MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETO
TEISĖS FAKULTETO
VERSLO TEISĖS KATEDRA

FELIKSO MILIUČIO
Verslo teisės studijų programa

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS IR JO PROBLEMATIKA

Darbo vadovas
Doc. Dr. Egidijus Baranauskas

Vilnius, 2008

TURINYS

TRUMPINIAI....4
ĮVADAS....5
Kontekstas....5
i. Privalomo akcijų pardavimo problema....5
ii. Privalomo akcijų pardavimo teisė ES ir Lietuvoje....5
iii. Temos aktualumas....6
Tikslai....6
Uždaviniai....6
Hipotezės....7
Tyrimo ribos, objektas ir dalykas....7
Metodai....8
Pagrindinės darbe naudojamos sąvokos....9
Darbo išdėstymas....9
1. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS....10
1.1. Sąvoka....10
1.2. Trumpa istorijos apžvalga....12
1.3. Teisė į privalomą akcijų išpirkimą – Pro et Contra....13
1.3.1. Siekis įsigyti įmonės akcijų ir "nemokančiojo" problema....13
1.3.2. Atstovavimo ir kitų įmonės valdymo kaštų problema....14
1.3.3. Privalomas akcijų pardavimas ir nuosavybės apsauga Europoje....16
2. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS JAV....19
2.1. Privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo būdai....19
2.2. Teisminio vertinimo standartai....22
2.2.1. "Ilgojo" susijungimo būdu vykdomo privalomo akcijų pardavimo teisminio vertinimo standartas....22
2.2.2. OP privalomo akcijų pardavimo teisminio vertinimo standartas....23
2.3. Modelio įvertinimas....25
2.3.1. Modelio problemos....25
2.3.2. Siūlymai reformuoti modelį....26
3. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS ES....28
3.1. EB modelis....29
3.2. Kai kurių ES valstybių teisė....32
4. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS LIETUVOJE....36
4.1. Privalomo akcijų pardavimo taikymo apimtis....37
4.1.1. Įmonių tipai....38
4.1.2. Vertybinių popierių rūšys....39
4.2. Procedūra....40
4.2.1. Pagrindiniai procedūros elementai:....40
4.2.2. Didžiojo akcininko nustatytos kainos derinimas su VPK....42
4.2.2.1. Teisingumas....42
4.2.2.2. Pareigos suderinti kainą reikšmė....43
4.2.3. Dar vienas teisingumo aspektas....44
4.2.4. Privalomo akcijų pardavimo sustabdymas ir prievartinis elementas....44
5. "TEISINGA KAINA"....45
5.1. Pridėtinė vertė ir jos padalijimas tarp didžiojo ir smulkiųjų akcininkų....46
5.2. Akcijų vertinimo standartai....47
5.2.1. Rinkos vertė....47
5.2.2. Pardavimo trečiajai šaliai vertė....48
5.2.3. Veikiančio verslo vertė....49
5.3. Delavero valstija: "Teisingos kainos" ir "Teisingos vertės" koncepcijos....50

5.3.1. “Teisinga kaina” 51
5.3.2. “Teisinga vertė” ir vertinimo procesas 53
5.4. “Teisinga kaina” ES....55
5.4.1. “Teisinga” kaina ir oficialus pasiūlymas: “teisingumo” prezumpcija....56
5.4.1.1. “Prievartos” elementas 56
5.4.1.2. Kuri kaina turėtų būti laikoma “teisinga”?....57
5.4.1.3. “Mažumos daugumos” taisyklė....58
5.4.1.4. Aplinkybės, panaikinančios “teisingumo” prezumpciją....58
5.4.2. Kai kurių ES šalių pavyzdžiai 59
5.5. “Teisinga” kaina Lietuvoje....59
5.5.1. Akcijų “teisinga kaina” ir vertinimas 60
5.5.1.1 Teisingos kainos vertinimo standartai 60
5.5.1.2. Teisingos kainos nustatymo principai ir metodai 61
PABAIGA 63
Išvados ir pasiūlymai 63
NAUDOTŲ ŠALTINIŲ SĄRAŠAS 66
SANTRAUKA 76
SUMMARY 77

TRUMPINIAI

AB – Akcinė bendrovė Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo prasme;

ABĮ – Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymas;

CK – Lietuvos Respublikos Civilinis Kodeksas;

DGCL – Delaware General Corporation Law;

EK – Europos Komisija;

ES(EB) – Europos Sąjunga (Europos Bendrija);

ES valstybė – ES valstybė narė

EP – Europos Parlamentas

EŽTK – Europos Žmogaus Teisių Konvencija;

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. – memorandum;

OJ – Official Journal;

SEC – Securities and Exchange Commision

UAB – uždaroji akcinė bendrovė ABĮ prasme;

VPĮ – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas;

ĮVADAS

Kontekstas

i. Privalomo akcijų pardavimo 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 institutas (angl. "*squeeze-out"*) yra puikus šio santykio tarp didžiojo ir smulkiųjų įmonės akcininkų pavyzdys.[2] Smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos ir efektyvios įmonių perėmimo rinkos (angl. "*efficient takeover market"*) kategorijų konfliktiškas santykis privalomo akcijų pardavimo institute tampa pagrindine dilema įstatymų leidėjui nustatant privalomo akcijų pardavimo procedūrą ir įmonių perėmimus reguliuojančias taisykles.[3] Turint omeny 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 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.

ii. Privalomo akcijų pardavimo teisė ES ir Lietuvoje

Nors daugelyje jurisdikcijų privalomas akcijų pardavimas nėra naujas teisinis reiškinys, EB mastu jis žinomas neseniai. 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 teisės pristatymas buvo sutiktas palankiai, visgi, dėl kai kurių nuostatų Direktyva susilaukė didelės ir kategoriškos kritikos[4], 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 teisės reikšmę. Praėjus kelioms dienoms nuo Direktyvos priėmimo dienos, VPĮ pataisomis Lietuvoje buvo pirmąkart įteisinta privalomo akcijų pardavimo teisė, kuri, net prieš jos legitimizavimą, susilaukė tam tikros

[1] Kraakman R. R. et al, pp. 2, 22.
[2] E.g. visų akcininkų lygiateisiškumas ir atstovavimo problema (angl. - *"agency problem"*).
[3] Bukart & Panunzi, p. 6.
[4] Pvz, žr. Edwards.

visuomenės dalies neigiamos reakcijos.[5] Nors privalomas akcijų pardavimas iškart tapo gana populiarus ir naudojamas institutas – buvo inicijuota jau per 30 privalomų akcijų pardavimų,[6] kilo ir pirmieji ginčai, susiję su šios teisės įgyvendino procedūra ir vienu iš problematiškiausių jos aspektų – "teisingos" kainos nustatymu.[7] Be to, netrukus po šios teisės pristatymo Lietuvos teisinėje sistemoje, buvo iškeltas jos atitikimo LR Konstitucijai klausimas.[8]

iii. Temos aktualumas

Autoriaus žiniomis, kol kas lietuvių kalba tėra keletas publikuotų darbų privalomo akcijų pardavimo tematika. Šie tyrimai nėra išsamūs ir paprastai apsiriboja tik tam tikrų privalomo akcijų pardavimo aspektų detalesniu nagrinėjimu. Autorius tikisi, kad šis darbas, kuriame įvardijami skirtingų privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelių aspektai bei su šia koncepcija susijusios teorinės ir praktinės problemos (nepamirštant įvertinti ir Lietuvos teisės), pasitarnaus kaip pagrindas tolesniems ir detalesniems šio instituto tyrimams Lietuvoje.

Tikslai

Pirmasis ir pagrindinis šio darbo tikslas yra nustatyti skirtingiems privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modeliams (JAV, ES, LR) būdingus elementus, įvardinti teorijoje bei praktikoje sutinkamas privalomo akcijų pardavimo keliamas problemas, tuo sukuriant pagrindą tolesniems LR privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelio tyrimams. Antrasis šio darbo tikslas yra per kitų jurisdikcijų patirties ir teisinės literatūros prizmę trumpai ir kritiškai, bet, kiek įmanoma, konstruktyviau, įvertinti, autoriaus nuomone, svarbesnius LR esančio privalomo akcijų pardavimo režimo elementus.

Uždaviniai

Nuosekliai siekiant išsamaus rezultato, kuris visiškai atitiktų aukščiau nurodytus tikslus, visas tyrimas yra suskirstytas į žemiau įvardintus tarpinius uždavinius, kurie bus atliekami vykdant patį tyrimą:

- Mokslinės literatūros privalomo akcijų pardavimo tema analizė ir pagrindinių "už" ir "prieš" argumentų dėl privalomo akcijų pardavimo teisės legalizavimo įvardijimas;
- EŽTT, nacionalinių konstitucinių teismų praktikos bei literatūros dėl privalomo akcijų pardavimo metu ribojamos teisės į nuosavybę apžvalga;

---

[5] 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.

[6] 2006 m. apžvalga ir 2007 m. apžvalga.

[7] Autoriaus žiniomis LR teismuose yra nagrinėjamas bent vienas ginčas dėl nustatytos akcijų kainos – Vilniaus Apygardos teismas nagrinėja bylą dėl SEB Vilniaus banko akcijų privalomo akcijų pardavimo teisingos kainos nustatymo.

[8] 2006 m. spalio 5 d. LRS narių grupės prašymas LRKT Nr. 1B-55/2006.

- JAV Delavero valstijos privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelio, teismų praktikos bei literatūros šia tema analizė ir siūlymų reformuoti šį modelį apžvalga;
- Direktyva pristatyto privalomo akcijų pardavimo modelio vertinimo teisinėje literatūroje bei šios Direktyvos nuostatų įgyvendinimo atskirų ES narių teisinėse sistemose apžvalga;
- LR privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelio analizė ir įvertinimas, pagrindinių problemų nustatymas, aptarimas ir galimų šio modelio patobulinimo būdų įvardinimas;
- Literatūros ir teismų praktikos "teisingos" kainos ar vertės tema analizė, siekiant įvardinti tokiai kainai ar vertei nustatyti naudojamas procedūras, metodus ir teisminio vertinimo standartus.

Hipotezės

Šiame darbe keliamos žemiau įvardintos hipotezės:

- Nors privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimas gali kelti grėsmę smulkiųjų akcininkų teisių ir teisėtų interesų užtikrinimui, bei riboti pastarųjų teisę į nuosavybę, tokios teisės įtvirtinimas yra pateisinamas tiek teoriniu, tiek praktiniu požiūriu;
- Nepaisant skirtingo teisinio reguliavimo, su privalomo akcijų pardavimo teise siejamos problemos ir jų sprendimo koncepcijos bei būdai yra panašūs visose jurisdikcijose;
- Lietuvoje įstatymų leidėjo nustatytas privalomo akcijų pardavimo teisės modelis yra platesnis už EB modelį, turi trūkumų ir turėtų būti tobulinamas;
- Nustatant "teisingą" akcijų kainą ar vertę prioritetas yra teikiamas konkretiems akcijų vertės standartams ir tokios vertės nustatymo metodams.

Tyrimo ribos, objektas ir dalykas

Atsižvelgiant į tai, kad privalomas akcijų pardavimas Lietuvoje ir kitose ES valstybėse yra gan nauja teisinė koncepcija, mūsų 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, 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.[9]

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 didelio tokios literatūros (ir teismų parktikos) 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.[10] Antra, jos turi pirmauti pagal paskelbtų įmonių pirkimo-pardavimo/susijungimų (M&A) sandoriu skaičių.[11] Pastebėtina, kad dėl literatūros anglų kalba trūkumo, kai kuriais atvejais čia minimų atrankos kriterijų laikytis nepavyko.

Šio darbo objektas yra JAV, ES, kai kuriose ES narėse ir Lietuvoje susiklostęs privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelis ir privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo metu praktikoje kylančios problemos.

Pirmasis šio darbo dalykas yra JAV Delavero valstijos teisės aktuose, ES antriniuose teisės aktuose, LR įstatymuose ir poįstatyminiuose teisės aktuose bei kai kurių ES valstybių teisės aktuose įtvirtintos teisės normos, reglamentuojančios privalomą akcijų pardavimą. Antruoju šio darbo dalyku yra mokslinė literatūra ir įvairių valstybinių institucijų rekomendacijos privalomo akcijų pardavimo ir jo "teisingos" kainos ar vertės nustatymo tema. Taip pat šio darbo dalyku yra Delavero valstijos teismų, EŽTT, LVAT ir kai kurių kitų ES valstybių teismų, sprendimai.

Metodai

Pagrindiniai šiame darbe naudojami metodai yra sisteminės analizės, lyginamasis bei teisinės dogmatikos metodas. Jais naudojamasi visose šio darbo dalyse analizuojant ir lyginant skirtingų jurisdikcijų teisės aktų nuostatas, reguliuojančias privalomą akcijų pardavimą, bei šias nuostatas komentuojančius mokslinius darbus. Čia taip pat naudojami ir kiti metodai: istorinis, kuris vyrauja 1.2. skyriuje ir kuriuo taip pat naudojamasi kai reikia atskleisti privalomo akcijų pardavimo instituto vystymosi raidą ar įstatymų leidėjo poziciją konkrečiu klausimu, teisinio

[9] Žr. informaciją skelbiamą oficialiame Delavero valstijos internetiniame puslapyje. Prieiga per Internetą: http://corp.delaware.gov/, 08/07/20.
[10] Šiame darbe remiamasi Roy Goode pateikiamu skirstymu. Žr. Goode et al.
[11] Remiantis Thomson Financial 2007 m. paskelbtais duomenimis. Žr. http://www.thomsonreuters.com/ , 08/05/10.

precedento – itin plačia apimtimi naudotas vertinant JAV susiklosčiusį modelį bei akcijų vertinimo praktiką šioje jurisdikcijoje. Autoriui pasitarnavo ir teleologinis metodas, kurio pagalba buvo siekiama nustatyti tikrąjį konkrečių teisės normų turinį, ypač 4 šio darbo skyriuje bei 5.5. poskyryje.

Pagrindinės darbe naudojamos sąvokos

Šiame darbe "perėmimo pasiūlymu", "perėmimo sandoriu" ar "oficialiu pasiūlymu" yra vadinamas viešas, savanoriškas ar privalomas, 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 kurios akcijų atžvilgiu yra pradėta privalomo akcijų pardavimo procedūra.

"Siūlytoju" čia 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" ar "dominuojančiu" akcininku šiame darbe yra laikomas akcininkas, kuris turi taikinio įmonės kontrolę ar turi tokią taikinio įmonės kontrolę, kuri jam suteikia galimybę pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise.

Darbo išdėstymas

Pirmasis šio darbo skyrius, kuriame aptariama privalomo akcijų pardavimo sąvoka, šios koncepcijos istorija, pliusai bei minusai, yra tolimesnio tyrimo pagrindas. Šiame 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. Antrajame skyriuje pristatomos procedūros, kuriomis pasinaudojant galima įgyvendinti privalomą akcijų pardavimą JAV, kai, tuo tarpu, trečiuoju skyriumi atskleidžiamas šių procedūrų atitikmuo ES. Ketvirtame skyriuje aptariamas Lietuvoje įtvirtintas privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelis, o penktasis skyrius visą dėmesį skiria teisingos kainos (vertės) problemai.

1. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS

1.1. Sąvoka

Bendra 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 iš pažiūros gali atrodyti, kad privalomo akcijų pardavimo teisė yra išimtinai susijusi su po įmonės kontrolės perėmimo susiklosčiusia situacija[12], taip manyti yra klaidinga, kadangi šios teisės egzistavimas ar neegzistavimas turi nemažą įtaką priimant sprendimą dėl pačio įmonės kontrolės perėmimo.[13] 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 likusį įmonės akcijinį kapitalą.

Teisė reikalauti parduoti (angl. "*squeeze-out right"*) yra Direktyvoje naudojama koncepcija. Ja apibūdinama dominuojančio akcininko teisė priversti smulkiuosius akcininkus parduoti jam savo turimas akcijas.[14] Pagal Direktyvos 15 str., ES valstybė 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 juos parduotų sąžininga kaina. Kadangi visos ES narės privalo šios Direktyvos nuostatas įgyvendinti savo nacionalinėje teisėje, ši koncepcija yra bendra visoms ES jurisdikcijoms (toliau – **"EB modelis"**). Visgi, derėtų pastebėti, kad kai kurios valstybės jau prieš Direktyvos priėmimą turėjo specifines privalomo akcijų pardavimo teisę numatančias taisykles. Šių taisyklių galiojimui Direktyvos nuostatos didesnės įtakos neturėjo. Priedo, Direktyva nedraudžia šalims išplėsti joje numatytos teisės taikymo sritį, todėl be šios privalomo akcijų pardavimo teisės koncepcijos, atskirose ES valstybėse galime rasti ir kitokių šios teisės sampratų, kurių dėl aukščiau įvardintų priežasčių neaptarsime.

JAV nėra jokių specialiai privalomą akcijų išpirkimą reguliuojančių teisės normų. Nors ši didžiojo akcininko teisė teisės aktuose tiesiogiai neminima, ją galima išvesti iš tokiam akcininkui taikinio įmonės įstatuose numatytų teisių ir pagrindinių bendrovių teisės bei teismų praktikos suformuotų principų ir taisyklių.

[12] Bukart & Panunzi, p. 4.
[13] Bukart & Panunzi, pp. 4, 18.
[14] Report, p. 54.

"Teisė iššaldyti" (angl. "*freeze-out"*) ir "teisė išpirkti" (angl. "*buy-out"*) yra dažniausiai JAV vartojami europietiškosios "teisės reikalauti parduoti" atitikmenys. Nors įgyvendinant taip vadinamą teisę, 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 EB modelio ar režimų, egzistuojančių atskirose ES jurisdikcijose (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"*).[15] Didysis įmonės akcininkas tokio susijungimo metu inicijuoja savo kontroliuojamos įmonės (taikinio įmonės) susijungimą su kita įmone, kurioje jam priklauso 100% akcijinio kapitalo (savo dukterine įmone).[16] Smulkieji akcininkai už prarastas akcijas gauna piniginę kompensaciją ar didžiojo akcininko akcijų (ar jo dukterinės įmonės akcijų).[17] 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"**). Tokia procedūra, ką ir galima suprasti iš jos pavadinimo, susideda iš didžiojo akcininko skelbiamo oficialaus pasiūlymo taikinio įmonės akcijoms supirkti, ir supaprastintos formos susijungimo (netaikomi kai kurie įprastam susijungimui taikomi 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 "teisė reikalauti parduoti" yra konkrečioje įmonėje kontrolės (ar blokuojančio paketo) neturinčių akcininkų priverstinis išstūmimas, inicijuotas kritinę galią įmonėje turinčio subjekto, kai tuo tarpu JAV "teisė iššaldyti"("teisę 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 "*going private*" sandoriai, kurių pagrindinis tikslas yra išbraukti konkrečios įmonės akcijas iš prekybos reguliuojamoje rinkoje.[18] Taip pat derėtų

[15] Subramanian, p. 2.
[16] Pinto & Branson, p. 259.
[17] Subramanian, p. 3.
[18] Pinto & Branson, p. 262.

paminėti vadinamuosius "*management buy-outs"*, kurie iš esmės nusako situaciją, kai įmonės vadovai perima įmonę į savo rankas išpirkdami viešoje apyvartoje esančias įmonės akcijas.[19]
Tiek europietiškajai, tiek JAV sutinkamai koncepcijai apibūdinti toliau naudosime bendrą privalomo akcijų pardavimo (ar privalomo akcijų pardavimo teisės) terminą.

