijų rinkos kainai. Siekdami kuo didesnio aiškumo, bet kartu suprasdami, kad tokių faktorių sąrašas nėra baigtinis, be to, kiekvienu individualiu atveju gali kardinaliai skirtis, pateiksime tik kai kuriuos iš dažniau praktikoje sutinkamų faktorių. Kaip tokius faktorius galima būtų įvardinti neatskleistą informaciją apie ilgalaikį didelės vertės tiekimo kontraktą, ieškinius, kuriuos įmonės vardu būtų galima pareikšti įmonės valdymo organams ar jų nariams dėl fiduciarinės pareigos ar kitų esminių pažeidimų, kuriais buvo padaryta žala įmonei, neefektyvų didelės vertės įmonės kilnojamo ar nekilnojamo turto valdymą, netinkamą ar žemo lygio įmonės administravimą, galimybę atleisti dalį darbuotojų, dalies „taikinio“ įmonės kreditorių vertės perėmimą (skolinantis sandoriui įvykdyti, o po to perkeliant skolinę naštą įsigytai įmonei).[318] Sąlyginai visus šiuos faktorius įmanoma skirstyti į šias grupes: neatskleistos esminės informacijos, žmogiškųjų ir turtinių resursų valdymo ir įmonės gero administravimo.

Galima daryti prielaidą, kad viso įmonės kapitalo sukoncentravimas kontroliuojančio akcininko rankose, būtų pats efektyviausias tokio kapitalo panaudojimo būdas, kadangi

[317] Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions"*. 1999, North Carolina Law Review [Vol. 78], p. 105.

[318] *Ibid.*, p. 114-115.

tokia kontrolės kokybė skatintų dabar jau vienintelį įmonės akcininką pasinaudoti visais aukščiau įvardintais faktoriais, nes jų tinkamiausio panaudojimo metu sukurta pridėtinė vertė atitektų išskirtinai jam pačiam. Kadangi efektyvesnis įmonės valdymas yra teigiamas reiškinys, tokie sandoriai turėtų būti skatinami. Nepaisant to, čia, kaip ir kitur, yra piktnaudžiavimo galimybių, nes grynosios didžiojo akcininko pajamos yra atvirkščiai proporcingos privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo kainai ir dėl to gali sukurti skirstomąją nelygybę (pvz., kontroliuojantis akcininkas gali sąmoningai siekti neigiamai paveikti „taikinio" įmonės akcijų kainą).[319]

Atrodo, kad DGCL į „teisingą vertę" neįskaito *„[..] jokio vertę turinčio elemento, kuris atsiranda dėl [..] sėkmingo susijungimo sandorio įvykdymo"*.[320] Kadangi ši DGCL nuostata nėra pati išsamiausia, sunku vienareikšmiškai nuspręsti kuriuos pridėtinę vertę galinčius sukurti faktorius derėtų įvertinti nustatant „teisingą vertę". Kai kuriais atvejais Delavero teismai atmeta daugelio vertę keliančių faktorių įskaitymo į „teisingą vertę" galimybę[321], bet, kita vertus, kai kada įvertina daugelį iš jų.[322] Atrodo, kad įmonės gero administravimo bei neatskleistos esminės informacijos grupėms priklausantys faktoriai yra labai dažnai įskaičiuojami į „teisingą vertę".[323] Kaip jau minėta anksčiau, tos pačios aplinkybės yra būdingos ir „teisingai kainai", todėl kai kurie iš šių faktorių gali būti panaudojami akcijų vertinimo procese.

Priešingai negu JAV, ES jurisdikcijose, įskaitant ir Lietuvą, kol kas trūksta žinių apie konkrečių elementų įskaitymą į „teisingą" kainą, t. y. šis „teisingos" kainos nustatymo aspektas keliamas nėra.

Taip galėtų būti dėl to, jog ES ir ES valstybių narių lygiu egzistuojantis teisinis reguliavimas, priešingai negu Delavere esantis teisinis reguliavimas, specifiškai nedraudžia į teisingą „taikinio" įmonės akcijų kainą įskaityti dėl sandorio sukuriamos pridėtinės vertės elementų.

Visgi, autoriaus nuomone, pati teisingos kainos koncepcija galėtų būti vertinama kaip užtikrinanti, kad išskirtinai tik dėl privalomo akcijų pardavimo sukuriama pridėtinė vertė nebūtų įskaitoma į „taikinio" įmonės akcijų kainą. Šį aspektą išsamiau aptarsime vertindami akcijų vertinimo standartus ir metodus.

5.2. Akcijų vertinimo standartai

Tiek bendrosios, tiek kontinentinės teisės jurisdikcijoje pripažįstami trys pagrindiniai standartai, kurie (pasirinktinai) gali būti panaudoti privalomo akcijų pardavimo teisingai kainai nustatyti, t. y. i) pardavimo trečiajai šaliai arba likvidacinė vertė, ii) įmonės, kaip veikiančio verslo vertė ar iii) rinkos vertė[324] (nors, papildomai, kai kurie autoriai teigia, jog tinkamiausias teisingos kainos standartas yra visų minėtų verčių kombinacija[325]). Konkretaus

[319] *Ibid*., p. 106.

[320] DGCL str. 262(h).

[321] Case Bell v. Kirby Lumber Corp., 413 A.2d 137 (Del. 1980), para. 139-140.

[322] Cooper v. Pabst Brewing Co., No. Civ. A. 7244, 1993 WL 208763 (Del. Ch. June 8, 1993) (mem.).

[323] Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions"*. 1999, North Carolina Law Review [Vol. 78], p. 127.

[324] Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), "*Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts*"., 50 B.C. L. Rev., p. 1022.

[325] Hunter, C.; Potter, K. "*Legal and practical issues for business valuation in shareholders agreements and minority shareholders rights*" (presentation) [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-08-11] <http://www.macleoddixon.com/documents/Business_Valuation_in_Shareholders_Agreements_and_Miniority_Shareholder_Rights.pdf>.

standarto privalomo akcijų pardavimo objektu esančių „taikinio“ įmonės akcijų teisingai kainai nustatyti tinkamumas bei priimtinumas priklauso nuo kiekvieno individualaus atvejo ir teisinio reguliavimo bei teismų praktikoje suformuluotų taisyklių.

5.2.1. Rinkos vertė kaip privalomo akcijų pardavimo kainos standartas

Rinkos vertės kaip „teisingos“ privalomo akcijų pardavimo kainos, šalininkai vadovaujasi prielaida, jog finansų rinkos veikia efektyviai ir todėl akcijų rinkos vertė yra geriausias ir objektyviausias „teisingos“ vertės kriterijus.[326] Pavyzdžiui, kai kurie autoriai tvirtina, jog rinkos vertė gali būti „teisingos“ kainos matu net ir tais atvejais, kai akcijos yra nelikvidžios (neatsižvelgiant į egzistuojančią nelikvidumo diskonto normą), jei „taikinio“ bendrovės kontrolė nėra sukoncentruota vienose rankose.[327] Reikėtų paminėti, jog kai kuriose valstybėse (esant tam tikroms aplinkybėms) rinkos kaina iš tikrųjų gali būti laikoma „teisingos“ kainos standartu. Pavyzdžiui, rinkos kaina yra laikoma žemutine privalomo akcijų pardavimo kainos riba Vokietijoje[328], o aritmetinis tam tikro laikotarpio rinkos kainų vidurkis laikomas tinkamu „teisingos“ kainos atitikmeniu Italijoje[329] ir Ispanijoje.[330] Rinkos vertė taip pat yra vienas iš elementų, naudojamų apskaičiuojant „teisingą“ kainą mišriu metodu Prancūzijoje.[331]

Nepaisant to, visuotinai pripažįstama, jog rinkos vertė daugeliu atveju negali būti tinkamu atskaitos tašku „teisingai“ privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti, pavyzdžiui, dėl mažo likvidumo (neaktyvios prekybos ar kitaip apribotų galimybių akcijas parduoti) kadangi akcijų rinkos vertė gali būti diskontuota palyginti su tikrąja verslo verte.[332] Tai reiškia, jog vienai akcijai tenkanti įmonės, kaip veikiančio verslo, vertės dalis gali būti didesnė negu tuo metu rinkoje esanti įmonės akcijų kaina. Be to, net ir efektyvios rinkos gali vertinti akcijas atsižvelgdamos į kontroliuojančio akcininko planus[333] ir todėl tais atvejais, kai yra pagrindo manyti, jog kontroliuojantis akcininkas gali naudoti „taikinio“ įmonę asmeninei naudai gauti, neefektyviai valdyti bendrovę (kadangi tokiais atvejais bendrovė efektyvioje bendrovių perėmimų rinkoje

---

326 Bebchuk, L. A. & Kahan, M. *"Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts, in concentrated corporate ownership"* (Randall K. Morck ed., 2000).

327 Pvz. žr. Kraakman, R. *„Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices As an Acquisition Motive".* 1998, Columbia Law. Review, 88, p. 891. Elsland, S.; Weber, M. *Squeeze-outs in Germany: Determinants of the Announcement Effects* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-08-10] http://www.uni-tuebingen.de/dgf/program/CPaper137.pdf, p. 4.

328 Elsland, S.; Weber, M. *Squeeze-outs in Germany: Determinants of the Announcement Effects* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-08-10] http://www.uni-tuebingen.de/dgf/program/CPaper137.pdf, p. 4.

329 Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p. 885.

330 *Ibid.*

331 Van der Elst C., Van den Steen L. *„Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights"*. ECFR 4/2009, p. 426.

332 Coates, J. C. "Fair value" as an avoidable rule of corporate law: minority discounts in conflict transactions. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 147, No. 6 (Jun., 1999), p. 1251-1359, p. 1262.

333 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), *"Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts"*., 50 B.C. L. Rev., p. 1032.

nedalyvauja)[334], ar kitais būdais siekti papildomo pelno išvengdamas teisinės priežiūros, akcijų rinkos kaina bus atitinkamai diskontuota.[335] Esant tokioms aplinkybėms, laikant rinkos kainą tinkamu „teisingos" privalomo akcijų pardavimo kainos atitikmeniu, kontroliuojantis akcininkas būtų „apdovanotas" už piktnaudžiavimą teise ir oportunistinį elgesį, todėl vien ši aplinkybė gali būti pagrindu atmesti rinkos kainą kaip tinkamą „teisingos" kainos standartą.[336] Taip pat rinkos kaina gali netinkamai atspindėti „teisingą" akcijų kainą (arba bent dabartinę akcijų kainą) dėl to, jog kontroliuojantis akcininkas gali rinktis pasinaudojimo privalomo akcijų pardavimo teise laiką ir paprastai rinktųsi tokį momentą, kai „taikinio" įmonės akcijų rinkos kaina yra itin žema.[337] Galiausiai, rinkos kaina gali neatitikti „teisingos" kainos sampratos kadangi rinkos kaina gali būti diskontuota dėl pačios privalomo akcijų pardavimo galimybės.[338]

Kita vertus, kai kurie autoriai teigia, kad ir mažumos akcininkai, siekdami aukštesnės kompensacijos, gali imtis veiksmų, kurie galėtų pakelti akcijų rinkos kainą.[339]

Pažymėtina, jog ir Lietuvos bankas pripažįsta, jog rinkos vertė nebūtinai laikoma teisinga akcijų kaina, pavyzdžiui, tokiais atvejais, kai mažas akcijų likvidumas, kai yra piktnaudžiavimo rinka požymių (pasinaudojama viešai neatskleista informacija arba manipuliuojama rinka) ir pan.[340]

Apibendrinant tai, kas buvo nurodyta, galima teigti, jog daugeliu atveju rinkos kaina negali būti laikoma priimtinu „teisingos" privalomo akcijų pardavimo kainos matavimo standartu, kadangi tokio standarto naudojimas gali reikšti per didelės ar per mažos kompensacijos sumokėjimą mažumos akcininkams. Visgi, pripažintina, jog būtų sunkiai įsivaizduojamas atvejis, kai privalomo akcijų pardavimo kaina būtų mažesnė už esamą rinkos kainą.

5.2.2. Pardavimo trečiajai šaliai vertė kaip privalomo akcijų pardavimo kainos standartas

Pardavimo trečiajai šaliai kaina, ar, kitaip, likvidacinė vertė iš pažiūros atitinka ekonominį „vertės" apibrėžimą, kur pastaroji yra suprantama kaip konkretaus turto „antras pagal gerumą" panaudojimas (*angl.* „second best use") ar „galimybės kaina" (*angl.* „oportunity cost").[341] Šiuo „antru pagal gerumą" panaudojimu omenyje turimi visuomenės patiriami kaštai perkeliant

---

334 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*" 156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008, p. 14.

335 Bebchuk, L. A. & Kahan, M. "*Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts, in concentrated corporate ownership*" (Randall K. Morck ed., 2000), p. 247, 250.

336 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), "*Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts*"., 50 B.C. L. Rev., p. 1035.

337 Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p.886

338 Gevurtz, F. A. Corporation Law 661. 2000, p. 736; Bebchuk, L. A. & Kahan, M. *The "Lemons Effect" in Corporate Freeze-Outs"* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 6938, 1999) [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-08-11] <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226397>.

339 Steinmeyer, R.; Häger, M. (2002), WpÜG: Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Minderheitenausschluss nach §§ 327a ff. AktG, Berlin.

340 Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės.

341 Brealey R. A., Myers S. C. "Capital Investment and Valuation". (Brattle Group, McGraw-Hill Professional 2003), p. 16.

tam tikrą turtą iš dabartinės vietos į jau minėtąją „antrąją pagal gerumą“ vietą.[342] Nepaisant to, pardavimo trečiajai šaliai vertė remiasi istoriniais duomenimis apie jau įvykusių panašių sandorių kainą, į kurią paprastai yra įskaičiuota tokių sandorių sukurta pridėtinė vertė.[343] Dėl šios priežasties pardavimo trečiajai šaliai standartas JAV teismų yra atmetamas kaip netinkamas „teisingos“ vertės matas, kadangi teisinis reguliavimas (kuris jau buvo aptartas aukščiau) draudžia į „teisingos“ kainos skaičiavimus įtraukti dėl susijungimo sukurtą pridėtinę vertę, t. y. mažumos akcininkai neturi teisės reikalauti vertės, kuri būtų gaunama panašaus rinkos sąlygomis vykstančio sandorio atveju.[344]

Nei ES lygmens teisės aktuose, nei ES valstybių narių teisėje nėra tiesiogiai nurodoma, ar dėl privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo sukurta pridėtinė vertė turėtų ar neturėtų būti įskaitoma į „teisingą“ kainą. Žinoma, kaip teigia kai kurie autoriai[345], tokia diskusija dažniausiai būtų neaktuali, kadangi didžioji dalis perėmimų atveju sukuriamos pridėtinės vertės yra susijusi su kontrolės sukoncentravimu, kuri daugeliu atveju jau yra sukoncentruota dar iki privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo, todėl ir taip yra įskaičiuota į privalomo akcijų pardavimo kainą. Nepaisant to, bet kuriuo atveju, pardavimo trečiajai šaliai vertės standartas (dėl per aukštos kompensacijos už nusavinamas akcijas) gali sumažinti efektyvių įmonių perėmimų skaičių. Be to, vadovavimasis pardavimo trečiajai šaliai vertės standartu gali paskatinti kontroliuojantį akcininką elgtis oportunistiškai, t. y. pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise tada, kai įsigijimo kainų santykis yra neįprastai žemas ir remtis tokiu santykiu privalomai akcijų pardavimo kainai, kuri būtų mažesnė už „teisingą“ nusavinamų akcijų vertę, pateisinti.[346]

Kaip jau buvo minėta, nėra aišku, ar ES bei ES valstybių narių teisinis reguliavimas suteikia teisę į privalomo akcijų pardavimo kainą įskaičiuoti visą dėl jo ir perėmimo sandorio sukurtą pridėtinę vertę, t. y. nėra aišku, ar pardavimo trečiajai šaliai kriterijus gali būti naudojamas iš teisės pozicijų. Kaip jau buvo aptarta, privalomo akcijų pardavimo kaina pagal Direktyvos nuostatas yra laikoma „teisinga“ po jo einančio privalomo akcijų pardavimo kaina. Privalomo oficialaus siūlymo kaina yra paprastai nustatoma pagal sandorio, kurį įgyvendinus kilo pareiga teikti privalomą siūlymą, kainą, kuri paprastai yra už kontrolę mokama kaina. Nauda, sukuriama dėl kontrolės sukoncentravimo vienose rankose, laikytina dėl akcijų perėmimo atsirandančia verte. Taigi galima daryti prielaidą, kad bent jau privalomo akcijų pardavimo, vykdomo po privalomo oficialaus siūlymo, atveju Direktyva leidžia įtraukti dėl perėmimo atsiradusios vertės elementus į „teisingą“ kainą. Dėl šios priežasties taip pat galima teigti, jog tokie iš perėmimo atsirandančios vertės elementai galėtų būti įtraukiami į „teisingos“ kainos skaičiavimus ir kitais atvejais. Taigi, bent teoriškai, pardavimo trečiajai šaliai vertės kaip „teisingos“ kainos standarto visiškai atmesti negalima.

---

342 *Ibid.*

343 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), *"Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts"*., 50 B.C. L. Rev., p. 1037, 1038.

344 McMullin v. Beran, 765 A.2d 910, (Del. 2000), para. 919–920.

345 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), *"Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts"*., 50 B.C. L. Rev., p. 1037, 1052.

346 *Ibid.*, p. 1041.

5.2.3. Veikiančio verslo vertė kaip privalomo akcijų pardavimo kainos standartas

Įmonės, kaip veikiančio verslo, vertė neabejotinai yra dominuojantis „teisingos" privalomo akcijų pardavimo kainos vertinimo standartas.[347] Be to, tai yra standartas, kuriam, lyginant su pardavimo trečiajai šaliai (likvidacine) verte, yra teikiamas prioritetas Delavero teismuose nagrinėjant akcijų vertės nustatymo bylas.[348] Nepaisant to, praktikoje yra buvę atvejų kai pažodžiui pritaikius „veikiančio verslo" vertės kriterijų[349] ir atmetus likvidacinės vertės kriterijų, vertinant iš paskirstomojo teisingumo pozicijų, buvo gautas neteisingas rezultatas. Pavyzdžiu galėtų būti *Bell v. Kirby Lumber Corp* byla, kurioje teismas atsisakė didesne dalimi remtis likvidacine verte kaip „teisingos vertės" nustatymo kriterijumi (dėl to smulkieji akcininkai už kiekvieną akciją gavo po 254.4$, kai minimali likvidacinė įmonės turto vertė buvo 456$). Akivaizdu, kad esant suinteresuotai „taikinio" įmonės valdybai, jos, kaip „veikiančio verslo", vertė būtų buvus lygi ar aukštesnė negu įmonės turimo turto vertė. Taigi, pastaruoju atveju, tinkamai panaudojus įmonės turtą (pvz., jį pardavus), kiekvienai įmonės akcijai tenkanti tokio turto vertė būtų didesnė už įmonės, kaip veikiančio verslo, vertės dalį. Dėl šios priežasties bent iš mažumos akcininkų pozicijos prioritetas turėjo būti teikiamas likvidacinės vertės standartui.

Kitas atvejis, kai vadovaujantis „veikiančio verslo" kriterijumi gali būti gauti netikslūs rezultatai ir kuris yra labiau būdingas JAV, kur iš perėmimo (susijungimo) kylanti pridėtinė vertė nėra įskaičiuojama į „teisingą" kainą, yra tas, kai (dėl duomenų trūkumo ar nepatikimumo) „veikiančio verslo" vertei nustatyti yra naudojama palyginamoji įmonių analizė (*angl.* „comparable company analysis").[350] Kaip nurodo kai kurie autoriai, palyginamosios įmonių analizės naudojimas gali sukelti informacijos asimetriją (dėl neatskleistų reinvestavimo galimybių ir pan.) ir todėl gali lemti per mažos kompensacijos mažumos akcininkams sumokėjimą.[351] Kita vertus, smulkiesiems akcininkams gali būti „permokėta", kadangi kainos, gautos iš panašių sandorių, atspindi tokių sandorių sukurtą pridėtinę vertę, kurios bent JAV akcininkai teisės gauti neturi.

Metodai, kuriais paprastai yra nustatoma privalomo akcijų pardavimo objektu esančių „taikinio" įmonės akcijų kaina yra aptariami žemiau esančiame poskyryje.

5.3. „Teisingos" kainos nustatymo metodai

Delavero teismai dar 1983 metais pripažino, jog „teisinga" vertė gali būti nustatoma bet kokiais finansų teorijoje ir praktikoje pripažįstamais metodais.[352] Bent kelios ES valstybės narės taip pat vadovaujasi šiuo požiūriu (pvz., Olandija, kur teismas turi diskrecijos teisę pasirinkti „teisingos" kainos apskaičiavimo metodą)[353]. Be to, kai kuriose ES jurisdikcijose (nors

---

347 Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions"*. 1999, North Carolina Law Review [Vol. 78], p. 118.

348 *Ibid*., p. 119.

349 *Ibid*, p. 120.

350 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), "*Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts*"., 50 B.C. L. Rev., p. 1037, 1044.

351 *Ibid*., p. 1037, 1061.

352 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

353 Van der Elst C., Van den Steen L. „*Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights*". ECFR 4/2009, p. 429.

tai nėra visuotinai priimta taisyklė), pvz., Belgijoje (bent kaip teigia kai kurie autoriai)[354] reikalaujama, kad privalomo akcijų pardavimo kainos „teisingumas“ būtų pagrįstas bent dviem metodais. Taip pat pastebėtina, jog visuotinai pripažintų metodų naudojimas taip pat negali būti laikomas visuotinai taikoma taisykle, kadangi kai kurios ES jurisdikcijos (pvz., Ispanija ir Italija)[355] naudojasi metodais, kurie yra grindžiami aritmetiniu akcijos rinkos kainos tam tikru laikotarpiu vidurkiu.

Nepaisant to, kad egzistuoja daugybė metodų, kuriais vadovaujantis gali būti nustatoma akcijų kaina (taigi ir „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina), galima įvardinti populiariausius tam naudojamus metodus. Kaip galima spręsti iš mokslinės literatūros ir kitų šaltinių (teismų praktikos ir t.t.), populiariausi akcijų kainai nustatyti metodai yra „blokinis“ metodas, lyginamoji įmonės analizė ir GPD analizė.

Pastebėtina, jog net ir akcijų kaina, nustatyta visuotinai pripažintinu metodu, kai kuriose jurisdikcijose negalės būti pripažinta „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina, kadangi kai kuriose jurisdikcijose tokia kaina gali būti didinama siekiant mažumos akcininkams kompensuoti už akcijų vertės sumažėjimą dėl mažumos, nelikvidumo ir kitų diskontų taikymo.

Aukščiau įvardinti populiariausi akcijų kainos nustatymo metodai išsamiau aptariami žemiau.

5.3.1. „Blokinio“ metodo pritaikomumas privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti

Vadinamasis „blokinis“ metodas ar „daugiakriterinis“ metodas paprastai apibūdina techniką, kuria akcijų kaina nustatoma vadovaujantis aritmetiniu arba santykiniu kelių kintamųjų vidurkiu, pavyzdžiui, rinkos vertės, bendrovės turto vertės, praeities pajamų ir kitų kintamųjų vidurkiu.

Iki ne kartą aukščiau minėtos Weinberger bylos, „blokinis“ metodas, kuris (jei konkrečiu atveju buvo įmanoma) remdavosi santykiniu (kiekvienos dalies „svoris“ apskaičiuojant vidurkį priklausė nuo kiekvienos bylos aplinkybių) įmonės turto vertės, akcijų rinkos vertės ir bendrovės pajamų vertės vidurkiu, JAV buvo dominuojantis metodas „tikrajai“ akcijos kainai nustatyti.[356]

Prancūzijos administracinės institucijos naudoja panašų į iki Weinberger bylos JAV taikytą metodą privalomo akcijų pardavimo objektu esančių „taikinio“ įmonės akcijų kainai nustatyti. Į šiuo metodu atliekamus skaičiavimus paprastai įtraukiama „taikinio“ bendrovės turto vertė, akcijų rinkos kaina, istoriniai veiklos duomenys, o taip pat atsižvelgiama į dukterinių įmonių egzistavimą ir ateities veiklos perspektyvas.[357]

Panašumų į aukščiau aptartus metodus galima įžvelgti ir Vokietijoje taikomoje technikoje, kuria „teisinga“ kaina yra nustatoma kombinuojant GPD ar grynąja dabartine verte akcininko požiūriu nustatytą akcijų vertę ir akcijų rinkos kainą.[358]

---

354 *Ibid*., p. 424.

355 Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p.885–886.

356 Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983), para. 712.

357 Van der Elst C., Van den Steen L. „*Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights*“. ECFR 4/2009, p. 426.

358 *Ibid*., p. 430.

Kaip jau minėta, rinkos vertė gali neatitikti „teisingos“ akcijų vertės dėl didžiojo ar smulkiųjų akcininkų oportunistiško elgesio ar kitų aplinkybių, tokių kaip mažas akcijų likvidumas. Be to, įmonės turto vertė nebūtinai bus lygi panaudojant šį turtą ateityje gausiamų piniginių sumų grynajai dabartinei vertei; istoriniai veiklos duomenys gali būti netikslūs dėl kontroliuojančio akcininko veiksmų. Taigi „blokinis“ metodas ne visada leidžia nustatyti tikslią akcijų kainą ir todėl tai buvo bene pagrindinė priežastis kodėl šio metodo buvo atsisakyta JAV.

Šio metodo pritaikymas taip pat gali kelti problemų dėl to, jog kiekvienu atveju kyla poreikis kiekvienos iš dedamųjų (akcijų rinkos vertei, turto vertei ir kt.) lyginamajam svoriui galutiniame vertinime nustatyti.

5.3.2. Lyginamosios įmonės analizės pritaikomumas privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti

Lyginamoji įmonės analizė yra metodas, kurio pagrindą sudaro panašių įmonių finansinių koeficientų (pvz., sandorio kainos/pajamų, verslo vertės/nuosavybės prieš palūkanas, mokesčius ir amortizaciją etc.) naudojimas siekiant nustatyti „taikinio“ įmonės vertę.

Lyginamoji įmonės analizė paprastai yra naudojama, kai nepakanka duomenų GPD analizei atlikti arba tais atvejais, kai pastarasis metodas yra netinkamas.

Kaip teigia kai kurie autoriai[359], privalomo akcijų pardavimo kaina nustatyta lyginamosios įmonės analizės būdu (išskyrus atvejus, kai „taikinio“ įmonės kontrolė siūlytojo yra įgyta anksčiau)[360] yra nesuderinama su JAV įstatymų baze, kadangi šioje jurisdikcijoje, kaip jau minėta, į privalomo akcijų pardavimo kainą negali būti įtraukiama dėl kontrolės perėmimo sukuriama pridėtinė vertė, kai tuo tarpu į lyginamosios įmonės analizės būdu apskaičiuotą kainą kontrolės premija paprastai yra įtraukiama.

Paprastai siekiant nustatyti įmonės ar jos akcijų vertę lyginamosios įmonės analizės būdu yra vadovaujamasi istoriniais duomenimis.[361] Dėl šios priežasties atliekant vertinimą lyginamosios įmonės analizės būdu, apskaičiuojant „taikinio“ įmonės vertę nėra atsižvelgiama į realius įmonės ateities veiklos planus, todėl „taikinio“ įmonės vertė dabartine šių ateities planų verte nepapildoma.

Taigi lyginamoji įmonės analizė neturėtų būti naudojama tais atvejais, kai teisės aktai draudžia į teisingą privalomo akcijų pardavimo kainą įskaičiuoti dėl privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo sukuriamos pridėtinės vertės elementus. Be to, lyginamoji įmonės analizė gali nenustatyti teisingos akcijų kainos tais atvejais, kai reikšmingą „taikinio“ įmonės turto dalį sudaro iki privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo atsiradę ir nerealizuoti įmonės plėtros planai.

5.3.3. GPD metodo pritaikomumas privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti

Naudojant GPD metodą, dabartinė konkretaus turto vertė nustatoma apskaičiuojant šio turto ateityje sukursimus piniginius srautus ir diskontuojant tokius srautus vadovaujantis

---

[359] Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), "*Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts*"., 50 B.C. L. Rev.

[360] *Ibid*., p. 1037, 1053.

[361] Žr. Eisenhofer, J. W. & Reed, J. L. "*Valuation Litigation*", 22 Delaware Journal of Corporate Law. 1997, 37, p. 116–19.

tam tikra diskonto norma.[362] GPD analizė apima šiuos pagrindinius elementus: 1) grynųjų piniginių srautų, kuriuos sukurs įmonė, nustatymą bei nustatymą, kada šie srautai bus sukurti; 2) galutinę ar likutinę vertę, lygią turto ateities vertei; 3) kapitalo kaštų normą, kuri bus naudojama diskontuojant ateities grynųjų pinigų srautus ir likutinę turto vertę siekiant nustatyti jų grynąją dabartinę vertę.[363]

Nors GPD analizė yra plačiai naudojamas metodas ES jurisdikcijose[364] bei (po Weinberger bylos) pirmasis pasirinkimas nustatant įmonės vertę JAV, ši analizė gali būti kritikuojama dėl neaiškumo apskaičiuojant grynųjų pinigų srautus ir parenkant tinkamas diskonto normas.[365] Šie neaiškumai gali lemti pakankamai skirtingus vertinimo rezultatus.[366]

GPD analizė taip pat gali pateikti netikslius rezultatus tada, kai ji yra naudojama nustatyti finansų institucijų akcijų vertę, kadangi atliekant šį vertinimą nėra atsižvelgiama į privalomuosius kapitalo ir kitus panašaus pobūdžio reikalavimus.

Nepaisant to, GPD analizė yra pats lanksčiausias metodas „taikinio" įmonės vertei (akcijų kainai) nustatyti, kadangi taikant šį metodą galima atsižvelgti arba, pagal teisės aktų pagrindu suformuluotą poreikį, neatsižvelgti į daugelį įmonės vertei įtakos turinčių dedamųjų, tokių kaip realizuotini plėtros planai.

5.3.4. Mažumos diskontas ir kitos privalomo akcijų pardavimo objektu esančių akcijų kainos korekcijos

Teisės aktai ir teismų praktika bei administracinių institucijų rekomendacijos tiek JAV, tiek kai kuriose ES jurisdikcijose nurodo, kad nustatyta privalomo akcijų pardavimo objektu esančių akcijų kaina turėtų būti padidinta dėl to, jog tokia kaina yra sumažinta dėl kontrolės trūkumo. Tokia pozicija kildinama iš prielaidos, jog bendrovė ir akcijos yra atskiri vienetai, kadangi akcijos suteikia tik ribotas teises į bendrovę (jos turtą) ir todėl jų vertė neatspindi visos pačios bendrovės vertės.[367]

Pavyzdžiui, vadovaudamiesi aukščiau aptarta teorine pozicija Delavero teismai bandė koreguoti nustatytą akcijų vertę prie jos pridėdami tam tikrą sumą, kuri turėjo užtikrinti, jog kontrolės vertė yra paskirstoma visoms akcijoms lygiomis dalimis.[368] Tokia tariamo „mažumos diskonto" samprata buvo itin kritikuojama mokslininkų kaip nesuderinama su moderniąją korporatyvinių finansų teorija (kuri tvirtina, jog akcijų rinkos kaina atspindi

---

362 Onti, Inc. v. Integra Bank, 751 A.2d 904, 912 (Del.Ch.1999).

363 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 545.

364 Van der Elst C., Van den Steen L. „*Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights*". ECFR 4/2009, p. 430.

365 Weston J. F. et all "*Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*". 4th edn. (Upper Saddle River, NJ, Pearson Prentice Hall 2004); Mitchell, M. L. & Mulherin, J. H. "*Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*", 4th edn. (Upper Saddle River, NJ, Pearson Prentice Hall 2004), p. 232–255.

366 Cox, J. D. *et al*. "*Securities Regulation – Cases and Materials*", 4th edn. (Gaithersburg, Aspen Publishers 2004), p. 99.

367 Pvz., žr. Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhause *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research,* 60 N.Y.U. L. Razv. 761, 825, 1985.

368 Agranoff v. Mille, 791 A.2d 880, 887 (Del. Ch. 2001).

kiekvienai iš akcijų tenkančių bendrovės diskontuotų grynųjų piniginių srautų dalį)[369], taip pat nesuderinama su teisės aktuose įtvirtinta taisykle, jog į „teisingą" kainą akcijų kainos nustatymo teisminėje procedūroje nėra atsižvelgiama į dėl perėmimo (susijungimo) atsiradusią pridėtinę vertę.[370]

ES jurisdikcijoje, tiek po oficialaus siūlymo einančio privalomo akcijų pardavimo, tiek kitu atveju, kai šia teise galima pasinaudoti, „taikinio" įmonės stambusis akcininkas paprastai jau iki pasinaudojimo šia teise turi sukoncentraveęs „taikinio" įmonės kontrolę savo rankose, todėl aukščiau pateikta diskusija ES atveju yra mažiau aktuali dėl to, jog kontrolės vertė privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymo metu jau yra įtraukta į įmonės vertę ir todėl kontrolės vertės dalis turėtų atitekti smulkiesiems akcininkas, bent jau tol, kol „teisingos" kainos standartu yra laikoma veikiančio verslo vertė.

Pastebėtina, jog yra atvejų, kai kontroliuojantis akcininkas gali sąmoningai neefektyviai valdyti bendrovę ir ją naudoti asmeniniams tikslams, siekdamas sumažinti akcijų kainą bei išvengti „teisingos" kainos sumokėjimo už iš mažumos nusavinamas akcijas.[371] Tokiais atvejais tie patys autoriai sutinka, jog kaina turėtų būti padidinta; visgi, autoriai nurodo, jog tam padaryti turėtų būti naudojamos labiau su finansų teorija suderinamos technikos, nei „mažumos diskonto" premijos priedas.[372] Norimą rezultatą galima pasiekti pakoreguojant „taikinio" įmonės pajamas ar grynuosius pinigų srautus juos padidinant ir taip kompensuojant jiems kontroliuojančio akcininko padarytą neigiamą poveikį.[373]

5.4. JAV: „Teisingos kainos" ir „Teisingos vertės" samprata

Delavero teisėje galima išskirti dvi skirtingas „teisingos kainos" ir „teisingos vertės" sąvokas.

