

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETO  
TEISĖS FAKULTETO  
VERSLO TEISĖS KATEDRA

VYTAUTAS ŠENAVIČIUS  
VERSLO TEISĖ

**PAREIGOS TEIKTI PRIVALOMĄ OFICIALŲ SIŪLYMĄ DĖL EMITENTO  
VERTYBINIŲ POPIERIŲ ĮGYVENDINIMAS PAGAL LIETUVOS TEISMŲ PRAKTIKĄ**

Magistro baigiamasis darbas

Darbo vadovas-  
Lekt. dr. Tomas Talutis

Vilnius, 2010

## TURINYS

SANTRUMPOS.....	3
ĮVADAS.....	4
1. OFICIALAUS SIŪLYMO TEISINIO INSTITUTO REGLAMENTAVIMAS LIETUVOJE IR EUROPOS SAJUNGOJE .....	8
1.1. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos Nr. 2004/25/EB priėmimo problematika.....	8
1.2. Direktyvos harmonizavimo problemos Bendrijos šalių teisėje.....	13
1.2.1. Harmonizavimas Europos Sąjungoje.....	14
1.2.2. Direktyvos nuostatų įgyvendinimas Lietuvoje.....	16
2. PAREIGOS TEIKTI OFICIALŲ SIŪLYMŲ ĮGYVENDINIMAS LIETUVOJE.....	21
2.1. Pareigos teikti oficialų siūlymą įgyvendinimo ginčai Lietuvos Respublikos teismuose.....	21
2.1.1. Pareiga teikti oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę.....	22
2.1.2. Susitariančiai veikiančių asmenų problema.....	23
2.1.3. Akcininkų, pretenduojančių į oficialų siūlymą, problemos.....	26
2.2. Piktnaudžiavimas rinka.....	33
3. TEISINGOS KAINOS NUSTATYMAS.....	38
3.1. Teisinga kaina ir teisinga vertė.....	38
3.2. Sąžiningos kainos nustatymas.....	40
3.2.1. Savanoriškas oficialus siūlymas ir teisinga kaina.....	40
3.2.2. Privalomo oficialaus siūlymo kainos nustatymo taisyklės Direktyvoje Nr. 2004/25/EB ir tendencijos Lietuvos nacionalinėje teisėje.....	42
3.2.3. Išlyga iš teisingos kainos nustatymo taisyklės.....	44
IŠVADOS.....	51
NAUDOTOS LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	54
SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA.....	64
SANTRAUKA ANGLŲ KALBA.....	65

## SANTRUMPOS

- AB – Akcinė bendrovė Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo prasme
- ABĮ – Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas
- BK – Lietuvos Respublikos Baudžiamasis Kodeksas
- BVP – Bendrasis vidaus produktas
- CESR – (The Committee of European Securities Regulators) Europos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų komitetas
- CK – Lietuvos Respublikos Civilinis Kodeksas
- Direktyva - Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2004/25/EB
- EK – Europos Komisija;
- ES – Europos Sąjunga
- EP – Europos Parlamentas
- ETT – Europos Teisingumo Teismas
- FPRĮ – Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkos įstatymas
- Ibid – Ibidem
- JAV – Jungtinės Amerikos Valstijos
- JK – Jungtinė Karalystė
- KONTRAG – Vokietijos aktas dėl įmonių valdymo ir viešumo reikalavimų
- 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
- OS – Oficialus Siūlymas
- UAB – uždaroji akcinė bendrovė ABĮ prasme
- VPI – Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas
- VPK – Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija

## Ivadas

Didėjant laisvo kapitalo judėjimui pasaulyje bei sparčiai besivystant rinkoms ir išvestiniams rinkų instrumentams, išskyla vis didesnių problemų reglamentuojant, apsaugant bei suteikiant tam tikras teises ir pareigas investuotojams, vadovybei, prižiūrinčioms institucijoms. Finansų rinkų spartus vystymasis įgauna vis įvairesnius pavidalus ne tik Europos Sąjungoje, bet ir visame pasaulyje, antra vertus, yra susijęs su tam tikromis grėsmėmis. Pavyzdžiu čia galėtų būti nuo 2003 iki 2007 metų<sup>1</sup> augusios vertybinių popierių rinkos. Šios rinkos atspindėjo įmonių susijungimų bei perėjimų skaičiaus didėjimą, kuris rodė, kad pasaulio lūkesčiai dėl tolesnio ekonomikos, o kartu ir gerovės augimo vis didėja. Beatodairiškas tikėjimas, kad tokios investicijos, kaip nekilnojamasis turtas, negali pigti dėl didėjančio gyventojų skaičiaus bei augančios ekonomikos ir kitų priežasčių, sukėlė nekilnojamojo turto „burbulo“ Jungtinėse Amerikos Valstijose sprogią, kurio saitai per išvestinius bei tiesioginius investavimo instrumentus (įvairias obligacijas, investicinius fondus, pardavimo, pasirinkimo sandorius, ateities sandorius ir t. t.) persidavė visoms pasaulio rinkoms ir sukėlė kolosalų rinkų kritimą, lygintiną su 1939 metų finansų krize.

Pasaulio rinkų kritimas tiesiogiai atsiliepė įmonių perėmimų mažėjimui, kadangi krentantis valstybių bendrasis vidaus produktas, bedarbių skaičiaus didėjimas, pasaulio rinkų pesimizmas<sup>2</sup> ne tik kad neskatino investicijų ir plėtros, tačiau, priešingai, vertė vis labiau mažinti išlaidas siekiant sukaupti kuo daugiau kapitalo artėjančioms neigiamoms ekonominėms pasekmėms išverti. Panikos stadija<sup>3</sup> dar labiau paspartino rinkų kritimą, kuris net itin pesimistiškai vertinant ekonomikos tendencijas akivaizdžiai buvo per didelis.

2009 metų pradžioje bendrovių, besikotiruojančių vertybinių popierių rinkose, akcijų kainos buvo kelis ar net keliasdešimt kartų mažesnės už prieš pasaulinę krizę buvusias kainas. Tai sukėlė ypatingai palankias sąlygas perimti ar įgyti įmonių kontrolę už keliskart mažesnę kainą negu prieš krizę<sup>4</sup>. Smulkiųjų akcininkų ir kitų susijusių asmenų interesų apsaugos funkcijas turėtų

---

<sup>1</sup>Pasaulinio rinkų indekso (MSCI) grafikas nuo 2000 m. iki dabar.