1.2. Trumpa istorijos apžvalga

19 a. trečiajame dešimtmetyje JK vyravo artimi įmonių vadovų ir įmonių akcininkų ryšiai. Įmonės vadovų nepalaikomi įmonių perėmimai (angl. *"hostile takeovers"*) buvo nežinomas reiškinys.[20] Ši idilė buvo sutrikdyta 1926 m. *Greene* grupei savo rekomendacijoje pristačius privalomo akcijų pardavimo procedūrą, kuri, grupės nuomone, turėjo įnešti daugiau dinamikos į įmonių perėmimų rinką.[21] Ši rekomendacija buvo įgyvendinta 1929 m. "*Companies Act"*, o dabar yra įtvirtinta 2006 m. šio akto redakcijoje.[22] Kontinentinėje ES dalyje nacionaliniai įmonių perėmimus reguliuojantys įstatymai atsirado iki devintojo dešimtmečio pabaigos.[23] Nors taisyklės reguliuojančios privalomą akcijų pardavimą buvo įtvirtintos daugelyje ES šalių, šių nacionalinių taisyklių turinys labai skyrėsi.[24] Šias taisyklės buvo bandoma suvienodinti teisėkūros veiksmais EB mastu.
Nors buvo ir ankstesnių (nesėkmingų) bandymų pristatyti privalomo akcijų pardavimo teisę EB lygiu[25], privalomo akcijų pardavimo teisę nacionaliniu mastu reguliuojančios taisyklės nebuvo EB lygiu harmonizuotos iki 2004 metų, kada buvo priimta Direktyva. Įdomu, kad nei priimant Trečiąją bendrovių teisės direktyvą dėl ribotos atsakomybės akcinių bendrovių susijungimo[26] (kur galėjo būti numatytas į JAV egzistuojantį panašus modelis), nei pirmajame 2001 m. Direktyvos pasiūlyme, kuriam minimalia balsų persvara nebuvo pritarta EP, nebuvo privalomo akcijų pardavimo teisę reguliuojančių nuostatų. Tik pagal *Jaap Winter* vadovaujamos *"The high level group of company law experts"* (toliau – **"Winterio grupė"**) grupės rekomendacijas papildytas šios Direktyvos projektas numatė privalomo akcijų pardavimo teisę. Kaip jau minėta, Direktyva įtvirtinanti privalomo pardavimo teisę galiausiai buvo priimta EP 2004 m. ir įsigaliojo tų pačių metų gegužės 20 d.
JAV privalomo akcijų pardavimo teisė pirmą kartą tapo įgyvendinama kai trečiajame dešimtmetyje Floridoje buvo priimtas *Cash-out merger statute*.[27] Nepaisant to, privalomas akcijų pardavimas tapo įprasta praktika tik tada, kai Delavero valstija šeštajame dešimtmetyje priėmė

[19] Ibid.
[20] Johnston, p. 424.
[21] Ibid.
[22] Ibid, p. 425.
[23] Burkart & Panunzi.
[24] Report, pp. 55-56.
[25] Pvz., Devintosios direktyvos dėl bendrovių grupių projektas, kuris taip ir neįgavo pasiūlymo formos.
[26] Direktyva 78/855 EEB.
[27] Subramanian, p. 8.

panašias nuostatas, o septintajame dešimtmetyje buvo išleistas *"Model Business Corporation Act"*.[28] Nuo šio momento teisė "ilgojo" susijungimu būdu priverstinai išpirkti smulkiųjų akcininkų turimas akcijas tapo visuotinai prieinama. Kaip parodė laikas, ši teisė pasitarnavo septintojo dešimtmečio pabaigoje ir aštuntajame dešimtmetyje suaktyvėjus įmonių perėmimo veiklai.[29] Devintajame dešimtmetyje, kaip atsakas į įmonės vadovų nepalaikomų įmonių perėmimų skaičiaus augimą, kilo "*management buy-outs"* banga.[30] Suaktyvėjusi veikla įmonių perėmimų ir privalomų pardavimų rinkoje sugeneravo nemažą kiekį darbo Delavero valstijos teismams. Savotiškos lenktynės tarp praktikų ir teismų *Weinberger*, *Siliconix*, *Unocal* ir *Pure Resources* bylose suformavo ir ištobulino privalomo akcijų pardavimo gaires JAV.[31] Dvidešimtajame dešimtmetyje atsirado jau minėta alternatyva susijungimo būdu įgyvendinamam privalomam akcijų pardavimui[32] - OP privalomas akcijų pardavimas (angl. "*tender offer squeeze-out"*), kurio atsiradimas lėmė naujos teismų praktikos susiformavimą[33] ir diskusijų apie šioms dviems procedūroms taikomus skirtingus teisminio vertinimo standartus kilimą.[34]

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 sprendimams priimti, bet ir vėliau tapti šios įmonės vieninteliu akcininku.[35]

1.3.1. Siekis įsigyti įmonės akcijų ir "nemokančiojo" problema

Visų pirma, privalomo akcijų pardavimo teisės egzistavimas leidžia siūlytojui, kuris neturi taikinio įmonės akcijų, bet siekia jų įsigyti, išvengti nemokančiojo (angl. "*free-rider"*) problemos.[36] Pradėta perėmimo procedūra (pvz. paskelbtas oficialus pasiūlymas supirkti visas įmonės akcijas) yra aiškus įrodymas, kad siekiantis įgyti akcijas asmuo mano, kad jis turi galimybių sukurti 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. Taikinio įmonės akcininkai neatsilieps į pradinį pasiūlymą ir jis bus atmestas tikintis aukštesnės pasiūlymo kainos ateityje. Taigi, tokiu būdu taikinio įmonės akcininkai gali nepagrįstai naudotis

[28] Weiss, pp. 627-29.
[29] Subramanian, p. 14.
[30] Pinto & Branson, p. 262.
[31] Subramanian, pp. 4-15.
[32] Ibid, p. 11.
[33] Žr. Siliconix and Unocal.
[34] Subramanian, p. 16.
[35] Kraakman R. R. et al., p. 21: "General functions of corporate law".
[36] Burkart & Panunzi, p. 6.

pirkėjo iki pasiūlymo įdėtomis pastangomis siekiant nustatyti įmonės tikrąją vertę ar įmonės (potencialą).[37] Visa tai suprasdami, potencialūs įmonių perėmėjai nebus pakankamai motyvuoti pradėti perėmimo procedūrų ir, ilgainiui, kritus perėmimų rinkai, kris ir visuomenės gerovė, kuri, esant efektyviai perėmimų rinkai, būtų užtikrinta pridėtinę vertę kuriančiais įmonių perėmimais.[38] 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., kaip taisyklė, kils grėsmė gauti tą pačią pinigų sumą, tik gerokai vėliau, likusieji smulkieji akcininkai aktyviau atsilieps į pagrįsta kainą teikiamą oficialų pasiūlymą. Tai žinodamas, potencialus perėmėjas, teikdamas oficialų pasiūlymą palankia kaina, bus tikras jo baigtimi ir todėl nuo tokio pasiūlymo nesusilaikys.

Be to, savo dispozicijoje turėdamas privalomo akcijų pardavimo teisę, potencialus konkrečios įmonės pirkėjas yra skatinamas inicijuoti tos įmonės perėmimo procedūrą neatsižvelgdamas į tai, kad po tokios perėmimo procedūros įmonėje vis dar bus tam tikra dalis smulkiųjų akcininkų, t.y., žinodamas, kad vėliau jis galės iš taikinio įmonės išstumti po, pvz., oficialaus pasiūlymo likusius akcininkus, įmonės pirkėjas gali būti tikras, kad visa jo pastangomis įmonės sukurta pridėtinė vertė atiteks jam, ir taip išvengti kitokio pobūdžio nemokančiojo problemos.[39]

Kita vertus, kaip jau minėta, oficialus pasiūlymas taikinio įmonės akcininkams, kuriuo norima įgyti tokią taikinio įmonės kontrolę, kuri leistų pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise, suteikia taikinio įmonės akcininkams galimybę parduoti savo turimas akcijas paprastai aukštesne negu rinkos kaina (tokios neesant – jos ekvivalentui), ir taip išvengti "skriaudžiamos" mažumos statuso ateityje (kuri neturėtų jokios realios įtakos priimant sprendimus, o, jei akcija (kas yra labai tikėtina) taptų nelikvidi – negalėtų pasitraukti, ar patirtų nuostolį). Visa tai rodo, kad privalomo akcijų pardavimo teisės egzistavimas skatina dinamiškesnius efektyvių, pridėtinę vertę kuriančių ir visuomenės gerovę keliančius įmonių perėmimų procesus.[40]

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 plėtotei bei įmonės veiklos strategijai. Smulkiųjų akcininkų buvimas visada yra susijęs su formalių sprendimų priėmimo ir informacijos viešo atskleidimo mechanizmų ir procedūrų įmonėje privalomumu. Akivaizdu, kad tokie

[37] Working Paper, p. 7.
[38] Burkart & Panunzi p. 13.
[39] Ibid, pp. 7, 19.
[40] Ibid, p. 18.

mechanizmai ir procedūros reikalingi užtikrinti smulkiųjų įmonės akcininkų teisių būti informuojamiems apie įmonės veiklą bei ją įvertinti, o taip pat kontroliuoti didžiojo akcininko veiksmus, įgyvendinimą.[41] Tokių mechanizmų ir procedūrų išlaikymas neproporcingai padidins didžiojo akcininko atstovavimo kaštus, ypač turint omenyje galimas rizikas, susijusias su smulkiųjų akcininkų egzistavimu įmonėje.[42]

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, pasinaudoti privalomo pardavimo teise, kad pasitraukti iš prekybos reguliuojamoje vertybinių popierių rinkoje. Šiuo atveju, privalomo akcijų pardavimo teisė yra laikoma efektyvesne akcijų išbraukimo iš prekybos reguliuojamoje rinkoje alternatyva.[43]

Smulkiųjų akcininkų egzistavimas taip pat gali trukdyti didžiajam akcininkui pilnai integruoti įmonę į savo įmonių grupę ir taip pasiekti potencialią masto ekonomiją.[44] 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 kompensacija[45] siūlytojui, kuris prisiima finansinę riziką peržengdamas nustatytas taikinio įmonės kontrolės ribas ir dėl to yra įpareigotas pateikti privalomą oficialų pasiūlymą visoms įmonės akcijoms įsigyti.[46]

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, tarnaudama didžiojo akcininko interesams, tuo pačiu gali pažeisti smulkiųjų akcininkų teises. Informacinį pranašumą[47] turintis didysis akcininkas gali sėkmingai pasinaudoti taikinio įmonės tikruoju potencialu būtent tuo metu, kai taikinio įmonės akcijų kaina (rinkos kaina) šio tikrojo potencialo neatitinka.[48] Kadangi didysis akcininkas gali pasirinkti tokį privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimo laiką, kuris labiausiai atitiktų jo interesus, tai visada suteikia jam pranašumą prieš

[41] Report, p. 60.
[42] Ibid, p. 63.
[43] Report, pp. 60-61.
[44] Pinto & Branson, p. 260.
[45] Report, p. 63.
[46] Direktyva, str. 5.
[47] Apie informacinį pranašumą žr. Akerlof.
[48] Pinto & Branson, p. 261.

smulkiuosius akcininkus.[49] 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 randasi akcininkas galintis kontroliuoti spendimų priėmimą.[50]

Nors absoliuti dauguma autorių pasisako už šio, ekonominiu požiūriu, efektyvumą skatinančio ir platų praktinį pritaikomumą turinčio, instituto įteisinimą, ne retai sutinkama ir abejonė dėl galimo privalomo akcijų pardavimo teisės prieštaravimo konstitucinei teisei į nuosavybę.

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 efektyvios įmonių perėmimų rinkos ir smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos nustatymu. Įgyvendinant privalomo akcijų pardavimo teisę taip pat gali būti pažeistos ir konkrečių asmenų pagrindinės teisės.

EŽTK pirmojo protokolo (toliau – **"PP"**) pirmasis 1 str. sakinys kiekvienam fiziniam ir juridiniam asmeniui užtikrina teisę laisvai disponuoti savo turtu (toliau – **"Teisė į nuosavybę"**). Taigi, garantuoja kiekvienam savininkui teisę savo turimą turtą laisva valia perleisti kam nori ir kada nori. Savo ruožtu, pati nuosavybės sąvoka yra aiškinama plečiamai (tiek EŽTT, tiek nacionalinių teismų)[51], todėl nėra keista, kad įmonės akcija yra laikoma nuosavybe ir todėl patenka į minėtos EŽTK PP nuostatos saugomos nuosavybės sritį.[52] Žinoma, Teisė į nuosavybę nėra absoliuti. Jau antrasis EŽTK PP 1 str. sakinys numato galimybę apriboti Teisę į nuosavybę tuo atveju, kai to reikalauja viešojo intereso užtikrinimas. Be to, tiek nuosavybės paėmimas viešosioms reikmėms, tiek perdavimas kitam asmeniui (taigi, ir smulkiųjų akcininkų akcijų perdavimas didžiajam akcininkui) yra suprantamas kaip Teisės į nuosavybę ribojimas.[53]

Vertinant, ar privalomo akcijų pardavimo teisė nepažeidžia EŽTK PP 1 str., visų pirma derėtų nustatyti ar ši teisė patenka į 1 str. antrojo sakinio sritį, t.y., nustatyti, ar pasinaudojant privalomo akcijų pardavimo teise išperkamos akcijos, yra paimamos vadovaujantis visuomenės interesu. Jei ne, derėtų taikyti 1 str. pirmojo sakinio taisyklę.[54] Kaip minėta aukščiau, antrojo sakinio taisyklė

[49] Subramanian, p. 25.
[50] Working paper, p. 11.
[51] Dijk & Hoof, pp. 619-625.
[52] Sovtransavto, para. 91, Cesnieks, para. 2.
[53] Working paper, p. 13.
[54] Working paper, p. 13.

leidžia apriboti Teisę į nuosavybę tik tada, kai toks apribojimas yra pateisinamas visuomenės interesais.[55] *Bramelid*[56] ir *Kind*[57] bylose EŽTT ir Europos Žmogaus Teisių Komisija (toliau – **"Komisija"**) nurodo, kad visų pirma dėl to, jog privalomo akcijų pardavimo teisę reguliuojančių teisės normų reguliavimo dalyką sudaro santykiai tarp akcininkų, o šie santykiai savo prigimtimi yra privatūs teisiniai santykiai, EŽTK PP 1 str. antrasis sakinys šiai situacijai netaikomas.[58] Pasak Komisijos, EŽTK PP 1 str. nuorodos į viešąjį interesą ir bendruosius tarptautinės teisės principus reiškia, kad tuo atveju, kai valstybė nei tiesiogiai, nei netiesiogiai nedalyvauja paimant nuosavybę, antrasis 1 str. sakinys yra netaikomas.[59] Nepaisant to, pagal EŽTT, privalomo akcijų pardavimo teisės įteisinimas vienašališkai nesukuria neteisybės tarp šalių, ir būdamas neišvengiamu rinkos ekonomikoje, nebūtinai prieštarauja EŽTK PP 1 str. pirmajam sakiniui.[60] Taigi, nors privalomo akcijų pardavimo teisė nepatenka į EŽTK PP 1 str. antrojo sakinio sritį (kas reiškia, kad priverstinis akcijų išpirkimas negali būti pateisinamas visuomenės interesu ir tuo, kad vykdomas įstatymo pagrindu), bet kartu, tikėtina, neprieštarauja pirmojo sakinio taisyklei.

Kai kurių autorių nuomone, Teisė į nuosavybę gali būti ginama ne tik antrojo, bet ir pirmojo EŽTK PP 1 str. sakinio pagrindu.[61] Savo ruožtu, galima rasti nuomonę, kad nukrypti nuo EŽTK PP 1 str. pirmojo sakinio taisyklės kitu, negu antrajame sakinyje numatytu atveju, galima tik tada kai patenkinami visi šie kriterijai: 1) nukrypimas turi būti pagrįstas; 2) jis turi būti proporcingas; 3) toks nukrypimas yra teisėtas.[62] Vertinant privalomo akcijų pardavimo pagrįstumą, būtina atsižvelgti į galimą privalomo akcijų pardavimo ir viešojo intereso konfliktą. Remiantis 1.3.1.-1.3.2. poskyriuose pateikiama nuomone, galima teigti, kad privalomo akcijų pardavimo teisės suteikimas didžiajam akcininkui yra pagrįstas. 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 siejama su itin aukšta taikinio įmonės kontrolės riba, taip minimizuojant galimų "aukų" skaičių. Be to, tiek Direktyva, tiek nacionalinės taisyklė, nustato, kad akcijos privalo būti išperkamos už teisingą kainą, todėl neturėtų būti sunku objektyviai įvertinti

[55] Krohn, pp. 163, 165.
[56] Kind.
[57] Bramelid.
[58] Ibid., para. 82.
[59] Ibid.
[60] Kind, para. 1.
[61] Krohn, p. 170; Codorelli, p. 984.
[62] Working paper, pp. 13-14.

naudingas konkretus privalomas pardavimas ar ne. Trečiąjį kriterijų galima trumpai pakomentuoti taip: jei nacionalinių teisės aktų nustatyta privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūra nėra pažeista, privalomo akcijų pardavimo teisė neturėtų prieštarauti EŽTK PP 1 str. Taigi, tuo atveju, kai privalomas akcijų pardavimas atitinka visus tris aukščiau įvardintus kriterijus (yra pagrįstas, proporcingas ir teisėtas), jis neprieštarauja EŽTK PP 1 str.