Mažumos akcininkai interesų konflikto sąlygomis vykdomo privalomo akcijų pardavimo susijungimo būdu atveju yra ginami fiduciarinio principo, kurio tikslas yra užtikrinti, jog akcininkai už savo turimas „taikinio" įmonės akcijas gautų „teisingą kainą".[374]

„Teisingos kainos" standartas yra susijęs su būsimo susijungimo ekonominiais ir finansiniais aspektais, įskaitant: bendrovės turtu, tokio turto rinkos verte, pajamomis, ateities perspektyvomis ir visais kitais aspektais, kurie gali turėti įtakos „tikrajai" (*angl.* „intrinsic") ar neatskiriamai (*angl.* „inherent") bendrovės akcijų vertei.[375] Kaip jau minėta, „teisinga kaina" yra vienas iš visiško sąžiningumo testo elementų, t. y. mažumos akcininkai gali prašyti įvertinti „taikinio" įmonės valdybos (veikiančios interesų konflikto sąlygomis, t. y. kaip Ilgojo susijungimo atveju) veiksmus „teisingos kainos" standarto aspektu.[376]

---

[369] Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*" 156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008, p. 49.

[370] Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), "*Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts*"., 50 B.C. L. Rev., p. 1037, 1052.

[371] Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*" 156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008, p. 6-7.

[372] *Ibid*., p. 7.

[373] *Ibid*., p. 60.

[374] Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions"*. 1999, North Carolina Law Review [Vol. 78].

[375] Žr. Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983), para. 713.

[376] Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions"*. 1999, North Carolina Law Review [Vol. 78], p. 109.

„Teisingos vertės“ principas yra jau aukščiau aptartų ieškinių dėl akcijų vertinimo, kurie yra vienintelė ir galutinė akcininko teisių gynybos priemonė tais atvejais, kai susijungimo sandoryje negalima įžvelgti nesąžiningumo (veikimo interesų konflikto sąlygomis), pagrindas.[377] Suteikiama statutine teise reikalauti pakartotinio akcijų įvertinimo, akcininkams yra užtikrinama galimybė pasitraukti iš bendrovės gaunant „teisingą“ iš jų paimamų akcijų vertę, kuri paprastai sudaro akcijų skaičiui proporcingą bendrovės, kaip veikiančio verslo, vertės dalį[378] ar likvidacinės vertės dalį[379]. Nepaisant šio dualumo, pagrindinis ir prioritetinis principas pagal DGCL yra tas, kad akcininkams privalo būti sumokėta už tai, kas yra iš jų paimama, t. y. jų turimoms akcijoms proporcingą bendrovės, kaip veikiančio verslo, vertės dalį.[380] Ginčo iniciatorių (smulkiųjų akcininkų) sėkmės atveju, didysis akcininkas privalo smulkiajam akcininkui sumokėti piniginę kompensaciją, kuri yra lygi akcijų „teisingai vertei“.

Nepaisant aukščiau įvardintų teisminių ginčų dėl „teisingos kainos“ (fiduciarinių pareigų pažeidimo) ir „teisingos vertės“ (teisminio akcijų įvertinimo) skirtumų, tarp šių dviejų procesų gali būti naudingų persidengimų, pavyzdžiui, įmonės valdymo organų narių (ypač tada, kai jie yra ir kontroliuojantys „taikinio“ įmonės akcininkai) „pasisavinta“ (įmonės lygmeniu nerealizuota) verslo galimybė galėtų būti pagrindas pradėti teismo procesą dėl fiduciarinės lojalumo pareigos pažeidimo, ir, tuo pačiu, tokia „pasisavinta“ verslo galimybė (taigi, įmonės nerealizuota galimybė) galėtų būti įtraukta į įmonės turtą „teisingos vertės“, t. y. akcijų įvertinimo procese.[381] Yra svarbu pastebėti, kad šios dvi koncepcijos turi ir kitų panašumų – jų abiejų tikslas yra ginti smulkiųjų „taikinio“ įmonės akcininkų interesus. Be to, jos abi kelia rimtų problemų teismams[382], kadangi abiejų šių procesų metu reikia atlikti sudėtingus finansinius skaičiavimus susijusius su komplikuotais korporacinių finansų klausimais.[383]

5.4.1. „Teisingos kainos“ samprata valdymo organų fiduciarinių pareigų pažeidimo privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo metu procesuose

„Teisinga kaina“ yra vienas iš „sąžiningumo“ doktrinos elementų.[384] Kaip jau užsiminta anksčiau, „teisinga kaina“ yra susijusi su privalomo akcijų pardavimo sandorio ekonominėmis ir finansinėmis aplinkybėmis ir apima tokius elementus kaip turtas, rinkos vertė, pajamos, ateities prognozės ir bet kokius kitus, kurie turi įtakos tikrajai ir neatsiejamai „taikinio“ įmonės akcijos kainai.[385] Kitaip sakant, „taikinio“ įmonės akcininkai yra saugomi bendrosios

---

377 *Ibid.*, p. 111, 112; Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*“156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008, p. 9.

378 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration".* 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 526

379 Bell v. Kirby Lumber Corp., 413 A.2d 137 (Del. 1980), para. 141.

380 Tri Continental Corp. v. Battye. 74 A.2d 71, (Del. 1950). para. 72.

381 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*“156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008.

382 Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions".* 1999, North Carolina Law Review [Vol. 78], p. 103 ir 9 išnaša.

383 *Ibid.*, p. 104.

384 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration".* 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 523.

385 Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983), para. 713.

teisės nustatytų fiduciarinių pareigų, kurios užtikrina, kad jie už savo turimas „taikinio“ įmonės akcijas gautų „teisingą kainą“, t. y. teismas kiekvienu nagrinėjamu atveju turi laikyti „teisingą kainą“ neatsiejama visiško sąžiningumo testo dalimi.[386]

Čia kyla klausimas, kas sudaro šios fiduciarinės pareigos turinį. Kai susijungimo sandoris vyksta tarp nesusijusių asmenų, „taikinio“ įmonės valdyba turi pareigą derėtis dėl aukščiausios įmanomos sandorio kainos[387], todėl būtų logiška manyti, kad tuo atveju, kai toks sandoris vyksta tarp susijusių asmenų, kur egzistuoja aiškus interesų konfliktas (didysis akcininkas kontroliuoja abi susijungimo sandorio šalis) ir smulkiųjų akcininkų teisėms kyla didesnė grėsmė negu pirmuoju atveju, „taikinio“ įmonės valdybos pareigos turėtų būti tokios pačios. Panašus klausimas buvo iškeltas ir teismų praktikoje. *Weinberger* byloje kilo klausimas, ar didysis akcininkas privalo visais atvejais atskleisti savo aukščiausią kainą, kurią jis yra pasiruošęs mokėti už „taikinio“ įmonės akcijas.[388] Praėjus dvejiems metams nuo šios bylos pradžios į šį klausimą buvo atsakyta neigiamai, t. y. teismas nusprendė, jog didysis akcininkas neprivalo atskleisti aukščiausios jam priimtinos kainos siekdamas užtikrinti sandorio sąžiningumą.[389] Be to, iš teismo pateikto atsakymo galima suprasti ir tai, kad ne visa sandoriu sukurta pridėtinė vertė (sinergijos) turi atitekti smulkiesiems akcininkams.[390]

Taip pat šioje byloje teismas nedviprasmiškai pasisakė, kokia „teisingos kainos“ nustatymo procedūra jam yra priimtiniausia (kaina, kuri buvo nustatyta SK).[391] Kaip jau minėta anksčiau, teismas taip pat pastebėjo, kad nors SK suformavimas nepakeičia visiško sąžiningumo testo verslo vertinimo taisykle, bet perkelia įrodinėjimo naštą ieškovams, t. y., smulkiesiems „taikinio“ įmonės akcininkams.[392]

Derėtų pastebėti, kad OP pasiūlymo privalomame akcijų pardavime „teisingos kainos“ nustatymo procedūra gali būti kiek kitokia. Pirma, siūlytojas neprivalo „taikinio“ įmonės akcininkams pasiūlyti „teisingos kainos“[393], tol kol pasiūlymas išlieka nepriverstiniu (nėra prievartos elementų aptartų aukščiau).[394] Taigi, tokiu atveju pasiūlymo kaina nebus ginčo objektu[395] - *„[..] nesant prievartos elemento ir laikantis visų informacijos atskleidimo reikalavimų, kainos pakankamumo klausimas negali būti keliamas“*[396]. Be to, ir reikalavimai pačiai procedūrai skiriasi. Nėra reikalaujama, kad toks sandoris (tiksliau jo antroji dalis – „trumpasis“ susijungimas) būtų patvirtintas „taikinio“ valdybos ir akcininkų, jei kontroliuojantis akcininkas turi ne mažiau kaip 90% „taikinio“ įmonės akcijų. Visgi, tokiu atveju smulkieji akcininkai gali pasinaudoti įvertinimo procesu.[397] Todėl, įvertinimo proceso metu siekiant

---

386 Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions"*. 1999, North Carolina Law Review [Vol. 78], p. 102.

387 Revlon Inc. v. MacIrrews & Farbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

388 Pritchard A. C. *"Tender offers by controlling shareholders: the spectre of coercion and fair price"*. 2004, Berkeley Business Law Journal [Vol. 1:83], p. 86.

389 Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983, para. 939.

390 Pritchard A. C. *"Tender offers by controlling shareholders: the spectre of coercion and fair price"*. 2004, Berkeley Business Law Journal [Vol. 1:83], p. 87.

391 *Ibid*.

392 Kahn v. Lynch Communication systems. 638 A.2d 1110 (Del. 1994), para. 1117.

393 Solomon v. Pathe Communications Corp., 672 A 2d 35 (Del. 1996), para. 39.

394 *Ibid*., para. 39.

395 *Ibid*., para. 39-40.

396 *Ibid*., para. 37.

397 DGCL, str. 253.

nustatyti akcijų „teisingą vertę“ vis tiek bus atsižvelgta į daugumą aspektų, kurie būtų nagrinėjami sąžiningumo proceso metu siekiant nustatyti „teisingą kainą“.[398]

Vertėtų trumpai paminėti standartus, kuriuos teismas naudoja nustatydamas „teisingą kainą“. Taip pat kaip ir įvertinimo procese, teismas apibrėžia „teisingą kainą“ kaip „veikiančio verslo“ (*angl.* – „going concern“) vertės dalį, bet nesivadovauja „pardavimo trečiajai šaliai“ (ar likvidacine) verte net ir tais atvejais, kai pastaroji yra didesnė už pirmąją[399] ir taip iš esmės ignoruoja įmonės gero administravimo faktorių grupę. Tikroji ieškovo turimų akcijų vertė yra „jo turimų akcijų skaičiui proporcinga visos įmonės, kaip veikiančio verslo, vertės dalis“,[400] todėl iš „ teisingos kainos“, kaip ir iš „teisingos vertės“ įvertinimo procese, nėra atskaitoma vadinamoji „mažumos nuolaida“ (*angl.* – „minority discount“), kuri yra suprantama kaip suma, atimama iš akcijos rinkos vertės, dėl to, kad nedidelis turimų akcijų skaičius nesuteikia jokios įtakos įmonės sprendimų priėmime.[401]

Pabaigai, paminėtina, kad neatskleistos esminės informacijos grupei priklausantys faktoriai (informacijos asimetrijos panaikinimas)[402] ir neteisėtai nusavintos įmonės verslo galimybės, kurios pagrįstai galėjo būti realizuotos,[403] gali būti įtrauktos vertinant „teisingą kainą“.

5.4.2. „Teisinga vertė“ ir pakartotinis privalomo akcijų pardavimo vertinimo procesas

Delavere teisė kreiptis į teismą dėl akcijų įvertinimo galima tik tais atvejais, kai smulkiųjų akcininkų teisėms kyla itin rimta ir reali grėsmė.[404] Privalomo akcijų pardavimo susijungimo sandoris yra vienas iš tokių atvejų.

DGCL numato teisę kreiptis į teismą dėl akcijų įvertinimo tik dvejais šiam darbui aktualiais atvejais: susijungimo, kurio metu smulkiųjų akcininkų akcijos išperkamos atsiskaitant grynaisiais pinigais ir jau minėto „trumpojo“ susijungimo atveju.[405]

Užtikrindamas teisę į akcijų įvertinimą, DGCL smulkiesiems akcininkams suteikia teisę pasitraukti iš įmonės gavus akcijų „teisingą vertę“ atitinkančią kompensaciją. Čia, nustatant „teisingą vertę“, daugiausia dėmesio skiriama nustatant įmonės kaip veikiančio verslo vertę[406] ir įmonės likvidacinę vertę.[407] Nepaisant šio dualumo, pagrindinis ir dominuojantis įmonės vertės kriterijus pagal DGCL yra garantija, kad akcininkams privalo būti kompensuota už

---

398 Unocal v. Unocal Explaration Corp. 777 A. 2d (Del. 2001), para. 247-48.

399 Žr, pvz. Roenblatt v. Getty Oil Co., 493 A.2d 929 (Del. 1985), para. 942.

400 Kahn V. Tremont Corp., No. Civ. A. 123339, WL 145452, (Del. Ch. Mar. 21, 1996), para. 9.

401 http://www.answers.com/topic/minority-discount#Business_Dictionary

402 Kahn v. Tremont Corp. No. civ. A. 12339, 1996 WL 145452 (Del. Ch. Mar. 21, 1996) (mem.), para. 1, kur buvo pastebėta, kad "[..] teisinga kaina yra kaina, kuri būtų priimtina racionaliai mastančiam vyrui ar moteriai, kurie turi galimybę gauti visą sprendimui priimti reikalingą informaciją" (*vertimas iš anglų kalbos*).

403 Ryan v. Tad's Enterprises, Inc., 709 A.2d 682 (Del. Ch. 1996), para. 690.

404 Rirall S. T., "*Revising the Delaware Appraisal Statute*".2000, Delaware Law Review [Vol. 3:1], p. 16-17.

405 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*“ 156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008, p. 8.

406 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], 187 išnaša.

407 Case Bell v. Kirby Lumber Corp., 413 A.2d 137 (Del. 1980), para. 141.

tai, kas iš jų yra paimama, t. y., jo turimų akcijų kiekiui proporcinga įmonės, kaip veikiančio verslo dalis.[408]

Apskritai, vertinimo procese įmonės akcijų vertė gali būti nustatoma „bet kokiais būdais ir metodais, kurie yra laikomi priimtinais finansų bendruomenėje ir kitais atvejais būtų teismo priimami kaip įrodinėjimo priemonė".[409] Nustatant „teisingą vertę" visi susiję faktoriai, įskaitant nuostolius ir ateities vertės elementus, turėtų būti įvertinti, jei tai yra reikalinga.[410]

Dabar derėtų trumpai apžvelgti nustatant „teisingą vertę" teismo naudojamus metodus. Iki jau anksčiau paminėtos *Weinberger* bylos, dominuojantis metodas nustatant „teisingą" ar tikrąją akcijos vertę buvo vadinamasis „Delavero blokinis metodas" (*angl.* „Delaware block method"). Naudojant šį metodą, kai būdavo įmanoma, teismas nustatydavo įmonės turto vertę, įmonės akcijos rinkos vertę bei įmonės ateities įplaukų vertę, o tada, remdamasis bylos faktinėmis aplinkybėmis, nustatydavo kokią galutinės vertės dalį turėtų sudaryti kiekvienas iš šių elementų.[411] Po šios bylos teismai pradėjo vadovautis liberalesniu GPD metodu kaip vyraujančiu metodu nustatant „teisingą vertę".[412]

Priešingai negu Delavero blokinis metodas, kuris iš esmės dėmesį skyrė vien tik istoriniams vertės kriterijams, GPD vertina ir įmonės veiklos ateities perspektyvas. GPD analizė vertina įmonės ateities grynųjų pinigų srauto projekcijas pagal šiuos pagrindinius komponentus: 1) grynųjų pinigų srautų vertė ir gavimo (įmonėje) laikas; 2) likvidacinė ir likutinė grynųjų pinigų srautų, kurie nepatenka į planuojamą periodą, vertė, lygi ateities vertei, skaičiuojamai nuo planuojamo periodo pabaigos; ir 3) kapitalo dabartinės vertės kaina, sumažinta grynųjų pinigų srautų projekcijomis ir planuojama likvidacine ar likutine verte.[413]

Čia kyla klausimas, kurie konkretūs po privalomo akcijų pardavimo (susijungimo) sandorio sukuriamos vertės elementai (sinergijos arba pajamos) turėtų būti įvertinti vertinant įmonės turtą aukščiau įvardintu modeliu. Atrodo, kad teismų praktika visus pridėtinę vertę sukuriančius elementus skiria į „spekuliatyvias" ir „ne spekuliatyvias" pajamas (atsižvelgia tik į pirmąsias),[414] bet tai nėra vienintelė nuomonė. Egzistuoja ir nuomonė, kad visos pajamos, kurios yra neatskleistos vidinės įmonės informacijos pasekmė (ypač informacija, apie neatskleistus piniginius srautus), turėtų būti įtrauktos nustatant įmonės akcijų „teisingą vertę", kai tuo tarpu kitos dėl sandorio (susijungimo) atsiradusios ar atsirasiančios pajamos į „teisingos vertės" apskaičiavimus neturėtų būti įtrauktos.[415]

Iš pirmo žvilgsnio atrodo, kad DGCL draudžia įskaityti iš susijungimo atsiradusias pajamas apskaičiuojant įmonės akcijos „teisingą vertę" įvertinimo procese.[416]. Nepaisant gramatinio šios draudimą įtvirtinančios statutinės nuostatos aiškumo ir konkretumo,

---

408 Tri Continental Corp. v. Battye. 74 A.2d 71, (Del. 1950), para. 72.

409 Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983, para. 713.

410 Unocal v. Unocal Explaration Corp. 777 A. 2d (Del. 2001), para. 248.

411 Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983, para. 712.

412 Ryan v. Tad's Enterprises, Inc., 709 A.2d 682 (Del. Ch. 1996), para. 702.

413 Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration".* 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 545 ir išnaša 199.

414 Cede & Co. v. Technicolar, Inc., 1990 WL 161084 (Del. Ch., Oct. 19,1990), para. 287.

415 Coffee J. C., "*Transfers of Control ir the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?".* 1996, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 21].

416 DGCL,. 262 (h) str.: "[..] teismas privalo nustatyti teisingą akcijų vertę neatsižvelgdamas į jokius akcijų vertės elementus atsiradusius dėl susijungimo įgyvendinimo ar dėl paskelbimo apie tokio susijungimo planuojamą įgyvendinimą [..]" (*vertimas iš anglų kalbos*).

Teismas pasisakė, kad „*šis apribojimas turi būti aiškinamas siaurinamai [..]*“ ir kad jo pagrindinis tikslas yra „*[..] eliminuoti spekuliatyvias projekcijas, susijusias su susijungimo sandorio pabaiga*“.[417] Visgi, ši nuomonė buvo kritikuojama dėl savo nenuoseklumo ir dėl per plataus aiškinimo, kad ne spekuliatyvios pajamos (vertės elementai) turėtų būti įtraukti į vertinimą.[418]

Apibendrindami galime pastebėti, kad be jokių didesnių abejonių į „teisingą vertę“ yra įskaitoma dabartinio įmonės turto vertė ir šio turto sugeneruoti grynųjų pinigų srautai. Galbūt ne taip tvirtai galima teigti, kad nustatant „teisingą vertę“ privaloma atsižvelgti į įmonės reinvesticines galimybes.[419] Taigi, įmonė, kaip veikiantis verslas negali būti apibrėžta vien tik kaip jos dabartinis turtas ir atsargos, bet šis apibrėžimas turi būti papildytas taip pat įskaitant ir tą turtą, kurį įmonė planuoja įsigyti pagal dabartinę savo veiklos strategiją.[420]

5.5. Privalomo akcijų pardavimo kaina ES

Diskusija apie teisingos privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymą ES yra ženkliai trumpesnė už aukščiau pateiktą diskusiją teisingos kompensacijos JAV aspektu. Jau minėta Tryliktoji įmonių teisės Direktyva yra žemiau pateikiamos diskusijos apie „teisingą kainą“ ES atskaitos taškas. Vadovaujantis Direktyvos nuostatomis, valstybės narės privalo užtikrinti „teisingą“ privalomo akcijų pardavimo kainą.[421]

5.5.1. „Teisinga“ kaina ir oficialus pasiūlymas: „teisingumo“ prezumpcija

Privalomas akcijų pardavimas yra paskutinis ir labai tikėtinas „taikinio“ įmonės perėmimo procedūros etapas. Į tai atsižvelgia ir Direktyva, susiedama privalomo akcijų pardavimo kainą su privalomo oficialaus pasiūlymo kaina ar tam tikrus kriterijus atitinkančio oficialaus pasiūlymo kaina[422]: Direktyvoje nurodoma, kad privalomo akcijų pardavimo kaina bus laikoma „teisinga“, jei siūlytojas, kuris (prieš ar po oficialaus savanoriško siūlymo įgyvendinimo) turi 90% „taikinio“ įmonės balsavimo teises suteikiančio kapitalo, savanoriško pasiūlymo įgyvendinimo metu įsigyja ne mažiau kaip 90% pasiūlymo objektu esančių (t.y. visų likusių) „taikinio“ įmonės akcijų.[423] Pažymėtina, jog savanoriško oficialaus pasiūlymo atveju siūlytojas „taikinio“ įmonės akcijų kainą gali pasiūlyti savo nuožiūra, kai tuo tarpu privalomo oficialaus pasiūlymo atveju žemiausia galima tokio pasiūlymo kaina yra aukščiausia siūlytojo už „taikinio“ įmonės akcijas sumokėta kaina valstybės narės nustatytu laikotarpiu.[424]

Direktyvoje nėra jokio tolimesnio paaiškinimo, ar ir kada aukščiau paminėtos prezumpcijos gali būti nuginčytos. Kai kurie mokslininkai tvirtina, kad „teisingos“ kainos

---

417 Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983), para. 713.

418 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*“156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008 p. 28.

419 *Ibid*., p. 8.

420 *Ibid.*

421 Direktyva, str. 15(5).

422 Direktyva, str. 15(5) : “Pateikus savanorišką pasiūlymą [..] pasiūlyme pasiūlytas atlygis laikomas sąžiningu, kai priimant pasiūlymą siūlytojas įsigyja vertybinių popierių, kurie sudaro ne mažiau kaip 90 % balsavimo teisių suteikiančio kapitalo, įeinančio į pasiūlymą”.

423 Direktyva, str. 15(5).

424 Direktyva, str. 5(4).

prezumpcija yra nuginčijama, t. y. privalomo akcijų pardavimo kainos, kuri yra lygi prieš tai įgyvendinto oficialaus pasiūlymo kainai, pagrįstumą tam tikrais atvejais galima ginčyti teismine ar administracine tvarka.[425] Kiti autoriai, ypač Vokietijos mokslininkai ir praktikai, teigia, jog paminėtos prezumpcijos yra nenuginčijamos.[426]

Problema, ar Direktyvoje įtvirtintos privalomo akcijų pardavimo kainos teisingumo prezumpcijos yra nuginčijamos, ar ne, gali būti išspręsta valstybių narių lygmeniu. Visgi, net ir tuo atveju, jei „teisingos" kainos prezumpcija ir būtų pripažinta nuginčijama, yra abejotina, ar „taikinio" įmonės akcijų kaina, kurią „teisinga" pripažįsta įstatymų leidėjas, galėtų išsamiai būti tikrinama teisminiu ar administraciniu būdu (ypač civilinės teisės šalyse).[427]

Kaip jau minėta, vadovaujantis Direktyvos nuostatomis, privalomo akcijų pardavimo teise galima pasinaudoti per tris mėnesius nuo oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo. Taigi būtų logiška manyti, jog čia aptariama „teisingos" kainos prezumpcija būtų nebetaikoma tuo atveju, jei privalomas akcijų pardavimas būtų įgyvendintas po šio termino pabaigos. Be to, kaip teigia kai kurie autoriai, „teisingos" kainos prezumpcija neturėtų būti taikoma tais atvejais, kai esminės reikšmės „taikinio" įmonės akcijų kainai ar „taikinio" įmonės veiklai turinti informacija paaiškėja po oficialaus pasiūlymo pabaigos ar tais atvejais, kai informacija netinkamai atskleidžiama prieš oficialų pasiūlymą ar jo metu.[428]

Išskyrus aukščiau aptartus atvejus, Direktyva nepateikia jokių kitų taisyklių teisingai privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti. Pavyzdžiui, Direktyva nereguliuoja privalomo akcijų pardavimo, kuris įgyvendinamas ne Direktyvoje aptartais atvejais (pvz., „korporatyvinio" privalomo akcijų pardavimo); tai – ES valstybių narių prerogatyva. Žinoma, ES valstybės narės gali savo teisynuose numatyti papildomas privalomo akcijų pardavimo objektu esančių „taikinio" įmonės akcijų kainos nustatymo taisykles, kadangi, kaip jau minėta, Direktyva siekiama tik minimalaus nacionalinių nuostatų harmonizavimo. Kai kurių autorių teigimu, į Direktyvos taikymo sritį tiesiogiai nepatenkančiais atvejais teisinga kaina turėtų būti nustatoma ekspertų.[429]

a. Skatinimo kuo greičiau parduoti „taikinio" įmonės akcijas aspektas

Tiek privalomo, tiek savanoriško oficialaus pasiūlymo kaina yra žemutinė po tokio pasiūlymo inicijuojamo privalomo akcijų pardavimo kainos riba. Tai kyla iš vienodo traktavimo principo (vienodo režimo taikymo principo)[430], kurio tikslas yra pašalinti „provokuojančios"

[425] Van der Elst C. ir Van den Steen L."*Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent, p. 32; Van der Elst C., Van den Steen L. *„Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights"*. ECFR 4/2009, p. 421.

[426] Austmann A. & Mennicke P., *„Übernahmerechlicher Squeeze-out und Sell-out"*, NEUE ZEITSCHRIFT FÜR GESELLSCHAFTSRECHT 846, 851 (2004); Krause H., *„BB-Europareport: Die EU-Übernahmerichtiline – Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz"*, DER BETRIEBS-BERATER 113, 118 (2004), p. 3.

[427] Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p. 893.

[428] Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 510–513.

[429] "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

[430] Direktyva, str. 3(1)(a).

taktikos pačiam pirmam parduoti savo turimas taikinio įmonės akcijas (*angl.* „front-end loaded“)[431] riziką, t. y. akcininkai, kurie neatsiliepia į pasiūlymą, gali būti tikri, kad jie vis dar galės gauti identišką pasiūlymo kainai kompensaciją už iš jų paimamas akcijas tuo atveju, jei į pasiūlymą atsilieptų pakankamas kiekis balso teisę turinčių „taikinio“ įmonės vertybinių popierių savininkų. Visgi, tokia lygybė yra daugiau teorinė nei praktinė, nes, tuo atveju, jei oficialus pasiūlymas yra sėkmingas, neatsiliepimas į jį nukels kompensacijos gavimą ne mažiau kaip šešiais mėnesiais ir taip sumažins jo vertę.[432]

Be to, smulkieji akcininkai tokiu atveju susidurs su vadinamąja „kalinio dilema“, kadangi kiekvienas iš jų žinos, kad kiti akcininkai dvejoja sutikti su oficialaus pasiūlymo kaina[433], t. y. atsilieptį į pasiūlymą, ar nesutikti, bet kartu rizikuoti vėliau gauti dėl infliacijos ir kitų priežasčių nuvertėjusią tą pačią pasiūlymo kainą atitinkančią kompensaciją. Kalbant žaidimo teorijos (*angl.* „game theory“) terminologija, atsiliepimas į oficialų pasiūlymą tokiu atveju būtų dominuojanti strategija. Delavero smulkieji akcininkai susiduria su analogiška problema OP pasiūlymo privalomuose akcijų pardavimuose.

Taigi bent teoriniame lygmenyje galima pripažinti, jog mažumos akcininkai tokiu teisiniu reguliavimu yra skatinami priimti oficialų pasiūlymą dėl gautinos kompensacijos išmokėjimo laiko.

b. Kuri akcijų kaina turėtų būti laikoma „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina?

Savanoriško oficialaus pasiūlymo atveju siūlytojas kainą gali nustatyti savo nuožiūra, kai privalomo oficialaus pasiūlymo kaina negali būti žemesnė negu aukščiausia siūlytojo už „taikinio“ įmonės akcijas mokėta kaina per tam tikrą ES šalies nustatytą laiko tarpą.[434]

Po oficialaus pasiūlymo išperkamų akcijų kaina gali būti žemesnė, aukštesnė ar lygi tokių akcijų rinkos kainai. Kaip jau buvo minėta anksčiau, kyla klausimas ar rinkos kaina turėtų būti laikoma „teisinga kaina“. Pasikartosime, kad rinkos kaina gali neatitikti tikrosios akcijų kainos. Visgi, visuotinai priimtina GPD analizė kelia dvi jau anksčiau nurodytas abejones, t. y. kokius pajamų srautus įtraukti į skaičiavimus ir kokius diskonto tarifus naudoti.[435] Šios abejonės gali sukurti situaciją, kai smulkiųjų akcininkų pateikti „teisingos kainos“ apskaičiavimai nuo tikrosios akcijos vertės skiriasi žymiai labiau negu rinkos kaina.[436] Tą patį galima būtų pasakyti ir apie didžiojo akcininko pateiktus akcijų kainos apskaičiavimus. Yra pasiūlymų, kad tokios abejonės turėtų perkelti įrodinėjimo naštą tai šaliai, kuri teigia, kad tikroji akcijų vertė yra žemesnė ar aukštesnė negu jų rinkos vertė ir, kad tuo atveju, kai oficialaus

[431] Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:*"Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process"*. [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940., p. 48-49.

[432] Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 502.

[433] Lucian A. & Bebchuk L. C. *"The Case against Board Veto in Corporate Takeovers"*. 2002, 69 University of Chicago Law Review [Vol. 69], p. 983.

[434] Direktyva, str. 5(4): "Aukščiausia kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per tam tikrą valstybių narių nustatytą [..] laikotarpį [privalomo] pasiūlymo, laikoma teisinga kaina".

[435] Weston J. F. *et all* "*Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*". 4th edn. (Upper Saddle River, NJ, Pearson Prentice Hall 2004), p. 232-255.

[436] Cox J. D., *et al* "*Securities Regulation – Cases and Materials*", 4th edn. (Gaithersburg, Aspen Publishers 2004), p. 99.

pasiūlymo kaina yra žemesnė už prieš oficialų pasiūlymą buvusią rinkos kainą, toks elementas būtų pakankamas prezumpcijai, kad oficialaus pasiūlymo kaina yra „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina, paneigti.[437]

Visgi, praktikoje oficialaus pasiūlymo kaina dažniausiai yra didesnė už rinkos kainą tuo atveju, kai kontroliuojantis akcininkas žino, kad po tokio sandorio jis galės išnaudoti visą pridėtinę vertę kuriantį „taikinio“ įmonės potencialą. Kadangi nėra būdų ir logikos priversti siūlytoją tokius būsimos pridėtinės vertės elementus atskleisti, autoriaus nuomone, premijos (rinkos kainos ir pasiūlymo kainos dydžių skirtumo) dydis negali būti laikomas pateisinama priežastimi įrodinėjimo pareigai kitai šaliai perkelti.

c. „Mažumos daugumos“ taisyklės taikymas nustatant privalomo akcijų pardavimo kainos „teisingumą“

Tuo atveju, kai nustatyta privalomo akcijų pardavimo kaina tapati sėkmingo savanoriško oficialaus pasiūlymo kainai, mažumos akcininkų dauguma turi galimybę nuspręsti ar jiems privalomo akcijų pardavimo kaina tinkama, ar ne atsiliepdami ar neatsiliepdami į oficialų pasiūlymą. Lyginant su privalomo oficialaus pasiūlymo kainai tapačia privalomo akcijų pardavimo kaina (kur nustatyta kaina buvo priimtina tik keliems akcininkams), pirmoji yra labiau pateisinama ir turėtų būti laikoma tikslesne nei rinkos kaina dėl to, kad 90% smulkiųjų akcininkų savininkų patvirtinimas pateikia pakankamą garantiją ir tuo panaikina poreikį iniciuoti įvertinimo procesus (procedūras).[438]

Nepaisant to, kai kuriems autoriams tokia nuostata atrodo pernelyg griežta, nes tuo atveju kai 10.1% smulkiųjų akcininkų, kuriems yra teikiamas pasiūlymas, jį atmeta, likusiųjų 89.9 % akcininkų interesų yra nepaisoma, todėl turėtų pakakti įrodinėjimo naštos perkėlimu sustiprintos paprastosios daugumos taisyklės, t. y., į oficialaus pasiūlymo kainą, kuri pasirodė priimtina daugiau negu 50% visų „taikinio“ įmonės akcininkų, turėtų būti atsižvelgta privalomo akcijų pardavimo procedūroje, kuri vyksta pagal Direktyvos 15(2)(a) straipsnį[439]

Įvertinus ir JAV praktiką, autoriaus nuomone, tam, kad oficialaus pasiūlymo kaina galėtų būti laikoma „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina, turėtų pakakti paprastosios mažumos akcininkų daugumos patvirtinimo.

d. Aplinkybės, panaikinančios privalomo akcijų pardavimo kainos „teisingumo“ prezumpciją

Visų pirma, smulkiesiems akcininkams turi būti atskleista visa informacija reikalinga priimti pagrįstą sprendimą dėl pasiūlymo. Tokios (esminės) informacijos atskleidimas yra daugiau ar mažiau garantuotas ES informacijos atskleidimo reikalavimais.[440] Tokia informacija gali atsirasti prieš pasiūlymo paskelbimą, pasiūlymo metu, per pasiūlymo galiojimo termino pratęsimą ar po pasiūlymo pabaigos. Tol kol smulkusis akcininkas turi galimybę

---

437 Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 505.

438 "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*“ [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,, p. 65.

439 Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 507, 508.