[http://index.onvista.de/snapshot.html?ID\\_NOTATION=3193857&MONTHS=120#chart1](http://index.onvista.de/snapshot.html?ID_NOTATION=3193857&MONTHS=120#chart1) prisijungimo laikas: 2009-03-01.

<sup>2</sup>Išskyrus tam tikras istoriškai saugiausias investicijas kaip auksas.

[http://www.gold.org/assets/file/pr\\_archive/pdf/GDT\\_Q3\\_07\\_pr.pdf](http://www.gold.org/assets/file/pr_archive/pdf/GDT_Q3_07_pr.pdf) prisijungimo laikas: 2009-08-27.

<sup>3</sup>Panikos stadijos samprata <http://www.investopedia.com/terms/p/panicselling.asp> prisijungimo laikas: 2009-05-28.

<sup>4</sup>Joseph C. Lunkes Strategic Acquisitions: Prepare to Buy, p. 50-52// Directors & Boards: Boardroom briefing, vol. 6, no. 2 <http://www.directorsandboards.com/BBSummer09.pdf> prisijungimo laikas: 2009-06-13; Charles K.

atlikti OS institutas, kai vertybinių popierių biržoje besikotiruojančios įmonės kontrolė pereina kitam asmeniui ar asmenų grupei (privalomo OS atveju) arba siekiama sukoncentruoti visą kontrolę vienoje rankose (savanoriškas OS).

Remiantis tarptautiniais ir nacionaliniais teisės aktais bei teisės aktų rengimo dokumentais (ypač pažymėtinas Jaap Winter ekspertų grupės pranešimas dėl įmonių perėmimų Europos Sąjungoje<sup>5</sup>), sudarančiais norminę oficialaus siūlymo reguliavimo sistemą, OS taikomas tik reguliuojamoje rinkoje besikotiruojančių įmonių vertybiniais popieriais, suteikiantiems balso teisę. Teikiant privalomą ar savanorišką oficialų siūlymą supirkti vertybinius popierius, pirmiausia turi būti atsižvelgiama į pagrindinį kriterijų – akcininko (siūlymo gavėjo) apsaugą bei interesus. Šis kriterijus galioja ir Lietuvoje - tai įtvirtinta 2007 m. sausio 18 d. Lietuvos vertybinių popierių įstatyme<sup>6</sup> ir 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje dėl įmonių perėmimo pasiūlymų<sup>7</sup>. Lietuvos teismų praktikoje ši tema yra ypač aktuali dėl didėjančio oficialių siūlymų skaičiaus bei siekio vieningai reglamentuoti bei sisteminti pasiūlymo pareigos įgyvendinimo apimtį. Tikėtina, kad vystantis Lietuvos vertybinių popierių rinkai, atsirandant naujiems investiciniams instrumentams (opcionams, ateities sandoriams ir kt.), didėjant investuotojų skaičiui, vientisa, Direktyvos nuostatomis paremta siūlymo pareigos įgyvendinimo problematika taps dar labiau aktuali.

Pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą dėl emitento vertybinių popierių įgyvendinimo pagal Lietuvos teismų praktiką temą pasirinkau dėl to, kad pareigos teikti OS reglamentavimas Lietuvoje akademiniam diskurse yra naujas ir nenagrinėtas. Tuo tarpu OS instituto taikymo Lietuvoje problema yra itin aktuali tiek šalies investuotojams, tiek ES institucijoms, rengiančioms, taikančioms ir tobulinančioms atskirus teisės aktus, siekiant sukurti bendro teisinio reguliavimo sistemą. Kadangi jau penkti metai domiuosi ir investuoju Baltijos vertybinių popierių biržose (dažniausiai – Nasdaq OMX Vilnius), temos problemų sprendimai man pačiam aktualūs tiek teoriniu, tiek praktiniu požiūriu. Lietuva makroekonomiškai priskirta prie besivystančių rinkų (= *emerging markets*), todėl, siekdami pasiekti ES valstybių narių ekonominių rodiklių vidurkį ir atsitiesti po dabartinės finansų krizės, atitinkamai turėsime didinti Lietuvos eksporto kaštus, vidaus

---

Oppenheimer What's in store for the M & A Market in 2009?, p. 52-54// Directors & Boards: Boardroom briefing, vol. 6, no. 2 <http://www.directorsandboards.com/BBSummer09.pdf> prisijungimo laikas: 2009-06-13.

<sup>5</sup> Winter J., Christensen J. S., Garcia J. M. G. Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids// 2002 m. sausio 10 d., Briuselis [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf) prisijungimo laikas: 2009-03-01.

<sup>6</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas // Valstybės Žinios, 2007, Nr. 17-626.

<sup>7</sup> 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.

vartojimą bei skatinti užsienio investicijas. Po drastiškų akcijų rinkų nuosmukių padidėjo ir OS teikiamos įmonių perėmimo formos aktyvumas visame pasaulyje. Pavyzdžiui, Nasdaq OMX Vilnius biržoje oficialių siūlymų buvo užregistruota kelis kartus daugiau lyginant su 2008 metais<sup>8</sup>, kadangi kompanijoms atsirado gera proga pasitraukti iš kotiruojamos rinkos. Galima tikėtis, kad tęsiantis šiems procesams, aktyvi Vilniaus vertybinių popierių birža pritrauks vis didesnę skaičių stambesnių užsienio ir vidaus investuotojų, siekiančių perimti įvairių sektorių akcinių bendrovių kontrolę, kas neabejotinai turės įtakos pareigų teikti oficialų pasiūlymą skaičiaus didėjimui.

Akivaizdu, jog minėti procesai ateityje dar paaštrins iki šiol Lietuvos teismuose neišspręstas, bet svarbias pareigos teikti privalomą OS dėl emitento vertybinių popierių įgyvendinimo problemas. Jau šiandien su OS susijusių problemų egzistavimo AB „Linas“, AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Ukmergės keliai“ ir kitų Lietuvos vertybinių popierių rinkos emitentų pagrindinių (kontroliuojančių) akcininkų ginčai dėl pareigos įgyvendinimo momento, įmonės kontrolės perėmimo fakto, teisingos kainos nustatymo trunka net kelis metus, o tai mažina smulkesnių bendrovės akcininkų teisių ir teisėtų lūkesčių įgyvendinimą bei iškreipia laisvos rinkos funkcionavimo dėsnius.