Sistemiškai vertinant EŽTK PP 1 str. ir EŽTK 6 str. 1 d. (teisė į teisingą teismą) peršasi tokia prielaida: privalomo akcijų pardavimo teisė neturi tarnauti kurio nors vieno asmens interesams ir būti neteisingu pagrindu iš vieno asmens paimtą nuosavybę perduoti kitam asmeniui.[63] Atsižvelgdamas į tokią prielaidą, EŽTT reikalauja iš valstybės aktyvios pozicijos ginant Teisę į nuosavybe net ir privačios teisės kontekste.[64] Tokia "aktyvi pozicija", autoriaus nuomone, 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.

Winterio Grupė iš esmės pasiekė analogišką išvadą naudodama skirtingą argumentaciją. [65] Sutikdama, kad Teisė į nuosavybę gali būti apribota tik išimtiniais atvejais,[66] Winterio grupė preziumavo, kad privalomo akcijų pardavimo teisė pažeidžia pirmąjį EŽTK PP 1 str. sakinį, ir, manydama, kad tokia teisė gali būti pateisinta tik antrajame EŽTK PP 1 str. sakinyje nustatytais kriterijais (visuomenės interesas, teisėtumas), ignoravo minėtus EŽTT ir Komisijos sprendimus. Nepaisant to, Winterio grupė argumentuotai pateisino privalomo pardavimo teisės pristatymą ir jos neprieštaravimą EŽTK remdamasi nacionalinių teismų sprendimais.[67]

Nors galimi keli argumentavimo būdai, atrodo, kad 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 nenumatoma "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, kaip taisyklė, yra panašios į EŽTK PP 1 str. nuostatas).

[63] Krohn, p. 175.
[64] Sovtransavto.
[65] Report.
[66] Ibid, p. 61.
[67] Ibid, p. 64.

Aukščiau pateikti argumentai yra pritaikomi ir vertinant privalomo akcijų pardavimo atitiktį LR Konstitucijos 23 str. Visgi, klausimas, ar Lietuvoje įtvirtintas reguliavimo modelis neprieštarauja minėtajai LR Konstitucijos nuostatai lieka atviras. Nors yra manančių kitaip[68], autoriaus nuomone, nepaisant to, kurį iš aukščiau esančių argumentavimo būdų pasirinktų LRKT (nors atrodo, kad LRKT pasirinktų Winterio grupės naudotą argumentavimo modelį)[69], VPĮ įstatyme įtvirtintos privalomą akcijų pardavimą reglamentuojančios nuostatos jokia apimtimi neturėtų prieštarauti LR Konstitucijos 23 str. dėl šių priežasčių. Pirma, net ir tuo atveju, kai privalomo akcijų pardavimo teisė prieinama už oficialaus pasiūlymo ribų, ji, priešingai negu teigia R. Misius[70], 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 akcijos, kaip nuosavybės objekto, ypatumus. Akcija yra ypatingas nuosavybės objektas, kuris savo savininkui nebūtinai suteikia teisę disponuoti akciją atitinkančia įmonės turto dalimi, todėl akcininkai, kurių turimų akcijų skaičius yra skirtingas, neturėtų būti įstatymo sulyginami galimybių valdyti savo investicijos dalyku esantį turtą atžvilgiu. Antra, privalomas akcijų pardavimas skatina efektyvios įmonių perėmimų rinkos plėtrą bei efektyvesnį įmonių valdymą, o be to, tol kol smulkiesiems akcininkams užtikrina "teisingą" kainą už jų akcijas, yra pastariesiems naudingas, nes suteikia galimybę pasitraukti iš įmonės gavus paprastai didesnę negu rinkos kaina kompensaciją (kuri yra sumažinta vadinamąja "mažumos nuolaida" (angl. *"minority discount"*)). Galima pateikti ir daugiau argumentų pagrindžiančių autoriaus nuomonę, bet, manytina, kad dauguma šių argumentų būtų labiau susiję su privalomo akcijų pardavimo instituto *per se* teigiamumu, o ne jo pateisinimu LR Konstitucijos 23 str. prasme.

2. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS JAV

2.1. Privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo būdai

Viena iš pagrindinių priežasčių, kodėl lemiamą įmonės kontrolę turintis akcininkas siekia 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, o taip pat viešos informacijos teikimo, bei bendravimo su investuotojais procedūrų.[71]

[68] Žr. Misius, pp. 97-98.
[69] Žr. LRKT nutarimas.
[70] Misius, p. 97.
[71] Regner & Pritchard, p. 83.

Šiuo metu egzistuoja du, jau minėti, skirtingi būdai privalomam akcijų pardavimui įgyvendinti. Pirmasis yra statutinis "ilgasis susijungimas", kurį reguliuoja DGCL 251 skyrius[72] ar analogiškos kitų valstijų teisės aktų nuostatos. Tokį susijungimą privalo patvirtinti kiekvienos iš besijungiančių įmonių valdyba ir kartu paskelbti savo požiūrį į jį.[73] Po to parengiama susijungimo sutartis, kurioje yra nustatyta smulkiųjų akcininkų akcijų išpirkimo tvarka, ir kuri yra pateikiama abiejų įmonių akcininkų susirinkimams patvirtinti.[74] Mainais už akcijas smulkieji akcininkai gali gauti piniginę kompensaciją arba kontroliuojančios įmonės akcijų. "Ilgojo" susijungimo atveju, kontroliuojantys akcininkai yra įsigyjanti įmonė iš vienos pusės ir didysis taikinio įmonės akcininkas iš kitos.[75] Galima numanyti, kad kontroliuojantis akcininkas turi lemiamą įtaką tiek taikinio įmonės valdybos atžvilgiu, tiek jos akcininkų susirinkime.[76] 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.[77]

Kitas būdas išbraukti įmonės akcijas iš prekybos reguliuojamoje rinkoje yra jau minėtas OP privalomas akcijų pardavimas.[78] Kaip ir ES[79], čia oficialiu pasiūlymu yra laikomas viešas siūlymas, adresuotas taikinio įmonės akcininkams, nupirkti jų turimas akcijas siekiant įgyti šios įmonės kontrolę.[80] Oficialus pasiūlymas yra teikiamas tiesiogiai taikinio įmonės smulkiesiems akcininkams ir jo sąlygų bei įgyvendinimo terminų taikinio įmonės valdyba neprivalo tvirtinti.[81] Nepaisant to, taikinio įmonė, kaip taisyklė, iš nepriklausomų direktorių suformuos specialų komitetą (toliau – **"SK"**) oficialiam pasiūlymui įvertinti, derėtis dėl aukštesnės pasiūlymo kainos ir smulkiesiems akcininkams pateikti 14D-9 formą.[82] 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.[83] 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

[72] DGCL, str. 251.
[73] Ibid., str. 251 (b).
[74] Ibid., str. 251 (c).
[75] Iacono, p. 659.
[76] Subramanian, p. 9.
[77] Iacono, p. 660.
[78] Abrams & Laster, p. 9.
[79] Direktyva, 2 str. 1 (a) dalis.
[80] Aronstam, Balotti & Rehbock, p. 526.
[81] Iacono, pp. 651-652.
[82] Tokia rekomendacija yra standartinės formos rekomendacija, kurios pateikimą oficialaus pasiūlymo atveju ir privalomus turinio reikalavimus nustato JAV *Federal Securities and Exchange Act*.
[83] Subramanian, p. 17; SEC Taisyklės 14e-2.

akcijas. Antruoju, siūlanti įmonė, siūlo smulkiesiems taikinio įmonės akcininkams savo turimas taikinio įmonės akcijas iškeisti į siūlytojo akcijas.[84] Oficialus pasiūlymas yra laikomas savanorišku sandoriu, kurio metu smulkieji akcininkai gali savo nuožiūra apsispręsti ar į jį atsiliepti ar ne.[85] Jei oficialus pasiūlymas įgyvendinamas sėkmingai, kontrolę įgijusi įmonė įvykdys "trumpąjį" susijungimą.[86]

"Trumpojo" susijungimo galimybę numato 253 DGCL skyrius. Pagal šį skyrių, 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.[87] Turint omenyje, kad 90% yra kritinė riba "trumpajam" susijungimui įgyvendinti, kontroliuojantis akcininkas oficialaus pasiūlymo sąlygas nustatys būtent tokias, kad galėtų peržengti šią kontrolės ribą.[88]

Apibendrinant galima pastebėti, kad JAV valstijų 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. Visų pirma, "ilgojo" susijungimo atveju, kontroliuojantis akcininkas veikia abejose sandorio pusėse, kai tuo tarpu oficialus pasiūlymas yra sandoris tarp kontroliuojančio ir smulkiųjų akcininkų ir jį įgyvendinant akivaizdus interesų konfliktas nekyla.[89] Antra, valdyba, kurios vaidmuo yra esminis inicijuojant ir rekomenduojant susijungimą akcininkams, tradiciškai neturi jokios ypatingos statutinės pozicijos OP privalomo akcijų pardavimo atveju.[90] Šie procedūrų turinio

[84] Iacono, p. 655.
[85] Aronstam, Balotti & Rehbock, p. 526.
[86] Subramanian, pp. 17-18.
[87] Iacono, p. 657; DGCL., str. 253.
[88] Subramanian, p. 18.
[89] Ibid.
[90] Siliconix, para. *7.

skirtumai lėmė skirtingus privalomo akcijų pardavimo teisminio vertinimo standartus, kurie priklauso būtent nuo sandorio formos privalomam akcijų pardavimui įgyvendinti pasirinkimo.[91]

2.2. Teisminio vertinimo standartai

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

Delavero valstijos teismų praktika yra suformulavusi aiškią nuomonę, kad privalomi akcijų pardavimai, vykdomi "ilgojo" susijungimo būdu, sukelia interesų konfliktą, kadangi didysis akcininkas veikia abejose tokio sandorio pusėse. Kyla grėsmė, kad didysis akcininkas inicijuos tokius sandorius nepaisydamas smulkiųjų akcininkų interesų ir jų nenaudai. Vertindami sandoriams tarp susijusių asmenų *(*angl. *"self dealing")* 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, susijungimo būdu vykdomo privalomo akcijų pardavimo sąlygos teismų yra vertinamos pagal visiško sąžiningumo testą (angl. *"entire fairness test"*).[92]

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 procedūrą ir didžiojo akcininko elgesį, 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. Savo ruožtu "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 visuma.[93]

Bendra taisyklė yra ta, kad didysis akcininkas privalo įrodyti, jog sandoris yra visiškai sąžiningas. Visgi, yra du budai 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

[91] Subramanian, p. 7.
[92] Aronstam, Balotti & Rehbock, p. 523.
[93] Weinberger, 457 A.2d, para. 711.

nesąžiningumą siekiančiam įrodyti akcininkui.[94] 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.[95] Antra, įrodinėjimo našta taip pat yra perkeliama smulkiesiems akcininkams tada, kai sandorį patvirtina informuota smulkiųjų akcininkų dauguma ("mažumos daugumos taisyklė").[96]

Taigi, visiško sąžiningumo testo taikymas "ilgojo" susijungimo būdu įgyvendinamam privalomam akcijų pardavimui, pateisinamas tokios formos sandoriui būdingo interesų 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.[97] Toks požiūris pakankamai efektyviai saugo smulkiųjų akcininkų interesus suteikdamas jiems tiek procedūrinę apsaugą (SK ir mažumos daugumos taisyklė), tiek teismines priežiūros galimybes.[98]

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.[99] *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

[94] Aronstam, Balotti & Rehbock, pp. 523-524; Kahn v. Lynch, 638 A.2d, para. 1117.
[95] Aronstam, Balotti & Rehbock, pp. 528-529.
[96] Kahn v. Lynch, 638 A.2d, para. 1117.
[97] Aronstam, Balotti & Rehbock, p. 524.
[98] Subramanian, p. 17.
[99] Ibid., p. 18; Solomon v. Pathe, 672 A.2d, paras. 39-40.

atveju taikinio įmonė neturi priimti jokio sprendimo dalyvauti sandoryje ar ne, nes tokio pasiūlymo taikiniu yra ne pati įmonė (ar jos direktoriai), bet jos akcininkai.[100]

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"*).[101] *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.[102] Taigi, ši dvižingsnė OP privalomo akcijų pardavimo procedūra tiek pirmame, tiek antrame jos vykdymo etape išvengia visiško sąžiningumo testo taikymo ir palieka smulkiesiems akcininkams vienintelę teisę – reikalauti akcijų įvertinimo.[103]

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 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.[104] Šios sąlygos turėtų garantuoti smulkiojo akcininko laisvavališką apsisprendimą dėl pasiūlymo, bei apginti į pasiūlymą neatsiliepusių akcininkų teises.[105]

Trumpai, OP privalomas akcijų pardavimas yra vertinamas pagal vadinamąją verslo vertinimo taisyklę (angl. *"business judgment rule")*, kuri apsaugo direktorius ir jų sprendimų turinį nuo teisminio peržiūrėjimo.[106] Teisminė tokių sprendimų kontrolė nėra užtikrinta, kadangi nėra jokio procesinio būdo tokiems sprendimams ginčyti.[107] SK OP privalomam akcijų pardavime neturi

[100] Siliconix, para. *7.
[101] DGCL, str. 253.
[102] Iacono, p. 669; Unocal, 777 A.2d, paras. 247-248.
[103] Gilson & Gardon, pp. 818-819.
[104] Regner; Solomon v. Pathe, 672 A.2d; Pure Resources, 808 A.2d, para. 445.
[105] Iacono, p. 678; Pure Resources, 808 A.2d, para. 445.
[106] Aronstam, Balotti & Rehbock, p. 523.
[107] Subramanian, p. 24.

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.[108]

2.3. Modelio įvertinimas

2.3.1. Modelio problemos

Yra sakoma, kad OP privalomo akcijų pardavimo procedūra nesuteikia pakankamos smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos. Tokia procedūra palengvina neefektyvių sandorių sėkmingą įvykdymą, kadangi leidžia kontroliuojančiam akcininkui pasinaudoti informaciniu pranašumu smulkiųjų atžvilgiu. Kadangi nėra jokio įpareigojančio reikalavimo derėtis su SK bei nėra visiško sąžiningumo testo taikymo grėsmės, vienintelis likęs apribojimas didžiajam akcininkui nustatant pasiūlymo kainą yra pasiūlymo metu egzistuojanti rinkos kaina.[109] Jei pasiūlymas nebuvo prievartinis, smulkieji akcininkai vis dar turės teisę ginčyti pasiūlymo kainą ir kreiptis į teismą dėl akcijų įvertinimo.[110] Šios teisės trūkumas – itin formali procedūra jai vykdyti, nustatyta 262 DGCL skyriuje. Minėtas skyrius nenumato galimybės pasinaudoti kolektyvinio ieškinio galimybe, kas reiškia, kad kiekvienas akcininkas privalo individualiai padengti savo bylinėjimosi išlaidas. Galima teigti, kad dėl galimybės pasinaudoti 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.[111] 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, o 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.[112]

[108] Ibid., p. 30.
[109] Ibid., pp. 30-31.
[110] Gilson & Gardon, p. 832.
[111] Aronstam, Balotti & Rehbock, pp. 546-548.
[112] Gilson & Gardon, pp. 837-838.

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 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 valdybos ir "priešiško" perėmimo iniciatoriaus santykio yra taip pat būdingos specialiojo SK narių priešpriešai kontroliuojančiam akcininkui.[113] 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.[114]

Taigi, pagrindinė problema yra atstovavimo problema tarp didžiojo ir smulkiųjų akcininkų.[115] 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.[116] 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.[117] 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.[118]

[113] Subramanian, pp. 39-40.
[114] Ibid., p. 45.
[115] Gilson & Gardon, p. 785.
[116] Levy, pp. 347-348.
[117] Ibid., p. 357.
[118] Subramanian, p. 23.

Kitas požiūris gina dabar praktikoje įsitvirtinusį modelį. Pirmasis šio požiūrio argumentas yra tas, kad oficialaus pasiūlymo atveju taikinio valdyba su tokiu pasiūlymu neturi jokio ryšio. Manoma, kad yra pakankama įpareigoti taikinio įmonės valdybą informuoti smulkiuosius akcininkus ir taip padėti jiems apsispręsti.[119] Kitas argumentas kalba apie tai, kad smulkiųjų akcininkų teisių pakankamą apsaugą nuo prievartinių ar neadekvačių oficialių pasiūlymų užtikrina pats tokių pasiūlymų savanoriškumo elementas.[120] 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). Todėl, kontroliuojantis akcininkas neturėtų antrą kartą sumokėti mokesčio už kontrolę.[121] Pastarasis argumentas yra laikomas itin stipriu ir kol kas iki galo nepaneigtu jokio autoriaus.[122]

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 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.[123]

Guhan Subramanian siūlo taikyti sandoriams tarp susijusių asmenų taikomą vertinimo standartą tiek OP privalomo akcijų pardavimo, tiek "ilgojo" susijungimo būdu vykdomo privalomo akcijų pardavimo atveju.[124] 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.[125] Jei privalomam akcijų pardavimui būtų taikomos abi šios patvirtinimo procedūros, teismas turėtų taikyti verslo vertinimo taisyklę

[119] Pritchard, p. 110.
[120] Subramanian, p. 25.
[121] Pritchard, p. 103.
[122] Subramanian, pp. 26-29.
[123] Aronstam, Balotti & Rehbock, p. 558.
[124] Subramanian, p. 52.
[125] Ibid., p. 49.

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.[126]

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 privalomo akcijų pardavimo procedūra turi abu sandoriams tarp susijusių asmenų būdingus elementus: SK patvirtinimą ir daugumos smulkiųjų akcininkų palaikymą.[127]

3. PRIVALOMAS AKCIJŲ PARDAVIMAS ES

[126] Ibid., pp. 55-61.
[127] Abrams & Laster, p. 9; Cox Consol. C.A. Nr. 613-N.

3.1. EB modelis

Iki šio momento vienintelis privalomą akcijų pardavimą viršnacionaliniu lygiu ES reglamentuojantis teisės aktas yra jau minėta Tryliktoji ES Įmonių teisės 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, kontrolei ES rinkoje vystyti.