440 Ferran E., "*Building an EU Securities Market"*. 2004, Cambridge, Cambridge University Press, p. 197, 198.

apsispręsti (žinodamas visą esminę informaciją apie įmonę, kurios reikia priimti racionalų sprendimą) dabar ar atidėti sprendimo priėmimą vėlesniam laikui (t. y. pirmaisiais trimis atvejais), oficialaus pasiūlymo kainos teisingumo prezumpcija neturėtų būti panaikinta net ir tuo atveju, jei tokia informacija buvo atskleista po to kai akcininkas atsiliepė į pasiūlymą (bet ne vėliau kaip iki pasiūlymo ar pratęsto pasiūlymo pabaigos), bet tais atvejais, kai esminė informacija paskelbiama po pasiūlymo pabaigos, kainos teisingumo prezumpcija turėtų būti laikoma paneigta.[441]

Antra, tikslingai iki pasiūlymo pabaigos neatskleista informacija bei atskleista klaidinga informacija ar klaidingai atskleista informacija turėtų būti pagrindas teisingumo prezumpcijai panaikinti.[442] Analogišką išvadą galima būtų padaryti tuo atveju, kai dalis akcininkų priimdama pasiūlymą suklaidino likusiuosius ir dėl to šie negavo tikrosios akcijų vertės (pvz., kai yra įrodyta, kad akcininkas, kuris kartu yra ir taikinio įmonės administracijos darbuotojas ar su siūlytoju susijęs asmuo, atsiliepdamas į pasiūlymą paskatino kitus pasekti jo pavyzdžiu).

Trečia, teisingumo prezumpcija išnyksta kai privalomas akcijų pardavimas nėra įgyvendinamas per Direktyvoje nustatytą trijų mėnesių terminą ar yra uždelstas ir gali būti įrodyta, kad tokio uždelsimo metu, kontroliuojantis akcininkas neigiamai paveikė „taikinio" įmonės finansinę poziciją smulkiųjų akcininkų sąskaita.

5.5.2. Reikšminga ES šalių praktika nustant privalomo akcijų pardavimo kainą

Kai kurios ES valstybės narės, pvz., Italija ir Slovakijos Respublika, pažodžiui perkelia Direktyvos nuostatas ir visada privalomo akcijų pardavimo kainą laiko teisinga, jei tokia kaina yra lygi privalomo oficialaus pasiūlymo kainai ar savanoriško oficialaus pasiūlymo, kurio priimtinumo lygis daugiau kaip 90%, kainai.[443] Kitos šalys, pvz., Ispanija ir JK, laiko savanoriško oficialaus pasiūlymo kainą teisinga privalomo akcijų pardavimo tikslais tik tuo atveju, jei tokio savanoriško pasiūlymo metu buvo įsigyta ne mažiau kaip 90% pasiūlymo objektu esančių akcijų.[444] Kaip teigia kai kurie autoriai, pagrindas nukrypti nuo Direktyvoje įtvirtintų bazinių taisyklių yra aukštesnio lygio mažumos akcininkų apsaugos siekis.[445].

Direktyvoje nenumatytais atvejais teisinga privalomo akcijų pardavimo kaina valstybių narių lygmeniu laikoma „taikinio" įmonės akcijų kaina nustatyta nepriklausomų ekspertų (pvz., Vokietijoje[446]), kaina, nustatyta nepriklausomų ekspertų ir vėliau patvirtinta priežiūros

---

441 Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 510-512.

442 *Ibid*., p. 512, 513.

443 Maul S. & Muffat-Jeandet D. „*The Directive on Takeover Bids, in Takeover bids in Europe: the takeover directive and its implementation in the member states*". 2008, Silja Maul et al. eds, p. 416. Apie Slovakijos Respubliką, žr. Branislav Hazucha B. & Jurková M., "*Slovak Republic, in common legal framework for takeover bids in Europe". 2008,* Dirk Van Gerven ed., p. 375.

444 Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p. 899.

445 *Ibid*., p.898.

446 Van der Elst C. ir Van den Steen L."*Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent., p. 22–23.

funkciją atliekančios administracinės institucijos (pvz., Belgijoje[447] ir Prancūzijoje[448]) ar kaina, nustatyta administracinės institucijos (pvz., Olandijoje[449]). Tam tikrais atvejais „teisinga" kaina gali būti mažumos akcininkų ar administracinės priežiūros institucijos (pvz., Prancūzijoje) inicijuotų ginčų dėl „teisingos" „taikinio" įmonės akcijų kainos nustatymo objektu (pvz., JK[450] ir Italijoje[451]).

Pažymėtina, jog didžiosios dalies ES valstybių narių teisės aktai neįvardina vieno konkretaus vertės standarto, kuris galėtų būti laikomas „teisingos" privalomo akcijų pardavimo objektu esančių „taikinio" įmonės akcijų kainos matu. Nepaisant to, kai kuriose jurisdikcijose (pvz., Olandijoje) „teisinga" akcijų kaina įvardinama kaip „tikroji" akcijų vertė jų perleidimo didžiajam akcininkui metu.[452]

5.6. „Teisinga" privalomo akcijų pardavimo kaina Lietuvoje

Šiame poskyryje aptarsime, kokia privalomo akcijų pardavimo objektu esančių „taikinio" įmonės akcijų kaina yra laikoma „teisinga" Lietuvoje. Be to, aptarsime pagrindinius akcijų vertę nustatant naudojamus metodus, vertinimo principus, Lietuvoje šiuo klausimu susiklosčiusią praktiką ir įstatymų leidėjo poziciją.

VPĮ nedetalizuoja, kokia turėtų būti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina tais atvejais, kai ji nėra lygi oficialaus pasiūlymo kainai: apsiribojama nurodymu, kad tokia kaina yra nustatoma akcijas superkančio asmens pasirinktu būdu, užtikrinančiu teisingą superkamų akcijų kainą. Manytina, jog aiškaus teisinio reglamentavimo nebuvimas, kuris nebūtinai turėtų būti laikomas trūkumu, taip pat prisidėjo dėl teisminių ginčų dėl privalomo akcijų pirkimo/pardavimo kainos kilimo. Tikėtina, jog siekdama bent iš dalies kompensuoti išsamaus teisinio reglamentavimo trūkumą, VPK 2011 m. birželio 2 d. sprendimu patvirtino Teisingos akcijų kainos nustatymo gaires[453] (šiuo metu galioja LB 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu patvirtinta Teisingos akcijų kainos nustatymo gairių redakcija), kas dar kartą patvirtina, jog teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos nustatymo Lietuvoje problema yra itin aktuali.

---

447 Van der Elst C., Van den Steen L. „*Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights*". ECFR 4/2009, p. 424.

448 Van der Elst C. ir Van den Steen L."*Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent., p. 33.

449 *Ibid*., p. 34.

450 *Ibid*., p. 29.

451 Ventoruzzo, M. „*Cross-Border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws andProtection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights Under Italian Law*", 4 EUR. COMPANY & FIN. L. REV. 47. 2007, p. 62.

452 Van der Elst C., Van den Steen L. „*Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights*". ECFR 4/2009, p. 429.

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

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

Kaip nurodoma VPĮ 37 straipsnio 4 dalies 1 punkte, privalomo akcijų pardavimo kaina tuo atveju, jei privalomą akcijų pardavimą inicijuojantis asmuo peržengė 95% balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime ribą privalomo oficialaus siūlymo būdu, privalomo akcijų pardavimo kaina yra laikoma privalomo oficialaus pasiūlymo kaina. Tokia pat taisyklė galioja ir privalomo akcijų pirkimo atveju (VPĮ 37 straipsnio 15 dalis.). Pastarosios VPĮ nuostatos įgyvendina Direktyvos 15 straipsnio 5 dalyje įtvirtintą taisyklę, kuri nustato prezumpciją, jog privalomo akcijų pardavimo kaina, atitinkanti privalomo oficialaus pasiūlymo, kurio metu buvo peržengta riba, leidžianti pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise, kaina yra teisinga (sąžininga). Taigi galima tvirtinti, jog VPĮ aspektu privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kuri yra lygi privalomo oficialaus pasiūlymo kainai, yra preziumuojama kaip „teisinga". Kita vertus, VPĮ nėra nurodoma, kad tokia kaina iš tiesų yra laikoma „teisinga" privalomo akcijų pardavimo kaina, o tame pačiame VPĮ punkte nurodyta, kad „teisingą" privalomo akcijų pardavimo kainą privalo užtikrinti šia teise besinaudojantis asmuo. Privalomo oficialaus siūlymo kaina, kiek tai aktualu šio darbo atveju, privalo būti ne mažesnė kaip didžiausia vertybinių popierių, kuriuos akcininkas įsigijo per 12 mėnesių iki įgydamas 1/3 balsų „taikinio" įmonės akcininkų susirinkime ir ne mažesnė už šešių mėnesių (skaičiuojant iki 1/3 balsų taikinio įmonės akcininkų susirinkime įgijimo dienos) svertinę vertybinių popierių rinkos kainą (VPĮ 34 straipsnio 1 dalis).

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

Kaip jau minėta, pačioje Direktyvoje nėra nurodoma, ar su privalomo akcijų pirkimo/pardavimo kaina susijusios aukščiau aptartos prezumpcijos gali būti paneigtos. Be to, kaip jau minėta, kai kurie autoriai laikosi pozicijos, kad tam tikrais atvejais (pvz. dėl esminės informacijos neatskleidimo) šios prezumpcijos gali būti paneigtos[454], o kiti – kad (ypač Vokietijos autoriai) Direktyvoje įtvirtintos prezumpcijos negali būti paneigtos. Autoriaus nuomone, tai ar Direktyvoje įtvirtintos prezumpcijos gali būti paneigtos, ar ne, lemia ES valstybių narių įstatymų leidėjų pozicija. Taigi siekiant atsakyti į klausimą, ar jau aptartos, Direktyvoje numatytas prezumpcijas įgyvendinančios, VPĮ normos, kuriomis privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina susiejama su prieš tai įvykusio privalomo oficialaus pasiūlymo ar sėkmingo savanoriško oficialaus pasiūlymo kaina, įtvirtina nenuginčijamas ar nuginčijamas prezumpcijas, derėtų detaliau apžvelgti VPĮ įtvirtintą įstatymų leidėjo poziciją.

Visų pirma (kaip jau minėta), derėtų pastebėti, jog VPĮ 37 straipsnio 4 dalies 1-2 punktuose nėra tiesiogiai įvardinta, jog privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kuri yra lygi privalomo ar savanoriško oficialaus pasiūlymo kainai, yra laikoma „teisinga". Kadangi

[454] Elst, C.; Steen, L. *Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights*. ECFR 4/2009, p. 421.

akcininkas, įgyvendindamas privalomo akcijų pirkimo/pardavimo teisę privalo garantuoti teisingą vertybinių popierių kainą, galima daryti prielaidą, jog tiek privalomo oficialaus siūlymo, tiek savanoriško oficialaus siūlymo kainos priimtinumo prezumpcija gali būti nuginčyta. Visgi, logiškiau būtų manyti priešingai.

2010 m. birželio 3 d. priimtomis VPĮ pataisomis buvo papildytas VPĮ 34 straipsnis (papildant jį nauja 1 dalimi), nurodant, jog privalomo oficialaus pasiūlymo kaina privalo būti teisinga bei nustatant teisingos kainos nustatymo principus (pagrindiniai iš šių principų jau buvo aptarti aukščiau). Be to, pagal VPĮ 34 straipsnio 2 dalies nuostatas priežiūros institucija (Lietuvos bankas) turi teisę išskirtiniais atvejais reikalauti pakeisti privalomo oficialaus pasiūlymo kainą, *inter alia*, kai kyla pagrįstų įtarimų, jog siūloma kaina yra neteisinga. Manytina, dėl šių priežasčių privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kuri yra identiška privalomo oficialaus pasiūlymo, kurio metu buvo peržengta privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisei atsirasti būtina riba kainai, neprivalo būti suderinta su VPK (VPĮ 37 straipsnio 6 dalis). Be to, daugeliu atveju (nors atsižvelgiant į tai, kad VPĮ įtvirtintos 1/3 balsų visuotiniame akcininkų susirinkime ribos pasiekimas nebūtinai reiškia kontrolės įgijimą) privalomo oficialaus pasiūlymo kaina yra kaina, į kurią yra įskaičiuota premija už įgyjamą kontrolę[455], t. y. privalomo akcijų pardavimo kaina yra ne mažesnė negu kaina, kurią akcininkas sumokėjo kontroliniam „taikinio" įmonės akcijų paketui įsigyti. Taigi privalomo oficialaus pasiūlymo kaina turėtų būti palanki „taikinio" įmonės smulkiesiems akcininkams. Dėl šių priežasčių galima pagrįstai teigti, kad prezumpcija, jog privalomo oficialaus pasiūlymo kaina yra teisinga privalomo akcijų pardavimo kaina VPĮ aspektu yra nepaneigiama.

Priešingai negu privalomo oficialaus pasiūlymo atveju, taisyklių, reglamentuojančių savanoriško oficialaus pasiūlymo kainos nustatymą, nėra. Visgi, paprastai oficialaus pasiūlymo kaina yra pakankamai aukšta ir dažniausiai didesnė už rinkos kainą, ypač tais atvejais, kai kontroliuojantis akcininkas žino, kad po sėkmingo oficialaus pasiūlymo jis galės išnaudoti visą pridėtinę vertę kuriantį „taikinio" įmonės potencialą. Nors VPĮ bei kiti teisės aktai nenumato priemonių, kuriomis kontroliuojantis akcininkas galėtų būti priverstas atskleisti informaciją, kuri ir skatina kontroliuojantį akcininką siūlyti sąlyginai aukštą savanoriško pasiūlymo kainą, patys smulkieji „taikinio" įmonės akcininkai gali savarankiškai priimti sprendimą, ar tokia kaina jiems priimtina atsiliepdami ar neatsiliepdami į oficialų siūlymą. Taigi, kai kurių mokslininkų nuomone, privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kuri yra lygi savanoriško oficialaus pasiūlymo kainai, yra artimesnė „teisingai" kainai nei privalomo oficialaus pasiūlymo kainai lygi privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina, kadangi 90% smulkiųjų akcininkų savininkų patvirtinimas pateikia pakankamą garantiją ir tuo panaikina poreikį iniciuoti įvertinimo procesus (procedūras).[456] Kai kurie autoriai tokią nuostatą laiko net pernelyg griežta[457]. Taigi nors privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainą, kuri yra nustatoma pagal savanoriško oficialaus pasiūlymo kainą, būtina derinti su VPK

---

[455] Yra visuotinai pripažįstama, jog kontrolė turi vertę (pvz. žr. Coates J. C. "*Fair value" as an avoidable rule of corporate law: minority discounts in conflict transactions*". University of Pennsylvania Law Review, Vol. 147, No. 6 (Jun., 1999), pp. 1251-1359; Booth, R. A. "*Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*". 57 Business Law. 127 (2001-2002)).

[456] "*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*" [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 65.

[457] Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 507, 508.

(VPĮ 37 straipsnio 6 dalis), prezumpciją, jog tokia kaina yra teisinga galima vertinti kaip nepaneigiamą.

Net ir tuo atveju, jei aukščiau aptartas kainos prezumpcijas galima būtų vertinti kaip paneigiamas, šio darbo autorius palaiko kituose moksliniuose darbuose išdėstytą nuomonę, jog kaina, kuri yra laikoma priimtina, įstatymų leidėjo būtų įdėmiau peržiūrima teisminiu būdu.[458]

VPĮ 37 straipsnio 4 dalis nustato, kad už akcijas siūloma kaina turi būti teisinga. Tos pačios šio straipsnio dalies 3 punktas numato, kad tuo atveju, kai akcijų kaina nustatoma akcijas superkančio asmens pasirinktu būdu, toks būdas turi užtikrinti „teisingą" kainą. Čia kyla du klausimai. Pirma, pagal kokius standartus turėtų būti vertinama, ar nustatyta kaina yra „teisinga"? Antra, kokiais „teisingos" kainos nustatymo būdais ir principais turėtų būti vadovaujamasi? Į šiuos klausimus atsakysime žemiau.

5.6.2. Privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina tuo atveju, kai ji nėra nustatoma pagal oficialaus siūlymo kainą

Kaip jau buvo minėta, tais atvejais, kai privalomo akcijų pardavimo kaina negali būti nustatyta pagal oficialaus siūlymo kainą, jos nustatymas tampa itin keblus. Kaip bus aptarta žemiau, nepaisant to, jog Lietuvoje privalomo akcijų pardavimo teise galima pasinaudoti tik po oficialaus siūlymo (privalomo ar savanoriško) įgyvendinimo, yra atvejų, kai privalomo akcijų pardavimo kaina turi būti nustatoma privalomo pardavimo teise ketinančio pasinaudoti asmens pasirinktu būdu. Kartu svarbu aptarti, kokia metodologija vadovaujantis šiais atvejais turėtų būti nustatoma akcijų kaina.

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

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

Kaip jau ne kartą buvo nurodyta, Direktyva buvo siekta tik minimaliai harmonizuoti ES valstybių narių nacionalines taisykles pristatant privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisę po oficialaus siūlymo. Dėl šios priežasties kiekviena ES šalis narė gali įteisinti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisę neatsižvelgdama ir kitais (negu Direktyvoje numatytasis) atvejais, t. y. neatsižvelgiant į tai, kokiu būdu buvo pasiekta privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teise leidžianti pasinaudoti balsavimo teisių ir/ar balsavimo teises suteikiančio kapitalo riba.[459]

Iki 2010 m. birželio 22 d. galiojusi VPĮ redakcija leido akcininkui pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise nepriklausomai nuo to, kokiu būdu buvo peržengta galimybę šia

---

458 Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p. 893.

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

teise pasinaudoti suteikianti riba (nuo 2008 m. birželio 21 d. iki 2010 m. birželio 3 d. galiojusios VPĮ redakcijos 37 straipsnio 3 dalis). Visgi, motyvuojant tuo, jog Direktyva numato galimybę įgyvendinti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisę tik per tris mėnesius nuo oficialaus siūlymo įgyvendinimo dienos[460], ankstesnė nuostata buvo pakeista, o dabartinė VPĮ redakcija nenumato galimybės pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teise kitais atvejais, nei po oficialaus siūlymo įgyvendinimo[461]. Taigi atvejų, kai privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina gali būti nustatoma šia teise ketinančio pasinaudoti akcininko pasirinktu būdu itin sumažėjo.

Nors tiesiogiai atvejai, kada privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina gali būti nustatoma teise besinaudojančio asmens pasirinktu būdu, nei VPĮ, nei ankstesniuose VPK išaiškinimuose[462] (tiesa, aktualioje Lietuvos banko išaiškinimo redakcijoje nurodoma, kad šiuo būdu kaina nustatoma, jeigu į pateiktą savanorišką oficialų siūlymą įsigyti visas likusias balsavimo teisę suteikiančias akcijas atsiliepė mažiau kaip 90 procentų likusių bendrovės akcijų, kurioms supirkti buvo pateiktas oficialus siūlymas, savininkų)[463] nėra nurodyti, vertinant šiuo metu galiojančios VPĮ redakcijos nuostatas, galima numanyti, jog privalomo akcijų pirkimo/pardavimo kaina šia teise ketinančio pasinaudoti asmens pasirinktu būdu, be kita ko, nustatoma šiais atvejais: i) kai asmuo, pateikęs oficialų siūlymą, įsigyja ne mažiau kaip 95% balsų „taikinio“ įmonės visuotiniame akcininkų susirinkime ir, nepraėjus trims mėnesiams po oficialaus siūlymo įgyvendinimo, įgyja (pvz., tiesioginio pirkimo–pardavimo sandorio būdu) ne mažiau kaip 95% balsų „taikinio“ įmonės visuotiniame akcininkų susirinkime (VPĮ 37 straipsnio 1 ir 3 dalys bei 4 dalies 1 ir 2 punktai); ii) kai asmuo, pateikęs savanorišką oficialų siūlymą, įsigyja ne mažiau kaip 95% balsų „taikinio“ įmonės visuotiniame akcininkų susirinkime, bet savanoriško oficialaus siūlymo metu įsigyjama mažiau nei 90% taikinio įmonės akcijų, dėl kurių šis siūlymas buvo teiktas (VPĮ 37 straipsnio 1 ir 3 dalys bei 4 dalies 2 punktas).

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

Kaip jau minėta, VPĮ numatyta, jog privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina privalo būti teisinga. LR Konstitucinio Teismo nuomone, be kita ko, teisingos kainos taisyklė užtikrina smulkiesiems akcininkams galimybę pasitraukti iš bendrovės[464]. Taigi, autoriaus nuo-

---

460 Vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto *Aiškinamasis Raštas*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11].< http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=351607&p_query=&p_tr2=>

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

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

463 Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės.

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

mone, žemiau pateikiamos diskusijos tikslais galima daryti prielaidą, jog teisinga akcijų kaina turėtų būti laikoma akcininko turimoms akcijoms proporcinga „taikinio“ įmonės vertės dalis privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisės įgyvendinimo metu.

Teismų praktikoje teisingos kainos principas yra įvardijamas kaip vienas pagrindinių finansinių priemonių rinkų teisės principų ir prilyginamas bendriesiems protingumo, teisingumo ir sąžiningumo principams.[465] Teismų praktika, vertinanti šio principo kaip ir sąvokos „teisinga“ turinį privalomo akcijų pardavimo/pirkimo aspektu, yra epizodiška ir netgi prieštaringa. LVAT praktikoje sąvoka „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo/pirkimo aspektu yra suprantama kaip „[..] *vertinamojo pobūdžio kategorija, kuri paprastai gali būti konstatuota, kai jai nustatyti yra panaudoti teisėti bei pagrįsti tyrimo metodai, skirti nustatyti objektyvią tiesą, atitinkamoje mokslo, socialinėje, ekonominėje ir kt. veikloje*.“[466]. Vertindamas priežiūros institucijos (tuo metu – VPK) vaidmenį nustatant teisingą privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainą, LVAT yra nurodęs, jog tais atvejais, kai priežiūros institucija nustato jog (nepaisant to, kad formaliąja prasme teisingai kainai nustatyti yra panaudoti teisėti ir pagrįsti būdai) egzistuoja aplinkybės, patvirtinančios, kad minėtu būdu nustatyta akcijų kaina akivaizdžiai neatitinka tikrosios akcijų vertės, ji turi teisę atsisakyti tokią kainą suderinti.[467] Taigi galima teigti, jog LVAT teisingą privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainą supranta kaip „tikrąją“ akcijų vertę. Visgi, tai nėra vienintelė teismų praktikoje sutinkama pozicija. Pavyzdžiui, Klaipėdos apygardos teismo nuomone, teisinga privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina yra kaina, kuri yra didesnė arba lygi nustatytai akcijų rinkos vertei.[468]

Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo (iki 2011 m. gegužės 1 d. galiojusi redakcija)[469] (toliau – TVVPĮ) požiūriu „kaina“ yra reliatyvus vertės patvirtinimas, padarytas konkrečių pardavėjų ir pirkėjų tam tikromis aplinkybėmis (2 straipsnio 12 dalis). Taigi TVVPĮ „kainos“ kategoriją siejo su pirkėjo ir pardavėjo valios sutapimo faktu. Kadangi privalomas akcijų pirkimas/pardavimas savo esme yra vienašalė teisė, ankstesnėje TVVPĮ redakcijoje pateikiama „kainos“ sąvoka buvo nepriimtina privalomo akcijų pardavimo/pirkimo aspektu ir todėl netinkama privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos turiniui aiškinti. Pažymėtina, jog nuo 2011 m. gegužės 1 d. įsigaliojusios TVVPĮ redakcijos 2 straipsnio 20 dalyje pateikiama priimtinesnė turto kainos sąvoka: „kaina – pinigų suma, kuri yra paprašyta, pasiūlyta arba sumokėta už turtą“. Pagal TVVPĮ 2 straipsnio 11 dalį, „vertė“, *inter alia*, yra laikomas turto, ar verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą turto arba verslo vertinimo metodą, kurio taikymo procedūros ir tvarka nustatytos Turto ir verslo vertinimo metodikoje. Sprendžiant dėl privalomo akcijų pardavimo kainos derėtų vadovautis čia paminėta „vertės“ sąvoka.

TVVPĮ skiria šias vertės atmainas (turto vertinimo standartus): rinkos vertės, atkuriamosios vertės ir naudojimo vertės (TVVPĮ 2 straipsnio 1, 10 ir 21 dalys). Turint omenyje, kad privalomas akcijų pardavimas yra prievartinis turto (akcijų) nusavinimas, jis neturėtų būti sutapatinamas su rinkos sąlygomis už tarp pirkėjo ir pardavėjo sutarimu nustatytą

---

[465] Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. balandžio mėn. 29 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010.

[466] Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. kovo 17 d. Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.

[467] *Ibid*.

[468] Klaipėdos apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2008 m. spalio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-189-123/2008.

[469] Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas. *Valstybės Žinios*. 1999, Nr. 52-1672; *Valstybės Žinios*. 2011, Nr. 86-4139.

kainą vykdomu sandoriu.[470] Dėl pastarosios priežasties, rinkos vertė neturėtų būti vienintelis ir neginčijamas standartas vertinant privalomo akcijų pardavimo/pirkimo objektu esančių akcijų kainą, ypač tada, kai mažas akcijų likvidumas ar yra manipuliavimo akcijų rinkos kaina požymių.[471] Kaip jau minėta, rinkos kaina taip pat laikytina neuniversaliu teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos standartu, ir dėl to, jog „taikinio" įmonės akcijų rinkos kaina gali būti diskontuota atsižvelgiant į kontroliuojančio akcininko elgesį siekiant išnaudoti įmonę savo asmeniniams tikslams ir naudai[472], paties privalomo akcijų pardavimo/pirkimo galimybę[473] ar kontroliuojančiojo akcininko galimybę pasirinkti privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo laiką (pvz., pasinaudojant šia teise, kai rinkos kaina yra itin žema)[474] (pastarąją grėsmę pripažįsta ir priežiūros institucija, siūlydama turto vertintojui, siekiančiam nustatyti teisingą akcijų kainą, atsižvelgti į išskirtines išorines aplinkybes)[475], o privalomo akcijų pardavimo teise ketinančiam pasinaudoti asmeniui siūlydama susilaikyti nuo tokios teisės įgyvendinimo tuo metu, kai objektyvią akcijų kainą nustatyti gali būti sunku[476]). Iš esmės tokios pat nuomonės laikėsi ir LVAT, konstatuodamas, kad teisingos akcijos kainos nustatymas VPĮ 37 straipsnio 4 d. 3) punkto prasme, turi užtikrinti "[..] *teisingą atlyginimą už superkamas akcijas [..]*", o ne akcijos rinkos vertę[477].

Ankstesnėse priežiūros institucijos (tuo metu – VPK) rekomendacijose ir dabartinėje Lietuvos banko gairių redakcijoje tiesiogiai nebuvo ir nėra išskiriamas nė vienas iš TVVPĮ įvardintų teisingos kainos nustatymo standartų.[478] Visgi, nustatant teisingą akcijų kainą, priežiūros institucija rekomendavo ir rekomenduoja atsižvelgti ne tik į padėtį iki vertinimo momento atspindinčią informacija, bet ir į pagrįstas bei patvirtintas (veiklos) prognozes.[479] Anksčiau viešai paskelbtose VPK rekomendacijose papildomai buvo nurodoma, jog privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina turėtų būti laikoma vienai akcijai tenkanti „taikinio"

---

[470] Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. http://www.vpk.lt/new/documents/(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf, p. 3.

[471] *Ibid*.

[472] Bebchuk, L. A. & Kahan, M., "*Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts, in concentrated corporate ownership*". (Randall *K.* Morck ed., 2000), p. 247, 250.

[473] Bebchuk, L. A. & Kahan, M., *The "Lemons Effect" in Corporate Freeze-Outs* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 6938, 1999) [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11] <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226397>.

[474] Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p. 886.

[475] Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. http://www.vpk.lt/new/documents/(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf, p. 5, 6.

[476] Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės, p. 5.

[477] LVAT 2008 m. kovo 17 d. Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.

[478] Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. http://www.vpk.lt/new/documents/(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf, p. 6. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės, p. 6.

[479] *Ibid*.

įmonės, kaip veikiančio verslo, vertė.[480] Pastebėtina, jog (bent teoriškai) vadovaujantis tokiu teisingos kainos nustatymo būdu, priešingai negu vertinant mažesnio kaip 100% akcijų paketo vertę, yra išvengiama mažumos ir kitų diskontų (į teisingą akcijų kainą įskaičiuojama kontrolės ir kitų elementų vertė).[481] Šios aplinkybės patvirtina, jog, bent netiesiogiai, priežiūros institucija prioritetą skiria naudojimo vertės standartui, kuris apibūdinamas kaip „apskaičiuota pinigų suma, rodanti turto ekonominį naudingumą tam tikram naudotojui"[482]. Šio darbo autoriaus nuomone, prioritetas taip pat turėtų būti skiriamas naudojimo vertės standartui, išskyrus atvejus, kai vadovaujantis šiuo požiūriu, gauta kaina būtų akivaizdžiai neteisinga (pvz. nustačius, jog atkuriamosios vertės požiūriu ar pardavimo trečiajai šaliai vertės požiūriu[483] nustatyta kaina galėtų būti žymiai didesnė). Pastarąją poziciją patvirtina ir LAPT praktika, kurioje atlikus 100% AB „Lietuvos elektrinė" akcijų paketo įvertinimą vadovaujantis veikiančio verslo standartu nutatyta vienos akcijos kaina buvo 6,13 Lt, o atkuriamosios vertės – 7,48 Lt, o LAPT kaip teisingą kainą pripažino pastarąją.[484]

Nustatant privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teisingos kainos vertinimą priežiūros institucija rekomenduoja vadovautis dviem požiūriais[485]. Tokia pozicija, autoriaus nuomone, galėtų būti pateisinama tuo, jog vėliau tiek priežiūros institucijai, tiek teismui būtų lengviau patikrinti, ar galutinė nustatyta kaina atitinka teisingumo kriterijų.

c. Kaip yra nustatoma „teisinga kaina"?: metodai

Kaip jau minėta, VPĮ suteikia privalomo akcijų pirkimo/pardavimo teise ketinančiam pasinaudoti asmeniui teisę pasirinkti bet kokį akcijų vertės nustatymo būdą, su sąlyga, kad tokiu būdu nustatyta kaina yra „teisinga" (VPĮ 37 straipsnio 4 dalies 3 dalis). LVAT, aiškindamas šią sąvoką, yra nurodęs, jog „[..] *sąvoka „teisinga" yra vertinamojo pobūdžio kategorija, kuri paprastai gali būti konstatuota, kai jai nustatyti yra panaudoti teisėti bei pagrįsti tyrimo metodai, skirti nustatyti objektyvią tiesą, atitinkamoje mokslo, socialinėje, ekonominėje ir kt. veikloje*"[486]. Lietuvoje turto vertinimo principus ir metodus nustato minėtasis TVVPĮ, o rekomendacijas dėl konkretaus vertinimo metodo pasirinkimo pateikė anksčiau galioju-

---

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

481 *Žr., pvz.,* Gordon J. N. & Kornhause L. A. *"Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research"*, 60 N.Y.U. L. Razv. 761, 825 (1985).

482 Pastebėtina, iki 2011 m. gegužės 1 d. galiojusioje TVVPĮ redakcijoje turto naudojimo vertė buvo apibrėžiama kaip apskaičiuota pinigų suma, išreiškianti turto ekonominį naudingumą (turto teikiamą ekonominę naudą) (TVVPĮ 2 straipsnio 15 dalis).

483 TVVPĮ įstatymo 2 straipsnio 1 dalyje nurodoma, kad atkuriamoji turto vertė – apskaičiuota pinigų suma, kurios reikėtų tokių pačių fizinių ir eksploatacinių savybių turto vertinimo objektui atkurti, atgaminti arba atstatyti (įrengti).

484 LApT 2011 m. gruodžio mėn. 8 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 2-2521/2011.

485 Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. http://www.vpk.lt/new/documents/(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf, p. 3. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės, p. 3.

486 LVAT 2008 m. kovo 17 d. Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.

si Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimu patvirtinta Turto vertinimo metodika[487] ir šiuo metu galiojanti Turto ir verslo vertinimo metodika[488]. Priežiūros institucija taip pat yra parengusi savo rekomendacijas dėl privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos nustatymo metodų[489].

Iki 2011 m. gegužės 1 d. galiojusios TVVPĮ redakcijos 7 straipsnyje buvo įvardinti šie vertinimo metodai: lyginamosios vertės, atkuriamosios vertės, naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba pinigų srautų diskonto) bei ypatingosios vertės metodas. Pastebėtina, kad šiame TVVPĮ straipsnyje pateiktų vertinimo metodų sąrašas nebuvo baigtinis - priimtini ir kiti tarptautinėje praktikoje pripažinti metodai (TVVPĮ 7 straipsnio 5 dalis). Vadovaujantis aktualia TVVPĮ redakcija, turto arba verslo vertinimas gali būti atliekamas Tarptautiniuose vertinimo standartuose ir Europos vertinimo standartuose nustatytais turto ir verslo vertinimo metodais šiuose standartuose nustatytais vertinimo atvejais (TVVPĮ 6 straipsnis). Taigi, iš esmės akcijų vertę galima nustatyti bet kokiais visuotinai pripažįstamais metodais. Tokios pat pozicijos laikosi ir priežiūros institucija.[490]

Nors priežiūros institucija rekomenduoja motyvuotai pasiūlyti bent keletą skirtingų metodų, galutinis vertinimas atliekamas tik vienu privalomo akcijų pardavimo/pirkimo teise besinaudojančio asmens pasirinktu metodu.[491] Konkretaus metodo naudojimas yra glaudžiai susijęs su naudojamu teisingos vertės standartu (požiūriu, aspektu) – pastarąją aplinkybę pripažįsta ir priežiūros institucija, specifiškai įvardindama kiekvienam požiūriui artimus metodus.[492]

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

Kaip jau buvo minėta, teisinga akcijų kaina, tikėtina, yra artimiausia naudojimo vertei, t. y. akcininko turimų akcijų skaičiui proporcingai įmonės, kaip veikiančio ekonominio vieneto, vertei. Tokiu atveju priimtiniausias metodas akcijų teisingai kainai nustatyti turėtų būti naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba pinigų srautu diskonto) metodas (GPD metodas), kuris yra taikomas tada, kai turtas vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną (iki 2012 m. gegužės 1 d. galiojusios TVM 21.3). Pastebėtina, kad būtent GPD metodas leidžia tiksliausiai nustatyti „taikinio" įmonės verslo vertę įvertinant visas privalomo akcijų pardavimo/pirkimo metu egzistuojančias ir įmonės verslo vertei įtakos turinčias (turėsiančias) aplinkybes, o taip pat daugelį priežiūros

---

487 Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1996 m. vasario 14 d. nutarimas Nr. 244 „Dėl Turto vertinimo metodikos". *Valstybės Žinios*. 1996, Nr. 16-426.