Šio darbo tikslas – išanalizuoti teisinę pareigos teikti oficialų siūlymą situaciją ES, išskirti Lietuvos teismų praktikoje išylančias problemas bei ieškoti jų sprendimų būdų. Darbe pagrindinis dėmesys skiriamas Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvos nuostatų analizei ir jų reglamentuoto oficialaus siūlymo instituto interpretavimo nacionaliniuose teisės aktuose bei Lietuvos teismų praktikoje problematikai, pagrindinį dėmesį kreipiant į priverstinį OS (*mandatory bid*), dėl kurio įgyvendinimo dažniausiai kyla problemų teismų praktikoje. Be to, analizuojant Lietuvos Konstitucinio Teismo nutarimus, Lietuvos Aukščiausiojo Teismo, žemesnių teismų civilines ir baudžiamąsias bei administracines bylas, Vertybinių popierių komisijos raštus, bus siekiama įvertinti, ar Lietuvos teisės sistema, interpretuodama Direktyvos privalomas nuostatas, neperžengia Direktyvos rėmų.

Tyrimo objektas – Direktyvos nuostatų įgyvendinimas, harmonizavimo problemos teikiant oficialų siūlymą dėl Nasdaq OMX Vilnius biržos emitento balso teisę suteikiančių akcijų pagal Lietuvos teismų praktiką.

Pagrindiniai darbo uždaviniai, kuriuos įgyvendinus įmanoma išsami pareigos teikti oficialų siūlymą įgyvendinimo analizė Lietuvos teismų praktikoje:

---

<sup>8</sup> VPK skelbiamas oficialių siūlymų sąrašas. <http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai> prisijungimo laikas: 2009-04-10.

- Nustatyti pagrindines užsitęsusių Direktyvos priėmimo proceso priežastis bei išanalizuoti Direktyvos nuostatų harmonizavimo problemas Europos Sąjungoje (Vokietijos, Prancūzijos, Jungtinės Karalystės pavyzdžiu) bei Lietuvos Respublikoje.
- Identifikuoti bei įvertinti Lietuvos teismų praktikoje kylančius ginčus ir problemas dėl oficialaus siūlymo įgyvendinimo proceso.
- Išanalizuoti Lietuvos teismų praktikoje formuojamą teisingos kainos principo įgyvendinimą kaip pagrindinę akcininkų apsaugos priemonę oficialaus siūlymo procese.

Tiriant problemą darbe yra naudojamos retrospektyviniu, analizės, sintezės, lyginamuoju metodais. Retrospektyvinis metodas padėjo išsiaiškinti OS teisinio instituto formavimosi prielaidas ir raidą, lyginamasis metodas buvo taikomas Lietuvos teismų praktikoje iškilančias problemas susiejant su užsienio teise. Magistro baigiamojo darbo antroje ir trečiojoje dalyje analizės ir sintezės metodų pagalba buvo išnagrinėta ir apibendrinta OS įgyvendinimo problematika.

Vertinant pareigos teikti oficialų siūlymą supirkti emitento vertybinius popierius problemas bei formuojant šio darbo išvadas, darbe taip pat remiamasi Europos Bendrijos ir nacionalinių teisės aktų, tarptautinių konferencijų, norminės užsienio literatūros bei interneto informacinių išteklių analize. Kadangi Lietuvos atvejis iš esmės nėra tyrinėtas, jo analizė atliekama remiantis pirminiais šaltiniais – Vertybinių popierių komisijos sprendimais, nutarimais, išaiškinimais, Lietuvos teismų praktika, įstatymų projektais, paruošiamaisiais dokumentais ir t. t.

# 1. OFICIALAUS SIŪLYMO INSTITUTO TEISINIS REGLAMENTAVIMAS EUROPOS SAJUNGOJE IR LIETUVOJE

## 1.1. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos Nr. 2004/25/EB priėmimo problematika

Praėjus kelioms savaitėms po Lietuvos įstojimo į Europos Sąjungą, buvo priimta Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2004/25/EB, nustatanti minimalius reikalavimus, kurių turėtų laikytis susitariančios šalys veiksmuose, susijusiuose su įmonių perėmimais. Walter Kuemmerle, analizuodamas nepageidaujamų siūlymų poveikį, akcentuoja svarbią teigiamą tarptautinių perėmimų skatinimo priežastį<sup>9</sup> - užsienio investicijos sukuria laisvesnę akcijų judėjimą, kas, kylant akcijų kainai, pasireiškia įmonės kapitalizacijos augimu. Užsienio elementas labai svarbus neišsivysčiusiose (besivystančiose) rinkose, tokiose kaip Baltijos šalys. Investicijų pritraukimas šiuo atveju yra traktuojamas kaip įmonės tarptautinis įvertinimas, naujų rinkų bei plėtros galimybių perspektyvos<sup>10</sup>. Analizuojant Baltijos šalių, ypač Lietuvos vertybinių popierių rinką, galima pastebėti, kad įmonės, kuriose yra pritrauktas užsienio kapitalas, yra daug likvidesnės bei patikimesnės, į jas dažniau ir aktyviau investuoja tiek kolektyviniai, tiek pavieniai investuotojai. Manuel G. Serapio ir Donald H. Dalton, vertindami bendrovių perėmimus, išskiria dar vieną privalumą. Anot autorių, iš pirmo žvilgsnio nepageidaujamas perėmimas į įmonės valdymą gali inkorporuoti ne tik naują stambiausią investuotoją, tačiau ir jo patirtį, ryšius bei inovacijas valdymo, darbo organizavimo mechanizme<sup>11</sup>. Rytų Europos valstybėms iki šiol tai yra ypač svarbu dėl pasitaikančio posovietinio valdymo modelio (pasenusios produkto gamybos bei valdymo technologijų, darbuotojų skatinimo programų nebuvimo, rinkodaros primityvumo ir t. t.).