Sekdama JK įmonių perėmimo rėžimo pavyzdžiu, Direktyva nustatė minimalius standartus nacionalinei valstybių narių teisei.[128] Direktyva siekiama įgyvendinti du pagrindinius, tiesa, konfliktuojančius tikslus: sukurti vienodą teisinio reguliavimo pagrindą efektyviai įmonių perėmimų rinkai sukurti ir užtikrinti smulkiųjų akcininkų teisių apsaugą.[129] 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.[130]

Be daugelio specifinių koncepcijų, tokių kaip privalomas pasiūlymas, gynybinės priemonės etc., Direktyvos 15 str. 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.[131] Kaip pastebėta Winterio grupės, 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 kontrolės rinkai ES formuotis.[132]

Vertinant Direktyvos projektą buvo pastebėta, kad pagrindiniai po pasiūlymo einančios privalomo akcijų pardavimo teisės aspektai, kuriuos derėtų išspręsti ES lygiu yra privalomam akcijų pardavimui įgyvendinti būtinos taikinio įmonės kontrolės ribos bei tinkamo atlygio už išperkamas akcijas nustatymas, tuo pačiu paliekant pakankamai erdvės ES valstybių veiksmų laisvei.[133] Direktyva nustato šalims pareigą suteikti siūlytojams galimybę per tris mėnesius nuo

[128] Publication on Takeover Directive.
[129] Bukart & Panunzi, p. 6.
[130] Ibid., p. 3.
[131] Kaisanlahti, p. 498.
[132] Report, p. 63.
[133] Ibid., p. 64.

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, kai, tuo tarpu, 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.[134]

Šių dviejų aukščiau įvardintų alternatyvų atsiradimo šaknys glūdi valstybių narių nacionalinės teisės tradicijose.[135] Direktyvos 15(2)(a) str., leidžiantis siūlytojui pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise nepriklausomai nuo to, ar reikiama riba buvo pasiekta prieš ar po savanoriško pasiūlymo paskelbimą, seka 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) str. įtvirtinta taisyklė yra vadinama "JK taisykle", kadangi ji neabejotinai kilo iš 1985 m. *UK Companies Act*, kuriame privalomam akcijų pardavimui įgyvendinti reikiamos ribos peržengimas yra siejamas išimtinai su akcijų, įgytų pasiūlymo metu, kiekiu.[136]

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.[137] Taip pat derėtų pastebėti, kad tuo atveju, jei

[134] Publication on Takeover Directive.
[135] Kaisanlahti, p. 498
[136] Ibid.
[137] Report, p. 64.

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 galima įgyvendinti tik po to, kai yra įgyvendintas oficialus pasiūlymas,[138] taip pat žinomas kaip perėmimo pasiūlymas – pasiūlymas supirkti visas taikinio įmonės akcijas, kuriomis yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje.[139]

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.[140] 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.[141] 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.[142] Taip pat, tokia teisė laikoma efektyvesne negu vertybinių popierių išbraukimo iš reguliuojamos rinkos procedūra.[143]

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% akcijinio kapitalo atstovaujančių akcijų. Jei toks pasiūlymas buvo privalomas, jo kaina laikoma

[138] Bukart & Panunzi, p. 17
[139] Report, p. 54.
[140] Ibid, p. 60-61.
[141] Bukart & Panunzi, pp. 17-18.
[142] Working paper, p. 9.
[143] Report, pp. 60-61.

"teisinga" net ir tuo atveju, jei į pasiūlymą neatsiliepė 90% akcijinio kapitalo turinčių akcininkų.[144] Visais kitais atvejais, teisingą kainą turėtų nustatyti ekspertai.[145]

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.

3.2. Kai kurių ES valstybių teisė

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.[146]

Prieš Direktyvos priėmimą ir įgyvendinimą, privalomo akcijų pardavimo procedūrą numatė angliškosios, vokiškosios ir skandinaviškosios teisės tradicijai 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 teisinėse sistemose.[147] 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 EB lygiu. Pavyzdžiui, Austrijos įstatymų

[144] Publication on Takeover Directive.
[145] Report, p. 67.
[146] Working paper, p. 15.
[147] Ibid, p. 16.

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.[148] Kita vertus, Naujose ES 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 ex-valstybinėms ar pusiau valstybinėms akcinėms bendrovėms, tokioms kaip, pvz. kai kurie bankai ir kitos svarbios įmonės Slovakijoje (Slovaknaft)[149] ar mums artimesnis Mažeikių naftos pavyzdys. Tokia akcininkų struktūros fragmentacija buvo laikoma kliūtimi tinkamam įmonių valdymui užtikrinti.[150]

Kaip jau minėta, Direktyva siekta minimaliai harmonizuoti įmonių perėmimų procedūras. Turint omeny ES šalims 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 etc.[151]

Nors Direktyva yra taikoma tik perėmimo pasiūlymų kontekste, EB požiūris ne tik leidžia ES valstybės 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.[152] 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

[148] Birkner & Hasenauer.
[149] Kuklis.
[150] Theiss.
[151] Working paper, p. 22.
[152] Report, p. 56.

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,[153] 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 taisyklių.[154]

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"[155] 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 reguliuojamoje rinkoje akcininkai (pvz. Prancūzijoje ir Slovakijoje[156]) – 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 srity taip pat patenka kai kurios "privačios" (uždaro tipo) įmonės. Tokių šalių pavyzdžiais yra Belgija, Vokietija, Olandija, JK ir Austrija[157]. Ypač Olandija laiko privalomo akcijų pardavimo taisyklę neatskiriama taisyklių, reguliuojančių uždaro tipo įmonių veiklą, dalimi.[158]

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.[159]

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

[153] Theiss.
[154] Working paper, p. 23.
[155] Čia turimos omeny įmonės, kurių akcijomis negali būti prekiaujama viešai – uždaro tipo įmonės.
[156] Kuklis.
[157] Birkner & Hasenauer.
[158] Working paper, pp. 23-25.
[159] Ibid, pp. 25-26.

pardavimo teise. Lyginant prieš Direktyvos priėmimą buvusias ribas galima pastebėti, kad Vokietijoje ir Olandijoje buvo nustatyta vienoda 95% akcijinio 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.[160] 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.[161] 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.[162] 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 dalys.

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[163], Slovakijoje[164]). Kai kurios kitos valstybės, pavyzdžiui JK, suteikia siūlytojui nemažai diskrecijos savarankiškai nustatant pasiūlymo kainą.[165] Reziumuojant, 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

[160] Theiss.
[161] Implementation Report.
[162] Working paper, pp. 26-27.
[163] Theiss.
[164] Kuklis.
[165] Working paper, pp. 32-35.

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 privalomos akcijų pardavimo teisės susiejimu su atsiliepimo į pasiūlymą laipsniu. Jei nustatytas atsiliepimų į pasiūlymą laipsnis pasiektas, tokio pasiūlymo kaina yra laikoma teisinga.[166]

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.[167]

Pabaigai derėtų pastebėti, kad 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.[168]

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[169] - keliomis dienomis vėliau, negu buvo priimtos minimaliai šią teisę ES mastu harmonizuoti siekiančios Direktyvos nuostatos. Akivaizdu, kad šių 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[170] palikta galiojusi 95% kiekybinė ribos išraiška, prieš tai buvęs kokybinis akcijų, suteikiančių visų balsų taikinio įmonės visuotiniame akcininkų

[166] Report, pp. 57.
[167] Working paper, p. 35.
[168] Ibid, p.36.
[169] Įstatymas Nr. IX-2174, VŽ., 04-04-30, Nr. 73-2514.
[170] Aiškinamasis raštas dėl LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto Nr. XP-1410, 06-05-25.

susirinkime, kriterijus papildytas 95% procentų balsavimo teisę suteikiančių akcijų reikalavimu.[171] Be to, išplėsta šios teisės taikymo apimtis į ją įtraukiant visus be išimties emitentus[172] (tiesa, ši teisė vėliau susiaurinta pakeičiant pačią emitento sąvoką).[173]

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).

Šioje darbo dalyje trumpai apžvelgsime dabartinį privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelį ir įgyvendinimo procedūrą, apžvelgsime šiuo klausimu egzistuojančią praktiką bei pabandysime nustatyti pagrindines praktikoje kylančias problemas.

4.1. Privalomo akcijų pardavimo taikymo apimtis

Kaip jau minėta, privalomo akcijų pardavimo teise pagal VPĮ 37 str. 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. Matome, kad įstatymų leidėjas pasirinko vadinamąją Kontinentinę taisyklę (Vokietijoje prieš Direktyvos priėmimą egzistavusią taisyklę), t.y., įgyvendino Direktyvos 15 2(a) str. numatytą alternatyvą.

Derėtų pastebėti, kad Direktyvos nuostatos nėra įgyvendintos pažodžiui: šiame straipsnyje įtvirtintos privalomo akcijų pardavimo teisės taikymo sritis apima ne tik po savanoriško ar oficialaus pasiūlymo vykdomus privalomus akcijų pardavimus (kaip numatyta Direktyvoje), bet leidžia privalomo akcijų pardavimo teisę įgyvendinti ir nepriklausomai nuo tokio pasiūlymo įgyvendinimo, o tiksliau, įgyvendinimo laiko. Taigi, privalomo akcijų pardavimo teisė numatyta VPĮ nėra siejama su Direktyvoje numatytu trijų mėnesių terminu, skaičiuojamu nuo oficialaus pasiūlymo pabaigos. Tai nėra 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.

---

[171] 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.

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

[173] 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.

4.1.1. Įmonių 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 str. 1 d.). 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, o 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, bet suteikia šią teisę emitentų akcininkams. Emitentu pagal šį įstatymą yra asmuo, kurio vertybiniais popieriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje ar kurio vertybiniai popieriai yra (suderinus su VPK) siūlomi viešai (2 str. 42 d.). Iš pagal LR įstatymus įsteigtų juridinių asmenų, tik AB gali viešai platinti savo vertybinius popierius[174], 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 laikosi ir VPK.[175]

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[176], kai tuo tarpu vertybiniais popieriais suteikiančiais balso teisę gali būti tik nuosavybės vertybiniai popieriai (išskyrus, konvertuojamąsias obligacijas, bet apie tai 4.1. poskyryje žemiau). Visgi, gramatiškai įvertinę VPĮ ketvirtojo skirsnio nuostatas negalime daryti išvados, kad privalomo akcijų pardavimo teisė galima tik nuosavybės vertybinių popierių emitentų didiesiems akcininkams. Nepaisant to, teleologiškai įvertinus privalomo akcijų

[174] ABĮ, 2 str. 3 d.
[175] Išaiškinimas.
[176] Finansinių priemonių rinkų įstatymas, 3 str. 25 d.; Vertybinių popierių įstatymas, 2 str. 21, 23 d.

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 turėtų būti taikoma tik nuosavybės vertybinių popierių (akcijų) emitentams.[177]

Teoriškai, galimybė įgyvendinti privalomą akcijų pardavimą gali atsirasti visų akcinių bendrovių kontroliuojantiems akcininkams, - tam tereikia tapti emitentais vertybinių popierių įstatymo prasme. Tokia galimybė yra prieinama ir uždarosioms akcinėms bendrovėms (pertvarkius ją 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.

4.1.2. Vertybinių popierių 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.

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, o 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.[178]

Kadangi, kaip minėta anksčiau, Lietuvos įstatymų leidėjas išplėtė 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, būtų logiška manyti, kad ir čia įstatymų leidėjas pasinaudojo platesnės apimties teisinio reguliavimo galimybe. Visgi taip nėra. VPĮ pažodžiui perkelia Direktyvoje numatytus ribos apskaičiavimo kriterijus (95% balsavimo teises suteikiančio

[177] Išaiškinimas.
[178] Memorandumas.

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 dalimi,[179] apskaičiuojant nustatytą ribą neįtraukiami, nes nesuteikia balsų visuotiniame akcininkų susirinkime. Tokį aiškinimą patvirtina ir gramatinė VPĮ 37 str. 1 dalies nuostatos, kad galima reikalauti parduoti tik "[..] (smulkiesiems akcininkams) priklausančias balso teisę suteikiančias akcijas" interpretacija.

Kadangi oficialus pasiūlymo dalyku pagal VPĮ 29 str. gali būti ne tik balsavimo teises suteikiantys vertybiniai popieriai, autoriaus nuomone, įstatymų leidėjui derėtų įtvirtinti nuostatą, kad tais atvejais, kai privalomas akcijų pardavimas yra vykdomas po oficialaus pasiūlymo nepraėjus trims mėnesiams, tokio privalomo pardavimo metu galima būtų reikalauti parduoti tokių rūšių vertybinius popierius, kurie buvo tokio oficialaus pasiūlymo dalyku. Taip būtų užtikrinamas akcininkų lygiateisiškumo principas.[180]

4.2. Procedūra

Nei Direktyvoje, nei Winterio grupės raporte 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 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 3) punkte žemiau nurodytas pranešimas nebuvo pateiktas per tris mėnesius nuo įstatymų keliamus reikalavimus atitinkančio oficialaus pasiūlymo dienos:

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

[179] ABĮ, 56(3) str.: "[..] sprendimas išleisti konvertuojamąsias obligacijas yra kartu ir sprendimas padidinti bendrovės įstatinį kapitalą [..]".
[180] Antroji bendrovių direktyva, 20, 42 str.; EK rekomendacija dėl veiklos kodekso, bei Direktyvos 3(1)(a) str., skaitomas kartu su 8 Direktyvos preambulės str.

Jei nustatyta riba peržengiama oficialaus pasiūlymo, atitinkančio įstatymų keliamus kriterijus metu per tris mėnesius nuo tokio pasiūlymo pabaigos:

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 5.5. 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 VPK

4.2.2.1. Teismingumas

VPĮ 37 str. numato didžiajam akcininkui pareigą su VPK suderinti jo iniciatyva nustatytą kainą, o VPK - teisę motyvuotai reikalauti šią kainą pakeisti. Nagrinėjant šią nuostatą ir jos taikymo praktiką (tiesa labai ribotą), galima kelti paprasčiausią procesinės teisės – teismingumo klausimą, t.y. kokiems teismams: administraciniams ar bendrosios kompetencijos, turėtų būti paduoti skundai dėl atsisakymo suderinti didžiojo akcininko iniciatyva nustatytą kainą ar didesnės svarbos ir platesnės analizės reikalaujančius klausimus, tokius kaip 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, autoriaus nuomone, kai kurie procedūros elementai gali turėti prievartinį elementą, kurio poveikis, kaip rodo kitų jurisdikcijų praktika, turėtų būti neutralizuotas.

Autoriaus nuomone, yra akivaizdu, kad ginčas dėl privalomo akcijų pardavimo kainos suderinimo yra teismingas administraciniams teismams dėl šių argumentų. Pirma, VPK yra viešojo administravimo subjektas, todėl, kaip numato VPĮ 41 str., jos "[..] veiksmai ar neveikimas skundžiami LR administracinių bylų teisenos įstatymo nustatyta tvarka". Antra, sprendimas nesuderinti privalomo akcijų pardavimo kainos atitinka administracinio teisės akto (individualaus teisės akto)[181] požymius. Trečia, nors VPĮ 37 str. 14 dalis kiekvienam taikinio įmonės akcininkui numato teisę kreiptis dėl teisingos kainos nustatymo į bendrosios kompetencijos teismus, šio straipsnio pagrindu gali būti ginčijama tik pati privalomo akcijų pardavimo kaina (suderinta), o be to, sistemiškai aiškinant šią nuostatą kartu su kitomis VPĮ 37 str. dalimis, tampa aišku, kad dėl pačios kainos nustatymo privalomo pardavimo atveju į bendrosios kompetencijos teismus gali kreiptis tik tie akcininkai, kurių akcijos yra išperkamos, o ne didysis akcininkas. Tokios pačios nuomonės laikėsi ir Specialioji teisėjų kolegija ginčams dėl teismingumo tarp bendrosios kompetencijos ir administracinio teismo spręsti, kuri pažymėjo, kad net ir tais atvejais, kai dėl tų pačių akcijų yra nagrinėjamas ginčas bendrosios kompetencijos teismuose (pvz. kai skundžiami Valstybės turto fondo veiksmai nuosavybės teisės atkūrimo

[181] 1999 m. sausio 4 d. LR Administracinių bylų teisenos įstatymas, Nr/ VIII-1029., 2 str. 14-15 dalys.

procese nustatant akcijų, kurios bus perleistos kaip kompensacija už valstybės išperkamą nekilnojamąjį turtą, kainą), ginčai dėl kainos (ne)suderinimo sprendžiami administraciniuose teismuose.[182]

4.2.2.2. Pareigos suderinti kainą reikšmė

Norint nustatyti ar VPĮ 37 str. 6 d. numatytas reikalavimas suderinti kainą yra reikšmingas ir ne perteklinis elementas ginant smulkiųjų akcininkų interesus, reikia identifikuoti VPK teisių priimant sprendimą suderinti ar ne didžiojo akcininko iniciatyva nustatytą kainą apimtį.

Visų pirma, VPK turi teisę motyvuotai reikalauti pakeisti nustatytą kainą. Taigi, nors didžiajam akcininkui suteikiama teisė savo nuožiūra nustatyti privalomo akcijų pardavimo kainą, VPK, 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[183], LVAT išsamiai pasisakė dėl VPK derinant kainą atliekamo vertinimo apimties ir tikslų. Šioje byloje Teismas iš esmės apribojo VPK kompetenciją nustatant galutinę kainą teismo (ginčo dėl teisingos akcijų kainos procese) naudai. Pastebėdamas, kad VPK, kaip valstybinė institucija, 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. Turint omenyje tokį siaurinamąjį VPK teisių šiuo atveju aiškinimą, kyla jau minėtas klausimas, ar tai nesumenkina bendrojo smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos lygio priverstinio jų akcijų išpirkimo kontekste ir atitinka įstatymo leidėjo intenciją įtraukiant šią instituciją į privalomo akcijų pardavimo procedūrą. Autoriaus nuomone, ypač atsižvelgiant į tai, kad įstatymų leidėjo pozicija šiuo klausimu negali būti nustatyta,[184] kategoriškos teigiamos ar neigiamos pozicijos laikytis nederėtų. Galima pastebėti, kad VPK – 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 VPK 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

[182] 2006 m. balandžio 24 d. Nutartis byloje T-XX-29-06, p. 3.
[183] 2008 m. kovo 17 d. LVAT Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.
[184] Autoriaus žiniomis tokio kainos tvirtinimo procedūros nustatymas nebuvo pagrįstas nė vieno aktualaus teisės akto aiškinamajame rašte ar parengiamuosiuose dokumentuose.

remtis pasirinktų metodų tikrinimo metu.[185] Be to, VPK 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 VPK vaidmuo užtikrinant teisingos kainos nustatymą jau šiame etape, turint omenyje teisminių procesų trukmę ir jiems skiriamas išlaidas gali sumažinti efektyvių pridėtinę vertę kuriančių privalomų pardavimų skaičių.