488 LR finansų ministro 2012 m. balandžio 27 d. įsakymas Nr. 1K-159 „Dėl Turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo" / Valstybės Žinios, 2012, Nr. 50-2502.

489 Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. <http://www.vpk.lt/new/documents/(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf>, p. *4*; Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės.

490 *Ibid*., p. 4.

491 *Ibid*., p. 4.

492 *Ibid*., p. 6–7.

institucijos rekomendacijose[493] minimų išorinių bei vidinių aspektų, į kuriuos rekomenduojama atsižvelgti atliekant vertinimą. Pastebėtina, kad GPD metodas (bent iki 2007 metų) buvo dažniausias praktikoje naudojamas metodas privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainai nustatyti.[494]

Tuo atveju, jei nepakanka duomenų analizei GPD metodu atlikti, turėtų būti vadovaujamasi lyginamosios vertės metodu, kurio, atsižvelgiant į tai, kad kitų sandorių lyginamieji duomenys paprastai atspindi ir už kontrolę mokamą premiją[495], nustatyta kaina turėtų būti palanki akcijas perleidžiančiam akcininkui. Visgi, paprastai nustatant įmonės (verslo) vertę lyginamosios vertės metodu yra naudojamasi istoriniais duomenimis[496], kurie gali tiksliai neatskleisti dabartinės vertės. Be to, atliekant vertinimą lyginamosios vertės metodu į vertę nėra įtraukiama reinvestavimo galimybių bei kitų veiklos planų, kurie egzistuoja privalomo akcijų pardavimo/pirkimo įgyvendinimo metu, diskontuota ateities vertė[497]– taigi gali būti nepateisinamai sumažinama galutinė akcijų kaina. Dėl šių priežasčių, autoriaus nuomone, pirmenybė turėtų būti teikiama GPD metodui.

Taip pat pažymėtina, kad pagal nuo 2012 m. gegužės 1 d. įsigaliojusios TVVM[498] 23 punktą, atliekant privalomo akcijų pardavimo objektu esančių vertybinių popierių vertinimą reikėtų vertinti visą akcijų paketą ir būtent pagal jo vertę nustatyti vienos akcijos vertę, o taip pat atsižvelgti į veiksnius, tokius kaip vertybinių popierių kaina reguliuojamoje rinkoje, dividendų suma, mokėta akcininkų savininkams, ir kitus veiksnius, turinčius įtakos vertinamos bendrovės akcijų vertei. TVVM taip pat nurodoma, kad privalomo akcijų pardavimo kaina gali būti nustatyta pajamų ir lyginamuoju metodais ir šių metodų ir/arba išlaidų metoto deriniu (24 punktas ir 84 punktas). Visais šiais metodais yra nustatoma rinkos vertė (TVVM 86, 103 ir 108 punktai). Abejotina, ar pastaroji TVVM nuostata yra suderinama su VPĮ nuostatomis, pagal kurias privalomo akcijų kaina turi būti „teisinga", o ne rinkos kaina.

d. Ar nustatyta privalomo akcijų pardavimo kaina turi būti patikslinta tam, jog būtų teisinga?: premija

Priežiūros institucija, argumentuodama tokią poziciją tuo, jog privalomas akcijų pardavimas yra smulkiųjų akcininkų turto nusavinimas, rekomenduoja stambiajam akcininkui (prieš teikiant priežiūros institucijai derinti galutinę teisingą akcijų kainą) apsvarstyti

493 *Ibid*.

494 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje 2007 metais apžvalga*. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. http://www.vpk.lt/new/documents/Privalomas akciju pardavimas 2007 (inten zinute) (2) (2).doc.

495 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), „*Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts*" 50 B.C. L. Rev., p. 1037, 1053.

496 *Žr.* Eisenhofer, J. W. & Reed, J. L. "*Valuation Litigation*", 22 Delaware Journal of Corporate Law. 1997, 37.

497 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), „*Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts*" 50 B.C. L. Rev., p. 1037, 1061.

498 LR finansų ministro 2012 m. balandžio 27 d. įsakymas Nr. 1K-159 „Dėl Turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo" / Valstybės Žinios, 2012, Nr. 50-2502.

klausimą dėl kainos priedo taikymo.[499] Be to, tuo atveju, jei akcijų kainos priedas netaikomas, kontroliuojančiam akcininkui „rekomenduojama"[500] pateikti motyvuotą paaiškinimą, kodėl akcijos kainos priedas netaikomas.

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

Privalomo akcijų pardavimo, kurio kaina yra lygi prieš jį įgyvendinto savanoriško oficialaus siūlymo kainai, kaina yra priimtina didžiajai daliai mažumos akcininkų, todėl yra sunkiai suprantama, kodėl ši kaina turėtų būti padidinta neaiškios kilmės ir dydžio premija. Be to, literatūroje sutinkama (autoriaus nuomone pagrįsta) pozicija, jog akcijų kainos priedų taikymas yra nesuderinamas su įmonių finansų teorija.[501] Tais atvejais, kai įvertinimo metu nustatyta akcijų kaina neatitinka tikrosios akcijų vertės dėl kontroliuojančio akcininko inicijuoto netinkamo „taikinio" įmonės valdymo ar kitų jo atliekamų veiksmų, į šias aplinkybes gali būti nesunkiai atsižvelgiama padidinant „taikinio" įmonės piniginius srautus (atliekant vertinimą GPD metodu).[502]

Be to, atliekant akcijų vertinimą privalomo akcijų pardavimo tikslais yra vertinamas 100% akcijų paketas, todėl į vienos akcijos kainą yra įskaičiuojama kontrolės premija, kas reiškia, jog kontroliuojančio akcininko veiksmais sukurtos pridėtinės vertės dalis ir taip (vadovaujantis kai kurių jurisdikcijų logika – nepagrįstai) tenka mažumos akcininkams.

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

***

Mažumos akcininkams ir kitiems vertybinių popierių rinkos dalyviams prieš privalomo akcijų pardavimo iniciavimą ar jo metu gali būti nežinoma dalis informacijos apie tokius su „taikinio" įmone susijusius aspektus, pvz., neefektyvaus valdymo atvejus ar nepanaudotas verslo galimybes, kurie turi tiesioginės įtakos „taikinio" įmonės, taigi ir jos akcijų vertei. 100% „taikinio" įmonės kontrolę perėmus kontroliuojančiam akcininkui, nerealizuotos verslo galimybės gali būti realizuotos, o neefektyvaus valdymo atvejai – pašalinti. Taigi privalomo akcijų pardavimas skatintinas kaip didinantis įmonių perėmimų, užtikrinančių didesnį jų valdymo efektyvumą, skaičių. Kita vertus, dėl tokių faktorių realizavimo sukurta pridėtinė vertė privalo būti teisingai paskirstyta tarp mažumos ir didžiojo akcininkų. Vertė, kuri yra papildomai sukuriama vien tik dėl paties privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo turėtų atitekti didžiajam akcininkui, kadangi jokiu kitu atveju tokia vertė nebūtų sukurta – ji

---

499 Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtirtintos *Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės*. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. <http://www.vpk.lt/new/documents/(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf>, p. 4, p. 5; Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės, p. 5.

500 VPK rekomendacijoje nurodoma, jog paaiškinimas „[..] turi būti pateiktas".

501 Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*"156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008, p. 49.

502 *Ibid.,* p. 60.

nelaikytina „taikinio“ įmonės vertės dalimi. Kita vertus, vertė, kuri galėjo būti sukurta iki privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo, bet dėl sąmoningų kontroliuojančiojo akcininko veiksmų (ar kitokių ne objektyvių priežasčių) nebuvo sukurta, turėtų būti įskaičiuota į „taikinio“ įmonės vertę ir paskirstyta tarp didžiojo ir mažumos akcininkų. Dėl šios priežasties, mažumos akcininkams turėtų būti užtikrinta galimybė kreiptis į teismą dėl „taikinio“ įmonės akcijų įvertinimo (ginčyti didžiojo akcininko iniciatyva nustatytą privalomo akcijų pardavimo kainą) tais atvejais, kai po privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo (ar jo metu) paaiškėja esminės aplinkybės, turinčios esminės įtakos „taikinio“ įmonės („taikinio“ įmonės akcijų) vertei. Į tai, ar atliekant „taikinio“ įmonės akcijų vertinimą buvo atsižvelgta į visas vertei nustatyti reikšmingas aplinkybes turėtų atsižvelgti ir administracinės priežiūros institucijos bei teismai vertinantys privalomo akcijų pardavimo kainos „teisingumą“.

Tuo atveju, kai „taikinio“ įmonės kontrolė prieš nustatant privalomo akcijų pardavimo kainą jau yra sukoncentruota vienose rankose ir yra „taikinio“ įmonės akcijų nelikvidumo ir/ar galimo kontroliuojančio akcininko naudojimosi savo padėtimi požymių, rinkos kaina yra netinkamas „teisingos“ privalomo akcijų pardavimo kainos atitikmuo. Taip yra dėl to, jog rinkos kaina dėl minėtų aplinkybių kaip ir dėl paties privalomo akcijų pardavimo tikimybės gali būti diskontuota. Korporatyvinių finansų teorijos aspektu rinkos kainos naudojimas nebūtų pateisinamas ir tuo atveju, jei rinkos kaina būtų koreguojama pridedant „mažumos“ ir kitas panašaus pobūdžio „premijas“ – nuoseklesnis rezultatas gali būti pasiektas vadovaujantis įmonės, kaip veikiančio verslo vertės standartu ir „taikinio“ įmonės akcijų vertei apskaičiuoti taikant GPD metodą. Kita vertus, privalomo akcijų pardavimo kaina, išskyrus aiškiai įrodytus mažumos akcininkų piktnaudžiavimo/manipuliavimo akcijų rinkos kaina atvejus, neturėtų būti žemesnė už pakankamo lygio likvidumo sąlygomis egzistuojančią rinkos kainą, kadangi tokiu atveju galima būtų įžvelgti akcininko turtinės teisės parduoti savo turimas „taikinio“ įmonės akcijas, o kartu ir konstitucinės teisės į nuosavybę pažeidimą.

Pardavimo trečiajai šaliai vertės standartas suteikia stambiajam akcininkui galimybę manipuliuoti privalomo akcijų pardavimo kaina, taip pat mažumos akcininkams suteikia galimybę gauti dalį vertės, sukuriamos dėl paties privalomo akcijų pardavimo fakto, todėl vertintinas kaip ne visais atvejais patikimas privalomo akcijų pardavimo kainos standartas, ypač tada, kai teisės aktai draudžia į privalomo akcijų pardavimo kainą įskaityti dėl paties privalomo akcijų pardavimo sukuriamą pridėtinę vertę.

Užtikrinus maksimalios apimties esminės informacijos apie „taikinio“ įmonę atskleidimą ir duomenų patikimumą, didžiojo ir mažumos akcininkų interesų optimaliausias balansas pasiekiamas taikant įmonės, kaip veikiančio verslo vertės standartą, išskyrus atvejus, kai vadovaujantis tokiu standartu gauta „taikinio“ įmonės akcijų kaina būtų akivaizdžiai nesąžininga mažumos akcininkų atveju (pvz., „taikinio“ įmonei nuostolingai valdant didelės vertės nekilnojamąjį turtą, kuris galėtų būti parduotas tikslu panaudoti kitai paskirčiai).

„Blokinis“ metodas remiasi kelių kriterijų, kuriems suteikiamas atitinkamas svoris, aritmetiniu vidurkiu. Visgi, naudojant šį metodą nustatyta privalomo akcijų pardavimo kaina gali būti pakankamai nutolusi nuo „teisingos“ akcijų kainos, kadangi remiasi ne visada tikrąją padėtį atspindinčiomis dedamosiomis (pvz., rinkos kaina). Lyginamosios įmonių analizės metodas remiasi ne visada šiandienos realijas atitinkančiais duomenimis. Be to, privalomo akcijų pardavimo kainai šiuo būdu apskaičiuoti yra naudojami sandorių, į kurių kainą buvo įskaičiuotas mokestis už kontrolę, duomenys, kas reiškia, jog mažumos akcininkams gali tekti dalis dėl kontrolės sukoncentravimo padidėjusios „taikinio“ įmonės vertės. GPD metodas nustatant privalomo akcijų pardavimo objektu esančią kainą vertintinas kaip labiausiai atitinkantis didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesus, bet kartu kaip metodas, paliekantis

nemažai vietos diskusijai dėl tikslių piniginių srautų nustatymo ir pritaikytų diskonto normų pagrįstumo.

„Mažumos diskonto“ ar kitokio pobūdžio priemokos yra nesuderinamos su korporatyvinių finansų teorijos logika, todėl neturėtų būti taikomos koreguojant privalomo akcijų pardavimo kainą.

Tais atvejais, kai privalomo akcijų pardavimo kaina JAV nustatoma interesų konflikto sąlygomis, mažumos akcininkai gali inicijuoti teisminį ginčą, kurio metu bus vertinama, ar tokią kainą pasiūliusi valdyba veikė pagal nepriklausomos identiško sandorio šalies standartą. Tokiu atveju, pareiga įrodyti „taikinio“ įmonės nustatytos kainos sąžiningumą tenka pačiai valdybai, išskyrus atvejus, kai derėtis dėl akcijų kainos yra suformuojamas SK.

Interesų konflikto nesant, JAV įmonių mažumos akcininkai turi teisę teismine tvarka ginčyti „taikinio“ įmonės akcijų kainos nustatymą. Tokiu atveju yra siekiama nustatyti (paprastai GPD metodu) ar mažumos akcininkai gavo tinkamą atlygį už tai, kas iš jų paimama, t. y. jų turimoms akcijoms proporcingą „taikinio“ įmonės kaip veikiančio verslo dalį. Apskaičiuojant „taikinio“ įmonės akcijų kainą yra atsižvelgiama į visus pagrįstus įmonės piniginius srautus, bet ne į galimus (spekuliatyvius) piniginius srautus, kurie gali atsirasti specifiškai dėl privalomo akcijų pardavimo sandorio įgyvendinimo.

ES lygmens privalomo akcijų pardavimo teisiniame reguliavime yra įtvirtintos privalomo akcijų pardavimo kainos prezumpcijos: „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina laikoma prieš tai įgyvendinto privalomo oficialaus pasiūlymo kaina arba savanoriško oficialaus pasiūlymo, kurį priėmė ne mažiau kaip 90% visų pasiūlymo objektu buvusių akcijų savininkų. Tai ar šios prezumpcijos gali būti nuginčytos – ES valstybių narių vidaus teisinio reguliavimo klausimas. Bet kuriuo atveju, „teisingos“ kainos prezumpcijos turėtų būti nuginčijamomis tik išimtiniais atvejais, pvz., kai paaiškėja esminė informacija apie „taikinio“ įmonę, ar privalomas akcijų pardavimas inicijuojamas po trijų mėn. Direktyvoje įtvirtinto termino jam įgyvendinti. Privalomo akcijų pardavimo kainos “teisingumo” prezumpcijos įtvirtinimas vertintinas kaip kontroliuojančio akcininko interesus, o kartu ir viešąjį interesą užtikrinanti priemonė, kartu užtikrinanti pakankamo lygio mažumos akcininkų teisių apsaugą. Direktyvoje yra įtvirtinti pakankamai aiškūs kriterijai privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti, o didelis atsiliepusių į savanorišką pasiūlymą smulkiųjų akcininkų skaičius yra tiesioginis kainos priimtinumo, taigi ir „taikinio“ įmonės akcijų kainos teisingumo įrodymas. Be to, tokios prezumpcijos įtvirtinimas sumažina teisminio privalomo akcijų pardavimo kainos vertinimo apimtį bei tokių vertinimo skaičių, todėl „taupo“ viešųjų finansų lėšas.

Į VPĮ aukščiau paminėtos Direktyvos nuostatos nėra perkeltos pažodžiui, t. y. VPĮ nėra tiesiogiai įvardinta, jog tais atvejais, kai privalomo akcijų pardavimo kaina yra nustatoma pagal prieš tai įgyvendinto privalomo oficialaus pasiūlymo kainą ar sėkmingai įgyvendinto (90% atsiliepimo ribą pasiekusio) savanoriško oficialaus pasiūlymo kainą, tokia kaina yra laikoma teisinga. Visgi, manytina, kad „teisingumo“ prezumpcija turėtų galioti, o jos peržiūra teismine tvarka turėtų būti itin ribota. Tai itin aktualu savanoriško oficialaus siūlymo, į kurį atsiliepė ne mažiau kaip 90% jo objektu buvusių vertybinių popierių savininkų atveju, kadangi vien ta aplinkybė, jog į pasiūlymą atsiliepė daugiau kaip 50% mažumos akcijų savininkų kai kuriose jurisdikcijose (pvz., JAV) laikoma pakankamu įrodymu, jog tokio pasiūlymo kainai identiška privalomo akcijų pardavimo kaina yra „teisinga“. Dėl pastarosios priežasties manytina, kad VPĮ nuostata, pagal kurią sėkmingai įgyvendinto savanoriško oficialaus pasiūlymo kainai lygi privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina dar papildomai turi būti suderinta su priežiūros institucija, yra perteklinė.

Lietuvos įstatymų leidėjas ir Konstitucinis Teismas užtikrina, kad mažumos akcininkai už privalomo akcijų pardavimo metu išperkamas „taikinio“ įmonės akcijas gautų „teisingą“ kainą, garantuojančią jiems galimybę pasitraukti iš bendrovės nepažeidžiant jų teisės į nuosavybę. Vadovaujantis Lietuvos teismų praktika, TVVM bei priežiūros institucijos išaiškinimais, tais atvejais, kai privalomo akcijų pardavimo kaina nustatoma iniciatoriaus pasirinktu būdu, yra vertinamas 100% akcijų paketas, kas reiškia, jog į akcijos kainą yra įskaičiuojama jai proporcinga „taikinio“ įmonės kontrolės dalis, taip pat tuo atveju, jei atliekant vertinimą vadovaujamasi įmonės, kaip veikiančio verslo vertės standartu ir yra taikomas GPD metodas – gali būti įvertinamos nespekuliatyvios „taikinio“ įmonės plėtros galimybės.

Iš esmės pripažįstama, jog privalomo akcijų pardavimo kaina nėra rinkos kaina, visgi TVVM nurodoma, jog iš esmės visais ten nurodomais metodais nustatoma rinkos kaina, todėl ši pozicija yra prieštaringa. Taip pat abejotinas ir TVVM įtvirtintas reikalavimas atliekant vertinimą atsižvelgti į privalomo akcijų rinkos vertę ir kitus kriterijus. 100% akcijų vertė turi būti nustatyta vadovaujantis konkrečiu leistinu standartu ir metodu – pagrindo atsižvelgti į kitas dedamąsias turto vertintojui nėra – tą patvirtina ir tarptautinė praktika. Kilus ginčui dėl privalomo akcijų pardavimo kainos „teisingumo“, į minėtus faktorius gali atsižvelgti bylą nagrinėjantis teismas, spręsdamas, ar jie turi įtakos kainos teisingumui.

Priežiūros institucijos rekomendacijose įtvirtintas siūlymas apsvarstyti premijos mažumos akcininkams sumokėjimo galimybę yra nesuderinamas su korporatyvinių finansų teorija, juolab, kad pagal esamą privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymo teisinį reguliavimą mažumos akcininkams suteikiama teisė gauti dalį kontroliuojančio akcininko dėl sukoncentruotos „taikinio“ įmonės kontrolės sukurtos pridėtinės vertės, kas, vadovaujantis kai kurių jurisdikcijų praktika, gali būti nesuderinama su „teisingumo“ principu.

IŠVADOS

Remiantis atlikta išsamia užsienio valstybių ir Lietuvos teisinio reguliavimo, teismų praktikos, Europos Žmogaus Teisių Konvencijos institucijų praktikos bei teisės doktrinos moksline analize, konstatuotina, jog iškeltas tyrimo tikslas, išsprendus nustatytus tyrimo uždavinius, pasiektas, o ginamieji tyrimo teiginiai pasitvirtino. Tai pagrindžia žemiau nurodytos pagrindinės tyrimo išvados:

1. *Pirmąjį disertacijos ginamąjį teiginį*, kad privalomo akcijų pardavimo įteisinimas yra pagrįstas viešojo intereso sąlygotu poreikiu, kuris sutampa su didžiojo akcininko interesais ir, neatsižvelgiant į privalomo akcijų pardavimo prievartinį pobūdį, taip pat laikytinas atitinkančiu mažumos akcininkų interesus tuo atveju, jei yra nustatytos aiškios pasinaudojimo privalomo akcijų pardavimo teise sąlygos bei procedūra ir užtikrinama tinkama kompensacija už šios teisės įgyvendinimo metu paimamas akcijas, patvirtina šios žemiau pateikiamos išvados:
    1.1. Privalomas akcijų pardavimas reiškia situaciją, kai tam tikrą įmonės kontrolės laipsnį įgijęs subjektas, neatsižvelgdamas į mažumos akcininkų valią įmonės akcijas parduoti ar neparduoti, priverstine tvarka teisėtai ir atlygintinai (teisinėje sistemoje egzistuojančia procedūra) įgyja visas tokios įmonės mažumos akcininkų turimas akcijas bei tampa vieninteliu šios įmonės akcininku.
    1.2. Privalomas akcijų pardavimas laikytinas savita priemone, skirta užtikrinti viešuoju interesu grindžiamą poreikį, jog įmonės būtų efektyviai valdomos, kuris sutampa su didžiojo akcininko interesu gauti visą jo paties pastangų dėka perimtoje įmonėje sukurtą pridėtinę vertę, o kartu nustatyta nefunkcionalios akcininkų mažumos naudai, turinčia procedūrinių akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonių elementų ir priskirtina turtinių akcininko teisių grupei bei vertintina kaip fundamentalios akcininko teisės parduoti turimas įmonės akcijas atmaina.
    1.3. Teisės sistemoje egzistuojanti galimybė išpirkti smulkiųjų akcininkų turimas įmonės akcijas skatina didįjį akcininką įmonę ir jos turtą valdyti ekonomiškai racionaliausiu būdu, leidžia didžiajam akcininkui sumažinti įmonės valdymo kaštus, padidinti sprendimų priėmimo efektyvumą ir kartu išvengti mažumos akcininkų piktnaudžiavimo savo teisėmis (pvz., reiškiant nepagrįstus ieškinius) rizikos. Dėl šių priežasčių privalomas akcijų pardavimas įteisintinas kaip įmonių perėmimo sandorių skaičių galinti padidinti priemonė.
    1.4. Dėl privalomo akcijų pardavimo teisės įteisinimo gali padidėti įmonių kapitalo kaštai (sumažėjus smulkiųjų investuotojų pasitikėjimui). Tinkama pusiausvyra tarp didžiojo ir mažumos akcininkų interesų privalomo akcijų pardavimo institute padeda padidinti jurisdikcijos patrauklumą mažumos investuotojams kartu padidinant įmonių valdymo efektyvumą, todėl valstybės vaidmuo užtikrinant šį viešą interesą turi būti aktyvus.
    1.5. Konstitucinę nuosavybės teisę ribojantis privalomo akcijų pardavimo pobūdis taip pat turi būti kompensuotas aktyviu valstybės vaidmeniu privalomo akcijų pardavimo procese ginant viešąjį interesą – garantuojant mažumos akcininkų teisių apsaugą. Tol, kol teisinis reguliavimas aiškiai numato privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo atvejus ir tvarką bei užtikrina mažumos akcininkams „teisingą“ atlygį už iš jų priverstinai paimamas akcijas, aktyvi valstybės

pareiga garantuoti mažumos akcininkų teisių užtikrinimą privalomo akcijų pardavimo metu laikytina tinkamai įvykdyta.

1.6. Privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimas yra palankus ir mažumos akcininkams, kadangi artimą absoliučiai įmonės kontrolę įgijus vienam subjektui sumažėja galimybė turimas mažumos akcijas parduoti už adekvačią kainą, tampa neracionalu naudotis akcininko teisėmis dalyvauti įmonės valdyme ar vykdyti priimamų sprendimų kontrolę, o įgyvendinus privalomą akcijų pardavimą tokios situacijos, neatsižvelgiant į mažumos akcininkų poziciją, kuri daugeliu atvejų yra pasyvi, išvengiama.

1.7. Privalomo akcijų pardavimo teisės įteisinimo tiesioginis tikslas – padidinti įmonių valdymo efektyvumą, sutampa su didžiojo akcininko interesais, o privalomo akcijų pardavimo teisiniu reguliavimu siekiamas padidinti jurisdikcijos patrauklumas investuotojams – su mažumos akcininkų interesais.

1.8. Didysis akcininkas turi daugiau informacijos apie įmonę negu mažumos akcininkai, todėl didysis ir mažumos akcininkai yra nelygiavertėje pozicijoje sprendžiant dėl tikrosios įmonės akcijos vertės, o didysis akcininkas šią aplinkybę gali panaudoti versdamas mažumos akcininkus kuo skubiau savo turimas įmonės akcijas jam parduoti. Be to, didysis akcininkas gali pasirinkti tokį pasinaudojimo privalomo akcijų pardavimo teise laiką, kai mažumos akcininkams už jų turimas akcijas mokėtina kaina yra mažiausia. Didysis akcininkas taip pat gali siekti sumažinti įmonės akcijų vertę ar rinkos kainą (pataroji gali sumažėti ir vien dėl to, jog toks kontroliuojančio akcininko elgesys yra numanomas). Toks didžiojo akcininko elgesys ir turimo pranašumo realizavimas gali likti „nenubaustas“ dėl pakankamai mažumos akcininkams reikšmingų bylinėjimosi kaštų problemos ar dėl nepakankamo mažumos akcininkų suinteresuotumo veikti.

1.9. Esminė priemonė, užtikrinanti akcininko teisių apsaugą yra „teisingos“ privalomo akcijų pardavimo principas (taisyklė). Šio principo įgyvendinimas užtikrinamas vadinamąja „mažumos daugumos taisykle“, kai privalomo akcijų pardavimo kainai (ir/ar esminėms privalomo akcijų pardavimo sąlygoms) privalo pritarti mažumos akcininkų dauguma; trečiojo asmens priežiūra, kai privalomo akcijų pardavimo sąlygas vertina ir savo nuomonę dėl jų mažumos akcininkams pateikia *de jure* nepriklausomas subjektas; procedūrine ar turiningąja peržiūra, kai, atitinkamai, privalomo akcijų pardavimo procedūros atitikties įtvirtintiems reikalavimams *ex ante* kontrolę (pvz., derindama privalomo akcijų pardavimo kainą) atlieka teisminė ar administracinė institucija ir kai *ex post* privalomo akcijų pardavimo „teisingos“ kainos ir/ar įgyvendinimo sąlygų pagrįstumą įvertina teiminė institucija.

1.10. „Mažumos daugumos“ taisyklė, kai „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina laikoma paprastosios mažumos akcininkų daugumos (50% mažumos akcijų savininkų) patvirtinta įmonės akcijų kaina, laikytina optimaliau įtvirtinančia didžiojo ir mažumos akcininkų teisių ir interesų pusiausvyrą, nei „mažumos daugumos“ taisyklė, reikalaujanti, jog privalomo akcijų pardavimo kaina būtų patvirtinta 90% mažumos akcininkų kvalifikuota dauguma.

1.11. Privalomo akcijų pardavimo kaina, išskyrus aiškiai įrodytus mažumos akcininkų piktnaudžiavimo/manipuliavimo akcijų rinkos kaina atvejus, neturėtų būti žemesnė už pakankamo lygio likvidumo sąlygomis egzistuojančią įmonės

akcijų rinkos kainą. Priešingu atveju įžvelgtinas akcininko turtinės teisės parduoti savo turimas „taikinio“ įmonės akcijas, o kartu ir konstitucinės teisės į nuosavybę pažeidimas.

2. *Antrąjį disertacijos ginamąjį teiginį*, kad didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesų pusiausvyrą geriausiai įtvirtina privalomo akcijų pardavimo objektu esančių akcijų kaina, kuri yra lygi kiekvienai akcijai tenkančios įmonės kaip veikiančio verslo vertės, nustatytos grynųjų piniginių srautų diskonto metodu, daliai, patvirtina šios žemiau pateikiamos išvados:
   2.1. Neatsižvelgiant į tai, ar už privalomo akcijų pardavimo objektu esančias įmonės akcijas siūloma kompensacija vadinama „teisinga“ akcijų kaina, akcijų skaičiui proporcinga įmonės, kaip veikiančio verslo vertės dalimi, ar „tikrąja“ akcijų kaina privalomo akcijų pardavimo metu, mažumos akcininkų kompensavimo laipsnis priklauso nuo pasirinkto vertės standarto (rinkos, pardavimo trečiajai šaliai ar veikiančio verslo vertė) ir naudojamo metodo tokiai vertei nustatyti. Mažumos akcininkai turėtų gauti tų elementų, kurie laikytini įmonės dalimi privalomo akcijų pardavimo metu, vertės dalį ir neturėtų gauti vertės, kuri buvo sukurta didžiojo akcininko iniciatyva ir pastangomis, dalies.
   2.2. Kai yra sprendžiama dėl mažumos akcininkams mokėtinos privalomo akcijų pardavimo kompensacijos dydžio, turėtų būti atsižvelgta į tokius aspektus kaip įmonės turtas, įmonės akcijų rinkos vertė, pajamos, ateities perspektyvos ir bet kokius kitus įmonės vertei įtakos galinčius turėti veiksnius. Visgi, konkrečių kintamųjų panaudojimas ir jų lyginamasis svoris priklauso nuo naudojamo metodo (metodų). Visuotinai pripažįstama, jog atliekant privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymą vadovautinasi finansų bendruomenės pripažįstamais metodais. Tokia praktika yra sveikintina, kadangi nėra vieno metodo, kuris tiktų visiems atvejams. Be to, su sąlyga, kad tokia taisyklė bus taikoma tik išimtiniais atvejais, kai nėra pakankamų ir patikimų duomenų vertinimui atlikti, svarstytina ir kelių metodų panaudojimo galimybė.
   2.3. Užtikrinus maksimalios apimties esminės informacijos apie „taikinio“ įmonę atskleidimą ir duomenų patikimumą, didžiojo ir mažumos akcininkų interesų optimaliausias balansas pasiekiamas taikant įmonės, kaip veikiančio verslo vertės standartą, išskyrus atvejus, kai vadovaujantis tokiu standartu gauta „taikinio“ įmonės akcijų kaina būtų akivaizdžiai nesąžininga mažumos akcininkų atveju (pvz., „taikinio“ įmonei nuostolingai valdant didelės vertės nekilnojamąjį turtą, kuris galėtų būti parduotas tikslu panaudoti kitai paskirčiai). Grynųjų piniginių srautų diskonto metodas nustatant privalomo akcijų pardavimo objektu esančią kainą vertintinas kaip labiausiai atitinkantis didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesus, bet kartu kaip metodas, paliekantis nemažai vietos diskusijai dėl tikslių piniginių srautų nustatymo ir pritaikytų diskonto normų pagrįstumo.
   2.4. Įmonės akcijos gali būti pervertintos arba nuvertintos lyginant su paties verslo verte. Dėl šios priežasties, „taikinio“ įmonės akcijų verte turėtų būti laikoma akcijų skaičiui proporcinga įmonės vertės dalis. Įmonės vertė nustatytina kaip veikiančio verslo, naudojančio turimą turtą ir suplanuotas investicines galimybes, išskyrus atvejus, kai tokios pozicijos laikymasis lemtų nesąžiningą rezultatą.

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

2.6. Privalomo akcijų pardavimo kaina Lietuvoje turėtų būti laikoma tikroji perkamų akcijų vertė privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu, kuri yra lygi akcijų skaičiui proporcingos, vadovaujantis naudojimo požiūriu bei grynųjų piniginių srautų diskonto metodu nustatytos, įmonės vertės privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu daliai. Ši teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos sąvoka leistų užtikrinti, jog smukieji akcininkai gauna to, kas iš jų paimama, vertę pinigais – „teisingą" kompensaciją. Tokios kompensacijos sumokėjimas taip pat atitiktų ir kontroliuojančio akcininko interesus. Tokia privalomo akcijų pardavimo kaina taip pat leistų įvertinti (pakoreguojant įmonės piniginius srautus) dėl kontroliuojančiojo akcininko sąlygoto netinkamo įmonės valdymo atsiradusį įmonės vertės (taigi ir įmonės akcijų vertės) kainos sumažėjimą. Ši teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos sąvoka bus netinkama tais atvejais, kai naudojimo požiūriu nustatyta vertė bus žymiai mažesnė už įmonės turto rinkos vertę, o grynųjų piniginių srautų diskonto metodą naudoti yra netikslinga (pvz. finansines paslaugas teikiančių įmonių atveju) ar neįmanoma (trūkstant objektyvių finansinių duomenų).

3. *Trečiąjį disertacijos ginamąjį teiginį*, kad Lietuvoje egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas ir jo aiškinimas nepagrįstai prioritetą teikia mažumos akcininkų interesams bei nenustato iki galo tikslių privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūrinių aspektų, todėl turėtų būti tikslinamas patvirtina šios žemiau pateikiamos išvados:

3.1. Tiek Direktyvoje, tiek VPĮ įtvirtinta „mažumos daugumos" taisyklė pagal kurią privalomo akcijų pardavimo kaina laikoma „teisinga" tuo atveju kai savanoriško oficialaus pasiūlymo kaina yra priimtina 90% oficialaus pasiūlymo objektu esančių akcijų savininkų, neįtvirtina tinkamos didžiojo ir smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų pusiausvyros. Šia taisykle įtvirtinta „teisingos" privalomo akcijų pardavimo kainos prezumpcija laikytina nenuginčijama, o tokia privalomo akcijų pardavimo kaina neturėtų būti dar papildomai derinama su priežiūros institucija (kaip yra Lietuvoje).

3.2. Lietuvoje privalomo akcijų pardavimo iniciatoriui nustatyta imperatyvi pareiga suderinti privalomo akcijų pardavimo kainą su priežiūros institucija, atsižvelgiant į tai, kad priežiūros institucijos išvada dėl privalomo akcijų pardavimo kainos turi individualaus teisės taikymo akto statusą, yra perteklinė. Kilus teisminiam ginčui dėl „teisingos" privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymo, nepriimtiną priežiūros institucijai kainą nustatęs asmuo turėtų įrodyti jo pasiūlytos kainos pagrįstumą (įskaitant, padengti ir kainos nustatymo ekspertizės išlaidas). Priešingu atveju, t. y. tada, kai priežiūros institucija savo rekomendacijoje nurodytų sutinkanti su privalomo akcijų pardavimo (pirkimo)

iniciatoriaus pasiūlyta kaina, įrodyti, kad tokia kaina yra neteisinga, privalėtų ieškovas.