Europos Komisijos narys Fritz Bolkestein akcentavo tris pagrindinius tikslus, kurių buvo siekiama formuojant Direktyvą. Pirmasis iš jų turėjo nustatyti pagrindines bendriausias taisykles, kurių susitariančios bendrijos šalys turėtų laikytis tam, kad perėmimo metu būtų išlaikyta interesų pusiausvyra tarp kompanijos, akcininkų, siūlytojo ir darbuotojų interesų. Antrasis - Direktyva turėjo užtikrinti teisinį skaidrumą ir vientisumą tarptautinių perėmimų atveju t. y. užtikrinti, kad specifiniai nacionaliniai įstatymai nepažeistų teisėtų siūlytojo interesų ir kartu nebūtų pažeisti

---

<sup>9</sup> Kuemmerle W. The drivers of foreign direct investment into research and development // Journal of International Business Studies. Palgrave Macmillan Journals, 1999, vol. 30, P. 4.

<sup>10</sup> Bertrand O., Zitouna H. Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance? // Applied Economics, London, 40:17,2008, P. 2221 — 2238.

<sup>11</sup> Serapio M., Dalton D. Globalization Globalizing industrial research and development / U.S. Department of Commerce Technology Administration Office of Technology Policy, 1999, P. 39-40.

institucinių ar smulkiųjų užsienio investuotojų interesai. Trečias - siekta smulkiąjam akcininkui suteikti kuo didesnę apsaugą tiesiogiai ar netiesiogiai pasikeitus įmonės kontrolei<sup>12</sup>.

Tačiau priimti Direktyvą, kuri atitiktų tiek aktyviosios (Jungtinė Karalystė), tiek pasyviosios (Vokietija) finansų rinkos interesus, Europos Sąjungos valstybėms narėms pasirodė gana sunku. Iki Direktyvos priėmimo teisiniuose diskursuose vyravo nuomonė, kad ES iš viso neturi jokie bendro mechanizmo dėl įmonių įsigijimo, nes kiekviena valstybė turi savo reguliavimą, kurie iš esmės skyrėsi vienas nuo kito<sup>13</sup>. Dėl šios srities lėto bei daug diskusijų sukėlusio reglamentavimo ES lygiu iškildavo bereikalingų problemų apsaugant smulkiųjų akcininkų interesus. Nesant bendro Europos Sąjungos reglamentavimo mechanizmo, smulkiųjų akcininkų teisės būdavo stipriai apribojamos pasinaudojant įstatymų spragomis, vadovybės nesąžiningumu ir pan. Pavyzdžiui, Lietuvoje galiojęs Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo įstatymas<sup>14</sup> suteikė teisę VPK nustatyti išimtis, kada, peržengus įstatyme numatytą ribą, privalomasis siūlymas netaikomas. VPK nustatė, kad OS netaikomas, kai asmuo įsigyja daugiau kaip penkiasdešimt procentų balsų privatizuojant turtą pagal Lietuvos Respublikos įstatymus<sup>15</sup>. Tokiu būdu privatizuojamai valstybinei nuosavybei buvo nustatytas specifinis teisinis reglamentavimas, nepagrįstai iškreipiantis vienodos akcininkų teisių apsaugos principą<sup>16</sup>.

Nevienodas Europos rinkos reguliavimas taip pat sukeldavo nepatogumų kitų šalių investuotojams, kurie, norėdami investuoti į skirtingų ES valstybių narių vertybinius popierius, turėjo gilintis į kiekvienos šalies specifinį perėmimų reguliavimą<sup>17</sup>. Galima teigti, kad tai slopino Europos Sąjungos bendrosios rinkos vystymąsi ir funkcionavimą.

Pagrindinė ilgo ir daug diskusijų susilaukusio Direktyvos priėmimo proceso priežastis - dvi skirtingos ir savitos Europos teisinės mokyklos: kontinentinė (tradiciskai-Vokietija) ir bendroji (Jungtinė Karalystė). Jungtinėje Karalystėje, kurioje vyrauja anglosaksų teisės tradicija, kapitalo rinka labai išskaidyta tarp akcininkų, jai būdingas didelis laisvų akcijų skaičius, laisvas ir

---

<sup>12</sup>, Bolkestein F. kalba Europos politikos studijų centre, The Takeover Directive: A Commission Perspective Briuselis, 2003-03-04.

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/03/106&format=PDF&aged=1&language=EN&guilanguage=en> prisijungimo laikas: 2009-04-29.

<sup>13</sup> Dine J. Company Law // Macmillan Press LTD. Second Edition, 1994, P. 332-333. ISBN 0333620763

<sup>14</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas // Valstybės žinios. 1998, Nr. 33-873.

<sup>15</sup> 1998 m. gegužės 29 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 18 „Dėl atvejų, kada privalomas oficialus pasiūlymas neteikiamas“ // Valstybės žinios. 1998, Nr. 54-1512.

<sup>16</sup> 2001 m. birželio 22 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 19 „Dėl atvejų, kada privalomas oficialus pasiūlymas neteikiamas pakeitimo“ // Valstybės žinios. 2001, Nr. 54-1938.

<sup>17</sup> Forstinger C. M. Takeover Law in the EU and the USA: A comparative Analysis // Kluwer Law International, Hague, 2002. P. 154-157 ISBN-10: 9041119191.

operatyvus kapitalo judėjimas, didelė pensijų ir investicinių fondų akcijų dalis, skaidrumas, o Romanų-germanų teisės (Vokietija) tradicijos šalyse dominuoja stambesni, pastovesni, ne tokie lankstūs savininkų pokyčiai, didelė bankų, kaip įmonės bendrasavininkų įtaka, įmonės valdybos nuomonės reikšmė įmonės perėmimo metu, žemesnis finansinis skaidrumas<sup>18</sup>. Tuo tarpu Europos Bendrijos rinkos funkcionavimui buvo būtina kurti bendrą Europos įmonių perėmimų sistemą.