Autoriaus nuomone, aukščiau įvardintas problemas galima tam tikra apimtimi neutralizuoti bent keliais būdais. Vienas iš jų įteisinti 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. Galiausiai, galbūt vertėtų išvis panaikinti VPK vaidmenį šiame procedūros etape (arba palikti jai galimybę teikti nesaistančias rekomendacijas smulkiesiems akcininkams) ir numatyti jos privalomą dalyvavimą sprendžiant ginčus dėl kainos bendrosios kompetencijos teismuose.

4.2.3. Dar vienas teismingumo aspektas

Sistemiškai analizuojant Vertybinių popierių įstatymo 37 str. 11 d. ir CPK 443 str. 3 dalies nuostatas, iki galo nėra aišku, į kurį apylinkės teismą su pareiškimu turėtų kreiptis privalomo akcijų pardavimo iniciatorius, siekdamas, kad teismas įpareigotų vertybinių popierių sąskaitų tvarkytojus atitinkamai pakeisti įrašus, tuo atveju, kai pareiškėjas yra užsienio fizinis ar juridinis asmuo (bendra taisyklė numato, kad tokiu atveju pareiškimas paduodamas pagal pareiškėjo gyvenamąją vietą). Visgi, praktikoje problemų neturėtų kilti ir nekyla, nes tokie pareiškimai paduodami taikinio įmonės buveinės apylinkės teismui.[186]

4.2.4. Privalomo akcijų pardavimo sustabdymas ir prievartinis elementas

Autoriaus nuomone, VPĮ 37 str. 14 dalies nustatytoje tvarkoje galima įžvelgti prievartos elementą. Tuo atveju, kai yra ginčijama didžiojo akcininko iniciatyva nustatyta kaina VPĮ 37 str. 14 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

[185] Žr. 2008 m. kovo 17 d. LVAT Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008, p 12.
[186] Pvz, tokiu principu vadovaujantis buvo paduotas pareiškimas vykdant Mažeikių naftos privalomą akcijų pardavimą.

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, autoriaus nuomone, 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, kontroliuojantis akcininkas, tai žinodamas, 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 str. 14 dalies elementas. Nepaisant aukščiau įvardinto, visada lieka galimybė pasikliauti teismais, kurie, atsižvelgdami į teisingumo, protingumo ir sąžiningumo kriterijus neturėtų stabdyti privalomo akcijų pardavimo procedūros. Visgi, autoriaus nuomone, paprasčiau šia problemą išspręsti privalomo akcijų pardavimo atveju numatant pareigą didžiajam akcininkui nupirkti visų to pageidaujančių smulkiųjų akcininkų akcijas.

Toliau vertinant tą pačią Vertybinių popierių įstatymo 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 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 str. 11 d. numatyta tvarka. Visgi, negalima susidaryti tikslios ir vienareikšmės nuomonės dėl tolesnės procedūros eigos tokiu atveju, todėl, įstatymų leidėjui derėtų patikslinti savo poziciją šiuo klausimu.

5. "TEISINGA KAINA"

Šioje dalyje yra trumpai aptariama bene pati didžiausia praktikoje sutinkama privalomo akcijų pardavimo procedūros problema – "teisingos kainos", ar "teisingos vertės" nustatymo problema.

5.1. Pridėtinė vertė ir jos padalijimas tarp didžiojo ir smulkiųjų akcininkų

Bene pati svarbiausia problema su kuria susiduria teismai "teisingos kainos" ir "teisingos vertės" procesuose yra privalomo akcijų pardavimo sandorio 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".[187]

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, o 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 perėmimas (skolinantis sandoriui įvykdyti, o po to perkeliant skolinę naštą įsigytai įmonei) etc.[188] Sąlyginai visus šiuos faktorius įmanoma skirstyti į šias grupes: neatskleistos esminės informacijos, žmogiškųjų ir turtinių resursų valdymo, įmonės gero administravimo ir pan. Galima daryti prielaidą, kad viso įmonės kapitalo sukoncentravimas kontroliuojančio akcininko rankose, būtų pats efektyviausias tokio kapitalo panaudojimo būdas, kadangi tokia kontrolės kokybė skatintų dabar jau vienintelį įmonės akcininką pasinaudoti visais aukščiau įvardintais faktoriais, nes jų tinkamiausio panaudojimo metu sukurta pridėtinė vertė atitektų išimtinai jam pačiam. Kadangi toks efektyvumas prisidėtų ir prie visuomenės gerovės kėlimo, 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).[189]

[187] Campbell, p. 105.
[188] Ibid., pp. 114-115.
[189] Ibid., p. 106.

Atrodo, kad DGCL į "teisingą vertę" neįskaito "[..] jokio vertę turinčio elemento, kuris atsiranda dėl [..] sėkmingo susijungimo sandorio įvykdymo".[190] 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[191], bet, kita vertus, kai kada įvertina daugelį iš jų.[192] Atrodo, kad įmonės gero administravimo bei neatskleistos esminės informacijos grupėms priklausantys faktoriai yra labai dažnai įskaičiuojami į "teisingą vertę".[193] 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. Visgi manytina, kad daugėjant teisminių ginčų į klausimą, kuriuos vertės turinčius elementus derėtų įtraukti vertinant akcijas bus atsakyta.

5.2. Akcijų vertinimo standartai

Akcijų vertinimo procese gali būti vadovaujamasi skirtingais įmonės akcijų vertės standartais, t.y., turimų akcijų skaičių atitinkančios įmonės, kaip veikiančio verslo, dalies (Delavero teismų naudojamas kriterijus), rinkos kainos ir pardavimo trečiajai šaliai kainos (likvidacinės vertės) kriterijais.[194] Kai kuriais individualiais atvejais kai kurie iš šių kriterijų yra labiau (ne)tinkami, negu kiti.

5.2.1. Rinkos vertė

Atrodytų, kad jei egzistuoja efektyviai veikianti finansų rinka, rinkos nustatyta akcijų kaina turėtų būti tinkamiausiu akcijos "teisingos vertės" matu. Visgi, absoliučiai efektyviai veikiančių rinkų nėra, todėl ir tokių rinkų nustatyta konkretaus turto kaina gali būti iškreipta nesąžiningai ar savanaudiškai veikiančių rinkos dalyvių ir todėl neatitikti tikrosios ar "teisingos" vertės. Todėl rinkos vertė neturėtų būti prioritetiniu vertinimo kriterijumi tais atvejais, kai tam tikri jos dalyviai yra suinteresuoti vienaip ar kitaip veikti rinkoje nustatomą kainą. Pavyzdžiui, rinkos vertė yra netinkamas kriterijus vertinant didžiojo akcininko įmonių "ilgojo" susijungimo būdu įgyvendinamą privalomą akcijų pardavimą, ar privalomą akcijų pardavimą, kuris nėra vykdomas po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo, kadangi jis lengvai gali ją paveikti skatindamas netinkamą įmonės administravimą ar vykdydamas kitokius taikinio įmonės akcijų kainą neigiamai veikiančius veiksmus. Be to, rinkos kaina nėra tinkamas kriterijus kai įmonė veikia

[190] DGCL str. 262(h).
[191] Bell v. Kirby Lumber, paras. 139-140.
[192] Cooper v. Pabst Brewing.
[193] Campbell, p. 127.
[194] Ibid., p. 3.

įmonių grupėje, nes įmonių grupę kontroliuojančiam akcininkui gali būti mokestiniais tikslais naudinga taikinio įmonėje demonstruoti nuostolį ir pan., o tai taip pat gali turėti įtakos įmonės akcijų rinkos kainai. Tokia veikla įmanoma, nes įmonei negresia kontrolės perėmimo rizika, t.y., įmonių kontrolės rinkoje tokia įmonė nedalyvauja (įmonė turi kontroliuojantį akcininką).[195]

Rinkos kaina nėra patikimas kriterijus ir nustatant privalomo akcijų pardavimo kainą dėl įmonės, kurios akcijomis nėra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje ar uždarojo tipo įmonės, akcijų. Tokiu atveju nėra jokios oficialios viešos rinkos kainos, o patikrinti ar ne viešų sandorių kaina galėtų būti tinkamu kriterijum teisingai vertei ar teisingai kainai nustatyti yra sunku arba neįmanoma.

5.2.2. Pardavimo trečiajai šaliai vertė

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"*).[196] Šiuo "antru pagal gerumą" panaudojimu omenyje turimi visuomenės patiriami kaštai perkeliant tam tikrą turtą iš dabartinės vietos į jau minėtąją "antrąją pagal gerumą" vietą.[197] Visgi, tokia kaina nėra pats tinkamiausias kriterijus "teisingai kainai" ar "teisingai vertei" nustatyti, ką pripažįsta ir finansų ekonomikos teorija teikdama prioritetą "dabartinio naudojimo vertei". Galimybės kaina nėra pakankamas kriterijus nustatyti kiek ieškovas prarado dėl privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo. Be to, nors gali atrodyti, kad pardavimo trečiajai šaliai kaina geriau apsaugo smulkiųjų akcininkų interesus negu, pvz. rinkos kaina, galimybės kaina, bent kaip teorinė koncepcija, daugeliu atveju lemia žemesnę vertę negu minėtoji rinkos kaina. Visgi, tokia kaina kiekvienu atveju gali būti aukštesnė ar žemesnė už įmonės, kaip veikiančio verslo vertę ir todėl sukelti tam tikrą teisinį netikrumą, o atsižvelgiant į tai, kad kilus ginčui tokią vertę būtų sunku įrodyti, jos kaip tinkamo kriterijaus įtvirtinimas galėtų būti kliūtimi daugeliui efektyvių privalomų akcijų pardavimų įgyvendinimui pradėti. Priedo, kiek tai susiję su DGCL nuostatomis, galimas tokio kriterijaus prieštaravimas pastarosioms, o konkrečiau nuostatai, kad bet koks akcijų vertės elementas, atsiradęs dėl susijungimo įgyvendinimo ar dėl paskelbimo apie tokio susijungimo planuojamą įgyvendinimą, neturėtų būti įtrauktas apskaičiuojant "teisingą vertę".[198] VPĮ, kaip ir EB modelis, tokio akcijų vertės standarto panaudojimo galimybės neatmeta. Šis kriterijus taip pat netinka privalomo akcijų pardavimo įgyvendinamo "ilgojo" susijungimo būdu "teisingai vertei" nustatyti, kadangi čia tokia vertė turėtų būti nustatyta

[195] Ibid., p. 14.
[196] Brealey & Myers, p. 16.
[197] Ibid.
[198] Hamermesh & Wachter, p. 7.

remiantis laisvaisiais ateities grynųjų pajamų srautais susijusiais su veikiančiu verslu (vykdoma veikla), kartu įtraukiant prieš tokį sandorį įmonėje buvusius atstovavimo kaštus.[199] Taigi, smulkieji akcininkai neturėtų turėti teisės reikalauti "teisingos vertės" ar "teisingos kainos" nustatymo vadovaudamiesi imituoto akcijų pardavimo trečiajai šaliai sandorio kaina.[200] Tiek Delavero, tiek kai kurių ES jurisdikcijų teismai, norėdami nustatyti tikrąją vertinamų akcijų kainą vadovaujasi grynųjų pinigų srauto diskonto modeliu (*angl. – "discounted cash flow method"*) (toliau – "GPD") vertinimu ir vengia pardavimo trečiajai šaliai simuliacinės analizės taikymo.[201]

5.2.3. Veikiančio verslo vertė

Veikiančio verslo vertė neabejotinai yra dominuojantis vertinimo kriterijus Delavero valstijoje.[202] ES jurisdikcijos taip pat nėra išimtis.Visose jurisdikcijose, kur yra pripažįstama, kad smulkiesiems akcininkams turėtų būti tinkamai kompensuota už viską, kas yra iš jų paimama privalomo akcijų pardavimo metu, "veikiančio verslo" vertė turėtų būti dominuojantis vertinimo standartas ir nukonkuruoti likvidacinės vertės[203] ar rinkos vertės kriterijus. Nepaisant to, ilgą laiką likvidacinė vertė buvo neatsiejama Delavero blokinio metodo dalimi (žr. 5.3.2. poskyrį), todėl yra manoma, kad ir dabar galėtų tam tikrais atvejais būti naudinga apskaičiuojant "veikiančio verslo" vertę.[204] Tą patį galima būtų pasakyti ir apie likvidacinės vertės panaudojimą ES jurisdikcijose. Nors iš esmės yra pripažįstama, kad "veikiančio verslo" vertės kriterijus turėtų turėti viršenybę likvidacinės vertės atžvilgiu, praktikoje yra buvę atvejų kai pažodžiui pritaikius "veikiančio verslo" vertės kriterijų[205] ir atmetus likvidacinės vertės kriterijų, iš paskirstomojo teisingumo pozicijų vertinant, 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$, kai minimali likvidacinė įmonės turto vertė buvo 456$).[206] Akivaizdu, kad esant suinteresuotai taikinio įmonės valdybai, jos, kaip "veikiančio verslo", vertė būtų buvus lygi ar aukštesnė negu įmonės turimo turto vertė.

[199] Ibid., p. 36
[200] McMullin, paras. 919-920.
[201] Gholl, para. 20.
[202] Campbell, p. 118.
[203] Ibid., p. 119.
[204] Ibid.
[205] Ibid, p. 120.

Pabaigai, vertėtų paminėti, kad teismai, interpretuodami "teisingą vertę" ar "teisingą kainą", kartais atsižvelgia į vertę turinčius elementus, kylančius iš taikinio įmonės turto ir planų, kurie nebuvo naudojami ar įgyvendinami privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo metu. Tokių elementų pavyzdžiu galėtų būti kontroliuojančio akcininko neteisėtai nusavinta įmonės verslo galimybė, kuri formaliai turėtų būti įtraukta į nematerialųjį įmonės turtą kaip reikalavimo teisė (negautos pajamos)[207]; visos sumos, įmonės sumokėtos kontroliuojančiam akcininkui (pvz. administravimo mokesčiai sumokėti motininei įmonei, palūkanos, mokamos už susijusių asmenų išduotas paskolas etc.) pažeidžiant fiduciarines pareigas ar esant interesų konfliktui ir kurios neatitinka sumų, mokamų esant analogiškiems santykiams tarp nesusijusių asmenų dydžio, turėtų būti pakoreguotos naudojant GPD metodą ir būti įskaitytos į taikinio įmonės turtą.[208]; prieš privalomą akcijų pardavimą suplanuotų veiklų rezultatai, kurie atsiras ateityje (pvz. verslų suliejimas po susijungimo), turėtų būti įtraukti į įmonės turtą, t.y., GPD analizė turėtų įtraukti visus po privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo sukurtos pridėtinės vertės (ar sutaupytų lėšų) elementus[209], bet tik tuo atveju jei toks pridėtinės vertės sukūrimas (ar lėšų sutaupymas) buvo suplanuotas gerokai prieš privalomo akcijų pardavimo sandorį, tokia pridėtinė vertė (ar lėšos) galėjo būti sukurta (sutaupytos) net ir tuo atveju, jei sandoris nebūtų įvykęs[210] ir pridėtinė vertė buvo sukurta (lėšos sutaupytos) dėl prieš privalomo akcijų pardavimo sandorį egzistavusio įmonės turto (ir dėl to naudojimosi juo nauda turėtų būti padalinta tarp visų įmonės akcininkų).[211]

5.3. Delavero valstija: "Teisingos kainos" ir "Teisingos vertės" koncepcijos

Delavero teisėje galima išskirti dvi skirtingas "teisingos kainos" ir "teisingos vertės" koncepcijas. "Teisinga kaina" yra fiduciarinis principas, kuris, kaip ir visi kiti apsauginiai fiduciariniai principai, suteikia smulkiesiems akcininkams teisę reikšti ieškinius taikinio įmonės direktoriams. Tuo atveju, kai toks ieškinys yra susijęs su sandoriu sudarytu tarp nesusijusių asmenų, jo teisminiam vertinimui taikoma verslo vertinimo taisyklė[212], kai tuo tarpu tarp susijusių įmonių sudarytas sandoris vertinamas pagal visiško sąžiningumo standartą.[213] Nepaisant šio skirtumo, abejais atvejais direktorių veiksmai vertinami pagal "teisingos kainos" kriterijų.[214]

[207] Cavalier Oil Corp.
[208] Dobler.
[209] Emerging Communications, paras. 47-49.
[210] Ibid., para. 48.
[211] Ibid., para. 49.
[212] Smith v. Gorkom.
[213] Weinberger, para. 710.
[214] Campbell, p. 109.

"Teisingos vertės" koncepcija yra susijusi su akcijų vertinimo procedūra. Akcijų vertinimo procedūra yra statutinė smulkiojo taikinio įmonės akcininko teisė reikalauti iš didžiojo akcininko teisingos kompensacijos už iš jo paimtas akcijas, jei jis mano, kad sandorio kaina tokia nėra. Sėkmės atveju, didysis akcininkas privalo smulkiajam akcininkui sumokėti piniginę kompensaciją, kuri yra lygi akcijų "teisingai vertei".