3.3. Privalomo akcijų pardavimo, įgyvendinamo po oficialaus pasiūlymo, objektas turėtų būti tie patys vertybiniai popieriai. Vadovaujantis VPĮ nuostatomis, oficialaus pasiūlymo objektu gali būti vertybiniai popieriai, patvirtinantys teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Nepaisant to, privalomo akcijų pardavimo objektu gali būti tik balso teisę suteikiančios akcijos.

3.4. Tuo atveju, kai kyla ginčas dėl privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymo pagrįstumo, iš VPĮ nuostatų nėra aišku, kaip turėtų vykti privalomo akcijų pardavimo procedūra bylą nagrinėjančiam teismui nesustabdžius šios procedūros vykdymo. Pagal dabartinį teisinį reguliavimą gali susiklostyti situacija, kai su akcijas geranoriškai perleidusiais akcininkais yra visiškai atsiskaityta, o ginčą iniciavusiems akcininkams nėra sumokama net tokia akcijų kaina, dėl kurios ginčo nėra.

3.5. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintose Teisingos akcijų kainos nustatymo gairėse įtvirtinta rekomendacija didžiajam akcininkui prieš teikiant privalomo akcijų pardavimo kainą suderinti priežiūros institucijai „<...>*apsvarstyti klausimą dėl kainos priedo skyrimo.*“ „Mažumos diskonto“ ir/ar kitokio pobūdžio priemokos ar priedai yra nesuderinami su korporatyvinių finansų (*angl.* „corporate finance“) teorijos logika, todėl neturėtų būti taikomi koreguojant privalomo akcijų pardavimo kainą. Tokių priemokų ar priedų taikymas be jokio pagrindo privilegijuoja mažumos akcininkus ir iškreipia didžiojo ir smulkiųjų akcininkų teisių ir pareigų pusiausvyrą.

3.6. Lietuvoje galiojančioje turto ir verslo vertinimo pagrindų metodikoje nurodoma, jog visais metodais (pajamų, lyginamuoju bei jų deriniu), kurie yra naudotini privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti, nustatoma rinkos vertė. Atliekant akcijų vertinimą privalomo akcijų pardavimo metu privalo būti nustatyta ne rinkos vertė, o „teisinga“ akcijų kaina, kuri nebūtinai yra lygi akcijų rinkos vertei.

PASIŪLYMAI IR REKOMENDACIJOS

1. Siūlomi teisės aktų ir rekomendacinio pobūdžio dokumentų pakeitimai

1.1. Atsižvelgiant į 3.1. išvadą, kadangi VPĮ 37 straipsnio 5 dalyje įtvirtinta nuostata, pagal kurią sėkmingai įgyvendinto savanoriško oficialaus pasiūlymo kainai lygi privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kaina dar papildomai turi būti suderinta su priežiūros institucija, yra perteklinė ir turėtų būti panaikinta, siūloma pakoreguoti VPĮ 37 straipsnio 5 dalį ir išdėstyti ją taip:

„*5. Nustatant kainą pagal šio straipsnio 4 dalies ~~2 ir~~ 3 punkt~~us~~**q**, kaina, už kurią siūloma supirkti akcijas, turi būti pagrįsta ir iš anksto suderinta su priežiūros institucija. Priežiūros institucija turi teisę motyvuotai reikalauti pakeisti kainą. Šio straipsnio 6 dalyje nurodytas pranešimas emitentui turi būti pateiktas ne vėliau kaip per 30 dienų nuo galutinės kainos suderinimo dienos.*“.

1.2. Atsižvelgiant į 3.2. išvadą, siūloma pakeisti VPĮ 37 straipsnio 5 dalį numatant, kad priežiūros institucijos nuomonė dėl privalomo akcijų pardavimo kainos pagrįstumo yra rekomendacinė ir, nepriklausomai nuo to, ar yra teigiama, ar ne, netrukdo tęsti privalomo akcijų pardavimo procedūros ir VPĮ 37 straipsnio 5 dalį išdėstyti taip:

„*5. Nustatant kainą pagal šio straipsnio 4 dalies 2 ir 3 punktus, kaina, už kurią siūloma supirkti akcijas, turi būti pagrįsta ir ~~iš anksto suderinta su priežiūros institucija~~**dėl jos turi būti gauta priežiūros institucijos rekomendacija.** Priežiūros institucija turi teisę motyvuotai ~~reikalauti~~**rekomenduoti** pakeisti kainą. **Priežiūros institucijos rekomendacija akcininkui neprivaloma.** Šio straipsnio 6 dalyje nurodytas pranešimas emitentui turi būti pateiktas ne vėliau kaip per 30 dienų nuo ~~galutinės kainos suderinimo~~ **rekomendacijos dėl kainos pateikimo akcininkui** dienos.*“

1.3. Atsižvelgiant į 3.3. išvadą, siūloma papildyti VPĮ 37 straipsnio 1 dalį numatant, kad 95% visų balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime įgiję subjektas turi teisę reikalauti, kad visi kiti emitento akcininkai jam parduotų ir jiems priklausančius vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius ir šią dalį išdėstyti taip:

„*1. Nuosavybės vertybinių popierių emitento akcininkas, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įsigijęs akcijų, sudarančių ne mažiau kaip 95 procentus balsavimo teises suteikiančio kapitalo ir ne mažiau kaip 95 procentus visų balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime, turi teisę reikalauti, kad visi kiti emitento akcininkai parduotų jiems priklausančias~~ius~~ ~~balso teisę suteikiančias akcijas~~ balsavimo teisę suteikiančius **vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius,** ir šie privalo ~~as~~**uos** parduoti šio įstatymo nustatyta tvarka.*“

1.4. Atsižvelgiant į 3.4. išvadą, siekiant išvengti nelygiaverčio ginčą iniciavusių ir akcijas perleidusių akcininkų traktavimo, siūlytina papildyti VPĮ 37 straipsnio 13 dalį numatant, jog, neatsižvelgiant į tai, sustabdyta privalomo akcijų pardavimo procedūra ar ne, didysis akcininkas privalo supirkti visas to norinčių mažumos akcininkų turimas akcijas už jo pasiūlytą kainą ir šią dalį išdėstyti taip:

„*13. Kiekvienas akcininkas per šio straipsnio 9 dalyje nustatytą terminą turi teisę kreiptis į apygardos teismą pagal bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, buveinę, kad būtų nustatyta teisinga akcijų kaina. Tokiu atveju mutatis mutandis taikomi Civilinio kodekso 2.118, 2.119 ir 2.127-2.130 straipsniai. Jeigu bent vienas akcininkas kreipėsi į teismą, teismas*

gali privalomą akcijų išpirkimo procedūrą sustabdyti iki teismo nutarties dėl akcijų kainos nustatymo įsiteisėjimo dienos. Kol akcijų išpirkimo procedūra sustabdyta, akcininkai neprivalo ~~nei~~ parduoti~~, nei pirkti~~ akcijų, taip pat sustabdomi šiame straipsnyje nustatyti akcininkų įsipareigojimų įvykdymo terminai. Visoms akcijoms, įskaitant akcijas, parduotas pranešimą apie akcijų išpirkimą pateikusiam akcininkui iki kreipimosi į teismą, turi būti taikoma ne mažesnė kaina už tą, kuri nustatyta teismo nutartimi.".

1.5. Atsižvelgiant į 3.5. išvadą, o taip pat 1.5.-1.7. išvadas, siūloma panaikinti Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintų Teisingos akcijų kainos nustatymo gairių 2.2. punkto antrame paragrafe įtvirtintą rekomendaciją:

„*~~Kadangi privalomas akcijų pardavimas yra privalomas smulkiųjų investuotojų turto (akcijų) nusavinimas, stambiajam akcininkui, prieš pateikiant priežiūros institucijai derinti teisingą akcijų kainą, rekomenduojama apsvarstyti klausimą dėl kainos priedo skyrimo. Jeigu stambusis akcininkas, nustatydamas teisingą akcijų kainą, priedo nusprendžia neskirti, pateikiant priežiūros institucijai derinti teisingą akcijų kainą, kartu turi būti pateiktas argumentuotas paaiškinimas, kodėl neskirtas kainos priedas.“ įtvirtinta rekomendacija didžiajam akcininkui prieš teikiant privalomo akcijų pardavimo kainą suderinti priežiūros institucijai.~~*".

1.6. Atsižvelgiant į 2.6. ir 3.6. išvadas, kadangi: i) akcijos vertė turėtų būti nustatoma kaip jai tenkanti įmonės, kaip veikiančio verslo, vertės dalis; ii) o atliekant akcijų vertinimą siekiama nustatyti ne akcijų rinkos vertę, bet jų „teisingą“ kainą, tikslintimos 2012 m. balandžio 27 d. LR finansų ministro įsakymo „Dėl turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo“ 23, 86, 103 ir 108 punktų nuostatos jas išdėstant šitaip:

„*23. Vertintojas, nustatydamas vertybinių popierių vertę privalomo oficialaus siūlymo ir privalomo akcijų pirkimo-pardavimo atvejais: 23.1. vertina* ***įmonės, kaip veikiančio verslo, vertę****~~visą (100 proc.) akcijų paketą~~ ir pagal jo vertę nustato vienos akcijos vertę;*

*86. Pajamų metodu nustatoma verslo rinkos vertė, jeigu taikant šį metodą yra remiamasi rinkos duomenimis****, išskyrus kai vertinimas atliekamas 8.5. punkte***[503] ***įvardintu atveju.***

*103. Lyginamuoju metodu nustatoma verslo rinkos vertė****, išskyrus kai vertinimas atliekamas 8.5. punkte įvardintu atveju.***

*108. Turto požiūrio metodų derinys taikomas nustatant verslo rinkos vertę****, išskyrus kai vertinimas atliekamas 8.5. punkte įvardintu atveju.***“.

2. Rekomendacijos teismams

2.1. Atsižvelgiant į 3.1. bei 1.8.-1.10. išvadas, VPĮ 37 straipsnio 4 punkto 2 dalyje įtvirtinta prezumpcija, jog tuo atveju, kai akcininkas, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, pateikęs savanorišką oficialų siūlymą įsigyti visas likusias balsavimo teisę suteikiančias akcijas, įsigijo akcijų, suteikiančių ne mažiau kaip 95 procentus visų balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime, akcijų kaina nustatoma tokia, kokia buvo mokama jam šiuo būdu įsigyjant emitento akcijas, jeigu, oficialaus siūlymo teikėjui tuo būdu įsigyjant akcijas, ne mažiau kaip 90 procentų akcijų, kurioms supirkti buvo pateiktas oficialus siūlymas, savininkai pardavė jam savo akcijas, turėtų būti laikoma nenuginčijama. Tokiu būdu nustatyta kaina galėtų būti keičiama tik tais atvejais, kai paaiškėja akcijų vertei įtakos turintys veiksniai.

2.2. Išskyrus atvejus, kai naudojimo požiūriu nustatyta vertė bus žymiai mažesnė už įmonės turto rinkos vertę, o grynųjų piniginių srautų diskonto metodą naudoti yra netikslinga (pvz. finansines paslaugas teikiančių įmonių atveju) ar neįmanoma (trūkstant objektyvių

[503] 8.5. punkte nurodoma, jog vertinimas gali būti atliekamas nuosavybės teisės perleidimo atveju.

finansinių duomenų), vadovautis tokiu „teisingos“ kainos apibrėžimu: „*Teisinga“ akcijų kaina – tikroji perkamų akcijų vertė privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu, kuri yra lygi akcijų skaičiui proporcingos, vadovaujantis naudojimo požiūriu bei grynųjų piniginių srautų diskonto metodu nustatytos, įmonės vertės privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu daliai.*“

NAUDOTŲ ŠALTINIŲ SĄRAŠAS

Teisės aktai

LR teisės aktai ir ratifikuotos konvencijos

1. 1992 m. lapkričio 2 d. Lietuvos Respublikos Konstitucija [interaktyvus]. [žiūrėta 11-12-10] http://www3.lrs.lt/home/Konstitucija/Konstitucija.htm.
2. 2007 m. sausio 18 d. LR Vertybinių popierių įstatymas Nr. X-1023. Valstybės Žinios, 2007, Nr. 17-626.
3. 2007 m. sausio 18 d. LR Finansinių priemonių rinkų įstatymas. Nr. X-1024.
4. LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19$^{(1)}$, 40, 45, 52, 61 str. pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju^{1} skirsiu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas. N.r. X-714;
5. 2004 m. balandžio 30 d. LR Vertybinių popierių rinkos įstatymas Nr. IX-2174, Valstybės Žinios, Nr. 73-2514.
6. 2000 m. liepos 13 d. LR Akcinių bendrovių įstatymas. Nr. VIII-1835.
7. 1999 m. sausio 4 d. LR Administracinių bylų teisenos įstatymas, Nr/ VIII-1029.
8. 1999 m. gegužės 25 d. LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas Nr. VIII-1202.
9. Europos Žmogaus Teisių ir Pagrindinių Laisvių Apsaugos Konvencija ir ją pataisantis Protokolas Nr. 11 ir Protokolai Nr. 1, 4, 6, 7, 12 ir 13 (1950) [interaktyvus]. [žiūrėta 11-10.10] http://www.EŽTK.coe.int/EŽTK/EN/Header/Basic+Texts/Basic+Texts/The+European+Convention+on+Human+Rights+ir+its+Protocols/.
10. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1996 m. vasario 14 d. nutarimas Nr. 244 „Dėl Turto vertinimo metodikos“. Valstybės Žinios. 1996, Nr. 16-426.

ES teisės aktai

11. 2004 balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų, OJ L 142, 2004, p. 12-23.
12. 1978 m. spalio 9 d. Direktyva 78/855 EEB dėl ribotos atsakomybės bendrovių susijungimo, OJ L 295, 1978, p. 36.
13. 1976 m. gruodžio 13 d. Direktyva 77/91/EB dėl apsaugos priemonių, kurių valstybės narės, siekdamos tokias priemones suvienodinti, reikalauja iš Sutarties 58 straipsnio antroje pastraipoje apibrėžtų akcinių bendrovių, jų narių ir kitų interesų apsaugai, bendroves steigiant, palaikant ir keičiant jų kapitalą, koordinavimo, OJ 1977 L 26, p. 1.
14. 1977 m. Europos Komisijos rekomendacija dėl Europos veiklos, susijusios su sandoriais dėl perleidžiamųjų vertybinių popierių, kodekso OJ L 212, 1977 p. 37.

Užsienio valstybių teisės aktai

15. Aktiengesetz [interaktyvus]. [žiūrėta 11-11-10] http://bundesrecht.juris.de/aktg/BJNR010890965.html- BJNR010890965BJNG052600377.
16. Delaware General Corporation Law [interaktyvus]. [žiūrėta 12-07-07]. http://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.shtml - P-1_0.
17. Rules and Regulations Under the Securities Exchange Act of 1934 [interaktyvus]. [žiūrėta 11-11-10]http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr;sid=c23088582ec47d108edfa24960ea1e4e;rgn=div5;view=text;node=17%3A3.0.1.1.1;idno=17;cc=ecfr#17:3.0.1.1.1.1.
18. UK Company law of 1985 [interaktyvus]. [žiūrėta 12-03-10] <http://www.statutelaw.gov.uk/content.aspx?activeTextDocId=2975166 - attrib.

LITERATŪRA

1. Abrams K. G. ir Laster T. *"New Delaware rules for going private transactions"*. 2005, INSIGHTS [Vol. 19: 7], p. 9-13.
2. Akerlof, G. A., *"The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism"*. 1970, Quarterly Journal of Economics [Vol. 84:3], p. 488-500.
3. Andenas, M.; Wooldridge, F. *European Comparative Company Law*. Cambridge University Press, 2006.
4. Aronstam B. R., Balotti R. F. & Rehbock T. *"Delaware's going private dilemma: fostering protections far minority shareholders in the wake of Siliconix ir Unocal Exploration"*. 2003, Business Lawyer [Vol. 58], p. 519-558.
5. Austmann, A. & Mennicke, P. „*Übernahmerechlicher Squeeze-out und Sell-out*", NEUE ZEITSCHRIFT FÜR GESELLSCHAFTSRECHT 846, 851 (2004).
6. Babak A. „*Adoption of Squeeze-Out and Sell-out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA*". LLM Thesis., Central European University, March 30, 2012.
7. Bebchuk L. A., *"The Case for Increasing Shareholder Power*", 118 HARV. L. REV. (2005), p. 833-851.
8. Bebchuk L. A., *"Letting Shareholders Set the Rules*", 119 HARV. L. REV. (2006).
9. Bebchuk, L. A. & Kahan, M. *"Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts, in concentrated corporate ownership*" (Randall K. Morck ed., 2000).
10. Bebchuk L. A., *"Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*", 109 Q. J. ECON. 957 (1994).
11. Bebchuk, L. A. & Kahan, M. *The "Lemons Effect" in Corporate Freeze-Outs* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 6938, 1999) [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11] <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226397>.
12. Berle A. A. & Means G. C., "*The modern corporation and private property*" (1932).
13. Birkner A. ir Hasenauer C. "*Squeeze-out options defined*". 2007, International Financial Law Review, Mergers & Acquisitions [Vol. 26], p. 13-15.
14. Bitė V. *"Akcijų pirkimo-pardavimo pripažinimas verslo perleidimu: diagnozavimo kriterijai ir reikšmė akcijų pardavėjo atsakomybei*". Jurisprudencija, 2010, 2(120), p. 357–378,
15. Booth, Richard A. Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings. 57 Bus. Law. 127 (2001–2002).
16. Brealey, R. A. Principles of corporate finance (9th ed. 2008).
17. Brealey R. A., Myers S. C. *"Capital Investment and Valuation"*. (Brattle Group, McGraw-Hill Professional 2003).
18. Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:"*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*". [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940.
19. Booth, R. A. "*Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings*". 57 Business Law. 127 (2001-2002)).

20. Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 118/2006: "*Takeovers*". 2006, Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics, CEPR and ECGI [interaktyvus]. [žiūrėta 11-11-10] http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=884080.
21. Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions"*. 1999, North Carolina Law Review [Vol. 78], p. 101-152.
22. Coates J. C. "*Fair value" as an avoidable rule of corporate law: minority discounts in conflict transactions*". University of Pennsylvania Law Review, Vol. 147, No. 6 (Jun., 1999), pp. 1251-1359.
23. Coffee J. C., "*Transfers of Control ir the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?"*. 1996, Delaware Journal of Corporate Law [vol. 21], p. 359-396.
24. Cox J. D., *et al* "*Securities Regulation – Cases and Materials*", 4th edn. (Gaithersburg, Aspen Publishers 2004).
25. Dijk, P., Hoof G. J. H. *"Theory and Practice of the European Convention on Human Rights"*, 3rd edn. 1998, The Hague, Kluwer Law International.
26. Easterbrook, F. H.; Fischel, D. R. The economic structure of corporate law. Harvard university press, 1996, p. 146.
27. Edwards V., *"The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?"*. 2004, European Company and Financial Law Review, [Vol. 1:4], p. 416-439.
28. Eisenhofer, J. W. & Reed, J. L. "*Valuation Litigation*", 22 Delaware Journal of Corporate Law.
29. 1997, 37, p. 116–19.
30. Elsland, S.; Weber, M. Squeeze-outs in Germany: Determinants of the Announcement Effects [interaktyvus]. [žiūrėta 10-08-2011] <http://www.uni-tuebingen.de/dgf/program/CPaper137.pdf>.
31. Van der Elst C., Van den Steen L. „*Balancing the interests of minority and majority shareholders: a comparative analysis of squeeze-out and sell-out rights*". ECFR 4/2009, p. 391 – 439.
32. Van der Elst C. ir Van den Steen L."*Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out"*. 2006, Financial Law Institute, University Gent.
33. Van der Elst, Ch., van den Steen, L. "*Squeezing and Selling-out – a Patchwork of Rules in Five European Member States. European Company Law*", vol. 2007, no. 1, p. 25.
34. Ferran E., *"Building an EU Securities Market"*. 2004, Cambridge, Cambridge University Press.
35. Furlow, C. V. Back to Basics: Harmonizing Delaware's Law Governing Going Private Transactions, 40 AKRON L. REV. 85, 2007.
36. Garner A. (vyr. redaktorius). „*Black's Law Dictionary*", 9th ed, Thomson Reuters, 2009.
37. Gevurtz, F. A. Corporation Law 661. 2000.
38. Gilson R. J. & Gardon J. N. *"Controlling controlling shareholders"*. 2003, University of Pensylvania Law Review [Vol. 152:785], p. 785-843.
39. Goode R., *et. al*. "*Transnational Commercial Law: Text, Cases and Materials"*. 2007, Oxford, Oxford University press.
40. Grossman S. J. and Hart O. D. "*Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*". The Bell Journal of Economics Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980), p. 42-64.

41. Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2007), „*The short and puzzling life of the implicit minority discount*“ 156 U. Pa. L. Rev. 2 2007-2008, p. 1-61.

42. Hamermesh, L. A.; Wachter, M. L. (2009), „*Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts*“ 50 B.C. L. Rev., p. 1021–1068.

43. Hamermesh L. & Wachter M. L. “*The fair value of cornfields in Delaware*” [interaktyvus]. [žiūrėta 10-03-04] http://lsr.nellco.arg/upenn/wps/papers/76.

44. Henderson T. M. and Epstein R. A. ”*The Going-Private Phenomenon: Causes and Implications*”. The University of Chicago Law Review, Vol. 76, No. 1 (Winter, 2009), p. 1-6.

45. Hirshman A. O. , ”*Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*” (1970).

46. Hunter, C.; Potter, K. ”*Legal and practical issues for business valuation in shareholders agreements and minority shareholders rights*” (presentation) [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-08-11] <http://www.macleoddixon.com/documents/Business_Valuation_in_Shareholders_Agreements_and_Miniority_Shareholder_Rights.pdf>.

47. Hunter, C.; Potter K. Legal and practical issues for business valuation in shareholders agreements and minority shareholder rights. Paper presented to the Canadian Institute of Chartered Business Valuators Calgary Chapter on October 0, 1997 [interaktyvus]. [žiūrėta 10-08-2011] < http://www.macleoddixon.com/documents/Business_Valuation_in_Shareholders_Agreements_and_Miniority_Shareholder_Rights.pdf >.

48. Branislav Hazucha B. & Jurková M., “*Slovak Republic*, *in common legal framework for takeover bids in Europe*”. *2008,* Dirk Van Gerven ed.

49. Iacono C. “*Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders Under Delaware Law: The '800-Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*”. 2003, Delaware Journal of Corporate Law [Vol. 28], p. 645-689.

50. Gordon J. N. & Kornhause L. A. “*Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research”,* 60 N.Y.U. L. Razv. 761, 825 (1985).

51. Jones Day apžvalga, The European Directive on Takeover Bids: A Comparison with U.S. Tender Offer Practices [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-22], http://www.jonesday.com/newsknowledge/publicationdetail.aspx?publication=2875..

52. Johnston A. *“Takeover regulation: historical ir theoretical perspectives on the city code”*. 2007, Cambridge Law Journal [Vol. 66: 2], p. 422-460.

53. Kaisanlahti T. *“When is a tender price fair in the squeeze-out?”*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 497-519.

54. Kluiver H-J. *“Private ordering and buy-out remedies within private company law: towards a new balance between fairness and welfare?”*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], pp. 103-119.

55. Kohler M., ”*Ownership structure, regulation and the market for corporate control in the EU banking sector*”. European Journal of Law & Economics 2013, 34(1), p. 173-196.

56. Kraakman R. R. *et. al. “The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*”. 2004, Oxford, Oxford University Press.

57. Kraakman, R. „*Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices As an Acquisition Motive*“. 1998, Columbia Law. Review, 88.

58. Krause, H. BB-Europareport: Die EU-Übernahmerichtiline – Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, DER BETRIEBS-BERATER. 2004, p. 113, 118.

59. Krebs C. A. "*Freeze-out transactions in Germany and the U.S.: a comparative analysis*". German Law Juornal August 1, 2012, p. 941-978.
60. Krohn M. *"Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights"*. 2004, European Business Law Review [Vol 15], p. 159-182.
61. Kuklis R. "*Squeeze-out: Slovak Republic*" [interaktyvus]. [žiūrėta 10-08-25] http://www.financnik.sk/financie.php?did=349&article=429.
62. Latella D. "*Shareholder Derivative Suits: A Comparative Analysis and the Implications of the European Shareholders' Rights Directive*". European Company and Financial Law Review. Volume 6, Issue 2-3, 2009, p. 307–323.
63. Lehn K. & Poulsen A. Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, 44 J. FIN. 771 ,1989.
64. Levy E. R. *"Freeze-Out Transactions the Pure Way: Reconciling Judicial Asymmetry Between Tender Offers and Negotiated Mergers"*. 2004, West Virginia Law Review [Vol. 106], p. 305-357.
65. Lucian A. & Bebchuk L. C. *"The Case against Board Veto in Corporate Takeovers"*. 2002, 69 University of Chicago Law Review [Vol. 69], p. 973-1035.
66. Maul S. & Muffat-Jeandet D. „*The Directive on Takeover Bids, in Takeover bids in Europe: the takeover directive and its implementation in the member states*". 2008, Silja Maul et al. eds.
67. Michael R. "*Overview of merger ir acquisition process in Greece ir recent legislative developments"*. 2005, International Financial Law Review [Vol. 24], p. 49-51.
68. Misius R., "*Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika*". 2004, Jurisprudencija [Nr. 55:47], p. 90-101.
69. Oesterle D. A., "*The Law of Mergers, Acquisitions and Reorganizations*". 2012, West Group.
70. Pinta L. „*The U.S and Italy: controlling shareholders' fiduciary duties in freeze out mergers and tender offers*". NYU Journal of Law & Business, Spring 2011 Proceedings of the 2011 Annual Symposium: Regulatory Reform and the Future of the U.S. Financial System: An Examination of the Dodd-Frank Regulation, p. 931-974.
71. Pinto A. R., Branson D. M. "*Understanding Corporate Law*". 2nd edn. 2004, New York, M. Bender.
72. Pritchard A. C. *"Tender offers by controlling shareholders: the spectre of coercion and fair price"*. 2004, Berkeley Business Law Journal [Vol. 1:83], p. 83-111.
73. Rathausky, U. Squeeze-out in Deutschland: Eine Empirische Untersuchung zu Anfechtungsklagen und Spruchverfahren, Die Aktiengesellschaft, R24-R26, 2004.
74. Rirall S. T., "*Revising the Delaware Appraisal Statute"*.2000, Delaware Law Review [Vol. 3:1].
75. Reemers J. ir Schultze Enden H. P. "*The European Directive on Takeover Bids: A Comparison with U.S. Tender Offer Practices*" [ineraktyvus]. 2005, Publication. [žiūrėta 11-10-10] http://www.jonesday.com/pubs/pubs_detail.aspx?pubID=2875.
76. (*cituojama*: "Publication on Takeover Directive");
77. Regner W. D. *"Going private in the US"*. 2006, International Financial Law Review, Supplement: The 2006 Guide to Mergers ir Acquisitions [interaktyvus]. [žiūrėta 10-10-11] http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=21679&SID=624573.
78. Romano R., "*The Shareholder Suit: Litigation without Foundation?*", J.of Law, economics, & Organization, 7 (1991), p. 55-87.

79. Schmidt and Lutter, Aktiengesetz Kommentar (Köln, Schmidt, 2008) p. 3030; Geibeland Süssman, WpÜG – Kommentar (München, Beck, 2008).

80. Siems M. M.. The web of creditor and shareholder protection in 25 countries: a comparative legal network analysis. 27 Ariz. J. Int'l & Comp. L. 747 2010, p. 749-782.

81. Siska K. ir Tadlánková L. "Shareholders feel the squeeze". 2007, International Financial Law Review, Mergers & Acquisitions [Vol. 26], pp. 75-77.

82. Steinmeyer, R.; Häger, M. (2002), WpÜG: Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Minderheitenausschluss nach §§327a ff. AktG, Berlin.

83. Subramanian G. "*Fixing Freezeouts*". 2005, Yale Law Journal [Vol. 115], p. 2-70.

84. Talutis T., Šenavičius V. „*Privalomo oficialaus siūlymo teisinio reguliavimo Lietuvoje efektyvumo aspektai*". Jurisprudencija, 2010, 2(120), p. 341–356.

85. Tatham A. "*Europos Sąjungos teisė*". 1999, Vilnius, Eugrimas.

86. Theiss W. "*Czech Republic: Squeeze-out regime*". 2006, International Financial Law Review [Vol. 25], p. 70-71.

87. Tikniūtė A., „*The Nature of Investigation Proceedings of Legal Entity under the Civil Code of Lithuania*". Jurisprudence (Jurisprudencija), issue: 19(2) / 2012, pp. 525-541.

88. Thompson R. B. "*Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote,Sell, and Sue. Law and Contemporary Problems*", Vol. 62, No. 3, Challenges to Corporate Governance (Summer, 1999), p. 215-242

89. Timmerman, L.; Doorman, A. "*Rights of minority shareholders in the Netherlands*". A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, p. 3 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-04-23]. http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/minorityshh. Pdf.

90. Velasko J. „*The Fundamental Rights of the Shareholder*". University of California Davis Law Review, vol. 40. 2006-2007, p. 407-467.

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

92. Ventoruzzo, M (2007). „Cross-Border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights Under Italian Law", 4 EUR. COMPANY & FIN. L. REV. 47, p. 62.

93. Weiss E. J. *"The law of take out mergers: a historical perspective"*. 1981, New York University Law Review, [Vol. 56], p. 624.

94. Weston J. F. *et all* "*Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*". 4th edn. (Upper Saddle River, NJ, Pearson Prentice Hall 2004).

95. Wooldridge F., „*The right of shareholders in a German public company to information*". Company Lawyer. 2012, 33(1), p. 21-24.

96. Zumbansen P., "*German Corporate Law in Constitutional Perspective: The Squeeze-Out Reviewed*", 2 German Law Journal,2001. [interaktyvus] http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=45. [žiūrėta 2014-02-07].

97. Yarrow G. K., "*Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process*". 1985 Journal of Industrial Economics 34 (1), p. 3-16.

Teismų praktika

LRKT

98. 2009 m. birželio 22 d. nutarimas "Dėl teritorijų planavimo".
99. 2008 m. vasario 25 d. sprendimas "Dėl teisenos byloje nutraukimo".
100. 2006 m. sausio 17 d. nutarimas "Dėl oficialaus pasiūlymo supirkti vertybinius popierius".
101. 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas "Dėl „Mažeikių naftos" reorganizavimo įstatymo".
102. 2003 m. kovo 4 d. nutarimas "Dėl nuosavybės teisių atkūrimo" (*cituojama*: "LRKT nutarimas").
103. 2000 m. spalio 18 d. nutarimas "Dėl akcinių bendrovių „Būtingės nafta", „Mažeikių nafta" ir „Naftotiekis" reorganizavimo".
104. 1999 m. spalio 6 d. nutarimas "Dėl Telekomunikacijų įstatymo".
105. 1998 m. birželio 18 d. nutarimas.
106. 1996 m. balandžio 18 d. nutarimas "Dėl Komercinių bankų įstatymo".
107. 1994 m. kovo 31 d. nutarimas "Dėl atlyginimo pagal paskolos sutartį".
108. 1993 m. gruodžio 13 d. nutarimas "Dėl papildomos kriminalinės bausmės – turto konfiskavimo".

Kitų Lietuvos Respublikos teismų praktika

109. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. liepos mėn. 21 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-332/2011.
110. Lietuvos apeliacinio teismo 2011 m. gruodžio mėn. 8 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 2-2521/2011.
111. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. balandžio mėn. 29 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010.
112. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2010 m. liepos mėn. 8 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-315/2010.
113. Klaipėdos apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2008 m. spalio mėn. 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-189-123/2008.
114. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio teismo 2008 m. kovo 17 d. Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.

EŽTT

115. 2013 m. liepos 25 d. sprendimas byloje Rousk v. Sweden, paraiškos Nr. 27183/04.
116. 2013 m. gruodžio 12 d. sprendimas byloje Zagrebačka banka D.D. v. Croatia, Nr. 39544/05.
117. 2013 m. lapkričio 12 d. sprendimas byloje The church of Jesus christ of latter-day saints v. the United Kingdom Nr. 45092/07.
118. EŽTT 2012 m. spalio 25 d. sprendimas byloje Vistinš and Perepjolkins v. Latvia Nr. 71243/01.
119. 2012 m. rugsėjo 27 d. sprendimas byloje Chadzitaskos & Franta v. The Czech Republic Nr. 7398/07.
120. 2011 m. rugsėjo 20 d. sprendimas byloje Shesti Mai Engineering Ood and Others v. Bulgaria, Nr. 17854/04.

121. 2010 m. spalio 12 d. sprendimas byloje Maria Atanasiu and Others v. Romania Nr. 30767/05; 33800/06.
122. 2009 m. spalio 15 d. sprendimas byloje Kohlhofer and Minarik v. the Czech Republic Nr. 32921/03 28464/04 5344/05.
123. 2006 m. birželio 15 d. sprendimas byloje Zlínsat, spol. s r.o. v. Bulgaria, Nr. 57785/00.
124. 2005 m. lapkričio 24 d. sprendimas byloje Capital Bank AD v. Bulgaria, Nr. 49429/99.
125. 2002 m. gegužės 21 d. sprendimas byloje Jokela v. Finland, Nr. 28856/95.
126. 2003 m. vasario 20 d. sprendimas byloje Kind v. Germany Nr. 44324/98.
127. 2002 m. sprendimas byloje Cesnieks v. Lithuania, paraiškos Nr. 56400/00.
128. 2002 m. sprendimas byloje Sovtransavto Sovtransavto Holding v Ukraine, paraiškos 48553/99.
129. 2000 m. lapkričio 23 d. sprendimas byloje The former King of Greece and Others v. Greece, Nr. 25701/94.
130. 2000 m. sausio 5 d. sprendimas byloje Beyeler v. Italy, Nr. 33202/96.
131. 1986 m. vasario 21 d. sprendimas byloje James and Others v. the United Kingdom, Serija A Nr. 98, p. 29-30.

EŽTKO

132. 1982 m. sprendimas byloje Bramelid ir Malmström v Sweden application no 8588-89/79.
133. 2000 m. sprendimas byloje Norbert Kind v Germany application no 44324/98.