Siekdama formuoti išskirtinį Europos kapitalo rinkos modelį, 1989 m. sausio 19 d. EK pateikė pasiūlymą Tryliktajai bendrovių teisės direktyvai dėl bendrovių kontrolės perėmimų<sup>19</sup>. Šis pirmasis pasiūlymas nesukėlė didesnio valstybių narių aktyvumo, nes JK bijojo, kad įmonių perėmimo aktas pakenks rinkos visapusiškumui ir aktyvumui - sudarys galimybę piktnaudžiauti atidėliojant OS vykdymą. Vokietija, savo ruožtu, gynė savo OS institutą<sup>20</sup>. Be to, reikėtų atkreipti dėmesį į pasiūlymo Tryliktajai direktyvai pateikimo datą. Europa tuo laikotarpiu keitėsi, pradėjo byrėti Sovietų Sąjunga, griuvo Berlyno siena. Nacionalinis identitetas darėsi ypač svarbus susijungusios Vokietijos vertybių sistemoje.

1998 metais tapus Vokietijos kancleriu Gerhard Schroeder Direktyvos vizija atgijo<sup>21</sup>. Vokietija ėmė skatinti atnaujinti procesą ir sukurti bendrą Europos Sąjungos sistemą dėl įmonių perėmimų. Žymus Vokietijos teisininkas Martin Höpner teigia, kad šis radikalus Vokietijos nuomonės pokytis Direktyvos atžvilgiu atsirado dėl 1998 m. gegužės 1 d. įsigaliojusio akto dėl įmonių valdymo ir viešumo reikalavimų (Kontrag aktas)<sup>22</sup>, kuris įtvirtino akcininkų lygiateisiškumo principą („viena akcija – vienas balsas“). Be to, Vokietijos socialdemokratai buvo priešiška nusiteikę bankų, kaip pagrindinių įmonių investuotojų, atžvilgiu, teigdami, kad finansinio sektoriaus įtaka naudinga ne įmonei, jos akcininkams, o bankams, todėl įmonių plėtros skatinimas ne paskolų, bet kapitalo pritraukimo priemonėmis tapo vienu iš svarbiausių socialdemokratų partijos uždavinių<sup>23</sup>.

---

<sup>18</sup> *ibid.*, P. 52-53. Kraakman R., Davies P., Hansma H. ir kt. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* // Oxford University Press, USA, 2004. P.121-122. ISBN 0199260648.

<sup>19</sup> Dine J. *Company Law...* // ten pat, P. 84-85.

<sup>20</sup> Knudsen J. S. *Is the Single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation* // *European Law Journal*, 2005-07, vol. 11, no. 4, P. 509-510. Harvey N, Norman G., Nourry A. *Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* // Fourth Edition, City and Financial Publishing, London, 2005, P. 16, P. 25-26. ISBN: 1905121067.

<sup>21</sup> *ibid.*, P. 510.

<sup>22</sup> "Gesetz Zur Kontrolle Und Transparenz Im Unternehmensbereich", įsigaliojo 1998-05-01 <http://www.bmj.bund.de/eng/service/publications/10000413/?sid=2c3144bc8f05d0987a9d18769bf15e81> prisijungimo laikas: 2009-07-10.

<sup>23</sup> Höpner M. *European Corporate Governance Reform and the german Party Paradox* // *Max Planck Institute Paper*, 2003, vol 03/4., P.8-10.

G. Schroeder oponentas EP narys teisininkas Klaus-Heiner Lehne, kuris įtikino didžiąją dalį Europos parlamentarų vokiečių nepalaikyti Direktyvos projekto. Teisininko nuomonei dauguma pritarė dėl Vokietijoje susiklosčiusios nepageidaujamos perėmimų situacijos – 2000 m. JK telekomunikacijų kompanija Vodafone perėmė Vokietijos mobilios ryšio milžiną Mannesmann, o 2001 metais Ford Motor gamykla (JAV) išreiškė ketinimą įsigyti Volkswagen gamyklą<sup>24</sup>. Tai sukėlė vokiečių bėgštavimus dėl Vokietijos turto išpardavimo užsieniečiams ir neigiamą reakciją į G. Schroeder pasiūlymus.

Po Kontrag akto nelikus dauginių balsavimo teisių vertybinių popierių<sup>25</sup> („auksinių akcijų“<sup>26</sup>), Vokietijoje sumažėjo galimybė apsaugoti nuo nepageidaujamų perėmimų, o Švedijoje, JK akcijų, turinčių du ar daugiau balsų, modelis buvo plačiai paplitęs<sup>27</sup>. Manytina, kad valstybėse narėse egzistuojančios skirtingos, iškreipiančios vieningos rinkos principus apsaugos priemonės nuo nepageidaujamų perėmimų vertė atidėti ir patį perėmimų Direktyvos priėmimo klausimą<sup>28</sup>.

Neil Harvey, Guy Norman ir Alex Nourry, be minėto teisinių mokyklų skirtumo, išskyrė dar dvi struktūrinės problemas, kurios trukdė priimti Direktyvą. Pirmiausia, svarbiausia ir daugiausiai ginčų susilaukusi diskusija kilo dėl skirtingo šalių požiūrio į valdybos atsakomybės ir atskaitomybės klausimą. Pavyzdžiui, JK vadovų atsakomybė yra pirmaeilė – jie tiesiogiai atsako akcininkams už jų veikimu ar neveikimu įmonei padarytą žalą. Valdyba suprantama kaip visus akcininkus subsidiariai atstovaujantis organas, kuris veikia ir vykdo įmonės politiką, naudingą akcininkams<sup>29</sup>. Vokietijoje, Olandijoje valdyba veikia pagal neutralumo prezumpciją. Jos tikslas yra tinkamai atstovauti įmonės, o ne įmonės akcininkų interesus, ji atstovauja įmonės klientų, tiekėjų, kreditorių, darbuotojų ir akcininkų interesus<sup>30</sup>.

---

<sup>24</sup> Public takeovers in the Europe // Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 256-257 <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2006/15414.pdf> prisijungimo laikas: 2009-07-05.

<sup>25</sup> išskyrus Volkswagen AG atvejį, kuris vėliau taip pat buvo panaikintas.

<sup>26</sup> Auksinė akcija – specifinės vertybinius popierius, labiausiai paplitęs 9-tame praeito amžiaus dešimtmetyje, suteikiančios veto teisę įmonės valdyme. <http://www.investopedia.com/terms/g/goldenshare.asp> prisijungimo laikas: 2009-05-27.

<sup>27</sup> Knudsen J. S. .... // ten pat P. 518-519.