Taigi, tarp "teisingos kainos" ir "teisingos vertės" koncepcijų yra skirtumų, ypač turint omeny tai, kad pastaroji daugeliu atvejų yra vienintelis ir paskutinis akcininko pasirinkimas jei sandoryje nėra jokio nesąžiningo elgesio (angl. – *"unfair dealing"*) elemento[215], t.y. akcijų įvertinimo procesas yra galimas nepaisant to, ar buvo pažeista fiduciarinė pareiga.[216] Nepaisant aukščiau įvardinto, tarp šių dviejų procesų gali būti naudingų persidengimų, pavyzdžiui, iš įmonės pasisavinta verslo galimybė galėtų būti pagrindas pradėti teisingumo 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.[217] 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[218], kadangi abiejų šių procesų metu reikia atlikti sudėtingus finansinius skaičiavimus susijusius su sudėtingais korporacinių finansų klausimais.[219]

5.3.1. "Teisinga kaina"

"Teisinga kaina" yra vienas iš "sąžiningumo" koncepcijos elementų.[220] Kaip jau užsiminta anksčiau, "teisinga kaina" yra susijusi 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.[221] Kitaip sakant, taikinio įmonės akcininkai yra saugomi bendrosios 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.[222]

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

[215] Ibid, pp. 111-112.
[216] Hamermesh & Wachter, p. 9.
[217] Ibid.
[218] Campbell, p. 103 ir 9 išnaša.
[219] Ibid., p. 104.
[220] Aronstam, Balotti & Rehbock, p. 523.
[221] Weinberger, para. 713.
[222] Campbell, p. 102.

sandorio kainos[223], todėl būtų logiška manyti, kad tuo atveju, kai toks sandoris vyksta tarp susijusių asmenų, kur egzistuoja aiškus interesų konfliktas ir smulkiųjų akcininkų teisėms kyla didesnė grėsmė negu pirmuoju atveju, taikinio valdybos pareigos turėtų būti tokios pačios. Panašus klausimas buvo iškeltas ir teismų praktikoje. *Weinberger* byloje kilo klausimas, ar didysis akcininkas privalo atskleisti savo rezervacinę ribą (t.y., aukščiausią kainą, kurią jis yra pasiruošęs mokėti) visais atvejais.[224] Praėjus dvejiems metams nuo šios bylos pradžios į šį klausimą buvo atsakyta neigiamai (didysis akcininkas neprivalo atskleisti aukščiausios jam priimtinos kainos siekdamas užtikrinti sandorio sąžiningumą).[225] Be to, iš teismo pateikto atsakymo galima suprasti, kad ne visa sandoriu sukurta pridėtinė vertė (sinergijos) turi atitekti smulkiesiems akcininkams.[226]

Taip pat šioje byloje teismas nedviprasmiškai pasisakė, kokia "teisingos kainos" nustatymo procedūra jam yra priimtiniausia (kaina, kuri buvo nustatyta SK).[227] 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.[228]

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"[229], tol kol pasiūlymas išlieka nepriverstiniu (nėra prievartos elementų aptartų aukščiau).[230] Taigi, tokiu atveju pasiūlymo kaina nebus ginčo objektu[231] - "[..] neesant prievartos elemento ir laikantis visų informacijos atskleidimo reikalavimų, kainos pakankamumo klausimas negali būti keliamas".[232] 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.[233] Todėl, įvertinimo proceso metu siekiant

[223] Revlon Inc. v. MacIrrews & Forbes Holdings.
[224] Pritchard, p. 86.
[225] Weinberger, para. 939.
[226] Pritchard, p. 87.
[227] Ibid.
[228] Kahn v. Lynch Communication systems, para. 1117.
[229] Solomon v. Pathe Communications, para. 39.
[230] Ibid., para. 39.
[231] Ibid., paras. 39-40.
[232] Ibid., para. 37.
[233] DGCL, str. 253.

nustatyti akcijų "teisingą vertę" vis tiek bus atsižvelgta į daugumą aspektų, kurie būtų nagrinėjami sąžiningumo proceso metu siekiant nustatyti "teisingą kainą".[234]

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[235] 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",[236] 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.[237] Pabaigai, atrodo, kad neatskleistos esminės informacijos grupei priklausantys faktoriai (informacijos asimetrijos panaikinimas)[238] ir neteisėtai nusavintos įmonės verslo galimybės, kurios pagrįstai galėjo būti realizuotos,[239] gali būti įtrauktos vertinant "teisingą kainą".

5.3.2. "Teisinga vertė" ir vertinimo procesas

Šiandien, kreiptis į teismą dėl akcijų įvertinimo galima tik tais atvejais, kai smulkiųjų akcininkų teisėms kyla itin rimta ir reali grėsmė.[240] 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.[241]

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 vertę kaip veikiančio verslo vertę[242] ir kaip įmonės likvidavimo vertę.[243] Nepaisant šio dualumo, pagrindinis ir dominuojantis

---

[234] Unocal, paras. 247-48.
[235] Žr, pvz. Roenblatt, para. 942.
[236] Kahn V. Tremont corp., para. 9.
[237] http://www.answers.com/topic/minority-discount#Business_Dictionary
[238] Kahn v. Tremont Carp (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*).
[239] Ryan, para. 690.
[240] Rirall S. T., pp. 16-17.
[241] Hamermesh & Wachter, p. 8.
[242] Aronstam, Balotti & Rehbock, 187 išnaša.

įmonės vertės kriterijus pagal DGCL yra garantija, kad akcininkams privalo būti kompensuota už tai, kas iš jų yra paimama, t.y., jo turimų akcijų kiekiui proporcinga įmonės, kaip veikiančio verslo dalis.[244]

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".[245] Nustatant "teisingą vertę" visi susiję faktoriai, įskaitant nuostolius ir ateities vertės elementus, turėtų būti įvertinti, jei tai yra reikalinga.[246]

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.[247] Po šios bylos teismai pradėjo vadovautis liberalesniu GPD metodu kaip vyraujančiu metodu nustatant "teisingą vertę".[248]

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.[249]

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),[250]

---

[243] Bell v. Kirby Lumber Corp, para. 141.
[244] Tri Continental, para. 72.
[245] Weinberger, para. 713.
[246] Unocal, para. 248.
[247] Weinberger, para. 712.
[248] Ryan, para. 702.
[249] Aronstam, Balotti & Rehbock, p. 545 ir išnaša 199.
[250] Cede & Co., para. 287.

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.[251]

Iš pirmo žvilgsnio atrodo, kad DGCL draudžia įskaityti iš susijungimo atsiradusias pajamas apskaičiuojant įmonės akcijos "teisingą vertę" įvertinimo procese.[252]. Nepaisant gramatinio šios draudimą įtvirtinančios statutinės nuostatos aiškumo ir konkretumo, Teismas pasisakė, kad "šis apribojimas turi būti aiškinamas siaurinamai [..]" ir kad jo pagrindinis tikslas yra " [..] eliminuoti spekuliatyvias projekcijas, susijusias su susijungimo sandorio pabaiga".[253] Visgi, ši nuomonė buvo kritikuojama dėl savo nenuoseklumo ir dėl per plataus aiškinimo, kad ne spekuliatyvios pajamos (vertės elementai) turėtų būti įtraukti į vertinimą.[254]

Apibendrinant 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.[255] 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.[256]

5.4. "Teisinga kaina" ES

Jau minėta Tryliktoji įmonių teisės Direktyva yra žemiau pateikiamos diskusijos apie "teisingą kainą" atskaitos taškas. Aiškumo dėlei derėtų pakartoti, kad Direktyva nustato ES šaliai nariai dvi galimybes, t.y., ji gali pasirinkti ir įgyvendinti vieną iš Direktyvoje nustatytų privalomo akcijų pardavimo taisyklių: (1) 15(2)(a) str. suteikia privalomo akcijų pardavimo teisę tada, kai yra pasiekiama 90% (ši riba gali būti padidinta iki 95%) akcijinio kapitalo ir balsavimo teisių taikinio įmonėje; (2) 15(2)(b) str. leidžia vykdyti privalomą akcijų pardavimą po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo pabaigos, kai tokio oficialaus pasiūlymo metu siūlytojas įsigyja ar susitaria įgyti 90% balsavimo teises suteikiančio kapitalo ir 90% balsavimo teisių dėl kurių buvo

[251] Coffee J. C.
[252] 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*).
[253] Weinberger, para. 713.
[254] Hamermesh & Wachter, p. 28.
[255] Ibid., p. 8.
[256] Ibid.

skelbtas pasiūlymas. Taigi, yra akivaizdu, kad ES šalis narė gali įteisinti privalomo akcijų pardavimo teisę neatsižvelgdama į tai, kokiu būdu buvo peržengta pasirinkta akcijinio kapitalo ir(ar) balsavimo teisių riba (toks režimas dar prieš Direktyvos įgyvendinimą galiojo Vokietijoje)[257] ar padaryti privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimą priklausomu nuo oficialaus pasiūlymo sėkmės (nuostata, kurios šaknys glūdi JK įmonių teisėje)[258].

5.4.1. "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 savanoriško oficialaus pasiūlymo kaina[259], t.y., įtvirtindama prezumpciją, kad Direktyvos reikalavimus atitinkančio (oficialus pasiūlymas yra savanoriškas, siūlytojas peržengia 90%(95%) ir yra įsigyjama ne mažiau kaip 90% balsavimo teises suteikiančių akcijų) savanoriško oficialaus pasiūlymo, kaina yra "teisinga". Privalomo oficialaus pasiūlymo kainai taikoma analogiška prezumpcija, tiesa, šios rūšies pasiūlymui taikomos ne tokios griežtos sąlygos: vienintelė sąlyga yra ta, kad privalomas oficialus pasiūlymas butų pateiktas vadovaujantis Direktyvos nuostatomis.

Nepaisant aukščiau įvardinto, ši prezumpcija yra nuginčijama, t.y., tokios kainos "teisingumą" tam tikrais atvejais galima ginčyti teisme ar privalomus akcijų pardavimus prižiūrinčioje institucijoje.[260] Visais kitais atvejais "teisingą" kainą nustato ekspertai.[261]

5.4.1.1. "Prievartos" elementas

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)[262] , kurio tikslas yra pašalinti provokuojančios taktikos pačiam pirmam parduoti savo turimas taikinio įmonės akcijas (angl. *"front-end loaded"*)[263] 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

[257] Aktiengesetz, str. 327a(1): "Akcininko, turinčio ne mažiau kaip 95% akcijinio kapitalo, akcininkų susirinkimas [..] gali perleisti kitų akcininkų turimas akcijas šiam akcininkui už pakankamą kompensaciją grynaisiais pinigais" (*vertimas iš anglų kalbos*).
[258] UK Companies Act, str. 429.1.
[259] 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".
[260] Working paper, p. 32.
[261] Report.
[262] Direktyva, str. 3(1)(a).
[263] Bukart & Panunzi, pp. 48-49.

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.[264] Priedo, smulkieji akcininkai tokiu atveju susidurs su vadinamąja "kalinio dilema", kadangi kiekvienas iš jų žinos, kad kiti akcininkai dvejoja sutikti su oficialaus pasiūlymo kaina[265], t.y. atsiliepti 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.

5.4.1.2. Kuri kaina turėtų būti laikoma "teisinga"?

Savanoriško oficialaus pasiūlymo atveju, siūlytojas kainą gali nustatyti savo nuožiūrą, kai tuo tarpu privalomo oficialaus pasiūlymo kaina negali būti žemesnė negu aukščiausia siūlytojo už taikinio įmonės akcijas mokėta kaina per tam tikrą ES šalies nustatytą laiko tarpą.[266] Akivaizdu, kad 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.[267] Šios abejonės gali sukurti situaciją, kai smulkiųjų akcininkų pateikti "teisingos kainos" apskaičiavimai nuo tikrosios akcijos vertės skiriasi žymiai labiau negu rinkos kaina.[268] 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 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.[269]

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

[264] Kaisanlahti, p. 502.
[265] Lucian A. & Bebchuk L. C., p. 983.
[266] 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".
[267] Weston J. F., Mitchell M. L. & Mulherin J. H., pp. 232-255.
[268] Cox J. D., Hillman R. W. & Langevoart D. C., p. 99.
[269] Kaisanlahti, p. 505.

kuriantį taikinio įmonės potencialą. Kadangi nėra būdų ir logikos priversti siūlytoją tokius būsimos pridėtinės vertės elementus atskleisti, premijos (rinkos kainos ir pasiūlymo kainos dydžių skirtumo) dydis negali būti laikomas pateisinama priežastimi įrodinėjimo pareigai kitai šaliai perkelti.

5.4.1.3. "Mažumos daugumos" taisyklė

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).[270] 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 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) str.[271]

5.4.1.4. Aplinkybės, panaikinančios "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.[272] Tokia informacija gali atsirasti prieš pasiūlymo paskelbimą, pasiūlymo metu, per pasiūlymo galiojimo termino pratęsimą ar po pasiūlymo pabaigos. Tol kol smulkusis akcininkas turi galimybę apsispręsti (žinodamas visą esminę informaciją apie įmonę, kurios reikia priimti racionalų pasiūlymą) dabar ar atidėti jo 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.[273]

---

[270] Report, p. 65.
[271] Kaisanlahti, pp. 507-508.
[272] Ferran E., pp. 197-198.
[273] Kaisanlahti, pp. 510-512.

Antra, tikslingai iki pasiūlymo pabaigos neatskleista informacija bei atskleista klaidinga informacija ar klaidingai atskleista informacija turėtų būti pagrindas teisingumo prezumpcijai panaikinti.[274] 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.

5.4.2. Kai kurių ES šalių pavyzdžiai

Skirtingose ES jurisdikcijose sutinkamos teisingos kainos nustatymo ir tvirtinimo procedūros bei standartai skiriasi. Pavyzdžiui, Belgijoje privalomo akcijų pardavimo kaina yra nustatoma nepriklausomų ekspertų ir turi būti patvirtinta įgaliotos institucijos (CBFA), kai tuo tarpu Prancūzijoje, kur taikomas daugiamatis požiūris (kaina yra nustatoma remiantis objektyviais kriterijais, taikomais verslo ar akcijų perleidimams: įmonės turtu, jos pajamomis, jos akcijų rinkos kaina, įmonės bei jos dukterinių įmonių ateities verslo galimybėmis, kiekvienam iš šių elementų priskiriant tam tikrą, kiekvienu individualiu atveju skirtingą, reikšmę), pagal šį požiūrį nustatyta kaina turi būti patvirtinta prižiūrinčios institucijos (AMF). Olandijoje teisingą privalomo akcijų pardavimo kainą nustato Įmonių rūmai, kai tuo tarpu Vokietijoje ir JK tokią kainą nustato akcininkai savo iniciatyva, bet yra numatyta galimybė taip nustatytą kaina ginčyti teisme. Dėl ribotos šio darbo apimties netęsime šios diskusijos, ypač turėdami omeny, kad egzistuoja plačios apimties lyginamoji studija išsamiai nagrinėjanti šią ir kitas susijusias temas.[275]

5.5. "Teisinga" kaina Lietuvoje

Čia trumpai aptarsime pagrindinius standartus, į kuriuos orientuojantis turėtų būti sprendžiama ar nustatyta kaina yra teisinga ar ne. Be to, pagrindinius akcijų vertę nustatant naudojamus metodus, vertinimo principus bei Lietuvoje, susiklosčiusią praktiką šiuo klausimu ir įstatymų leidėjo poziciją.

[274] Ibid., p. 512-513.
[275] Žr. Working paper.

Atsižvelgiant į tai, kad privalomo akcijų pardavimo, kurio kaina yra prieš tai įgyvendinto oficialaus pasiūlymo kaina, "teisingos" kainos nustatymo ypatumai, problemos ir siūlymai tokias problemas spręsti buvo aptarti 5.4. poskyryje aukščiau, čia apsiribosime konstatuodami, kad visi 5.4. poskyryje pateikti argumentai yra aktualūs ir Lietuvoje galiojančioms nuostatoms, kurios "teisingą" privalomo akcijų pardavimo kainą sieja su oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo kaina, todėl pakartotinai šių nuostatų šiame skyriuje nenagrinėsime.

5.5.1. Akcijų "teisinga kaina" ir vertinimas

.VPĮ 37 str. 4 d. nustato, kad už akcijas siūloma kaina turi būti teisinga. Tos pačios šio straipsnio dalies 3) punktas, tuo atveju, kai akcijų kaina nustatoma akcijas superkančio asmens pasirinktu būdu, numato, kad toks būdas turi užtikrinti "teisingą" kainą. Čia kyla du klausimai. Pirma, pagal kokius pagal standartus turėtų būti vertinama, ar nustatyta kaina yra "teisinga"? Antra, kokiais "teisingos" kainos nustatymo būdais ir principais turėtų būti vadovaujamasi. Į šiuos klausimus bandysime atsakyti žemiau.

5.5.1.1 Teisingos kainos vertinimo standartai

Prieš atsakant į klausimą, kurie standartai yra laikomi priimtiniausiais vertinant, ar nustatyta kaina yra teisinga, derėtų konstatuoti, kad šiuo klausimu nėra jokios aktualios teismų praktikos. Be to, tokių standartų neįtvirtina jokių teisės aktų nuostatos.

LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas[276] (toliau – "Turto vertinimo įstatymas") skiria šiuos turto vertinimo standartus: rinkos vertės, atkuriamosios vertės ir naudojimo vertės. 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 kainą vykdomu sandoriu.[277] Todėl, rinkos vertė neturėtų būti vienintelis ir neginčijamas standartas vertinant išperkamų akcijų kainą.[278] Tokios nuomonės laikėsi ir LVAT, konstatuodamas, kad teisingos akcijos kainos nustatymas VPĮ 37 str. 4 d. 3) punkto prasme, turi užtikrinti "[..] teisingą atlyginimą už superkamas akcijas [..]", o ne akcijos rinkos vertę.[279] Analizuojant VPK nuomonę šiuo klausimu, galima daryti išvadą, kad artimiausiu "teisingai" vertei turėtų būti laikoma vienai akcijai tenkanti taikinio įmonės, kaip veikiančio verslo, vertė.[280] Taigi, įmonės, kaip veikiančio verslo standartas. Apibendrinant aukščiau įvardintą, autoriaus nuomone, galima manyti, kad Lietuvoje turėtų būti taikomas akcijos tikrosios vertės, išreikštos kaip vienai akcijai tenkančios įmonės, kaip veikiančio verslo, vertės dalies standartas.

[276] 1999 m. gegužės 25 d. LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas Nr. VIII-1202.
[277] Praktikos apibendrinimas.
[278] Ibid.
[279] 2008 m. kovo 17 d. LVAT Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008, p 13.
[280] Praktikos apibendrinimas.

5.5.1.2. Teisingos kainos nustatymo principai ir metodai

Kaip jau minėta, Vertybinių popierių įstatymas suteikia akcijas išperkančiam akcininkui teisę pasirinkti bet kokį akcijų vertės nustatymo būdą, su sąlyga, kad tokiu būdu nustatyta kaina yra "teisinga". "[..] 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."[281] Taigi, iš esmės akcijų vertę galima nustatyti bet kokias įstatymų neuždraudžiamais vertinimo metodais. Lietuvoje turto vertinimo principus ir metodus nustato minėtasis Turto vertinimo įstatymas, o rekomendacijas dėl konkretaus vertinimo metodo pasirinkimo pateikia LRV nustatyta Turto ir verslo vertinimo metodika[282] (toliau – "Turto vertinimo metodika"). Turto vertinimo įstatymo 7 str. numato šiuos vertinimo metodus: lyginamosios vertės, atkuriamosios vertė, naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba pinigų srautų diskonto) bei ypatingosios vertės metodą. Pastebėtina, kad šiame įstatyme pateiktų vertinimo metodų sąrašas nėra galutinis, t.y., priimtini ir kiti tarptautinėje praktikoje pripažinti metodai.[283] Taigi, pagal sisteminį VPĮ ir Turto vertinimo įstatymo nuostatų aiškinimą, galima daryti išvadą, kad akcijų vertinimas įmanomas praktiškai visais turto vertinimo metodais. Visgi, autoriaus nuomone, priimtiniausias metodas yra naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba pinigų srautu diskonto) metodas (toliau – "Diskonto metodas") arba kitaip - GPD. Taip šio darbo autorius mano dėl kelių priežasčių. Pirma, kaip argumentuojama 5.5.1.1. šio darbo skyrelyje, galima teigti, kad Lietuvoje pradeda įsitvirtinti teisingos vertės, kaip tikrosios akcijos vertės (įmonės, kaip veikiančio verslo dalies), vertinimo standartas. Turto vertinimo metodikos 21.3 punkte numatyta, kad naudojimo pajamų vertės (pajamų kapitalizavimo arba pinigų srautų diskonto) metodas – Diskonto metodas (GPD) taikomas tada, kai turtas vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną. Antra, šis metodas laikomas priimtiniausiu JAV ir daugelyje ES šalių. Autorius jokiu būdu neteigia, kad Diskonto metodas (GPD) turėtų būti taikomas dogmos principu, o juo nustatyta kaina turėtų būti vertinama kaip neginčijamai teisinga. Visgi, Diskonto metodui (GPD) turėtų būti suteiktas prioritetas kitų metodų atžvilgiu, o siekiant nuginčyti juo nustatytą kainą kaip neteisingą turėtų būti taikomi aukštesni įrodinėjimo standartai.