Delavero Valstijos Aukščiausiasis Teismas

134. Tri Continental Corp. v. Battye. 74 A.2d 71, (Del. 1950).
135. Case Bell v. Kirby Lumber Corp., 413 A.2d 137 (Del. 1980).
136. Smith v. Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).
137. Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).
138. Revlon Inc. v. MacIrrews & Farbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).
139. Cavalier Oil Corp. v. Harnett. 564 A.2d 1137 (Del. 1989).
140. Kahn v. Lynch Communication systems. 638 A.2d 1110 (Del. 1994).
141. Lynch v. Vickers Energy Corp., 351 A.2d 570, 573 (Del. Ch. 1976).
142. Solomon v. Pathe Communications Corp., 672 A 2d 35 (Del. 1996).
143. Unocal v. Unocal Explaration Corp. 777 A. 2d (Del. 2001).
144. Roenblatt v. Getty Oil Co., 493 A.2d 929 (Del. 1985).
145. Roessler v. Sec. Sav. & Loan Co., 72 N.E.2d 259, 260 (Ohio 1947).
146. Security First Corp. V. U.S. Die Casting & Dev. Co., 687 A.2d 563, 568 (Del. 1997).
147. McMullin *v. Beran*, 765 A.2d 910, (Del. 2000).

Delavero Valstijos Lordo Kanclerio Teismas

148. Agranoff v. Mille, 791 A.2d 880, 887 (Del. Ch. 2001).
149. Cooper v. Pabst Brewing Co., No. Civ. A. 7244, 1993 WL 208763 (Del. Ch. June 8, 1993) (mem.).
150. Kahn V. Tremont Corp., No. Civ. A. 123339, WL 145452, (Del. Ch. Mar. 21, 1996).

151. Kahn v. Tremont Corp. No. civ. A. 12339, 1996 WL 145452 (Del. Ch. Mar. 21, 1996) (mem.).
152. David J. Greene & Co. v. Dunhill International, Inc., 249 A.2d 427 (Del. Ch. 1968).
153. Ryan v. Tad's Enterprises, Inc., 709 A.2d 682 (Del. Ch. 1996).
154. Cede & Co. v. Technicolar, Inc., 1990 WL 161084 (Del. Ch., Oct. 19,1990).
155. Chicago Corp. v. Munds, 172 A. 452, 455–56 (Del. Ch. 1934).
156. Gholl v. eMachines, Inc., Nr. 19444-NC, 2004 Del. Ch. LEXIS 171 (Del. Ch. Nov. 24, 2004).
157. Dobler v. Montgomery Cellular Holding Co., Inc., 2004 WL 2271592 (Del. Ch. Sep. 30, 2004).
158. Emerging Communications, Inc. Shareholders Litig. 2004 Del. Ch. LEXIS 56, (Del. Ch. May 3, 2004).
159. In re Siliconix Shareholder Litigation, 2001.
160. In re Pure Resources, 2002.
161. Onti, Inc. v. Integra Bank, 751 A.2d 904, 912 (Del.Ch.1999).

Kitų valstybių teismų praktika

162. Vokietijos konstitucinio teismo 1962 m. rugpjūčio 7 d. sprendimas Feldmuhle Fall byloje. BVerfGE, 14, 263.
163. Vokietijos konstitucinio teismo 2000 m. rugpjūčio 23 d. sprendimas Moto-Meter byloje, BVerfGE, 1 BvR 68/95.
164. Prancūzijos aukščiausiojo teismo 2001 m. liepos 17 d. sprendimas, Nr. 98-20-188.
165. 2008 m. kovo 27 d. Čekijos konstitucinio teismo sprendimas byloje Nr. Pl.ÚS 56/05 [interaktyvus]. [žiūrėta 14-02-07] http://www.usoud.cz/en/decisions/?tx_ttnews%5Btt_news%5D=489&cHash=2150c9804a2ccd0c27188bd17c216cd1.

Teismų ir kitų institucijų dokumentai

LRS dokumentai

166. Aiškinamasis raštas dėl LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto Nr. XP-1410, 06-05-25.
167. 2009-09-02 Vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto AIŠKINAMASIS RAŠTAS Nr. XIP-1022. [interaktyvus]. [žiūrėta 2011-09-11].< http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=351607&p_query=&p_tr2=>.

LRKT dokumentai

168. 2006 m. spalio 5 d. LRS narių grupės prašymas LRKT Nr. 1B-55/2006.

VPK(LB) dokumentai

169. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės.
170. Lietuvos vertybinių popierių komisijos 2011 m. birželio 2 d. sprendimu Nr. 13K-5 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. http://www.vpk.lt/new/documents/(Microsoft%20Word%20-%20Teisingos%20akcij.pdf.

2007-10-04 išaiškinimas dėl vertybinių popierių įstatymo ketvirtojo skirsnio nuostatų taikymo Nr. 4K-95 [interaktyvus]. [žiūrėta 10/10/25] http://www.vpk.lt/documents/2007-4K-95.pdf.

171. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje apžvalga*. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11] http://www.lsc.lt/uploads/Privalomo akcijų pardavimo apzvalga.pdf ;

172. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija. *Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje 2007 metais apžvalga*. [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11]. http://www.vpk.lt/new/documents/Privalomas akciju pardavimas 2007 (inten zinute) (2) (2).doc;

173. 2006 01 13 Pasitarimo dėl praktikos pradedant taikyti naują privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo teisinį institutą apibendrinimas [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11] http://www.vpk.lt/lt_old/print.php?id=1975.

ES dokumentai

174. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids. Explanatory memorandum, 2002 spalio 2 d., OJ C45E, 2003.2.25. p. 1-7.

175. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2002, 4 November, Brussels [interaktyvus]. [žiūrėta 11-09-11] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/repart_en.pdf.

176. „*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*“ [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

177. Report on the implementation of the Directive on Takeover bids [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-22] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf. .

178. Report addresses takeover issues as Commission works on revised Directive. Company Lawyer. 2002, 23(4), p. 120-122.

179. 2012-06-28 Report from the Commision to the European Parliament, the Council, the European economic and cocial committee and the committee of the regions. Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347 final) [interaktyvus]. [žiūrėta 13-07-07] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf.

Delavero Valstijos Lordo Kanclerio Teismo dokumentai

180. Memorandum opinion and order (Submitted February 9, 2006 and decided May 18, 2006) in proceedings between *IIC INDUSTRIES INC., CP HOLDINGS LIMITED, KENYON PHILLIPS ACQUISITION, LLC, BERNARD SCHREIER, JOHN SMITH, ROBERT M. LEVY, ROBERT GLATTER, ir ALFRED L. SIMON ir CEDE & Co.*

181. Memorandum opinion and order (Submitted June 15, 2001 and decided June 19, 2001) *In re* Siliconix Incorparated Shareholder Litigation.

182. Memorandum opinion (Submitted July 16, 1982 and decided February 1, 1993) in proceedings between William B. Weinberger v. UOP, INC.

183. Memorandum opinion (Submitted February 1, 1994 and decided April 5, 1994) in proceedings between Alan R. Kahn, as custodian for Amira Kahn and Kimberly Kahn, v. Lynch Communication Systems, INC.

184. Memorandum opinion (Submitted November 14, 1995 and decided January 4, 1996) in proceedings between Robert Solomon v. Pathe Communications, INC.

185. Memorandum opinion (Submitted April 3, 2001 and decided July 25, 2001) *In re* Unocal Exploration Shareholders Litigation.

186. Memorandum opinion (Submitted September 27, 2002 and revised October 7, 2002) *In re* Pure Resources Shareholder Litigation.

187. Memorandum opinion (Submitted May 9, 2005 and decided June 6, 2005) *In re* Cox Communications, INC. Shareholders Litigation.

Kiti dokumentai

188. Report of the Company Law Amendment Committee (1925–26 Cmd 2657), Part O Reconstruction and Amalgamation, para. 84–5.

Interneto šaltiniai

189. Visi cituojami LR teisės aktai gali būti rasti oficialioje LRS svetainėje (jei prie konkretaus akto nenurodytas jo publikacijos numeris) www.lrs.lt.

190. Visi EŽTT ir EŽTKO dokumentai gali būti rasti EŽTT oficialioje paieškos svetainėje http://www.echr.coe.int/Hudoc.htm.

191. Lietuvos laisvosios rinkos instituto nuomonė „*Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo 15 str. papildymo ir įstatymo papildymo 19*[1] *str. įstatymo projekto Nr. IXP-2879*“ [interaktyvus]. [žiūrėta 12-07-07]. http://www.lrinka.lt/Tyrimai/Akcines/Vprist.phtml.;

192. Informacija, skelbiama oficialiame Delavero valstijos internetiniame puslapyje http://corp.delaware.gov/.

193. Reuters Financial skelbiama informacija http://www.thomsonreuters.com/.

194. http://www.answers.com/topic/minority-discount#Business_Dictionary.

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

Feliksas Miliutis

PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO TEISINIS REGULIAVIMAS AKCININKO TEISIŲ UŽTIKRINIMO EFEKTYVUMO POŽIŪRIU

Daktaro disertacijos santrauka
Socialiniai mokslai, teisė (01 S)

Vilnius, 2014

Disertacija rengta 2009–2014 metais Mykolo Romerio universitete.

Mokslinis vadovas:

prof. dr. Egidijus Baranauskas (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

Disertacija ginama Mykolo Romerio universiteto Teisės mokslo krypties taryboje:

Pirmininkas:

prof. dr. Asta Dambrauskaitė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

Nariai:

doc. dr. Linas Meškys (Vytauto Didžiojo universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);
doc. dr. Raimundas Moisejevas (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);
prof. dr. Rimantas Stanikūnas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);
doc. dr. Dalia Vasarienė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

Oponentai:

prof. dr. Toma Birmontienė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);
doc. dr. Deividas Soloveičikas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

Disertacija bus ginama viešame Teisės mokslo krypties tarybos posėdyje 2014 m. birželio 26 d. 13 val., I-414 auditorijoje.

Adresas: Ateities g. 20, LT-08303, Vilnius, Lietuva

Disertacijos santrauka išsiųsta 2014 m. gegužės 26 d.

Su disertacija galima susipažinti Lietuvos nacionalinėje Martyno Mažvydo (Gedimino pr. 51, Vilnius) ir Mykolo Romerio universiteto (Ateities g. 20, Vilnius) bibliotekose.

Feliksas Miliutis

PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO TEISINIS REGULIAVIMAS AKCININKO TEISIŲ UŽTIKRINIMO EFEKTYVUMO POŽIŪRIU

Santrauka

Privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) problema. Didžiojo ir smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų santykis yra vienas iš trijų pagrindinių elementų sudarančių įmonių teisės (*angl.* „corporate law“) teorijos nagrinėjamų problemų pagrindą.[504] Privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) institutas (*angl.* „squeeze-out“) yra puikus šio santykio tarp didžiojo ir smulkiųjų įmonės akcininkų pavyzdys.[505] Smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos bei didžiojo akcininko interesų ir efektyvios įmonių perėmimo rinkos (*angl.* „efficient takeover market“) kategorijų konfliktiškas santykis privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) institute tampa pagrindine dilema įstatymų leidėjui nustatant privalomo akcijų pardavimo procedūrą ir įmonių perėmimus reguliuojančių taisyklių turinį[506], o taip pat ir teisėjui priimant sprendimą konkrečioje, dėl privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kilusioje, byloje. Turint omenyje privalomo akcijų pardavimo procedūros prievartinį ir teisę į nuosavybę ribojantį pobūdį, kyla tokios procedūros suderinamumo su nacionalinių konstitucijų ir tarptautinių žmogaus teises reglamentuojančių dokumentų nuosavybės apsaugą garantuojančiomis nuostatomis problema. Be to, su privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) įteisinimu daugelyje jurisdikcijų yra siejama didelė dalis itin komplikuotų teisminių ginčų, iš kurių itin išsiskiria ginčai dėl taip vadinamos akcijos „teisingos kainos“ ar „teisingos vertės“ nustatymo. Visi šie, iš pačios privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisės esmės kylantys, konfliktai išskiria šį teisinį konceptą iš kitų priemonių, skirtų užtikrinti akcininko teisių apsaugą uždaro ir atviro tipo įmonėse (jei privalomo akcijų pardavimo teisę apskritai galima laikyti akcininko teisių gynybos priemone – dėl platesnės diskusijos šiuo klausimu žr. 1.5. šios disertacijos poskyrį), pvz., tokių kaip įmonės veiklos tyrimas ar priverstinis akcijų pardavimas.

Privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinis reguliavimas ES, Lietuvoje ir kitose jurisdikcijose. Nors daugelyje, ypač bendrosios teisės tradicijai priskiriamų (JAV, Anglijoje), jurisdikcijų privalomas akcijų pardavimas (pirkimas) nėra naujas teisinis reiškinys, ES mastu jis žinomas neseniai. Paminėtina, jog privalomo akcijų pardavimo teisei artima priemonė, suteikianti teisę subjektui, įsigijusiam (tiesiogiai ar netiesiogiai) 90% ir daugiau kapitalo atviro tipo įmonėje, pateikti deklaraciją dėl įmonių grupės suformavimo ir smulkiųjų akcininkų turimų akcijų išpirkimo, buvo numatyta neoficialiame 9-tosios įmonių teisės direktyvos dėl įmonių grupių (*angl.* – „European Communities Draft Ninth Company Law Directive on the Conduct of Groups Containing a Public Limited Company as a Subsidiary“) projekte.[507]

---

504 Kraakman R. R. et al. *“The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*”. 2004, Oxford, Oxford University Press, p. 2, 22.

505 E.g. visų akcininkų lygiateisiškumas ir atstovavimo problema (angl. – *“agency problem*”).

506 Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003:“*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process*”. [interkatyvus], Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR, 2003 [žiūrėta 2011-10-10]. http://ssrn.com/abstract=420940., p. 6.

507 “*Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids*“ [interaktyvus]. Brussels, 2002 [žiūrėta 12-07-07]. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, p. 55-56.

Visgi, 9-tosios įmonių teisės direktyvos dėl įmonių grupių projektas taip ir neįgavo EK pasiūlymo formos, todėl kol kas pirmasis ir vienintelis "sėkmingas" bandymas harmonizuotai įtvirtinti šį institutą ES mastu yra 2004 m. balandžio 21. dienos Tryliktoji EB įmonių teisės Direktyva Dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (toliau –"Direktyva).

Nors pats privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisės pristatymas buvo sutiktas palankiai, visgi, dėl kai kurių jos nuostatų Direktyva susilaukė didelės ir kategoriškos kritikos[508], ypač dėl to, kad nepasiekė pagrindinio ja siekto tikslo – harmonizuoti tam tikrus ES valstybių nacionalinės įmonių teisės aspektus, kas, savo ruožtu, sumenkina Direktyvoje įtvirtintos privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisės reikšmę.

Praėjus kelioms dienoms nuo Direktyvos priėmimo dienos, VPRĮ[509] pataisomis Lietuvoje buvo pirmąkart įteisinta privalomo akcijų pardavimo teisė, kuri, net prieš jos įtvirtinimą LR teisinėje bazėje, susilaukė tam tikros visuomenės dalies neigiamos reakcijos.[510] Nors privalomas akcijų pardavimas iškart tapo gana populiarus ir naudojamas institutas – buvo inicijuota jau per 30 privalomų akcijų pardavimų,[511] kilo ir pirmieji ginčai, susiję su šios teisės įgyvendino procedūra ir vienu iš problematiškiausių jos aspektų – „teisingos" kainos nustatymu.[512] Be to, netrukus po šios teisės pristatymo Lietuvos teisinėje sistemoje, buvo iškeltas jos atitikimo LR Konstitucijai klausimas.[513] Taip pat paminėtina, jog privalomą akcijų pardavimą reguliuojančios teisės normos Lietuvoje buvo keičiamos net tris kartus.[514]

Didelis ilgą laiką besitęsiančių bei sudėtingų su privalomu akcijų pardavimu susijusių teisminių ginčų skaičius yra būdingas ir JAV bei Anglijai, kuriose šis institutas turi sąlyginai senas tradicijas.

Temos aktualumas ir naujumas bei iki šiol atliktų tyrimų apžvalga. Autoriaus žiniomis, kol kas lietuvių ir anglų kalba tėra tik keletas pastaraisiais metais publikuotų platesnės apimties mokslinių tyrimų privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) tematika. Lietuvių kalba privalomo akcijų pardavimo problematiką, tiesa tik Lietuvos mastu ir iš esmės tik konstitucinės jurisprudencijos aspektu, yra nagrinėjęs R. Misius[515] (2004).

Užsienio mokslinėje literatūroje privalomo akcijų pardavimo temą ES ir ES valstybių narių teisinių sistemų kontekste analizavo Timo Kaisanlahti[516] (2007) (kuris nagrinėjo oficialaus pasiūlymo metu pasiūlytų akcijų kainų įtaką nustatant po oficialaus pasiūlymo einančio

---

508 Pvz, žr. Edwards.

509 Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 1, 2, 3, 8, 9, 10, 11, 15, 16, 17, 19, 20, 22, 23, 26, 27, 29, 36, 40, 41, 48, 51, 52, 53, 57, 59, 61, 65 straipsnių pakeitimo bei papildymo ir įstatymo papildymo 19-1 straipsniu ir priedu įstatymas (Valstybės Žinios, 2004, Nr. 73-2514)

510 Žr. Lietuvos laisvosios rinkos instituto nuomonę Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo 15 str. papildymo ir įstatymo papildymo 19^{1} str. įstatymo projekto Nr. IXP-2879. Prieiga per Internetą: http://www.lrinka.lt/Tyrimai/Akcines/Vprist.phtml , 08/09/10.

511 2006 m. apžvalga ir 2007 m. apžvalga.

512 Žr., pvz. Lietuvos apeliacinio teismo 2008 m. rugsėjo mėn. 25 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 2-657/2008; Lietuvos apeliacinio teismo 2009 m. birželio mėn. 19 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 2-636/2009.

513 2006 m. spalio 5 d. LRS narių grupės prašymas LRKT Nr. 1B-55/2006.

514 2004 04 27 įstatymu Nr. IX-2174; 2005 06 23 įstatymu Nr. X-270 ir 2013 01 17 įstatymu Nr. XII-148.

515 Misius R., "Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika". 2004, Jurisprudencija [Nr. 55:47], pp. 90-101.

516 Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*. 2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], p. 497-519.

privalomo pardavimo kainas), Christoph Van Der Elst/Lientje Van Den Steen[517] (2006) (kurie nagrinėjo, ar bendrasis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas ES valstybėse narėse yra pakankamas mažumos akcininkų interesams užtikrinti), Marco Ventoruzo[518] (2010), kuris nagrinėjo skirtumus tarp ES ir JAV požiūrio į bendrąjį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą. JAV publikuotų mokslinių darbų, kuriuose pastaraisiais metais tiesiogiai ar netiesiogiai buvo nagrinėta privalomo akcijų pardavimo tema, taip pat yra nemažai. Čia paminėtinos L. Pinta[519] (2011) ir Christian A. Krebs[520] (2012) lyginamosios studijos, kuriose, atitinkamai, buvo nagrinėtas privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelis Italijoje ir JAV bei JAV ir Vokietijoje.

Pernelyg efektyvus smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimas privalomame akcijų pardavime (pirkime), kartu reiškia neefektyvų didžiojo akcininko teisių užtikrinimą ir atvirkščiai. Visuose iki šiol atliktuose tyrimuose tyrimo objektu buvo privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo vertinimas būtent smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu. Autoriaus žiniomis, iki šiol nėra nė vieno mokslinio tyrimo, kuriame privalomo akcijų pardavimas (pirkimo) teisinis reguliavimas būtų specifiškai nagrinėtas akcininko (tiek didžiojo, tiek smulkiojo) teisių gynybos užtikrinimo efektyvumo požiūriu. Be to, nepaisant pakankamai didelio mokslinės literatūros privalomo akcijų pardavimo tema kiekio, nė vienas iš mokslinių darbų specifiškai nesiekia išskirti bendrų privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo JAV/ES lygmeniu/ES valstybėse narėse elementų bei pateikti šių esminių elementų vertinimą didžiojo ir smulkiųjų akcininkų teisių ir teisėtų interesų gynybos efektyvumo požiūriu, kartu identifikuojant pagrindines praktikoje ir teorijoje kylančias problemas. Daugėjant vienos valstybės ribas (o kartu ir vieno kontinento ribas) peržengiančių susijungimų ir kitokių įmonių perėmimų skaičiui, kurių metu „taikinio" įmonei ir siūlytojui gali būti taikoma skirtinga teisė, šio darbo tema, siūlanti universalią ir iš esmės visoms pagrindinėms teisės sistemoms pritaikomą privalomo akcijų pardavimo teisės vidinės struktūros matricą, yra dar aktualesnė.

Taigi atsižvelgiant į privalomo akcijų pirkimo (pardavimo) instituto vidinį prieštaringumą, teisminių ginčų bei teorinio lygio diskusijų (kurių didesnioji dalis nėra mokslinės), kuriose keliamas didžiojo ar smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimo klausimas skaičių, šio tyrimo problema yra efektyvus akcininko teisių užtikrinimas teisiniu reguliavimu.

Objektas. Visų be išimties teisminių ginčų bei teorinių diskusijų turinį sudaro akcininko (didžiojo ar smulkiojo) teisių ir interesų galimo(ų) pažeidimo(ų) klausimai, kurie, savaime suprantama, yra tiesiogiai susiję su galiojančiu privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisės teisiniu reguliavimu kaip pasekmė su savo priežastimi. Atsižvelgiant į šią aplinkybę, šio darbo objektas – privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinis reguliavimas.

Tikslas ir uždaviniai. Šio darbo tikslas – nustatyti privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinį reguliavimą bei jį įvertinti akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu

---

[517] Elst C. ir Steen L. "Working paper: Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out". 2006, Financial Law Institute, University Gent.

[518] Ventoruzzo, M. "*Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals*" *Virginia Journal Of International Law.* 2010, 50(4), p. 842-917.

[519] Pinta L. „The U.S and Italy: controlling shareholders' fiduciary duties in freeze out mergers and tender offers". NYU Journal of Law & Business, Spring 2011 Proceedings of the 2011 Annual Symposium: Regulatory Reform and the Future of the U.S. Financial System: An Examination of the Dodd-Frank Regulation, pp. 931-974.

[520] Krebs C. A. "*Freeze-out transactions in Germany and the U.S.: a comparative analysis*". German Law Juornal August 1, 2012, p. 941.

identifikuojant pagrindines praktikoje bei teorijoje kylančias problemas. Trumpai paaiškintina, kad nors teisinio reguliavimo pakankamumas užtikrinant efektyvią jo adresato teisių apsaugą yra vertinamojo pobūdžio kategorija, bent objektyviuoju teoriniu aspektu, čia akcininko teisių užtikrinimo efektyvumas bus suprantamas kaip situacija, kai nė vienas iš smulkiojo-stambiojo akcininkų teisinio santykio dalyvių neturi teisinio ar faktinio pranašumo – papildomų ir/ar su pareigomis nesusietų teisių, sudarančių pagrindą nepagrįstai praturtėti (nepagrįstas praturtėjimas čia suprantamas kaip, smulkiųjų akcininkų požiūriu - didesnės nei „tikroji“ „taikinio“ įmonės akcijų kainos gavimas arba, didžiojo akcininko požiūriu - mažesnės nei „tikroji“ „taikinio“ įmonės akcijų kainos sumokėjimas).

Nuosekliai siekiant išsamaus rezultato, kuris visiškai atitiktų aukščiau nurodytą tikslą, šiame darbe keliami šie uždaviniai:

1. Nustatyti ir pateikti privalomo akcijų pardavimo teisės sampratą bei privalomo akcijų pardavimo vietą teorijoje ir praktikoje įvardijamų esminių akcininko teisių ir jų gynybos priemonių sistemoje.
2. Nustatyti skirtingose jurisdikcijose egzistuojantį privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinį reguliavimą išskiriant šio reguliavimo tikslus bei pagrindines jo įgyvendinimą užtikrinančios institucinės sąrangos formas.
3. Išanalizuoti bendrąjį privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinį reguliavimą nustatant pagrindines akcininko teisių užtikrinimo problemas.
4. Išanalizuoti privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymą reglamentuojantį teisinį reguliavimą bei šiuo klausimu susiklosčiusią teismų praktiką nustatant ir pateikiant su tuo susijusias akcininko teisių užtikrinimo problemas.
5. Įvertinti privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo tinkamumą efektyviai užtikrinti akcininko teises bei, vadovaujantis užsienio šalių praktika, pateikti siūlymus kaip galima būtų patobulinti Lietuvoje esamą privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą.

Ginamieji teiginiai

1. Privalomo akcijų pardavimo įteisinimas yra pagrįstas viešojo intereso sąlygotu poreikiu, kuris sutampa su didžiojo akcininko interesais ir, neatsižvelgiant į privalomo akcijų pardavimo prievartinį pobūdį, taip pat laikytinas atitinkančiu mažumos akcininkų interesus tuo atveju, jei yra nustatytos aiškios pasinaudojimo privalomo akcijų pardavimo teise sąlygos bei procedūra ir užtikrinama tinkama kompensacija už šios teisės įgyvendinimo metu paimamas akcijas.
2. Didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesų pusiausvyrą geriausiai įtvirtina privalomo akcijų pardavimo objektu esančių akcijų kaina, kuri yra lygi kiekvienai akcijai tenkančios įmonės kaip veikiančio verslo vertės, nustatytos grynųjų piniginių srautų diskonto metodu, daliai.
3. Lietuvoje egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas ir jo aiškinimas nepagrįstai prioritetą teikia mažumos akcininkų interesams bei nenustato iki galo tikslių privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūrinių aspektų, todėl turėtų būti tikslinamas.

Tyrimo strategija.Teisiniu reguliavimu siekiama įgyvendinti socialinius bei ekonominius tikslus, orientuoti socialinių santykių plėtotę tam tikra vertybine kryptimi. Kadangi skirtingose jurisdikcijose socialinių, ekonominių bei vertybinių tikslų balansas gali būti skirtingas, skiriasi ir pats teisinis reguliavimas bei juo nustatyta institucinė, teisinio reguliavimo efektyvumą užtikrinanti, sąranga. Teisinis reguliavimas taip pat gali skirtis dėl grynai istorinių priežasčių.

Šiuo tyrimu siekiama nustatyti koks yra privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas, kaip jis užtikrina akcininko teises ir ar tai daro pakankamai efektyviai, ne kurioje konkrečioje, bet visose moksliniu bei praktiniu požiūriu reikšmingose jurisdikcijose, tikintis, kad galima bus įvardinti bendras privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo, jo vystymosi, tendencijas, teorijoje bei praktikoje kylančias problemas ir galimus šių problemų sprendimo būdus. Be to, rezultatai, kuriuos tikimasi gauti atlikus šį tyrimą, neapsiribos konstatuojamojo pobūdžio išvadomis, bet, tikimės, taip pat pretenduos būti gairėmis tobulinant privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą siekiant efektyvesnio akcininko teisių užtikrinimo.

Teisinio reguliavimo efektyvumo vertinimas negali apsiriboti vien teisės aktų tekstų analize, bet taip pat privalo apimti teismų praktikos bei teisės doktrinos tekstų (mokslinių straipsnių, monografijų ir pan.) analizę.

Nors atliekant šį tyrimą neginčytina teorinių privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo problemų identifikavimo svarba, taigi ir literatūros analizės svarba, pagrindines įžvalgas apie privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu gali suteikti tik nuosekli praktikos analizė, kritinis autoriaus vertinimas, kas lemia pragmatizmo pozicijos vyravimą šiame tyrime.

Svarbu dar kartą pastebėti, kad išsamus šio tyrimo objekto aprašymas bei tyrimo tikslo pasiekimas įmanomas tik integraliai vertinant skirtingose jurisdikcijose egzistuojančio teisinio reguliavimo bei teisinės-mokslinės minties tendencijas.

Dėl aukščiau nurodytų priežasčių šis tyrimas gali būti įvardijamas kaip lyginamasis-teisinis kokybinis tyrimas.

Skirtingose jurisdikcijose susiklosčiusio privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas bus lyginamas vadovaujantis žemiau įvardintais aspektais:

- teisinio reguliavimo tikslai;
- teisinio reguliavimo turinys;
- institucinė sąranga užtikrinanti privalo akcijų pardavimo (pirkimo) įgyvendinimą;
- teismų vaidmuo privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) įgyvendinime;
- akcininkų teisių užtikrinimo problemos.

Duomenų rinkimo metodai. Atsižvelgiant į tai, kad šio tyrimo objektas (teisinis reguliavimas) yra pažinus tik per formalias jo išraiškos formas, t. y. teisės aktus, teismų sprendimus, komentarus bei teisinę-mokslinę literatūrą bei tai, kad šio darbo tikslas nėra siejamas su aiškiai apibrėžta socialine grupe, vienintelis ir pagrindinis šiame tyrime naudojamas duomenų rinkimo metodas yra dokumentų analizė.

Atsižvelgiant į žemiau aptariamą tyrimo imtį, renkant tyrimo duomenis bus renkama mokslinė literatūra privalomo akcijų pardavimo bei akcininko teisių užtikrinimo tema. Mokslinės literatūros bus ieškoma naudojantis EBSCO, WESTLAW INTERNATIONAL/UK ir HEIN ONLINE internetinėmis duomenų bazėmis naudojant raktinius žodžius „squeeze-out (squeeze out); freeze-out (freeze out); buy-out (buy out); sharehoder; rights; protection; mandatory; shares; purchase; sale;“ bei šių žodžių junginius ir frazes „mandatory sale of shares; mandatory purchase of shares; shareholders protection; protection of shareholders“.

Teisės aktų tekstų bei teismų praktikos paieškai bus naudojama WESTLAW INTERNATIONAL bei LITLEX internetinės duomenų bazės.

Ne teisinių komentarų, valstybinių institucijų atliktų studijų vertinančių privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą bus ieškoma naudojantis įprastinėmis internetinės paieškos sistemomis bei oficialiuose internetiniuose šių institucijų ar visuomeninių organizacijų

tinklapiuose. Atsižvelgiant į tai, kad šie šaltiniai vaidins tik fakultatyvų vaidmenį atliekant tyrimą, konkretūs jų paieškos kriterijai nenurodomi.

Lietuvos autorių darbų, kuriuose buvo nagrinėjamas privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) institutas paieškai buvo naudojama Elektroninių tezių ir disertacijų informacinės sistemos (ETD IS) paieškos sistema ir Lietuvos akademinės elektroninės bibliotekos (eLABa) paieškos sistema. Paieškai buvo naudojami šie raktiniai žodžiai ir jų junginiai: „privalomas"; „akcijų"; „pardavimas"; „pirkimas".

Duomenų analizės metodai. Šis tyrimas bus atliktas naudojantis šiais kokybiniais metodais:

Literatūros analizė – naudojantis šiuo metodu bus siekiama nustatyti teorijoje pripažįstamas svarbiausias akcininko teises, jų klasifikacijas bei tokių teisių gynybos priemones, teoriniame lygmenyje egzistuojančias konkrečiai jurisdikcijai, visoms ar tam tikroms jurisdikcijoms bendras, akcininko teisių užtikrinimo problemas, jų sąsajas su privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisiniu reguliavimu; siekiant išvengti pasikartojimų, bus įvertinami privalomą akcijų pardavimą nagrinėjusių tyrimų rezultatai.

Kadangi teisinėje literatūroje paprastai yra kritiškai vertinamas egzistuojantis teisinis reguliavimas bei aktualiausia teismų praktika, šis metodas taip pat padės nustatyti vyraujantį požiūrį į dabartinį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą kiek tai yra susiję su akcininko teisių užtikrinimo efektyvumu.

Remiantis šiuo metodu taip pat bus nustatomos įvairių savokų (privalomo akcijų pardavimo, akcininko teisių ir pan.) reikšmės.

Tradicinės teisinės analizės technikos – teisinėje literatūroje lyginamasis tyrimas apibūdinamas kaip turintis tiek doktrininio, tiek ne doktrininio tyrimo elementų. Teisės metodologinėje literatūroje taip pat pripažįstamas problematiškas kituose socialiniuose moksluose naudojamų mokslinių metodų pritaikomumas atliekant teisinius tyrimus. Ši problema itin aktuali doktrininio pobūdžio tyrimuose, kuriuose per asmeninio vertinimo prizmę analizuojant teisės aktų bei teismų praktikos visumą bandoma atsakyti kas yra teisė. Kadangi norint pasiekti šio tyrimo tikslą reikės aprašyti skirtingose jurisdikcijose susiklosčiusį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą, tam bus naudojamos tradicinės formaliosios logikos technikos.

Lingvistinės analizės metodas - naudotas, aiškinant teisės normų bei teismų sprendimų formuluotes bei atskiras teisines sąvokas.

Lyginamasis istorinis metodas – naudojantis šiuo metodu bus analizuojama privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo raida, siekiant nustatyti tokio teisinio reguliavimo pristatymo priežastis ir pasekmes bei įvardinti bendras privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo raidos tendencijas, orientuotas į istoriškai kilusių problemų sprendimą.