<sup>28</sup> Jaap Winters pranešimas....// ten pat P. 73 neatsiejama siekio sukurti laisvą ir konkurencingą rinką sąlyga yra absoliutus minėto principo „vienas balsas-viena akcija“ įgyvendinimas. Bet kokie papildomi apribojimai, tokie kaip „auksinės akcijos“, dauginių balsavimo teisių vertybiniai popieriai yra nereikalingi, trukdantys laisvos rinkos funkcionavimui.

<sup>29</sup> The UK Takeover Code // Bowne International Limited, 2009-03-30 redakcija, sekcija A5. <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf> prisijungimo laikas: 2009-07-10.

<sup>30</sup> Practitioner's Guide to Takeovers .... // ten pat P. 23-24.

Atsižvelgiant į Jaap Winters ekspertų grupės pranešime išdėstyta nuomonę<sup>31</sup>, buvo priimtas vienas iš reikšmingiausių kompromisų. Direktyva *mutatis mutandis* įtvirtino grupės pasiūlytą valdybos teisių ir pareigų modelį, nustatydamą privalomumą veikti atsižvelgiant į visos bendrovės interesus<sup>32</sup>. Valdyba turėtų neatimti iš vertybinių popierių savininkų galimybės spręsti OS naudingumo klausimus, tačiau matydama, jog siūlymas nėra pakankamai patrauklus, savo iniciatyva ieškotų jam alternatyvos (tik tuo atveju, jei šiems valdybos veiksams yra pritarę akcininkai)<sup>33</sup>.

Antra problema, dėl kurios Direktyvos priėmimas užtruko daugiau nei dešimtmetį, yra susijusi su duomenų apie akcininkų struktūrą teikimu. Susitariančios šalys turėjo nuspręsti, kokia turi būti minimali ir kokia maksimali riba, kurią peržengus akcininkas privalo save identifikuoti ir pranešti priežiūros komisijai apie akcijų dalies įsigijimą. OS atveju registras yra itin svarbus siekiant įgyvendinti savo teisę. Esant registru, OS siūlytojas gali identifikuoti asmenis, kuriems yra nukreiptas šis siūlymas, ir stengtis juos įtikinti parduoti (neparduoti) turimas akcijas. Nesant tokio registro, didelės įtakos sklandžiam OS įgyvendinimui turi valdyba, kuri, vertindama pasiūlymą teigiamai, gali surasti ir pateikti duomenis apie įmonės akcininkus, tačiau nenorėdama, kad OS būtų įvykdytas, savo neveikimu gali jį sužlugdyti<sup>34</sup>. Direktyvoje, kaip ir VPL, šis klausimas išspręstas apsaugant siūlytoją nuo bereikalingų kliūčių - valstybės narės turi užtikrinti, kad siūlymas būtų paskelbtas taip, kad atsispindėtų siūlytojo bendrovės vertybinių popierių rinkos skaidrumas ir vientisumas<sup>35</sup>.

Po 14 metų diskusijų, 2003 m. gruodžio 16 d., Europos Parlamentas balsų dauguma (321 „už“ ir 219 „prieš“) pritarė kompromisinės Direktyvos priėmimui. Valstybėms narėms taip ir nepavyko susitarti dėl daugelio Direktyvos nuostatų, susijusių su apsauginių priemonių taikymu OS metu, todėl valstybės narės priėmė Portuguese kompromisą<sup>36</sup>, kuriuo nustatė, kad pagrindinės

<sup>31</sup> Jaap Winters pranešimas...// ten pat P. 20 ir Direktyva, 9 str.

<sup>32</sup> Jaap Winters ekspertų grupės pranešime dėl bendrovių teisinės veiklos pagrindų siūlo, jog siekiant efektyvesnio bei visiems (ar bent didžiajai daliai) akcininkų tinkamo bendrovės funkcionavimo, vadovybė turėtų būti nepriklausoma, nesusijusi jokiais ryšiais su įmonės akcininkais. Winter J., Garcia J. M. G., Hopt K. J. ir kt. Report Of The High Level Group Of Company Law Experts On A Modern Regulatory Framework For Company Law In Europe // Brussels, 4 November, 2002, P. 60-61.

<sup>33</sup> Jaap Winters pranešimas...// ten pat P. 20.

<sup>34</sup> Practitioner's Guide to Takeovers ....// ten pat p. 26. Europos Sąjungos Tarybos Direktyva dėl stambiųjų akcininkų 88/627/EEC įvedė daugiau skaidrumo įmonės valdyme, kadangi susitariančios šalys, priimdamos direktyvos nuostatas, įsipareigojo savo teisės aktuose numatyti akcijų skaičiaus ribas, kurias peržengus akcininkas privalo apie tai pranešti prižiūrinčiai institucijai.

<sup>35</sup> Direktyva...// 8 str. 1 d.

<sup>36</sup> Simpson S. V., Corte L. European overview: EU Directive fails to harmonize takeovers// International Financial Law Review, 2005-04-05, P. 1-2 <http://www.iflr.com/Article/2027907/European-overview-EU-Directive-fails-to-harmonize-takeovers.html> prisijungimo laikas: 2009-07-17.

nuostatos dėl kai kurių skirtingų šalių tradicijų liks neprivalomos. Direktyvos 12 straipsnis nenumato valstybių narių pareigos taikyti savo praktikoje 9 straipsnio 2 ir 3 dalis ir (arba) 11 straipsnį ir leidžia dėl to apsispręsti pačioms. Dėl šios priežasties Direktyvoje imperatyviai įtvirtinami tik smulkiojo akcininko apsaugos principai, protingas OS terminas, teisingos kainos nustatymo taisyklės. Tokios nuostatos, kaip vadovų ir visuotinio akcininkų susirinkimo pareiga neveikti prieš perėmėjo interesus (Direktyvos 9 str.), daugiabalsių akcijų, kitų balsavimo teisių apribojimai (Direktyvos 11 str.) liko neprivalomos, o Direktyva – patariamoji, rekomendacinė, sąlyginė.<sup>37</sup>

## **1.2. Direktyvos harmonizavimo problemos Bendrijos šalių teisėje**

Priimtos Direktyvos 21 straipsnio pirmoje dalyje nustatyta, kad valstybės narės priima įstatymus ir kitus teisės aktus, būtinus įsigaliooti šiai Direktyvai iki 2006 m. gegužės 20 d. ir apie tai nedelsdamos praneša Europos Komisijai. Šio įpareigojimo nesilaikė dauguma Europos Sąjungos valstybių narių, argumentuodamos Direktyvos abstraktumu. Šalys nesuprato, kokių lygiu jos nuostatos apima įmonių teisę apskritai, o kokių būtent OS, akcijų pirkimo ar pardavimo klausimą. Be to, kilo klausimas, kokia bus Direktyvos įgyvendinimo atskirose valstybėse narėse praktika (9, 11 straipsnių išimtis). Dėl šių priežasčių dauguma ES valstybių narių užsiėmė laukimo poziciją stebėdamos, kaip ji bus įgyvendinama tokiose šalyse, kaip Vokietija, Jungtinė Karalystė, Prancūzija<sup>38</sup>.