Lietuvoje susiklosčiusi praktika taip pat rodo, kad dažniausiai yra pasirenkamas būtent šis – Diskonto metodas (GPD).[284]

.

[281] 2008 m. kovo 17 d. LVAT Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008, p 11.
[282] 1996 m. vasario 14 d. LRV Nutarimas Nr. 244 Dėl turto vertinimo metodikos.
[283] Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, 7 str. 5 d.
[284] 2006 m. apžvalga; 2007 m. apžvalga.

VPK nustatant akcijos vertę rekomenduoja vadovautis bent dviem vertinimo metodais ir tik išimtinais atvejais – vienu metodu. Taip pat rekomenduojama atsižvelgti į išorinius veiksnius, tokius kaip rinkos kaina, buvusio oficialaus pasiūlymo kaina ir panašiai, t.y., iš esmės siūlo kažką panašaus į minėtąjį Delavero blokinį metodą, kuris yra nukonkuruotas GPD. Taip pat, VPK nuomone, derėtų netaikyti jokių "neutralumo principą" galinčių pažeisti koeficientų (pvz. mažumos diskonto).[285] Nors galima būtų tokia poziciją kritikuoti keliais aspektais (pvz. dėl reikalavimo taikyti bent du vertinimo metodus), atsižvelgiant į šios nuomonės neprivalomą, rekomendacinį, pobūdį ir tai, kad ji buvo paskelbta gan seniai ir nebuvo atnaujinta, be to, turint omeny ribotą šio darbo apimtį, to daryti nebūtina. Be to, iš esmės tokia nuomonė yra suderinama su šiame darbe analizuota kitu valstybių praktika ir teorijoje vyraujančiomis nuomonėmis.

[285] Praktikos apibendrinimas.

PABAIGA

Išvados ir pasiūlymai

Privalomo akcijų pardavimo teisės įtvirtinimas įneša dinamikos į įmonių perėmimų rinką bei skatina jos efektyvumo augimą (užtikrina kvalifikuotą ir efektyvų įmonių bei jų turto valdymą etc.) prisidėdamas prie visos visuomenės gerovės didėjimo. Taip pat šios teisės įtvirtinimas padeda išvengti "nemokančiojo" problemos ir sumažinti įmonės "atstovavimo" bei valdymo kaštus, įskaitant (bet jokiu būdu tuo neapsiribojant) didelius "listinguojamoms" įmonėms taikomų atskaitomybės reikalavimų laikymosi kaštus, t.y. taip pat yra efektyvi alternatyva "delistingavimo" procedūrai. Be to, kai šios teisės įgyvendinimo procedūra užtikrina "teisingą" kompensaciją už smulkiųjų akcininkų turimas akcijas, kaip taisyklė, ši teisė smulkiesiems akcininkams suteikia galimybę gauti didesnę kompensaciją, negu rinkos kaina ir neriboja jų teisės į nuosavybę. Atsižvelgiant į tai, kad aukščiau įvardintos nuomonės randamos tiek mokslinėje, tiek praktinėje literatūroje bei teismų ar jiems prilyginamų institucijų sprendimuose, galima konstatuoti, kad pirmoji hipotezė yra patvirtinta.

Nepaisant procedūrinių skirtumų, beveik visose jurisdikcijose sutinkamos tos pačios su privalomo akcijų pardavimo institutu siejamos problemos, tokios kaip informacijos asimetrijos ir didžiojo akcininko oportunistinio elgesio problema, privalomo akcijų pardavimo procedūroje slypinčio "prievartinio" elemento problema, "teisingos" kompensacijos už paimamas akcijas problema. Tyrimo metu taip pat buvo identifikuota Europai būdingesnė privalomo akcijų pardavimo teisės konstitucingumo problema. Taigi, iš esmės galime konstatuoti, kad problemos, su kuriomis susiduria skirtingos jurisdikcijos yra panašios. Tą patį galima pasakyti ir apie šių problemų sprendimo koncepcijų pasirinkimą. Išskirtinos tokios neutralizuojantį poveikį turinčios koncepcijos kaip smulkiųjų akcininkų daugumos patvirtinimo taisyklė ("mažumos daugumos taisyklė"), trečiojo asmens priežiūra, procedūrinė ar turiningoji peržiūra. Visgi, konkrečių aukščiau įvardintų problemų neutralizavimo būdų pasirinkimas skiriasi. Pavyzdžiui, "mažumos daugumos" taisyklė JAV įgyja visuotinio akcininkų susirinkimo formą, kai tuo tarpu EB modelyje (JK taisyklė) įtvirtinta kaip tam tikras į oficialų savanorišką pasiūlymą atsiliepusių smulkiųjų akcininkų skaičius; trečiojo asmens priežiūra gali materializuotis kaip specialaus iš nepriklausomų direktorių suformuoto komiteto patvirtinimas (JAV modelis "ilgojo" susijungimo privalomo akcijų pardavimo procedūroje) ar kaip valstybinės institucijos atliekama priežiūra (Olandija, Lietuva) etc. Procedūrinė ar turiningoji peržiūra yra suprantama kaip galimybė apskųsti tam tikrą privalomo akcijų pardavimo elementą ar pačią procedūrą teismui ar valstybinei institucijai. Nustatyti patys įvairiausi kiekvieną iš šių peržiūrų įtvirtinti naudojami būdai (tam tikrų galių teismui suteikimas įstatymu (Lietuva, kitos ES valstybės), teisminio

vertinimo standartų nustatymas teismų sprendimais (JAV) etc.). Įvertinus visa tai, galime teigti, kad antroji hipotezė yra patvirtinta iš dalies, nes nors susiduriama su panašiomis problemomis ir jų sprendimo koncepcijomis, praktikoje egzistuojantys tokių problemų neutralizavimo būdai skiriasi.

Privalomo akcijų pardavimo teisė Lietuvoje galima ne tik po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo (kaip numatyta Direktyvoje), bet ir kitais atvejais kai yra pasiekiama VPĮ nustatyta riba. Privalomo akcijų pardavimo teise gali pasinaudoti Akcinių Bendrovių, kurios yra nuosavybės vertybinių popierių emitentai (išskyrus, kai Akcinė Bendrovė yra išimtinai konvertuojamųjų obligacijų emitentas), didieji akcininkai, remiasi viešosios prekybos akcijomis, o ne prekybos reguliuojamoje rinkoje kriterijumi (kaip EB modelis). Taigi, Lietuvos privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelis yra platesnės apimties negu EB modelis. Visgi, lietuviškąjį teisinio reguliavimo modelį visų pirma galima kritikuoti dėl nenuoseklumo ir akcininkų lygiateisiškumo principo neužtikrinimo: nors VPĮ numato galimybę skelbti oficialų pasiūlymą dėl visų rūšių vertybinių popierių, privalomo akcijų pardavimo teisės įgyvendinimas negalimas net ir kai kurių nuosavybės vertybinių popierių, t.y., konvertuojamųjų obligacijų atžvilgiu. Autoriaus nuomone, įstatymų leidėjui derėtų įtvirtinti nuostatą, kad tais atvejais, kai privalomas akcijų pardavimas yra vykdomas po oficialaus pasiūlymo nepraėjus trims mėnesiams, tokio privalomo pardavimo metu galima būtų reikalauti parduoti tokių rūšių vertybinius popierius, kurie buvo tokio oficialaus pasiūlymo dalyku. Lietuviškasis modelis kritikuotinas ir dėl kai kurių kitų procedūrinių aspektų. Pirma, dėl abejotino VPK vaidmens privalomo akcijų pardavimo procese ir reikšmės užtikrinant smulkiųjų akcininkų teisių apsaugą. Autoriaus nuomonė, derėtų imtis priemonių sumažinant smulkiajam akcininkam tenkančią bylinėjimosi išlaidų dalį (įteisinant kolektyvinio ieškinio institutą, perkeliant išlaidas bei turto vertinimo kaštus taikinio įmonei) ar išvis panaikinti VPK vaidmenį šioje procedūroje (arba palikti jai galimybę teikti nesaistančias rekomendacijas smulkiesiems akcininkams) ir numatyti jos privalomą dalyvavimą sprendžiant ginčus dėl "teisingos" kainos nustatymo bendrosios kompetencijos teismuose. Antra, dėl "prievartinio" elemento, kurį galima įžvelgti VPĮ 37 str. 14 d. procedūroje, numatančioje galimybę teismui sustabdyti privalomo akcijų pardavimo procedūrą ginčo dėl "teisingos" kainos atveju. Taip atsitikus didysis akcininkas neprivalo pirkti taikinio įmonės akcijų. Dėl to, akcijas pardavę akcininkai atsiduria geresnėje padėtyje negu jų nepardavę. Paprasčiausia šią problemą išspręsti privalomo akcijų pardavimo atveju numatant pareigą didžiajam akcininkui nupirkti visų to pageidaujančių smulkiųjų akcininkų akcijas.Trečia, dėl neaiškios privalomo akcijų pardavimo eigos tuo atveju, kai vyksta ginčas dėl "teisingos" kainos,

o privalomo akcijų pardavimo procedūra nesustabdoma. Įstatymų leidėjui derėtų patikslinti savo poziciją šiuo klausimu. Taigi, trečioji hipotezė pasitvirtino.

Siekiant nustatyti "teisingą" akcijų kainą ar vertę dominuojančiu vertės standartu yra laikoma įmonės, kaip veikiančio verslo vertė. Nepaisant to, tais atvejais, kai nustatyta kaina yra aiškiai neteisinga, derėtų vadovautis likvidacinės vertės ar rinkos kainos standartais.
"Teisingai" akcijų vertei nustatyti turėtų būti naudojamas grynųjų piniginių srautų diskonto metodas, kuris pripažintinas pačiu liberaliausiu ir moderniausiu metodu verslui vertinti. Aišku, neretai susiduriama su problema, kuriuos vertę turinčius elementus įtraukti į šiuo metodu gautą vertę. Sutartinio atsakymo į šį klausimą nėra. Atrodo, kad antrasis pagal populiarumą yra vadinamasis mišrusis ar blokinis vertinimo metodas, kuris atsižvelgia į daugelį faktorių (akcijos rinkos kainą, jos buhalterinę vertę etc.), visgi, šis metodas turėtų duoti kelią pirmajam, ir būti naudojamas tik pirmuoju gautai vertei patikslinti. Autoriaus nuomone, galime laikyti ketvirtąją hipotezę patvirtinta.

NAUDOTŲ ŠALTINIŲ SĄRAŠAS

Teisės aktai

LR teisės aktai ir ratifikuotos konvencijos

1. 1992 m. lapkričio 2 d. Lietuvos Respublikos Konstitucija.
   Prieiga per Internetą: http://www3.lrs.lt/home/Konstitucija/Konstitucija.htm, 08/10/25.
   (*cituojama*: "LR Konstitucija", str.);

2. 2007 m. sausio 18 d. LR Vertybinių popierių įstatymas Nr. X-1023. Valstybės Žinios, 2007, Nr. 17-626.
   (*cituojama*: "LR Vertybinių popierių įstatymas", str.);

3. 2007 m. sausio 18 d. LR Finansinių priemonių rinkų įstatymas. Nr. X-1024.
   (*cituojama*: "LR Finansinių priemonių rinkų įstatymas", str.);

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.
   (*cituojama*: "LR Vertybinių popierių rinkos įstatymas", str.);

6. 2000 m. liepos 13 d. LR Akcinių bendrovių įstatymas. Nr. VIII-1835.
   (*cituojama*: "ABĮ", str.);

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.
   (*cituojama*: "Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas", str.);

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).
   Prieiga per Internetą:
   http://www.EŽTK.coe.int/EŽTK/EN/Header/Basic+Texts/Basic+Texts/The+European+Convention+on+Human+Rights+ir+its+Protocols/ , 08/10/25.
   (*cituojama:* "EŽTK");

10. 1996 m. vasario 14 d. LRV Nutarimas Nr. 244 Dėl turto vertinimo metodikos.

EB teisės aktai

11. 2004 balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų, OJ L 142, 2004, pp. 12-23.
    (*cituojama*: "Direktyva", str.);

12. 1978 m. spalio 9 d. Direktyva 78/855 EEB dėl ribotos atsakomybės bendrovių susijungimo, OJ L 295, 1978, p. 36.
    (*cituojama*: "Trečioji bendrovių teisės Direktyva", str.);

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. (*cituojama*: "Antroji bendrovių teisės Direktyva", str.);

14. 1977 m. Europos Komisijos rekomendacija dėl Europos veiklos, susijusios su sandoriais dėl perleidžiamųjų vertybinių popierių, kodekso OJ L 212, 1977 p. 37. (*cituojama*: "EK rekomendacija dėl veiklos kodekso", str.);

Užsienio valstybių teisės aktai

15. Aktiengesetz. Prieiga per Internetą: <http://bundesrecht.juris.de/aktg/BJNR010890965.html-BJNR010890965BJNG052600377>, 08/10/25. (*cituojama*: "Aktiengesetz", str.);

16. Delaware General Corporation Law (2008 m. kovo 25 d.) Prieiga per Internetą: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.shtml - P-1_0>, 08/10/25. (*cituojama*: "DGCL", str.);

17. Rules and Regulations Under the Securities Exchange Act of 1934 Prieiga per Internetą: <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>, 08/10/25. (*cituojama*: "SEC Taisyklės");

18. UK Company law of 1985. Prieiga per Internetą: <http://www.statutelaw.gov.uk/content.aspx?activeTextDocId=2975166 - attrib> 08/10/25. (*cituojama*: "UK Company law", str.);

Literatūra

19. Misius R., *"Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika"*. 2004, Jurisprudencija [Nr. 55:47], pp. 90-101. (*cituojama*: "Misius", p.);

20. Abrams K. G. ir Laster T. *"New Delaware rules for going private transactions"*. 2005, INSIGHTS [Vol. 19: 7], pp. 9-13. (*cituojama*: "Abrams & Laster", p.);

21. Akerlof, G. A., *"The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism"*. 1970, Quarterly Journal of Economics [Vol. 84:3], pp. 488-500. (*cituojama*: "Akerlof");

22. Aronstam B. R., Balotti R. F. ir 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], pp. 519-558.
(cituojama: "Aronstam, Balotti & Rehbock", p.);

23. Birkner A. ir Hasenauer C. "*Squeeze-out options defined*".
2007, International Financial Law Review, Mergers & Acquisitions [Vol. 26], pp. 13-15.
(*cituojama*: "Birkner & Hasenauer", p.);

24. Brealey R. A., Myers S. C. *"Capital Investment and Valuation"*.
(Brattle Group, McGraw-Hill Professional 2003).
(*cituojama*: "Brealey & Myers", p.);

25. Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 10/2003: *"Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the dynamics of the tender offer process"*.
2003, Stockholm Institute of Transitional Economics & Departament of Finance, Stockholm School of Economics and CEPR. Prieiga per Internetą: <http://ssrn.com/abstract=420940>, 08/10/25.
(*cituojama*: "Bukart & Panunzi", p.);

26. 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. Prieiga per Internetą: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=884080>, 08/10/25.
(*cituojama:* "Bukart & Panunzi 2", p.);

27. Campbell R. B. Jr. *"Fair value and fair price in corporate acquisitions"*.
1999, North Carolina Law Review [Vol. 78], pp. 101-152.
(*cituojama*: "Campbell", p.);

28. 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], pp. 359-396.
(*cituojama*: "Coffee J. C.", p.);

29. Cox J. D., Hillman R. W. & Langevoart D. C., "*Securities Regulation – Cases and Materials"*, 4th edn. (Gaithersburg, Aspen Publishers 2004).
(*cituojama*: "Cox J. D., Hillman R. W. & Langevoart D. C.", p.);

30. Dijk, P., Hoof G. J. H. *"Theory and Practice of the European Convention on Human Rights",*
3rd edn. (The Hague, Kluwer Law International 1998).
(*cituojama*: "Dijk & Hoof", p.);

31. 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], pp. 416-439.
(cituojama: "Edwards");

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

33. Ferran E., "*Building an EU Securities Market"*

(Cambridge, Cambridge University Press 2004).
(*cituojama:* "Ferran E.", p.);

34. Gilson R. J. & Gardon J. N. *"Controlling controlling shareholders"*.
2003, University of Pensylvania Law Review [Vol. 152:785], pp. 785-843.
(*cituojama*: "Gilson & Gardon", p.);

35. Goode R., Goode R. M., Kronke H., McKendrick E., Wool j. "*Transnational Commercial Law: Text, Cases and Materials"*.
(Oxford, Oxford University press 2007).
(*cituojama*: "Goode et al.");

36. Hamermesh L. & Wachter M. L. "*The fair value of cornfields in Delaware*".
Prieiga per Internetą: <http://lsr.nellco.arg/upenn/wps/papers/76>, 08/10/25.
(cituojama: "Hamermesh & Wachter", p.);

37. 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], pp. 645-689.
(*cituojama*: "Iacono", p.);

38. Johnston A. *"Takeover regulation: historical ir theoretical perspectives on the city code"*.
2007, Cambridge Law Journal [Vol. 66: 2], pp. 422-460.
(*cituojama*: "Johnston", p.);

39. Kaisanlahti T. *"When is a tender price fair in the squeeze-out?"*.
2007, European Business Organization Law Review [Vol. 8], pp. 497-519.
(*cituojama*: "Kaisanlahti", p.);

40. 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.
(*cituojama*: "Kluiver", p.);

41. Kraakman R. R. et al. *"The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*".
(Oxford, Oxford University Press 2004).
(*cituojama*: "Kraakman R. R. et al*"* , p.);