Tyrimo imtis. Atsižvelgiant į tai, kad privalomas akcijų pardavimas (pirkimas) Lietuvoje ir kitose ES valstybėse yra gan nauja teisinė koncepcija, autoriaus nuomone, dalį šio darbo derėtų skirti JAV praktikos šioje srityje analizei. Kadangi teisinės literatūros apie JAV įtvirtintus privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelius ir su tuo susijusios teismų praktikos apimtis yra labai didelė, šiame darbe apsiribosime tik tos literatūros dalies (su tam tikromis išimtinis), kuri analizuoja JAV Delavero valstijoje įtvirtintą teisinio reguliavimo modelį, tyrimu. Taip pat apžvelgsime tik Delavero valstijos teisės aktus ir teismų praktiką. Delavero valstija čia pasirinkta dėl to, kad jos įmonių teisės aktų nuostatos dažnai laikomos pavyzdžiu kitų JAV valstijų įstatymų leidžiamosioms institucijoms. Taip yra dėl tokių nuostatų įtvirtinto teisinio reguliavimo sėkmės pritraukiant kitų JAV valstijų įmones: Delavero valstijoje registruota daugiau negu 50% visų JAV veikiančių įmonių, kurių

akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, iš kurių 63% patenka į JAV didžiausių įmonių penkišimtuką.[521] Be to, ir moksliniuose darbuose Delavero valstija pripažįstama pačia reikšmingiausia jurisdikcija nagrinėjant privalomo akcijų pardavimo teisę tiek kokybiniu, tiek kiekybiniu aspektu.[522]

ES mastu privalomo akcijų pardavimo teisė pristatyta gana neseniai, mokslinės literatūros šia tema nėra daug, todėl išsamiai ją aptarsime. Kitaip yra su literatūra apie nacionalines ES valstybių teisės nuostatas, bei teismų praktika. Dėl sąlyginai didelio tokios literatūros kiekio, bei jau esančių kelių itin plačios imties lyginamojo pobūdžio studijų privalomo akcijų pardavimo tema, apsiribosime kelių, autoriaus nuomone, reprezentatyviausių ES valstybių privalomo akcijų pardavimo modelių trumpu pristatymu. Tokios valstybės atrinktos pagal du kriterijus. Pirma, jos turi reprezentuoti visas, literatūroje išskiriamas, skirtingų teisinių tradicijų šeimas.[523] Antra, jos turi pirmauti pagal paskelbtų įmonių pirkimo-pardavimo/susijungimų (*angl.* „mergers and acquisitions") sandoriu skaičių.[524] Pastebėtina, kad dėl literatūros anglų kalba trūkumo, kai kuriais atvejais čia minimų atrankos kriterijų laikytis gali nepavykti.

Tyrimo naudingumas. Tyrimas bus naudingas tiek teoriniu, tiek praktiniu požiūriu.

Teoriniu požiūriu šio tyrimo medžiaga galėtų pasitarnauti kaip metodologinis pagrindas nagrinėjant didžiojo ir smulkiųjų akcininkų lygiavertį (tinkamai subalansuotą) teisių užtikrinimą kituose šiam institutui tam tikra apimtimi gimininguose privalomo oficialaus pasiūlymo, priverstinio akcijų pardavimo bei įmonės veiklos tyrimo moksliniuose tyrimuose, o taip pat ir apskritai nagrinėjant akcininko teisių gynybos priemonių klasifikaciją/katalogizaciją bei jos pagrindus ir esmines sąlygas.

Be to, šis tyrimas galėtų būti pagrindas naujos teorinės krypties diskusijoms, kuriose prioritetas būtų teikiamas ne smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimo efektyvumui, o būtent didžiojo akcininko teisių saugai.

Įvertinus privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą ne tik smulkiųjų akcininkų, bet ir didžiojo akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo aspektu, gauti duomenys leis geriau suvokti privalomo akcijų pardavimo teisiniu reguliavimu siekiamų ir faktiškai įgyvendinamų tikslų skirtį.

Tyrimas taip pat gali pasitarnauti privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo pakeitimams inicijuoti.

Tyrimo duomenys (rezultatai) leis kritiškai įvertinti privalomo akcijų pardavimo teisiniu reguliavimu sukurtos institucinės sąrangos (valstybinių institucijų privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) procese atliekamos funkcijos) tinkamumą užtikrinant efektyvią akcininko teisių saugą bei pretenduos būti pagrindu šiai institucinei sąrangai tobulinti.

Svarbu pastebėti, kad šis tyrimas pasitarnaus teisės praktikams, kuriems, paprastai konkrečioje jurisdikcijoje esant tik epizodinei teismų praktikai privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) srityje, neretai kyla poreikis remtis užsienio šalyse priimtais teismų sprendimais.

---

[521] Žr. informaciją skelbiamą oficialiame Delavero valstijos internetiniame puslapyje. Prieiga per Internetą: http://corp.delaware.gov/, 12/07/20.

[522] Oesterle D. A., "*The Law of Mergers, Acquisitions and Reorganizations*". 2012, West Group, p. 41; Babak A. "*Adoption of Squeeze-Out and Sell-out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA*". LLM Thesis., Central European University, March 30, 2012, p. 15.

[523] Šiame darbe remiamasi Roy Goode pateikiamu skirstymu. Žr. Goode et al.

[524] Remiantis Thomson Financial 2011 m. paskelbtais duomenimis. Žr. http://www.thomsonreuters.com/. [žiūrėta 11-05-10].

Atskleisti šių sprendimų tikrąją prasmę neturint specifinių žinių apie bendrąsias šio instituto raidos tendencijas ir tikslus yra gana sudėtinga. Šis tyrimas galėtų būti naudojamas kaip metodinis „vedlys" vertinant užsienio teismų sprendimų turinį.

Autorius taip pat tikisi, kad šis darbas, kuriame įvardijami skirtingų privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelių aspektai bei su privalomo akcijų pardavimo institutu susijusios teorinės ir praktinės problemos (nepamirštant įvertinti ir Lietuvos Respublikos teisės), pasitarnaus kaip pagrindas tolesniems ir detalesniems šio instituto tyrimams Lietuvoje.

Tyrimo rezultatų patikimumas. Naudotų šaltinių įvairovė: i) teisės srities mokslininkų straipsniai, ekonomikos srities mokslininkų straipsniai bei praktikų parengtos apžvalgos; ii) teismų praktika (Lietuvos atveju – LRTK, administracinių ir bendrosios kompetencijos teismų); iii) teisės aktai ir teisės aktų galios neturinčios valstybinių institucijų rekomendacijos leido pritaikyti trianguliacijos principą ir, naudojant aukščiau aptartų metodų ir analizės technikų visumą gauti patikimus rezultatus.

Šio tyrimo rezultatai buvo publikuoti Mykolo Romerio universiteto leidžiamame mokslo darbų leidinyje „*Socialinių mokslų studijos*": 1) Miliutis F. Kas yra teisinga privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kaina Lietuvoje? *Socialinių mokslų studijos*. 2013, 5(1), pp. 311–325; 2) Miliutis F. Fair price in squeeze-out transactions. *Socialinių mokslų studijos*. 2013, 5(3), pp. 769-792.

Disertacijos struktūra. Pirmajame šios disertacijos skyriuje analizuojama privalomo akcijų pardavimo samprata bei sąvoka, privalomo akcijų pardavimo instituto istorija bei raida, esminiai teoriniame lygmenyje ir praktikoje sutinkami privalumai ir trūkumai (akcininko teisių gynybos efektyvumo bei viešojo intereso aspektais). Be to, šiame skyriuje, atsižvelgiant į nustatytą akcininko teisių gynybos priemonių sampratą bei pagrindinių akcininko teisių gynybos priemonių katalogą kartu su sąlygine tokių gynybos priemonių klasifikacija, pateikiamas privalomo akcijų pardavimo teisės įvertinimas akcininko teisių ir jų gynybos priemonių sistemos aspektu. Pažymėtina, jog vienas iš šio skyriaus poskyrių yra skirtas privalomo akcijų pardavimą atitinkančiai teisei, kuri paprastai privalomo akcijų pardavimo teisei analogiškomis sąlygomis yra suteikiama smulkiesiems „taikinio" įmonės akcininkams, - privalomo akcijų pirkimo teisei. Atskirai paminėtina, kad antrajame disertacijos skyriuje taip pat kiek detaliau aptariamas galimas didžiojo akcininko teisės priverstinai išpirkti smulkiųjų akcininkų turimas akcijas ir pastarųjų teisės į nuosavybę, kurią garantuoja EŽTK, konfliktas. Šiam aspektui kiek didesnis dėmesys yra skiriamas dėl to, jog konstitucinės nuostatos garantuojančios teisę į privačią nuosavybę paprastai turi tiesioginę įtaką nustatant legitimumą pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise užtikrinančias sąlygas bei šios teisės apimtį.

Pirmasis disertacijos skyrius leis vėlesniuose darbo skyriuose tiksliau atskleisti privalomo akcijų pardavimo teisės paskirtį ir vietą akcininko teisių gynybos priemonių sistemoje.

Pirmasis šio darbo skyrius yra tolimesnio tyrimo pagrindas.

JAV ir ES egzistuojančios privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo pagrindai ir procedūros yra skirtingi. Taigi siekiant identifikuoti praktikoje ir teorijoje egzistuojančias su privalomo akcijų pardavimo teise susijusias problemas bei jų įtaką akcininko teisėms JAV ir ES egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas nagrinėtinas atskirai. Be to, būtent JAV istoriškai turi seniausiai susiformavusias privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo tradicijas, su privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimu sietinos problemos šioje jurisdikcijoje yra gan plačiai išnagrinėtos tiek teoriniu, tiek praktiniu lygmeniu, o, kai kurių autorių teigimu, JAV (Delavere) egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo režimas daugeliu atvejų buvo pagrindu ES lygmens ar ES valstybių narių teisinio reguliavimo

nuostatoms.[525] Taigi metodologiškai tyrimą vertėtų pradėti būtent nuo Delavero jurisdikcijos, kadangi jos metu gauti rezultatai leis geriau suprasti ir giliau įvertinti ES ir Lietuvoje egzistuojantį privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą.

Taip pat pažymėtina, kad Lietuva iš esmės yra perėmusi ES lygmeniu egzistuojantį (Direktyvoje įtvirintą) privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą, kuris kitose ES valstybėse narėse egzistuoja ženkliai ilgesnį laiką. Dėl aukščiau nurodytų priežasčių, antrajame skyriuje pristatomos procedūros, kuriomis pasinaudojant galima įgyvendinti privalomą akcijų pardavimą JAV, kai, tuo tarpu, trečiuoju skyriumi atskleidžiamas šių procedūrų atitikmuo ES. Ketvirtajame skyriuje aptariamas Lietuvoje įtvirtintas privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelis, o penktasis skyrius visą dėmesį skiria bene esminei teisingos privalomo akcijų pardavimo kainos (vertės) problemai. Pažymėtina, jog atskiras darbo skyrius „teisingos" kainos problemai yra skiriamas dėl to, jog būtent teisingos kainos elementas yra pagrindinis užtikrinant didžiojo ir mažųjų taikinio „taikinio" įmonės akcininkų teisių balansą privalomo akcijų pardavimo metu.

[525] Krebs C. A. "*Freeze-out transactions in Germany and the U.S.: a comparative analysis*". German Law Juornal August 1, 2012, p. 941.

IŠVADOS

Remiantis atlikta išsamia užsienio valstybių ir Lietuvos teisinio reguliavimo, teismų praktikos, Europos Žmogaus Teisių Konvencijos institucijų praktikos bei teisės doktrinos moksline analize, konstatuotina, jog iškeltas tyrimo tikslas, išsprendus nustatytus tyrimo uždavinius, pasiektas, o ginamieji tyrimo teiginiai pasitvirtino. Tai pagrindžia žemiau nurodytos pagrindinės tyrimo išvados:

1. *Pirmąjį disertacijos ginamąjį teiginį*, kad privalomo akcijų pardavimo įteisinimas yra pagrįstas viešojo intereso sąlygotu poreikiu, kuris sutampa su didžiojo akcininko interesais ir, neatsižvelgiant į privalomo akcijų pardavimo prievartinį pobūdį, taip pat laikytinas atitinkančiu mažumos akcininkų interesus tuo atveju, jei yra nustatytos aiškios pasinaudojimo privalomo akcijų pardavimo teise sąlygos bei procedūra ir užtikrinama tinkama kompensacija už šios teisės įgyvendinimo metu paimamas akcijas, patvirtina šios žemiau pateikiamos išvados:
    1.1. Privalomas akcijų pardavimas reiškia situaciją, kai tam tikrą įmonės kontrolės laipsnį įgijęs subjektas, neatsižvelgdamas į mažumos akcininkų valią įmonės akcijas parduoti ar neparduoti, priverstine tvarka teisėtai ir atlygintinai (teisinėje sistemoje egzistuojančia procedūra) įgyja visas tokios įmonės mažumos akcininkų turimas akcijas bei tampa vieninteliu šios įmonės akcininku.
    1.2. Privalomas akcijų pardavimas laikytinas savita priemone, skirta užtikrinti viešuoju interesu grindžiamą poreikį, jog įmonės būtų efektyviai valdomos, kuris sutampa su didžiojo akcininko interesu gauti visą jo paties pastangų dėka perimtoje įmonėje sukurtą pridėtinę vertę, o kartu nustatyta nefunkcionalios akcininkų mažumos naudai, turinčia procedūrinių akcininko teisių gynybos (apsaugos) priemonių elementų ir priskirtina turtinių akcininko teisių grupei bei vertintina kaip fundamentalios akcininko teisės parduoti turimas įmonės akcijas atmaina.
    1.3. Teisinėje sistemoje egzistuojanti galimybė išpirkti smulkiųjų akcininkų turimas įmonės akcijas skatina didijį akcininką įmonę ir jos turtą valdyti ekonomiškai racionaliausiu būdu, leidžia didžiajam akcininkui sumažinti įmonės valdymo kaštus, padidinti sprendimų priėmimo efektyvumą ir kartu išvengti mažumos akcininkų piktnaudžiavimo savo teisėmis (pvz. reiškiant nepagrįstus ieškinius) rizikos. Dėl šių priežasčių privalomas akcijų pardavimas įteisintinas kaip įmonių perėmimo sandorių skaičių galinti padidinti priemonė.
    1.4. Dėl privalomo akcijų pardavimo teisės įteisinimo gali padidėti įmonių kapitalo kaštai (sumažėjus smulkiųjų investuotojų pasitikėjimui). Tinkama pusiausvyra tarp didžiojo ir mažumos akcininkų interesų privalomo akcijų pardavimo institute padeda padidinti jurisdikcijos patrauklumą mažumos investuotojams kartu padidinant įmonių valdymo efektyvumą, todėl valstybės vaidmuo užtikrinant šį viešą interesą turi būti aktyvus.
    1.5. Konstitucinę nuosavybės teisę ribojantis privalomo akcijų pardavimo pobūdis taip pat turi būti kompensuotas aktyviu valstybės vaidmeniu privalomo akcijų pardavimo procese ginant viešąjį interesą - garantuojant mažumos akcininkų teisių apsaugą. Tol kol teisinis reguliavimas aiškiai numato privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo atvejus ir tvarką bei užtikrina mažumos akcininkams „teisingą“ atlygį už iš jų priverstinai paimamas akcijas, aktyvi valstybės

pareiga garantuoti mažumos akcininkų teisių užtikrinimą privalomo akcijų pardavimo metu laikytina tinkamai įvykdyta.

1.6. Privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimas yra palankus ir mažumos akcininkams, kadangi artimą absoliučiai įmonės kontrolę įgijus vienam subjektui sumažėja galimybė turimas mažumos akcijas parduoti už adekvačią kainą, tampa neracionalu naudotis akcininko teisėmis dalyvauti įmonės valdyme ar vykdyti priimamų sprendimų kontrolę, o įgyvendinus privalomą akcijų pardavimą tokios situacijos, neatsižvelgiant į mažumos akcininkų poziciją, kuri daugeliu atvejų yra pasyvi, išvengiama.

1.7. Privalomo akcijų pardavimo teisės įteisinimo tiesioginis tikslas – padidinti įmonių valdymo efektyvumą, sutampa su didžiojo akcininko interesais, o privalomo akcijų pardavimo teisiniu reguliavimu siekiamas padidinti jurisdikcijos patrauklumas investuotojams - su mažumos akcininkų interesais.

1.8. Didysis akcininkas turi daugiau informacijos apie įmonę negu mažumos akcininkai, todėl didysis ir mažumos akcininkai yra nelygiavertėje pozicijoje sprendžiant dėl tikrosios įmonės akcijos vertės, o didysis akcininkas šią aplinkybę gali panaudoti versdamas mažumos akcininkus kuo skubiau savo turimas įmonės akcijas jam parduoti. Be to, didysis akcininkas gali pasirinkti tokį pasinaudojimo privalomo akcijų pardavimo teise laiką, kai mažumos akcininkams už jų turimas akcijas mokėtina kaina yra mažiausia. Didysis akcininkas taip pat gali siekti sumažinti įmonės akcijų vertę ar rinkos kainą (pataroji gali sumažėti ir vien dėl to, jog toks kontroliuojančio akcininko elgesys yra numanomas). Toks didžiojo akcininko elgesys ir turimo pranašumo realizavimas gali likti „nenubaustas“ dėl pakankamai mažumos akcininkams reikšmingų bylinėjimosi kaštų problemos ar dėl nepakankamo mažumos akcininkų suinteresuotumo veikti.

1.9. Esminė priemonė, užtikrinanti akcininko teisių apsaugą yra „teisingos“ privalomo akcijų pardavimo kainos principas (taisyklė). Šio principo įgyvendinimas užtikrinamas vadinamąja „mažumos daugumos taisykle“, kai privalomo akcijų pardavimo kainai (ir/ar esminėms privalomo akcijų pardavimo sąlygoms) privalo pritarti mažumos akcininkų dauguma; trečiojo asmens priežiūra, kai privalomo akcijų pardavimo sąlygas vertina ir savo nuomonę dėl jų mažumos akcininkams pateikia *de jure* nepriklausomas subjektas; procedūrine ar turiningąja peržiūra, kai, atitinkamai, privalomo akcijų pardavimo procedūros atitikties įtvirtintiems reikalavimams *ex ante* kontrolę (pvz. derindama privalomo akcijų pardavimo kainą) atlieka teisminė ar administracinė institucija ir kai *ex post* privalomo akcijų pardavimo „teisingos“ kainos ir/ar įgyvendinimo sąlygų pagrįstumą įvertina teiminė institucija.

1.10. „Mažumos daugumos“ taisyklė, kai „teisinga“ privalomo akcijų pardavimo kaina laikoma paprastosios mažumos akcininkų daugumos (50% mažumos akcijų savininkų) patvirtinta įmonės akcijų kaina, laikytina optimaliau įtvirtinančia didžiojo ir mažumos akcininkų teisių ir interesų pusiausvyrą, nei „mažumos daugumos“ taisyklė, reikalaujanti, jog privalomo akcijų pardavimo kaina būtų patvirtinta 90% mažumos akcininkų kvalifikuota dauguma.

1.11. Privalomo akcijų pardavimo kaina, išskyrus aiškiai įrodytus mažumos akcininkų piktnaudžiavimo/manipuliavimo akcijų rinkos kaina atvejus, neturėtų būti žemesnė už pakankamo lygio likvidumo sąlygomis egzistuojančią įmonės

akcijų rinkos kainą. Priešingu atveju, įžvelgtinas akcininko turtinės teisės parduoti savo turimas „taikinio“ įmonės akcijas, o kartu ir konstitucinės teisės į nuosavybę pažeidimas.

2. *Antrąjį disertacijos ginamąjį teiginį*, kad didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesų pusiausvyrą geriausiai įtvirtina privalomo akcijų pardavimo objektu esančių akcijų kaina, kuri yra lygi kiekvienai akcijai tenkančios įmonės kaip veikiančio verslo vertės, nustatytos grynųjų piniginių srautų diskonto metodu, daliai, patvirtina šios žemiau pateikiamos išvados:
   2.1. Neatsižvelgiant į tai, ar už privalomo akcijų pardavimo objektu esančias įmonės akcijas siūloma kompensacija vadinama „teisinga“ akcijų kaina, akcijų skaičiui proporcinga įmonės, kaip veikiančio verslo vertės dalimi, ar „tikrąja“ akcijų kaina privalomo akcijų pardavimo metu, mažumos akcininkų kompensavimo laipsnis priklauso nuo pasirinkto vertės standarto (rinkos, pardavimo trečiajai šaliai ar veikiančio verslo vertė) ir naudojamo metodo tokiai vertei nustatyti. Mažumos akcininkai turėtų gauti tų elementų, kurie laikytini įmonės dalimi privalomo akcijų pardavimo metu, vertės dalį ir neturėtų gauti vertės, kuri buvo sukurta didžiojo akcininko iniciatyva ir pastangomis, dalies.
   2.2. Kai yra sprendžiama dėl mažumos akcininkams mokėtinos privalomo akcijų pardavimo kompensacijos dydžio, turėtų būti atsižvelgta į tokius aspektus kaip įmonės turtas, įmonės akcijų rinkos vertė, pajamos, ateities perspektyvos ir bet kokius kitus įmonės vertei įtakos galinčius turėti veiksnius. Visgi, konkrečių kintamųjų panaudojimas ir jų lyginamasis svoris priklauso nuo naudojamo metodo (metodų). Visuotinai pripažįstama, jog atliekant privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymą vadovautinasi finansų bendruomenės pripažįstamais metodais. Tokia praktika yra sveikintina, kadangi nėra vieno metodo, kuris tiktų visiems atvejams. Be to, su sąlyga, kad tokia taisyklė bus taikoma tik išimtiniais atvejais, kai nėra pakankamų ir patikimų duomenų vertinimui atlikti, svarstytina ir kelių metodų panaudojimo galimybė.
   2.3. Užtikrinus maksimalios apimties esminės informacijos apie „taikinio“ įmonę atskleidimą ir duomenų patikimumą, didžiojo ir mažumos akcininkų interesų optimaliausias balansas pasiekiamas taikant įmonės, kaip veikiančio verslo vertės standartą, išskyrus atvejus, kai vadovaujantis tokiu standartu gauta „taikinio“ įmonės akcijų kaina būtų akivaizdžiai nesąžininga mažumos akcininkų atveju (pvz. „taikinio“ įmonei nuostolingai valdant didelės vertės nekilnojamąjį turtą, kuris galėtų būti parduotas tikslu panaudoti kitai paskirčiai). Grynųjų piniginių srautų diskonto metodas nustatant privalomo akcijų pardavimo objektu esančią kainą vertintinas kaip labiausiai atitinkantis didžiojo ir smulkiųjų akcininkų interesus, bet kartu kaip metodas, paliekantis nemažai vietos diskusijai dėl tikslių piniginių srautų nustatymo ir pritaikytų diskonto normų pagrįstumo.
   2.4. Įmonės akcijos gali būti pervertintos arba nuvertintos lyginant su paties verslo verte. Dėl šios priežasties, „taikinio“ įmonės akcijų verte turėtų būti laikoma akcijų skaičiui proporcinga įmonės vertės dalis. Įmonės vertė nustatytina kaip veikiančio verslo, naudojančio turimą turtą ir suplanuotas investicines galimybes, išskyrus atvejus, kai tokios pozicijos laikymasis lemtų nesąžiningą rezultatą.

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

2.6. Privalomo akcijų pardavimo kaina Lietuvoje turėtų būti laikoma tikroji perkamų akcijų vertė privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu, kuri yra lygi akcijų skaičiui proporcingos, vadovaujantis naudojimo požiūriu bei grynųjų piniginių srautų diskonto metodu nustatytos, įmonės vertės privalomo akcijų pardavimo/pirkimo momentu daliai. Ši teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos sąvoka leistų užtikrinti, jog smukieji akcininkai gauna to, kas iš jų paimama, vertę pinigais – „teisingą" kompensaciją. Tokios kompensacijos sumokėjimas taip pat atitiktų ir kontroliuojančio akcininko interesus. Tokia privalomo akcijų pardavimo kaina taip pat leistų įvertinti (pakoreguojant įmonės piniginius srautus) dėl kontroliuojančiojo akcininko sąlygoto netinkamo įmonės valdymo atsiradusį įmonės vertės (taigi ir įmonės akcijų vertės) kainos sumažėjimą. Ši teisingos privalomo akcijų pardavimo/pirkimo kainos sąvoka bus netinkama tais atvejais, kai naudojimo požiūriu nustatyta vertė bus žymiai mažesnė už įmonės turto rinkos vertę, o grynųjų piniginių srautų diskonto metodą naudoti yra netikslinga (pvz. finansines paslaugas teikiančių įmonių atveju) ar neįmanoma (trūkstant objektyvių finansinių duomenų).

3. *Trečiąjį disertacijos ginamąjį teiginį*, kad Lietuvoje egzistuojantis privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas ir jo aiškinimas nepagrįstai prioritetą teikia mažumos akcininkų interesams bei nenustato iki galo tikslių privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūrinių aspektų, todėl turėtų būti tikslinamas patvirtina šios žemiau pateikiamos išvados:

3.1. Tiek Direktyvoje, tiek VPĮ įtvirtinta „mažumos daugumos" taisyklė pagal kurią privalomo akcijų pardavimo kaina laikoma „teisinga" tuo atveju kai savanoriško oficialaus pasiūlymo kaina yra priimtina 90% oficialaus pasiūlymo objektu esančių akcijų savininkų, neįtvirtina tinkamos didžiojo ir smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų pusiausvyros. Šia taisykle įtvirtinta „teisingos" privalomo akcijų pardavimo kainos prezumpcija laikytina nenuginčijama, o tokia privalomo akcijų pardavimo kaina neturėtų būti dar papildomai derinama su priežiūros institucija (kaip yra Lietuvoje).

3.2. Lietuvoje privalomo akcijų pardavimo iniciatoriui nustatyta imperatyvi pareiga suderinti privalomo akcijų pardavimo kainą su priežiūros institucija, atsižvelgiant į tai, kad priežiūros institucijos išvada dėl privalomo akcijų pardavimo kainos turi individualaus teisės taikymo akto statusą, yra perteklinė. Kilus teisminiam ginčui dėl „teisingos" privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymo, nepriimtiną priežiūros institucijai kainą nustatęs asmuo turėtų įrodyti jo pasiūlytos kainos pagrįstumą (įskaitant, padengti ir kainos nustatymo ekspertizės išlaidas). Priešingu atveju, t.y. tada, kai priežiūros institucija savo rekomendacijoje nurodytų sutinkanti su privalomo akcijų pardavimo (pirkimo)

iniciatoriaus pasiūlyta kaina, įrodyti, kad tokia kaina yra neteisinga privalėtų ieškovas.

3.3. Privalomo akcijų pardavimo, įgyvendinamo po oficialaus pasiūlymo, objektu turėtų būti tie patys vertybiniai popieriai. Vadovaujantis VPĮ nuostatomis, oficialaus pasiūlymo objektu gali būti vertybiniai popieriai, patvirtinantys teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Nepaisant to, privalomo akcijų pardavimo objektu gali būti tik balso teisę suteikiančios akcijos.

3.4. Tuo atveju, kai kyla ginčas dėl privalomo akcijų pardavimo kainos nustatymo pagrįstumo, iš VPĮ nuostatų nėra aišku, kaip turėtų vykti privalomo akcijų pardavimo procedūra bylą nagrinėjančiam teismui nesustabdžius šios procedūros vykdymo. Pagal dabartinį teisinį reguliavimą gali susiklostyti situacija, kai su akcijas geranoriškai perleidusiais akcininkais yra visiškai atsiskaityta, o ginčą iniciavusiems akcininkams nėra sumokama net tokia akcijų kaina, dėl kurios ginčo nėra.

3.5. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos direktoriaus 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintose Teisingos akcijų kainos nustatymo gairėse įtvirtinta rekomendacija didžiajam akcininkui prieš teikiant privalomo akcijų pardavimo kainą suderinti priežiūros institucijai „<...>*apsvarstyti klausimą dėl kainos priedo skyrimo.*“ „Mažumos diskonto“ ir/ar kitokio pobūdžio priemokos ar priedai yra nesuderinami su korporatyvinių finansų (*angl.* „corporate finance“) teorijos logika, todėl neturėtų būti taikomi koreguojant privalomo akcijų pardavimo kainą. Tokių priemokų ar priedų taikymas be jokio pagrindo privilegijuoja mažumos akcininkus ir iškreipia didžiojo ir smulkiųjų akcininkų teisių ir pareigų pusiausvyrą.

3.6 Lietuvoje galiojančioje turto ir verslo vertinimo pagrindų metodikoje nurodoma, jog visais metodais (pajamų, lyginamuoju bei jų deriniu), kurie yra naudotini privalomo akcijų pardavimo kainai nustatyti, nustatoma rinkos vertė. Atliekant akcijų vertinimą privalomo akcijų pardavimo metu privalo būti nustatyta ne rinkos vertė, o „teisinga“ akcijų kaina, kuri nebūtinai yra lygi akcijų rinkos vertei.

AKADEMINIŲ PUBLIKACIJŲ SĄRAŠAS

1. Miliutis F. Kas yra teisinga privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kaina Lietuvoje? Socialinių mokslų studijos. 2013, 5(1), p. 311–325.
2. Miliutis F. Fair price in squeeze-out transactions. Socialinių mokslų studijos. 2013, 5(3), p. 769-792.

Europass gyvenimo aprašymas

Asmeninė informacija

Pavardė (-ės) / Vardas (-ai)	Miliutis Feliksas
Adresas(-ai)	V. Mykolaičio-Putino g. 6-16 Vilnius (Lietuva)
Mobilusis telefonas	+370 612 23312
El. paštas(-ai)	f.miliutis@glimstedt.lt
Pilietybė	lietuvis, -ė
Gimimo data	1984 gruodžio 11
Lytis	Vyras

Darbo patirtis

Datos	Nuo 16/12/2010
Profesija arba pareigos	Vyr. teisininkas
Darbovietės pavadinimas ir adresas	Advokatų kontora Bernotas ir Dominas GLIMSTEDT Jogailos g. 4, Vilnius (Lietuva)
Darbovietės veiklos sritis arba ūkio šaka	Verslo teisė
Datos	26/01/2009–16/12/2010
Profesija arba pareigos	Advokato padėjėjas
Pagrindinės veiklos ir atsakomybės	Darbas su įmonių, viešųjų pirkimų, bankroto ir restruktūrizavimo, statybų, civilinio proceso teise
Darbovietės pavadinimas ir adresas	Advokatų kontora Baranauskas, Sesickas, Stukas ir partneriai APEX LEGAL M. K. Čiurlionio 70A-3, 03100 Vilnius (Lietuva)
Darbovietės veiklos sritis arba ūkio šaka	Verslo teisė
Datos	01/06/2005–08/07/2007
Profesija arba pareigos	Teisininkas asistentas
Pagrindinės veiklos ir atsakomybės	Darbas su įmonių, darbo, mokesčių, vertybinių popierių, intelektinės nuosavybės, sutarčių teise
Darbovietės pavadinimas ir adresas	Advokatų kontora „Kazlauskas ir Degesys SOLVINGS“ Labdarių g. 5, Vilnius (Lietuva)
Darbovietės veiklos sritis arba ūkio šaka	Verslo teisė

Išsilavinimas

Datos	Nuo 15/10/2009
Kvalifikacija	Teisės krypties doktorantūros studijos
Švietimo teikėjo pavadinimas ir tipas	Mykolo Romerio universitetas Vilnius (Lietuva)
Datos	01/09/2008–22/07/2009
Kvalifikacija	L.L.M. in Commercial Law (Cum Laude)
Švietimo teikėjo pavadinimas ir tipas	Erasmus University Rotterdam Roterdamas (Olandija)
Datos	01/09/2007–25/01/2009
Kvalifikacija	Verslo teisės magistras
Švietimo teikėjo pavadinimas ir tipas	Mykolo Romerio universitetas (07/09/11-08/05/31 studijos pagal Erasmus programą Erasmus University Rotterdam) Vilnius (Lietuva)
Datos	01/09/2003–13/06/2007
Kvalifikacija	Teisės bakalauras
Švietimo teikėjo pavadinimas ir tipas	Mykolo Romerio universitetas Vilnius (Lietuva)

Asmeniniai gebėjimai ir kompetencijos

Gimtoji kalba(-os)	Lietuvių									
Kita kalba(-os)										
Įsivertinimas *Europos lygmuo (*)*	**Supratimas**				**Kalbėjimas**				**Rašymas**	
	Klausymas		Skaitymas		Bendravimas žodžiu		Informacijos pateikimas žodžiu			
Anglų	C2	Įgudęs vartotojas	C2	Įgudęs vartotojas	C2	Įgudęs vartotojas	C2	Įgudęs vartotojas	C2	Įgudęs vartotojas
Vokiečių	A2	Pradedantis vartotojas	A2	Pradedantis vartotojas	A2	Pradedantis vartotojas	A2	Pradedantis vartotojas	A2	Pradedantis vartotojas
Rusų	B1	Pažengęs vartotojas	A1	Pradedantis vartotojas	A2	Pradedantis vartotojas	A2	Pradedantis vartotojas	A1	Pradedantis vartotojas
(*) Bendrieji Europos kalbų metmenys										
Socialiniai gebėjimai ir kompetencijos	Geri komandinio darbo įgūdžiai Bendravimo su įvairių kultūrų žmonėmis įgūdžiai									
Organizaciniai gebėjimai ir kompetencijos	Geri savarankiško darbų planavimo, prioritetų nustatymo įgūdžiai Vadovavimo, projektų koordinavimo patirtis									
Darbo kompiuteriu gebėjimai ir kompetencijos	Patirtis dirbant su visomis MS Office programomis									
Papildoma informacija	Nuo 09/01 Mykolo Romerio Universiteto TF Alumni draugijos Tarybos narys Nuo 11/09 iki 13/04 Mykolo Romerio Universiteto Teisės fakulteto verslo teisės katedros lektorius									

MYKOLAS ROMERIS UNIVERSITY

Feliksas Miliutis

LEGAL REGULATION OF SQUEEZE-OUT WITH REGARD TO THE EFFECTIVE PROTECTION OF SHAREHOLDER'S RIGHTS

Summary of Doctoral Dissertation
Social Sciences, Law (01 S)

Vilnius, 2014

The dissertation was written during the period of 2009–2014 at Mykolas Romeris University.

***Scientific supervisor*:**
Prof. Dr. Egidijus Baranauskas (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law – 01 S).

The doctoral dissertation will be defended at the Law Research Council of Mykolas Romeris University:

Chairman:
Prof. Dr. Asta Dambrauskaitė (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law – 01 S).

Members:
Assoc. Prof. Dr. Linas Meškys (Vytautas Magnus University, Social Sciences, Law – 01 S;
Assoc. Prof. Dr. Raimundas Moisejevas (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law – 01 S);
Prof. Dr. Rimantas Stanikūnas (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01 S);
Assoc. Prof. Dr. Dalia Vasarienė (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law – 01 S).

Opponents:
Prof. Dr. Toma Birmontienė (Mykolas Romeris University, Social Sciences, Law – 01 S);
Assoc. Prof. Dr. Deividas Soloveičikas (Vilnius University, Social Sciences, Law – 01 S).

The public defence of the dissertation will take place at the Law Research Council at Mykolas Romeris University on June 26th, 2014, at 1:00 PM in the auditorium I-414.
Address: Ateities st. 20, LT-08303, Vilnius, Lithuania

The summary of the doctoral thesis was sent out on May 26th, 2014.

The doctoral dissertation is available at the Martynas Mažvydas National Library of Lithuania (Gedimino ave. 51, Vilnius) and at Mykolas Romeris University library (Ateities st. 20, Vilnius).