### **1.2.1. Harmonizavimas Europos Sąjungoje**

Akademiniam diskurse harmonizavimo klausimą siūloma spręsti skirtingai. Blanaid Clarke teigia, kad Direktyvos dispozityvusis poveikis susitariančioms šalims yra pagrindinė nuosaikaus harmonizavimo kliūtis, todėl valstybės narės, akceptuodamos Direktyvą, pasirinko „aukso vidurį“ - paiešką tarp harmonizavimo ir daugialypiškumo<sup>39</sup>. Tokios rinkos formavimasis yra galimas ir laikomas ES prioritetu, tačiau siektinas ES rezultatas – vienodos rinkos

---

<sup>37</sup> Allen & Overy LLP Public Takeover Offers in Europe and the US//One New Change London, London, 2004. P. 85, 87.

<sup>38</sup> Sagayam S. Member states struggle to adopt Takeover Directive // International Financial Law Review, 2006-04-01, P. 1. <http://www.iflr.com/Article/1984549/Member-states-struggle-to-adopt-Takeover-Directive.html> prisijungimo laikas: 2009-07-15. Į Prancūzijos teisę perkeltų ES teisės aktų apžvalga, 2006 kovas, [http://www.amf-france.org/documents/general/6361\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6361_1.pdf) prisijungimo laikas: 2009-07-15.

<sup>39</sup> Clarke B. The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation? // European Law Journal, Blackwell Publishing Ltd, 2009 kov., vol. 15, No.2, P. 175.

susiformavimas, kol kas atrodo utopiškai dėl trijų priežasčių: nepageidaujamų perėmimų atmetimo galimybės, valstybių galimo protekcionizmo OS bei kitų perėmimų atveju ir skirtingų teisės mokyklų tradicijų.

David A. Charny teigia, kad ES galėtų žvelgti į įmonių perėmimus tik per konkurencijos prizmę. Anot autoriaus, konkurencija yra pagrindinis laisvos ekonomikos variklis, o kadangi ES teisėje egzistuoja skirtingos tradicijos, būtų neprotinga jas bandyti sujungti į vieną, taip naikinant nacionalinį identitetą. Laisva rinka pati pasirinktų, kuri iš teisinių sistemų (ar kurie sistemų elementai) yra praktiškiausi ir patogiausi ekonomikos augimui<sup>40</sup>. Pritariant autoriaus nuomonei, galima būtų pateikti anksčiau minėtą Vokietijos atvejį - skolinimusi pagrįsta ekonomika siekia modernizuoti savo teisinę sistemą taip, kad kapitalo pritraukimo šaltiniai bendrovėse būtų kuo įvairesni. Kita vertus, šis modelis prieštarauja Europos Bendrijos sutarties esmei – stiprinti ekonominę ir socialinę sanglaudą<sup>41</sup>. Manytina, kad konkurencijos, kuriai negalioja jokios bendrosios taisyklės, iškėlimas sukeltų suirutę ar netgi Europos Sąjungos žlugimą – valstybės narės nežinotų, ko gali tikėtis tarptautinių perėmimų metu ir kokios bendrosios taisyklės bus taikomos. Šiai nuomonei pritaria ir Christin M. Forstinger, oponuodama neribotos konkurencijos modeliui. Pagal ją, konkurencija be taisyklių nėra tinkamas įrankis Europos Sąjungos plėtrai ir galėtų sukelti Delavero valstijų Europoje formavimąsi (Liuksemburgas, Lichtenšteinas)<sup>42</sup>. Vertas dėmesio autorės teiginys, kad ES turėtų egzistuoti reguliuojama konkurencija, kuri išlaikytų rungtyniavimo principą tarp Europos Sąjungos valstybių narių, tačiau kartu nustatytų bendrąsias tarpusavio konkurencijos taisykles.<sup>43</sup>

Nei viena iš trijų lyginamų valstybių narių pilnai nepriėmė Direktyvos. Prancūzija sutiko su Direktyvos nuostatomis dėl valdybos teisių reglamentavimo siūlymo metu, tačiau pasinaudojo kitomis Direktyvos 12 straipsnio išlygomis. Šis teisių perskirstymas sumažino nacionalinio protekcionizmo galimybes ir buvo sėkmingai įgyvendintas Mittal/Arcelor<sup>44</sup> susijungime. Prancūzijos vyriausybė, vykdomasis Arcelor direktorius ėmėsi visų galimų priemonių, kad valdybos nepageidaujamas Indijos plieno gamybos kompanijos Mittal siūlymas būtų atmetas,

---

<sup>40</sup> Charny D. A. Competition among Jurisdictions in Formulating Corporate Law rules: An American Perspective on the „Race to the bottom“ in the European Communities // *The Law of the Business Enterprise: Selected Essays*, Sally Wheeler ed., 1994. P. 375-378.

<sup>41</sup> Europos Sąjungos sutarties suvestinė redakcija // Europos Sąjungos oficialusis leidinys, 2006 12 29, C 321 E/1. 2 str. <http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/ce32120061229lt00010331.pdf> prisijungimo laikas: 2009-08-01.

<sup>42</sup> Forstinger C. M. ....// ten pat. p. 149-152

<sup>43</sup> *ibid.*, p. 155

<sup>44</sup> Curtis M., Roberts I., Cruse J. Great expectations // *International Financial Law Review*, 2007-10-01, P.5 <http://www.iflr.com/Article/1984189/Great-expectations.html> prisijungimo laikas: 2009-07-28.

tačiau akcininkai pripažino valdybos viražus negaliojančiais ir priėmė pasiūlymą. Taigi teisių ir pareigų perskirstymas apribojo protekcionistines vadovybės galias, tačiau akcininkų teisė rinktis išliko absoliuti<sup>45</sup>.