42. Krohn M. *"Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights"*.
2004, European Business Law Review [Vol 15], pp. 159-182.
43. (*cituojama*: "Krohn", p.);

44. Kuklis R. "*Squeeze-out: Slovak Republic*".
Prieiga per Internetą:<http://www.financnik.sk/financie.php?did=349&article=429>, 08/10/25.
(*cituojama*: "Kuklis", p.);

45. 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], pp. 305-357.
(*cituojama*: "Levy", p.);

46. Lucian A. & Bebchuk L. C. *"The Case against Board Veto in Corporate Takeovers"*.
2002, 69 University of Chicago Law Review [Vol. 69], pp. 973-1035.
(*cituojama*: "Lucian A. & Bebchuk L. C.", p.);

47. Michael R. "*Overview of merger ir acquisition process in Greece ir recent legislative developments"*.
2005, International Financial Law Review [Vol. 24], pp. 49-51.
(*cituojama*: "Michael", p.);

48. Pinto A. R., Branson D. M. "*Understanding Corporate Law*".
2nd edn. (New York, M. Bender 2004).
(*cituojama:* "Pinto & Branson", p.);

49. Pritchard A. C. *"Tender offers by controlling shareholders: the spectre of coercion and fair price"*.
2004, Berkeley Business Law Journal [Vol. 1:83], pp. 83-111.
(*cituojama*: "Pritchard", p.);

50. Rirall S. T., "*Revising the Delaware Appraisal Statute"*.
2000, Delaware Law Review [Vol. 3:1].
(*cituojama*: "Rirall S. T.", p.);

51. Reemers J. ir Schultze Enden H. P. "*The European Directive on Takeover Bids: A Comparison with U.S. Tender Offer Practices*".
2005, Publication. Prieiga per Internetą: <http://www.jonesday.com/pubs/pubs_detail.aspx?pubID=2875>, 04/05/08.
(*cituojama*: "Publication on Takeover Directive");

52. Regner W. D. *"Going private in the US"*.
2006, International Financial Law Review, Supplement: The 2006 Guide to Mergers ir Acquisitions.
Prieiga per Internetą: < http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=21679&SID=624573>, 02/05/08.
(*cituojama*: "Regner", p.);

53. Siska K. ir Tadlánková L. "*Shareholders feel the squeeze*".
2007, International Financial Law Review, Mergers & Acquisitions [Vol. 26], pp. 75-77.
(*cituojama*: "Siska & Tadlánková", p.);

54. Subramanian G. *"Fixing Freezeouts"*.
2005, Yale Law Journal [Vol. 115], pp 2-70.
(*cituojama*: "Subramanian", p.);

55. Theiss W. "*Czech Republic: Squeeze-out regime*".
2006, International Financial Law Review [Vol. 25], pp. 70-71.
(*cituojama*: "Theiss", p.);

56. Weiss E. J. *"The law of take out mergers: a historical perspective"*.
1981, New York University Law Review, [Vol. 56] p. 624.

(*cituojama*: “Weiss”, p);

57. Weston J. F., Mitchell M. L. & Mulherin J. H., “*Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance”*.
4th edn. (Upper Saddle River, NJ, Pearson Prentice Hall 2004).
(*cituojama*: “Weston J. F.,Mitchell M. L. & Mulherin J. H.”, p.);

Teismų praktika

LRKT

58. 2003 m. kovo 4 d. nutarimas. Valstybės žinios. 2003, Nr. 24-1004.
(*cituojama*: “LRKT nutarimas”).

LVAT

59. 2008 m. kovo 17 d. LVAT Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008;

60. 2006 m. balandžio 24 d. Nutartis byloje T-XX-29-06.

EŽTT

61. Bramelid ir Malmström v Sweden application no 8588-89/79, 1982.
(*cituojama*: “*Bramelid”*);

62. Cesnieks v Lithuania application no 56400/00, 2002.
(*cituojama*: “*Cesnieks”*);

63. Sovtransavto Sovtransavto Holding v Ukraine application no 48553/99, 2002.
(*cituojama*: “*Sovtransavto”*).

Europos Žmogaus Teisių Komisija

64. Norbert Kind v Germany application no 44324/98, 2000.
(cituojama: “Kind”).

Delavero Valstijos Aukščiausiasis Teismas

65. Tri Continental Corp. v. Battye. 74 A.2d 71, (Del. 1950).
(*cituojama*: “Tri Continental”, para.);

66. Case Bell v. Kirby Lumber Corp., 413 A.2d 137 (Del. 1980).
(*cituojama*: “Bell v. Kirby Lumber”, para.);

67. Smith v. Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).
(*cituojama*: “Smith v. Gorkom”, para.);

68. Weinberger v.UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).
(*cituojama*: “Weinberger”, para.);

69. Revlon Inc. v. MacIrrews & Farbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).
(*cituojama*: "Revlon Inc. v. MacIrrews & Farbes Holdings", para.);

70. Cavalier Oil Corp. v. Harnett. 564 A.2d 1137 (Del. 1989).
(*cituojama*: "Cavalier Oil Corp.", para.);

71. Kahn v. Lynch Communication systems. 638 A.2d 1110 (Del. 1994).
(*cituojama*: "Kahn v. Lynch Communication systems", para.);

72. Solomon v. Pathe Communications Corp., 672 A 2d 35 (Del. 1996).
(*cituojama*: "Solomon v. Pathe Communications", para.);

73. Unocal v. Unocal Explaration Corp. 777 A. 2d (Del. 2001).
(*cituojama*: "Unocal", para.);

74. Roenblatt v. Getty Oil Co., 493 A.2d 929 (Del. 1985).
(*cituojama*: "Roenblatt", para.);

75. McMullin *v. Beran*, 765 A.2d 910, (Del. 2000).
(*cituojama*: "McMullin", para.).

Delavero Valstijos Lordo Kanclerio Teismas

76. Cooper v. Pabst Brewing Co., No. Civ. A. 7244, 1993 WL 208763 (Del. Ch. June 8, 1993) (mem.).
(*cituojama*: "Cooper v. Pabst Brewing", para.);

77. Kahn V. Tremont Corp., No. Civ. A. 123339, WL 145452, (Del. Ch. Mar. 21, 1996).
(*cituojama*: "Kahn V. Tremont carp", para.);

78. Kahn v. Tremont Corp. No. civ. A. 12339, 1996 WL 145452 (Del. Ch. Mar. 21, 1996) (mem.).
(*cituojama*: "Kahn V. Tremont Corp (mem.)", para.);

79. David J. Greene & Co. v. Dunhill International, Inc., 249 A.2d 427 (Del. Ch. 1968).
(*cituojama*: "David j. Greene & Co.", para.);

80. Ryan v. Tad's Enterprises, Inc., 709 A.2d 682 (Del. Ch. 1996).
(*cituojama*: "Ryan", para.);

81. *Cede & Co. v. Technicolar, Inc.*, 1990 WL 161084 (Del. Ch., Oct. 19,1990).
(*cituojama*: "Cede & Co.", para.);

82. Gholl v. eMachines, Inc., Nr. 19444-NC, 2004 Del. Ch. LEXIS 171 (Del. Ch. Nov. 24, 2004).
(*cituojama*: "Gholl", para.);

83. Dobler v. Montgomery Cellular Holding Co., Inc., 2004 WL 2271592 (Del. Ch. Sep. 30, 2004).
(*cituojama*: "Dobler", para.);

84. Emerging Communications, Inc. Shareholders Litig. 2004 Del. Ch. LEXIS 56, (Del. Ch. May 3, 2004).
(*cituojama*: "Emerging Communications", para.);

85. In re Siliconix Shareholder Litigation, 2001.
(cituojama: "Siliconix");

86. In re Pure Resources, 2002.
(cituojama: "Pure Resources").

Teismų ir kitų institucijų dokumentai

LRS dokumentai

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

LRKT dokumentai

88. 2006 m. spalio 5 d. LRS narių grupės prašymas LRKT Nr. 1B-55/2006.

VPK dokumentai

89. 2007-10-04 išaiškinimas dėl vertybinių popierių įstatymo ketvirtojo skirsnio nuostatų taikymo Nr. 4K-95. Prieiga per Internetą: http://www.vpk.lt/documents/2007-4K-95.pdf, 08/10/25.
(*cituojama*: "Išaiškinimas");

90. Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje 2007 metais apžvalga.
Prieiga per Internetą: http://www.vpk.lt/new/documents/Privalomas akciju pardavimas 2007 (inten zinute) (2) (2).doc, 08/10/25.
(*cituojama*: "2007 m. apžvalga");

91. Privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo Lietuvoje apžvalga.
Prieiga per Internetą: http://www.lsc.lt/uploads/Privalomo akciju pardavimo apzvalga.pdf, 08/10/25.
(*cituojama*: "2006 m. apžvalga");

92. 2006 01 13 Pasitarimo dėl praktikos pradedant taikyti naują privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo teisinį institutą apibendrinimas.
Prieiga per Internetą: http://www.vpk.lt/lt_old/print.php?id=1975, 08/10/25.
(*cituojama*: "Praktikos apibendrinimas").

EB dokumentai

93. 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.
(cituojama – "Memorandumas");

94. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2002, 4 November, Brussels. Prieiga per Internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/repart_en.pdf, 04/05/08.
(*cituojama*: "Report on Company Law", p.);

95. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takover Bids, 2002, 10 January, Brussels, Prieiga per Internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takoverbids/report_en.pdf, 04/05/08.
(*cituojama*: "Report", p.);

96. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, prieiga per Internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf, 04/05/08.
(*cituojama*: "Implementation Report", p.).

Delavero Valstijos Lordo Kanclerio Teismo dokumentai

97. 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*.
(*cituojama*: "Plaintiffs v. CEDE & Co.", para.);

98. Memorandum opinion and order (Submitted June 15, 2001 and decided June 19, 2001) *In re* Siliconix Incorparated Shareholder Litigation.
(*cituojama*: "Siliconix", para.);

99. Memorandum opinion (Submitted July 16, 1982 and decided February 1, 1993) in proceedings between William B. Weinberger v. UOP, INC.
(*cituojama*: "Weinberger", 457 A.2d, para.);

100. 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.
(*cituojama*: "Kahn v. Lynch", 638 A.2d, para.);

101. Memorandum opinion (Submitted November 14, 1995 and decided January 4, 1996) in proceedings between Robert Solomon v. Pathe Communications, INC.
(*cituojama*: "Solomon v. Pathe", 672 A.2d, para.);

102. Memorandum opinion (Submitted April 3, 2001 and decided July 25, 2001) *In re* Unocal Exploration Shareholders Litigation.
(*cituojama*: "Unocal", 777 A.2d, para.);

103. Memorandum opinion (Submitted September 27, 2002 and revised October 7, 2002) *In re* Pure Resources Shareholder Litigation.
(*cituojama*: "Pure Resources", 808 A.2d, para.);

104. Memorandum opinion (Submitted May 9, 2005 and decided June 6, 2005) *In re* Cox Communications, INC. Shareholders Litigation.
(*cituojama*: "Cox", Consol. C.A. Nr. 613-N, para.).

Interneto šaltiniai

105. Visi cituojami LR teisės aktai gali būti rasti oficialioje LRS svetainėje (jei prie konkretaus akto nenurodytas jo publikacijos numeris). Prieiga per Internetą: www.lrs.lt, 08/09/10;

106. Visi EŽTT ir Komisijos dokumentai gali būti rasti EŽTT oficialioje paieškos svetainėje. Prieiga per Internetą: http://www.echr.coe.int/Hudoc.htm , 08/09/10;

107. 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;

108. Informacija, skelbiama oficialiame Delavero valstijos internetiniame puslapyje. Prieiga per Internetą: http://corp.delaware.gov/, 08/09/10;

109. Reuters Financial skelbiama informacija. Prieiga per interneta: http://www.thomsonreuters.com/ , 08/05/10;

110. Prieiga per interneta: http://www.answers.com/topic/minority-discount#Business_Dictionary , 08/05/10.

SANTRAUKA

Smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos ir efektyvios įmonių perėmimo rinkos (angl. "*efficient takeover market"*) kategorijų konfliktiškas santykis privalomo akcijų pardavimo institute tampa pagrindine dilema įstatymų leidėjui nustatant privalomo akcijų pardavimo procedūrą ir įmonių perėmimus reguliuojančias taisykles.

Privalomas akcijų pardavimas Lietuvoje yra ganėtinai naujas teisinis reiškinys. Tą patį galima pasakyti apie EB lygiu įtvirtintą šio instituto teisinio reguliavimo modelį. Kita vertus, kai kuriose ES valstybėse privalomo akcijų pardavimo teisė legalizuota gerokai anksčiau negu minėtasis, Tryliktąja įmonių teisės Direktyva dėl įmonių perėmimo pasiūlymų įtvirtintas, modelis. Ši koncepcija ilgesnį laiką žinoma ir JAV valstijų teisės sistemose.

Privalomu akcijų pardavimu yra laikoma situacija, kai didysis įmonės akcininkas, kuris turi tam tikrą įmonės kontrolės dalį, savo iniciatyva už įstatymų numatytu būdu nustatytą kainą išperka įmonės smulkiųjų akcininkų turimas akcijas.

Tryliktąja įmonių teisės direktyva pristatytas privalomo akcijų pardavimo modelis dėl direktyvoje naudoto minimalaus harmonizavimo metodo nesuvienodino ES valstybių nacionalinių privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelių, tiesiog kai kuriais atvejais tokios teisės taikymą išplėtė įmonių, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje akcijų atžvilgiu.

Nors privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo procedūros bei atvejai, kada ir kam galima tokia procedūra pasinaudoti, skiriasi, visose jurisdikcijose kyla panašios praktinės ir teorinės su šiuo institutu susijusios problemos. Tarp tokių problemų ypatingą vietą užima "teisingos" kainos ar "teisingos" vertės problema. Tryliktąja įmonių teisės direktyva įtvirtintų JK ir Kontinentinės taisyklių nuostatos įtvirtina jų nustatytas sąlygas atitinkančių oficialių pasiūlymų kainos teisingumo prezumpciją, jei būtent tokia kaina inicijuojamas privalomas akcijų pardavimas. Tuo tarpu Delavero valstijos teismai "teisingai" kainai ar "teisingai" vertei nustatyti naudoja skirtingus teisminio vertinimo standartus: visiško sąžiningumo standartą ir verslo vertinimo taisyklę. Čia taip pat dėmesio yra skiriama kai kuriems privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimo sąlygų, įskaitant kompensacijos už akcijas, tvirtinimo elementams, t.y. iš nepriklausomų direktorių sudaryto specialaus komiteto pritarimui ir daugumos smulkiųjų akcininkų pritarimui. Atrodo, kad daugelyje jurisdikcijų nustatant "teisingą" akcijų kainą ar "teisingą" akcijų vertę vadovaujamasi įmonės, kaip veikiančio verslo vertės standartu, o tokia vertė nustatoma naudojant grynųjų piniginių srautų diskonto metodą.

Galima identifikuoti ir Europos kontinentui būdingesnę su privalomo akcijų pardavimo instituto įteisinimu susijusią problemą – šio instituto konfliktišką santykį su Europos Žmogaus Teisių konvencijos Pirmojo protokolo bei nacionalinių konstitucijų garantuojama teise į nuosavybę.

Visgi, atrodo, kad Europos Žmogaus Teisių teismas, kaip ir kai kurių Europos valstybių nacionaliniai teismai, pripažino, kad privalomo akcijų pardavimo teisė teisės į nuosavybę nepažeidžia.

Lietuvai, kuri kiek išplėtė Tryliktoje įmonių teisės direktyvoje nustatytos privalomo akcijų pardavimo teisės taikymo sritį visų balsavimo teises suteikiančių nuosavybės vertybinių popierių emitentų akcijų atžvilgiu, bei suteikė galimybę pasinaudoti šia teise nepriklausomai nuo oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo, taip pat būdingos aukščiau įvardintos problemos. Be to, Lietuvoje įtvirtintas privalomo akcijų pardavimo teisinio reguliavimo modelis galėtų būti kritikuojamas dėl nekonkretumo, nepakankamos smulkiųjų akcininkų teisių apsaugos ir perteklinių procedūros elementų.

SUMMARY

Conflicting interests of minority shareholder protection and efficient takeover market constitute a fundamental dilemma for squeeze-out procedure and takeover regulation.

Squeeze-out is a new concept in Lithuania. The same can be indicated about squeeze-out regulations on Community level. On the other hand, in some of EU member states the squeeze-out right was legalized well before the aforementioned Community rules on squeeze-outs were adopted in Thirteenth company law directive. Squeeze-out right is mature and well-known concept in USA.

Squeeze-out right defines a situation where major shareholder, which has obtained particular amount of control in target company, on his own initiative forces minority shareholders to sell their shares to him for the price set under procedure prescribed by the laws.

The regulation of squeeze-outs introduced by Thirteenth company law directive did nor manage to harmonize national squeeze-outs rules of member states as the Directive set only the minimum standards for national legislation. The only thing that was done by the Directive, was the extension of scope of national rules to include squeeze-out right given to all controllers of listed companies.

Though procedures used to implement squeeze-outs and availability of squeeze-out right differ from jurisdiction to jurisdiction, similar practical and theoretical problems that rises because or in relation to with squeeze-out right can be identified. Within such problems the problem of "fair" price or value should be mentioned at the first place. Provisions of Thirteenth company law directive that put forward Continental and UK rules, set the presumption of "fair" price of a squeeze-out if its' price is set at the level of preceding public bid, if the bid itself is executed under the provisions of the Directive. Whereas, courts of Delavare use different legal standards ("entire fairness test" and "business judgment rule") to determine "fair" price or value. Here

attention is also paid to particular procedural elements of the squeeze-out, i.e., approval of special committee formed from independent directors or majority of minority shareholders. It looks that in most of the jurisdictions "going concern" value is considered as a leading standard when defining "fair" price or value of a share, whereas such a value is established by using discounted cash flow method.

Another problem, which is more specific for European jurisdictions, i.e. problem of squeeze-out and its' relation with protection of property provided by the First protocol of European Convention on Human Rights and national constitutions, can be identified. Anyway, it seems that European Court of Human Rights, as well as national courts, found that squeeze-out right does not infringe right to property.

Lithuania, which extended the application of squeeze-out right prescribed in Thirteenth company law directive with respect to securities carrying voting rights of all issuers of such securities and made the right available regardless whether it is implemented after a public bid or not, faces the same above-mentioned problems. Additionally, Lithuanian model could be criticized for inconsistency, insufficient protection of the rights of minority shareholders and excess elements of procedure.