Feliksas Miliutis

LEGAL REGULATION OF SQUEEZE-OUT WITH REGARD TO THE EFFECTIVE PROTECTION OF SHAREHOLDER'S RIGHTS

Summary

Problem of squeeze-out. The conflict of interests of majority and minority shareholders is one of the three core elements that form the substance of problems considered by the theory of corporate law. The institute of squeeze-out serves as a good example of this conflict between the interests of majority and minority shareholders. Clash between the concepts of the protection of minority shareholders' rights, interests of the majority shareholder and efficient takeover market in the squeeze-out (sell-out) institute becomes the essential dilemma for a legislator when setting the regulation of squeeze-out procedure and contents of take-over rules as well as for a court when deciding on a case dealing with squeeze-out (sell-out). Having in mind the mandatory nature of a squeeze-out and that it is restricting free enjoyment of property, the issue of compatibility of squeeze-out regulation with international and local rules protecting human rights becomes evident. In addition, in most of the jurisdictions introduction of squeeze-out has been the reason of many complicated legal disputes especially with regard "fair value" or "fair price". All of these conflicts that arise from the essence of the concept of squeeze-out distinguishes it from other measures dedicated for the protection of shareholder's rights in public or limited companies (if squeeze-out can be considered as a mean to protect shareholder's rights at all), such as investigation of company's activities or mandatory sale of shares.

Legal regulation of squeeze-out (sell-out) in EU, Lithuania and other jurisdictions. Despite the fact that in many jurisdictions, especially common law jurisdictions (USA, England) squeeze-out is not a new legal phenomenon, on the EU level this concept does not have long and established history. It should be noted that first squeeze-out resembling legal construction, allowing shareholder who has (directly or indirectly) acquired >90% of capital in a public company to present a declaration on the formation of group of companies and buy-out of minority shareholders, was provided in the European Communities Draft Ninth Company Law Directive on the Conduct of Groups Containing a Public Limited Company as a Subsidiary. Nevertheless, the European Communities Draft Ninth Company Law Directive on the Conduct of Groups Containing a Public Limited Company as a Subsidiary had never evolved to the formal proposal of European Commission therefore the first and only "successful" attempt to present this institute on the EU level is the Directive on takeover bids of 21 April, 2004 (hereinafter – the "Directive").

Despite the fact that the presentation of squeeze-out (sell-out) right was greeted positively, some rules of the Directive was heavily criticized, especially due to the fact that the Directive failed to reach its main goal – to harmonize some aspects of company law of EU member states, which on its own turn diminishes the meaning of the squeeze-out (sell-out) right provided therein.

After few days of the adoption of the Directive, under the amendments of the law on Securities market of the Republic of Lithuania the squeeze-out right was introduced in Lithuanian legal system for the first time. It should be noted that even before introduction of the squeeze-out right it received negative comments from the part of interested parties.

Despite the fact that squeeze-out right has soon become popular and widely used institute – more than 30 squeeze-outs has been initiated since then, the first disputes related to the implementation procedure of squeeze-out and especially disputes regarding the most troublesome element of this institute – the determination of "fair" price were initiated. In addition, soon after its introduction the compatibility of the squeeze-out legal regulation with the norms of Lithuanian Constitution was raised. It also should be noted that regulation of squeeze-out has already been amended for three times.

Number of complicated and long-term litigation related to squeeze-out is also witnessed in USA and England where this institute has relatively old traditions.

The novelty and topicality of the study and review of previous research efforts. To the best knowledge of the author there have recently been only few squeeze-out related studies in English and Lithuanian languages. The issue of constitutionality of squeeze-out within the framework of Lithuanian legal regulation was analyzed by R. Misius (2004).

In the foreign legal doctrine the issue of squeeze-out in the context of EU level and EU member states level legal regulation was analyzed by T. Kaisanlahti (2007) (who analyzed the impact of takeover bid price when determining the price of post-bid squeeze-out), C. Van Der Elst/L. Van Den Steen (2006) (who analyzed whether the regulation of squeeze-out in EU member states is sufficient to protect the rights of minority shareholders), M. Ventoruzo (2010), who analyzed differences between the approach to general squeeze-out regulation in EU and USA. There is a bulk of squeeze-out related literature publicized in USA. Here comparative studies of L. Pinta (2011) and C. A. Krebs (2012) should be mentioned, which concerned the models of squeeze-out legal regulation in USA/Italy and USA/Germany respectively.

Too proactive protection of the rights of minority shareholders in squeeze-out at the same time might mean insufficient respect dedicated to the rights of majority shareholder and vice versa. In all studies on squeeze-out that has ever been conducted the legal regulation of squeeze-out was specifically oriented towards the effectiveness of protection of minority shareholders' rights. To the best knowledge of the author there is not a single doctrinal study in which the legal regulation of squeeze-out would be analyzed with respect to the effective protection of both minority and majority shareholders. In addition, despite the major amount of doctrinal literature, none of it was aimed at identifying common features of the legal regulation of squeeze-out in USA/on EU level and on EU member states level and to provide evaluation of such features with regard the effective protection of minority/majority shareholders rights at the same time identified main theoretical and practical problems. As the number of cross-border mergers (as well as cross-continental mergers) and other takeovers where different law might be applicable to the target and the bidder, the subject of this research, offering universal and one-suit-all matrix of the internal structure of the squeeze-out right becomes even more topical.

Accordingly, with regard to the internal conflicts of the squeeze-out institute, number of court cases and theoretical discussions (major part of which are not doctrinal) that raise the issue of effective balance in between the rights of majority and minority shareholders, the problem of this study is the effective protection of shareholder's rights by legal regulation.

The object of the research. The subject matter of all court cases and theoretical discussions is the potential infringements of shareholder's rights, which on their own turn are directly linked to the relevant squeeze-out regulation as the cause with the effect. Accordingly, object of this study is the legal regulation of squeeze-out (sell-out).

The goal and objectives of this study. The goal of this study is to determine legal regulation of squeeze-out (sell-out) and to evaluate it with regard to the effective protection of shareholder's rights by at the same time identifying main practical and theoretical problems. It should be further explained that despite the fact that sufficiency of legal regulation to guarantee effective protection of the rights of its addressee is a subjective category, at least from the objective theoretical perspective, here the effective protection of shareholder's rights would be understood as a situation where none of the participants of the majority-minority shareholders legal relation does not obtain legal or factual advantage, i.e. additional and/or disproportionate rights that would lead to the unjustified gain of economic gains in terms of excessively higher or unduly lower compensation paid/received for the shares in squeeze-out procedure.

In order to reach a coherent result which would correspond to the above-indicated goal pursued, the following interim objectives are set in this study:

1. To define and present the conception of the squeeze-out right and position of the squeeze-out right in the system of measures of protection of shareholder's rights defined in theory and practice.
2. To define the legal regulation of squeeze-out in separate jurisdictions by identifying goals of such regulation and main institutional framework of its implementation.
3. To analyze general legal regulation of squeeze-out by identifying main problems of the protection of shareholder's rights.
4. To analyze legal regulation of determination of the squeeze-out price and related case lawas well as to identify main problems of the protection of shareholder's rights related thereto. s.
5. To evaluate suitability of the squeeze-out legal regulation to effectively protect the rights of a shareholder and, based on the insights derived from the foreign practice, to provide suggestions how the present Lithuanian legal regulation of squeeze-out could be improved.

Statements defended in the dissertation

1. Legalization of squeeze-out is based on the objectives in public interest, which correspond to the interests of the majority shareholder and despite the mandatory nature of the squeeze-out is also considered as corresponding with the interests of minority shareholders, provided that conditions of its availability and procedure of its implementation are set in a transparent manner and sufficient compensation for the shares taken is guaranteed.
2. Most optimal balance in between interests of majority and minority shareholders is set when the squeeze-out price of a share is understood as a proportionate part of the value of a company as a going concern, which, on its own turn, is determined under the discounted cash flow method.
3. Lithuanian legal regulation of squeeze-out unduly favors the interests of minority shareholders and does not provide sufficient specific procedural aspects of implementation of squeeze-out and therefore should be revised.

Strategy of the research. Aim of a legal regulation is to implement social and economic objectives, to shape the development of social relations according to particular values. As the balance between social, economic goals and values differ in each jurisdiction, the legal regulation as well as the institutional framework ensuring the efficient operation of such

regulation is different over jurisdictions as well. Legal regulation can also be different for purely historical reasons.

This research is aimed to determine what is the regulation of squeeze-out, how does such regulation protect shareholder's rights and if it does that effectively non in one, but in all doctrinally and practically notable jurisdictions, with the goal to identify generic features of the squeeze-out legal regulation, trends of its development, common problems and available solutions. In addition, results of this research would not be limited to declarative conclusions, but, as the author hopes, would candidate to be the guidelines for reaching more effective protection of shareholder's rights.

Efficiency of legal regulation cannot be limited to the analysis of normative documentation but also has to include the analysis of case law and doctrinal works.

Despite the importance of the need to indicate the problems related to the regulation of squeeze-out at theoretical level, main insights on the legal regulation of squeeze-out with regard to the effective protection of shareholder's rights can only be derived from coherent and elaborate analysis of case law, critical analysis provided by the author, which means that this study is a pragmatism-position driven research.

Nevertheless, it once again should be noted that detailed analysis of the object of this research and the reach of its goal would only be possible if integral analysis of the legal regulation existent in different jurisdictions as well as main-stream doctrinal trends is completed.

Due to the above stated reasons this research could be defined as a comparative-legal qualitative study.

Legal regulation of squeeze-out in different jurisdictions would be compared according to the following criteria:

- goals of legal regulation;
- contents of legal regulation;
- institutional framework securing implementation of a squeeze-out;
- role of courts in squeeze-out implementation;
- problems of protection of shareholder's rights.

Methods of data collection. Due to the fact that the object of this work (legal regulation) is only cognizable from its forms of expression, i.e. legal acts, case law, commentaries and legal-doctrinal literature as well as due to the fact that the goal of this research is not related to clearly-defined social group, the only method employed for data collection is document analysis.

According to the limits of the research provided below, when collecting data for the research legal-doctrinal literature on the squeeze-out and shareholder protection topics would be searched by using EBSCO, WESTLAW INTERNATIONAL/UK and HEIN ONLINE internet databases and by using key-words „squeeze-out (squeeze out); freeze-out (freeze out); buy-out (buy out); shareholder; rights; protection; mandatory; shares; purchase; sale;" as well as combinations of these key words and phrases „mandatory sale of shares; mandatory purchase of shares; shareholders protection; protection of shareholders".

For the search of normative documentation and case law the on-line databases of WESTLAW INTERNATIONAL, HUDOC and LITLEX will be used.

The search for non-legal commentaries, studies conducted by public agencies would be conducted by using conventional internet search engines and by relying on data made

available on the websites of such public agencies. Due to the fact that the latter source of data would play only facultative role in this research specific search criteria are not provided.

The search for Lithuanian doctrinal works on the topic of squeeze-out was conducted by using the databases ETD IS and eLABa by using the following keywords and their combinations: „mandatory"; „shares"; „buy-out"; „sell-out".

The methods of data analysis. This research will be carried out by using the following qualitative methods:

Content analysis – by using this method main rights and their classification, protective measures of such rights, problems related to the efficient protection of shareholder's rights in squeeze-outs would be identified, their relations and common features of different systems of legal regulation established; in order to avoid unnecessary overlaps, the results of former squeeze-out related studies would be utilized.

As in legal literature the regulation of squeeze-out and squeeze-our related case law is generally approached from a critical perspective, this method would also allow to identify main stream approach to the squeeze-out regulation with regard to the effective protection of shareholder's rights.

This method would also be used to identify the meaning of different notions (squeeze-out, shareholder's rights etc.).

Conventional means of legal analysis – in legal literature comparative study is defined as having features of both doctrinal and non-doctrinal research. In the literature on the methodology of legal research the problematic use of typical methods employed in other social sciences for the conduct of legal studies is distinguished. This problem is even more evident in doctrinal legal studies where totality of legal regulation and case law is analyzed from a personal point of view of an author in order to answer the question 'what is the law?'. As in order to reach the goal of this research legal regulation existent in different jurisdictions would have to be identified, conventional techniques of formal logics would be employed.

The method of linguistic analysis – this method would be used in order to define the meaning of particular legal norms, principles set in the relevant case law and particular legal notions.

Comparative historical method – this method would be employed to analyze the development of the legal regulation of squeeze-out in order to identify reasons why such legal regulation was introduced and consequences of such introduction as well as to identify common measures taken in order to solve the problems that became evident.

Limits of the research. According to the fact that in Lithuania as well as in some EU member states squeeze-out is quite new legal concept, in the opinion of the author, part of this research should be dedicated to the analysis of the practice of USA in the regulation of squeeze-out. The amount of literature regarding models of squeeze-out existing in USA as well as the case law on squeeze out is large. Therefore this research would only be limited to the analysis of legal literature on the model of squeeze-out existing in the State of Delaware. Accordingly, only the laws and case law of Delaware would be analyzed. The State of Delaware was selected because its company law is usually perceived as an example for legislators all over USA. The main reason for this is the success of Delaware's legal regulation in attracting companies originating from other States: more that 53% of all USA publicly listed companies, of which 63% are listed in the top-500 major USA companies are registered in Delaware. In addition, the jurisdiction of Delaware is perceived as the most prominent jurisdiction with regard to the regulation of squeeze-out in the legal doctrine.

On the EU level the squeeze-out right has been introduced relevantly recently, thus there is not that much legal literature on this topic. All of this literature would be analyzed. The situation is however different with the legal works and case law analyzing the regulation of squeeze-out on a member state level. Due to relatively large amount of such literature and some wide-scope comparative studies already conducted, this research would be limited to the introduction to squeeze-out regulation in some distinguished EE member states. Such jurisdictions were selected under the following two criteria. Firstly, these jurisdictions need to represent different families of legal tradition as specified in the doctrinal literature. Secondly, such jurisdictions should be leading in the terms of the announced number of mergers and acquisitions. It should be noted that it might in some cases be impossible to conduct the research according to these criteria due to the limited amount of literature in English.

Relevance of the research. This research would be relevant both from theoretical and practical aspects.

From a theoretical point of view the contents of this research could serve as a methodological background for analyzing balanced protection of shareholder's rights in institutions that share some features with the institute of squeeze-out, i.e. institutes of mandatory sale of shares in private companies, investigation of the activities of a company, takeover bid, as well as for analysis of classification of shareholder's rights.

In addition, this research could dedicate to a new trend of theoretical discussions putting the protection of the majority shareholder in a first place.

Evaluation of the regulation of squeeze-out not only with regard to the protection of minority shareholders' rights but also with regard to the majority shareholder's protection, data received would allow to distinguish between the goals pursued and factually achieved by the legal regulation of squeeze-out.

This research could also serve for initiation of amendments to present legal regulation of squeeze-out.

Results of this research would allow to critically analyze the suitability of institutional structure established by squeeze-out legal regulation for the effective protection of shareholder's rights and would serve as a ground to improve it.

It is important to note that this research would benefit the practitioners, who, due to limited amount of local practice, need to rely on foreign case law. It is difficult to determine real meaning of such case law without possessing specific knowledge on general development and goals of the squeeze-out institute. This dissertation could be used as a methodological guide when analyzing foreign case law.

The author also believes that this work would serve as a basis for further research on squeeze-out in Lithuania.

Reliability of the results of the study. Different sources utilized: i) doctrinal works of legal and economics scholars, legal practitioners; ii) case law; iii) legal acts and public guidelines allowed to use the principle of triangulation and, in accordance with the above indicated research methods and techniques, allowed to receive reliable results.

The main results of this study have been published in the research papers journal "Socialinių mokslų studijos" (Social Science Studies) issued by Mykolas Romeris University: 1) Miliutis F. What is the fair price of squeeze-out in Lithuania? *Socialinių mokslų studijos*. 2013, 5(1), pp. 311–325; 2) Miliutis F. Fair price in squeeze-out transactions. *Socialinių mokslų studijos*. 2013, 5(3), pp. 769-792.

Structute of the dissertation. The first section of this dissertation discusses the notion of squeeze-out and its meaning, history of this right and its development, major pros and cons

of the squeeze-out right on theoretical and practical level (with regard to effective protection of shareholder's rights and public interest). In addition, according to the identified concept of protective measures of shareholder's rights and catalogue of main shareholder's rights, evalueation of the squeeze-out right with regard to the established shareholder's rights and protective measures is provided. It should be noted that one of the subsections is dedicated to the sell-out right. It should also be noted that this section also contain elaborate analysis of compatibility of the squeeze-out right with the provisions of European Convention of Human Rights and Lithuanian constitution. This issue deserves more attention due to the fact that constiotutional norms, guaranteeing free enjoyment of property have a direct influence when determining legitimate conditions under which squeeze-out can be initiated as well as the scope of the application of this right.

The first section of the dissertation would alow to better reviel goals of the squeeze-out regulation and its place in the system of the protection of shareholder's rights.

The first section of the dissertation would be the backround of further analysis.

Grounds and procedure for implementing squeeze-outs in USA and EU are different. Accordingly, in order to identify main squeeze-out related problems (both in theory and in practice) and their influence to shareholder's rights regulation of squeeze-out in USA and EU should be analysed separately. In addition, USA is the jurisdiction with the longest established traditions of squeeze-out regulation, thus problems related to the implementation of squeeze-out in this jurisdiction are to a mojor extent analysed both in theory and case law. Moreover, as some authors claim, the legal regulation of squeeze-out in USA (Delavare) served as a basis for introduction of the squeeze-out right on EU or EU member states level. Accordingly, from methodological perspective, analysis of the squeeze-out legal regulation should be started from the jurisdiction of Delavare, because insights derived from this analysis would allow to better understand the underlying legal regulation of squeeze-out in EU and Lithuania.

It also should be noted that Lithuanian legal regulation if squeeze-out is based on the regulation existent on EU level. Regulation of squeeze-out in some other EU member states was introduced well before in was transposed to the Lithuanian law. Accordingly, analysis of USA legal regulation of squeeze-out is provided in the second section of this dissertation, whereas third section of this dissertation concerns its equivalent in EU.

The analysis of Lithuanian legal regulation of squeeze-out is presented in the fourth section of this work, whereas the whole fifth section of this work concerns the issue of fair price in squeeze-out procedure It should be noted that separate section of this work is dedicated to the issue of fair price due to the fact that the element of the fair price is the core issue when striking the right balance in between the rights of minority/majority shareholders in squeeze-out procedure.

CONCLUSIONS

Based on the insights of the detail scientific analysis of Lithuanian and foreign countries legal regulation, case law and legal doctrine, it could be stated that the aim of the research was reached, after of the objectives of research were implemented, and the defended statements of the research were confirmed. It is based on the basic conclusions of the research set forth below:

1. The firs defended statement, that legalization of squeeze-out is based on the objectives in public interest, which correspond to the interests of the majority shareholder and despite the mandatory nature of the squeeze-out is also considered as corresponding with the interests of minority shareholders, provided that conditions of its availability and procedure of its implementation are set in a transparent manner and sufficient compensation for the shares taken is guaranteed, is confirmed by the following conclusions:
   1.1. Squeeze-out means a situation where the subject, who has acquired sufficient control of a company, without the recourse to the willingness of minority shareholders to dispose off their shares in the company, forcefully but in line with the law and for due compensation acquires all shares of such minority shareholders and becomes the sole shareholder of such company.
   1.2. Squeeze-out can be considered as sui generis measure, aimed at securing goals in the public interest, that companies would be efficiently managed, which corresponds with the interest of the majority shareholder to receive all value-added from the company taken-over by his efforts, and which also benefits non-functional minority, and which has features of procedural protective measures of shareholder's rights and can be understood as a form of fundamental right of a shareholder to sell his shares.
   1.3. Existing possibility to buy-out minority shares encourages the majority shareholder to manage the company and its assets in the most effective way, allows the majority shareholder to reduce management costs and to make adoption of corporate decisions more effective as well as to avoid the risk of minority abuse. Due to these reasons squeeze-out should be legalized as a measure to increase the number of takeovers.
   1.4. Due to the introduction of squeeze-out right the capital costs of companies may rise (when confidence of investors is diminished). Right balance between the rights of the majority and minority shareholders in the squeeze-out institute helps to increase the attractiveness of a jurisdiction to minority investors and at the same time to increase effectiveness in the management of companies, thus the role of a state in safeguarding this common interest should be proactive.
   1.5. Constitutional property right limiting nature of squeeze-out should also be compensated by active role of a state in the squeeze-out procedure by safeguarding the public interest – protection of minority shareholders' rights. As long as the legal regulation clearly provides conditions and procedure of squeeze-out implementation and secures expelled minority fair compensation for their shares, the active role of a state in guaranteeing protection of minority rights should be considered as duly performed.
   1.6. When the absolute control of a company is acquired by one subject, possibility of the minority to sell their shares for a reasonable price is diminished and it becomes irrational to use shareholder's rights or to supervise the management of such com-

pany. Implementation of squeeze-out benefits the minority shareholders by allowing to avoid such situation.

1.7. Direct goal pursued by the squeeze-out regulation, which is to increase effectiveness of management of companies, correspond with the interests of the majority shareholder, whereas objective to make a jurisdiction more attractive to investors – with the interests of minority shareholders.

1.8. The majority shareholder has more information about a company than minority shareholders, thus majority and minority shareholders are not in equal position when deciding on the real value of shares of the company and the majority shareholder can exploit this situation by forcing minority shareholders to sell him their shares as soon as possible. In addition, the majority shareholder can choose such implementation time of a squeeze-out when the price to be paid for the shares is lowest. The majority shareholder can also try to negatively influence the value of the shares. Such behavior of the majority shareholder can be not punished due to high costs of litigation or uninterested minority.

1.9. Main measure to guarantee sufficient level protection of shareholder's rights is the principle (rule) of fair squeeze-out price. Implementation of this principle is guaranteed by the so called majority of minority rule, when the price of a squeeze-out (and/or major conditions of a squeeze-out) has to be approved by the majority of minority shareholders; third party review, when price of a squeeze-out is analyzed and commented by *de jure* independent subject; procedural or review or review 'on merits', when *ex ante* control of squeeze-out procedure is performed by administrative or judicial authority and when *ex post* validity of the squeeze-out price and/or implementation conditions is reviewed by a court.

1.10. "Majority of minority" rule when the price approved by simple majority (i.e. 50%+1) of the minority shareholders is considered as a "fair" squeeze-out price is considered to strike the more optimal balance between the interests of majority and minority shareholders compared with the majority of minority rule requiring that the price should be confirmed by 90% of minority shareholders.

1.11. Squeeze-out price (except for the cases of proven market manipulations on the part of minority shareholders) should not be lower than the market price of the shares in a liquid market. Minority's proprietary rights as well as the right to sell their shares may be considered as breached.

2. The *second defended statement*, that most optimal balance in between interests of majority and minority shareholders is set when the squeeze-out price of a share is understood as a proportionate part of the value of a company as a going concern, which, on its own turn, is determined under the discounted cash flow method, is confirmed by the following conclusions:

2.1. Irrespective whether the remuneration paid for shares during a squeeze-out is called "fair" price, proportionate part of the value of a company as a going concern, or "intrinsic" value of shares, level of compensation of minority in a squeeze-out procedure is dependent on the standard of value (market value, value of going concern, third party sale value) used and valuation method employed. Minority shareholders should receive the value of such elements that can reasonably be classified as internal elements of the value of a company and should not be entitled to receive the value created solely due to the actions of the majority shareholder.

2.2. When the issue of squeeze-out compensation is being decided, all aspects, i.e. assets of the company, market value of company's shares, income, future plans and perspectives as well as any other aspects that could influence the value of the company should be considered. However, the factual use of different variables and their comparative values depends on the method used. It is generally accepted that when determining the price of a squeeze-out, any of the methods recognized by financial community could be employed. Such practice should be welcomed as there is not a single method that would fit all cases. In addition, provided that such rule would be applied only in exceptional cases when there is insufficient and/or reliable data for valuation, use of couple of methods could be considered.

2.3. Provided that disclosure of all material information on the "target" company is disclosed and reliability of such data, the most optimal balance of minority/majority interests is secured when the standard of value used is the standard of value of a company as a going concern, except for the cases when the price of shares determined according to this standard would be clearly unfair for the minority shareholders (e. g. in cases when material assets of a company are run unprofitably but could be sold for a considerable amount). Use of the discounted cash flow analysis when determining price of shares in a squeeze-out should be considered as to the greatest extend matching the interests of minority and majority shareholders, but at the same time leaving a margin for a discussion on determination of cash flows and reasonableness of discounts applied.

2.4. Shares of a company can be overvalued or undervalued when compared with the value of a company's business. Due to this reason value of a share of a company should be defined as a proportionate part of the value of the company as a going concern. Value of the company should be considered as the value of a going concern and pre-planned investment activities.

2.5. Fair squeeze-out price in Lithuanian can be defined as the value of shares at the moment of a squeeze-out, which is determined by one of the methods recognized by financial community and which is higher than the market value of the shares. Such value could be favorable for both majority and minority shareholders, depending whether chosen standard of value and method used to complete a valuation is suitable for the establishment of value of the shares that would correspond with the criteria of "fairness".

2.6. Fair squeeze-out price in Lithuanian should be defined as the real value of shares at the moment of squeeze-out, which would be equal to the proportionate part of value of a company defined according to the going concern standard and by using discounted cash flow method. Employment of such notion of fair squeeze-out price would allow ensuring that minority shareholders would receive monetary compensation for everything that is taken from them, i.e. "fair" reimbursement. Payment of such compensation would also be in line with the interests of the majority shareholder. Such squeeze-out price would also allow adjusting the price of shares in accordance to the mismanagement cases of the company. Such notion of the fair price would not be suitable in cases when the going concern value would be significantly lower than the market value of assets of the company and it is not possible or rational (e.g. due to the lack of objective data) to apply the discounted cash flow method.

3. *The third defended statement* that Lithuanian legal regulation of squeeze-out unduly favors the interests of minority shareholders and does not provide sufficient specific procedural aspects of implementation of squeeze-out and therefore should be revised, is confirmed by the following conclusions:
   3.1. Both the Directive and the Law on securities of the Republic of Lithuania provide the "majority of minority rule" under which the price of a squeeze-out is considered as "fair" if it is approved by 90% of the minority shareholders during the preceding tender offer. The presumption established by this rule should be uncontestable and such price should not be additionally coordinated with supervising agency as it is the case in Lithuania.
   3.2. Obligations of the initiator of squeeze-out to coordinate the squeeze-out price with the supervising agency set by Lithuanian laws, is superfluous. In case of a court dispute regarding determination of "fair" price of a squeeze-out the shareholder who has determined a squeeze-out price which was considered unacceptable for the supervising agency should prove that such price accords the "fairness" criteria (as well as to cover valuation costs). Conversely, in the case when the supervising agency would accept the price offered by the initiator, the claimant should prove that such price is not "fair.
   3.3. The securities that are the object of a squeeze-out which is carried out after a tender offer, should be the same securities that were the object of the preceding tender offer. According to the Law on securities of the Republic of Lithuania, securities allowing to acquire securities carrying voting rights can be the object of tender offer, whereas only the securities carrying voting rights can be an object of squeeze-out.
   3.4. In case of a court dispute on the "fair" price of a squeeze-out, it is not clear how should the procedure of the squeeze-out should be continued if a court does not halt it. Existent legal regulation can create a situation when the majority shareholder pays the full price for the shares which were transferred to him voluntarily and refuses to pay even the part of the price which is not a subject to dispute to those shareholders who initiated the dispute over "fair" price.
   3.5. Recommendation provided in the guidelines of Lithuanian National Bank on the fair price of tender offer and squeeze-out for the majority shareholder to strongly consider to offer the minority premium over the determined price is incompatible (similarly as premiums to compensate for "minority discount" or other similar premiums) with the theory of corporate finance. Application of such premiums would unjustifiably privilege majority shareholders and breaches the fair balance in between majority/minority rights.
   3.6. The Lithuanian valuation methodology provides that all methods that can be used to determine "fair" value of squeeze-out are aimed at determining market value. However, when evaluation is provided in squeeze-out procedure its aim is not to determine market value but the "fair" price of shares, which unnecessarily is equal to their market price.

LIST OF ACADEMIC PUBLICATIONS

1. Miliutis F. What is a „fair“ squeeze-out/sell-out price in Lithuania? Societal studies. 2013, 5(1), p. 311–325.
2. Miliutis F. Fair price in squeeze-out transactions. Societal Studies. 2013, 5(3), p. 769-792.



Europass

Curriculum Vitae

Personal information

First name(s) / Surname(s)	Feliksas Miliutis
Address(es)	V. Mykolaičio-Putino str. 6-16 Vilnius (Lithuania)
Mobile Telephone(s)	+370 612 23312
E-mail	feliksas.miliutis@glimstedt.lt
Nationality	Lithuanian
Date of birth	11 December 1984
Gender	Man

Work experience

Dates	From 16/12/2010
Occupation or position held	Senior associate
Name and address of employer	Law Firm Bernotas ir Dominas GLIMSTEDT Jogailos str. 4, Vilnius (Lithuania)
Type of business or sector	Commercial Law
Main activities and responsibilities	Energy infrastructure, company/commercial, competition
Dates	26/01/2009–16/12/2010
Occupation or position held	Attorney Assistant
Main activities and responsibilities	Energy infrastructure, company/commercial, competition
Name and address of employer	Law Firm Baranauskas, Sesickas, Stukas ir partneriai APEX LEGAL M. K. Čiurlionio 70A-3, 03100 Vilnius (Lithuania)
Type of business or sector	Commercial Law
Dates	01/06/2005–08/07/2007
Occupation or position held	Lawyer Assistant
Main activities and responsibilities	Company/commercial, employment, tax, contracts
Name and address of employer	Law Firm "Kazlauskas ir Degesys SOLVINGS" Labdarių str. 5, Vilnius (Lithuania)
Type of business or sector	Commercial Law

Education and training

Dates	From 15/10/2009
Title of qualification awarded	PhD studies in law
Name and type of organisation providing education and training	Mykolo Romerio University Vilnius (Lithuania)
Dates	01/09/2008–22/07/2009
Title of qualification awarded	L.L.M. in Commercial Law (Cum Laude)
Name and type of organisation providing education and training	Erasmus University Rotterdam Rotterdam (The Netherlands)
Dates	01/09/2007–25/01/2009
Title of qualification awarded	Master of Business Law
Name and type of organisation providing education and training	Mykolo Romerio University (07/09/11-08/05/31 study under the Erasmus program Erasmus University Rotterdam) Vilnius (Lithuania)
Dates	01/09/2003–13/06/2007
Title of qualification awarded	Bachelor of Law
Name and type of organisation providing education and training	Mykolo Romerio University Vilnius (Lithuania)

Personal skills and competences

Mother tongue(s)		Lithuanian									
Other language(s)											
Self-assessment European level (*)	**Understanding**				**Speaking**				**Writing**		
	Listening		Reading		Spoken interaction		Spoken production				
English	C2	Proficient user	C2	Proficient user	C2	Proficient user	C2	Proficient user	C2	Proficient user	
German	A2	Basic User	A2	Basic User	A2	Basic User	A2	Basic User	A2	Basic User	
Russian	B1	Independent user	A1	Basic User	A2	Basic User	A2	Basic User	A1	Basic User	
(*) Common European Framework of Reference for Languages											

Social skills and competences	Good teamwork skills
Organisational skills and competences	Good self-employment planning, priority setting skills Leadership, project coordination experience
Computer skills and competences	Experience in working with all MS Office applications
Driving licence	Yes
Additional information	From 01/2009 Board member of Mykolas Romeris University Faculty of Law Alumni Association From 09/2011 to 04/2013 assistant at the department of Commercial Law of the faculty of law of Mykolas Romeris University

Miliutis, Feliksas

PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO TEISINIS REGULIAVIMAS AKCININKO TEISIŲ UŽTIKRINIMO EFEKTYVUMO POŽIŪRIU: daktaro disertacija. – Vilnius: Mykolo Romerio universiteto leidyba, 2014, 172 p.

Bibliogr. 127–136 p.

ISBN 978-9955-19-657-0

Šiame darbe, kuris gali būti įvardijamas kaip lyginamasis-teisinis kokybinis tyrimas, nagrinėjamas Jungtinėse Amerikos Valstijose, Europos Sąjungoje ir Lietuvos Respublikoje susiklostęs privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas. Darbu siekiama nustatyti privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) teisinį reguliavimą bei jį įvertinti akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu identifikuojant pagrindines praktikoje bei teorijoje kylančias problemas. Darbe pristatomu tyrimu siekiama įvertinti privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą ne tik mažumos akcininkų, bet ir didžiojo akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo aspektu. Tai daroma analizuojant ne tik privalomo akcijų pardavimo instituto tikslus, bet ir šiam institutui būdingas suderinamumo su nuosavybės teisės apsauga, teisingos kainos užtikrinimo bei kitas problemas.

This work, which could be defined as a comparative-legal qualitative study, analyses legal regulation of squeeze-out existent in United States of America, European Union and the Republic of Lithuania. This research aims at determining legal regulation of squeeze-out (sell-out) and to evaluate it with regard to the effective protection of shareholder's rights by at the same time identifying main practical and theoretical problems. The research presented in this work is aimed at evaluating legal regulation of squeeze-out not only with regard to the effective protection of minority shareholders' rights but with regard to the effective protection of majority shareholder's rights as well. It is done not only by analyzing aims of the squeeze-out institute but also the major problems inherent to this legal institute such as compatibility with the protection of private property, determination of fair squeeze-out compensation etc.

Feliksas Miliutis

LEGAL REGULATION OF SQUEEZE-OUT WITH REGARD TO THE EFFECTIVE PROTECTION OF SHAREHOLDER'S RIGHTS

Doctoral Dissertation

Maketavo *Romanas Tumėnas*

SL 585. 2014 05 12. 13,71 leidyb. apsk. l.
Tiražas 20 egz. Užsakymas 22 623
Mykolo Romerio universitetas
Ateities g. 20, Vilnius
Puslapis internete www.mruni.eu
El. paštas leidyba@mruni.eu

Parengė spaudai UAB „Baltijos kopija"
Kareivių g. 13B, Vilnius
Puslapis internete www.kopija.lt
El. paštas info@kopija.lt
Spausdino UAB „Vitae Litera"
Kurpių g. 5-3, Kaunas
Puslapis internete www.bpg.lt
El. paštas info@bpg.lt

ISBN 978-9955-19-657-0