Vokietija, savo ruožtu, absoliučiai pasinaudojo Direktyvos 12-to straipsnio suteiktomis teisėmis ir neinkorporavo nei 9, nei 11 Direktyvos straipsnio. Nors šioje šalyje nepageidaujamų perėmimų skaičius yra pakankamai mažas, daugiabalsiai vertybiniai popieriai yra uždrausti (šiuo metu uždraustos ir „auksinės akcijos“)<sup>46</sup>, tačiau Direktyvos nuostatų atsisakyta labiau dėl tradicinio germaniškojo įmonių valdymo modelio išsaugojimo (šeimos verslas, stambūs ilgalaikiai investuotojai, pastovumas). Šis modelis atsispindi Vokietijos perėmimų kodekse, kurio nuostatos dėl apsaugos mechanizmų leidimo nepageidaujamo siūlymo atveju ir po Direktyvos priėmimo liko tolerantiškiausios lyginant su Prancūzija, Jungtine Karalyste<sup>47</sup>.

Jungtinė Karalystė, būdama pati kontroversiškesniausia ir daugiausiai perėmimų sulaukianti valstybė Europos Sąjungoje, priėmė Direktyvos 9 straipsnio nuostatas, tiksliau - detalizavo Jungtinės Karalystės kodekso dėl įmonių perėmimo taisyklės, kuriose jau buvo numatyta, kad joks valdantysis subjektas negali imtis savigynos priemonių siūlymo metu, prieš tai negavęs akcininkų pritarimo<sup>48</sup>. Direktyvos 11 straipsnis, kaip ir tikėtasi, nebuvo inkorporuotas, siekiant išlaikyti rinkos lankstumą bei visapusiškumą.

Dauguma ES valstybių narių pasirinko panašų kelią ir atsisakė vienos ar kitos Direktyvos nuostatos taikymo. Taigi harmonizuotas perėmimų reguliavimas Europos Sąjungos mastu nebuvo sukurtas. Portugese kompromisas, palikdamas didžiulę valstybių narių dispoziciją, tik atitolino Europos Sąjungos harmonizavimo realizavimą šiuo aspektu.

Autoriai, nagrinėjantys harmonizavimo problemą, (Scott V. Simpson, Selina Sagaym, Blanaid Clarke, Mark Curtis ir kt.) vieningai sutinka, kad priimta Direktyva yra nepakankama ir per daug „susilpninta“, todėl tik iš dalies atspindi siektus tikslus ir atitinka vieningos rinkos koncepciją.

---

<sup>45</sup> Member states struggle to adopt .... // ten pat, P. 7.

<sup>46</sup> 2007 m. vasario 13 d. ETT Generalinis advokatas Damaso Ruiz-Jarabo pateikė oficialią nuomonę Europos Teisingumo Teisme, kad Volkswagen kompanijos taisyklės (vienas akcininkas gali turėti daugiausiai 20 procentų balsų) prieštarauja laisvo kapitalo judėjimo principui ir yra naikintinos. <http://curia.europa.eu/en/actu/communiqués/cp07/aff/cp070014en.pdf> prisijungimo laikas: 2009-06-29.

<sup>47</sup> EU Directive fails to harmonize .... // ten pat, P. 6-7.

<sup>48</sup> Member states struggle to adopt .... // ten pat, P. 3.

## 1.2.2. Direktyvos nuostatų įgyvendinimas Lietuvoje

1996 m. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo 10 straipsnis pirmą kartą Lietuvos Respublikos teisės aktuose įtvirtino OS institutą. Įstatyme įtvirtinta OS sąvoka, išskirti privalomas ir savanoriškas OS. Privalomo OS kaina turėjo būti ne mažesnė už akcijų, kurias oficialų siūlymą pateikęs asmuo įsigijo per 12 mėnesių iki peržengdamas 50 procentų ribą, kainų svertinį vidurkį. Buvo nustatyta, kad oficialius siūlymus registruoja bei jų pateikimo ir įgyvendinimo taisyklės nustato Vertybinių popierių komisija, o jų įgyvendinimas vykdomas per Vertybinių popierių biržą<sup>49</sup>. Vėlesniu įstatymo pakeitimu<sup>50</sup> dar labiau išplėtus VPK teises nustatant subjektus, kuriems taikomas OS, buvo iškreiptas bendrovių perėmimo lygiateisiškumo principas. Anksčiau darbe minėtas pakeitimas dėl valstybinėms privatizuojamoms bendrovėms netaikomo OS buvo panaikintas tik 2001 metais, įsigaliojus LR vertybinių popierių rinkos įstatymui<sup>51</sup>. VPRĮ bei jį sekusiais pakeitimais buvo kuriamos vienodo akcininkų apsaugos režimo, vadovybės teisių OS metu apribojimo taisyklės, detaliau aprašoma OS įgyvendinimo, kainos nustatymo metodika.

Manytina, kad Lietuva, inkorporuodama pagrindinius Europos bendrovių perėmimo teisės principus dar prieš įstojant į ES, sukūrė pagrindinius reikalavimus atitinkantį OS institutą, tačiau formuojantis tinkamam bendrovės perėmimų reglamentavimui Lietuvos teismų praktikoje kilo ginčų dėl OS teisėtumo. Paminėtina, jog prieš įgyvendinant Direktyvos nuostatas, Lietuvos teismų praktikoje kilo klausimas, ar pats OS institutas neprieštarauja Lietuvos Respublikos Konstitucijai. Panevėžio miesto apylinkės teismas inicijavo LRKT išaiškinimą dėl OS instituto atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai, prašydamas ištirti, ar Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnis, 16 straipsnio 2 dalis neprieštarauja Konstitucijos 23 straipsniui, 46 straipsnio 1 daliai, 48 straipsnio 1 daliai, konstituciniam teisinės valstybės principui<sup>52</sup>. Pareiškėjas prašymą grindė tuo, kad Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio 1 dalyje nustatytas teisinis reguliavimas, jog asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais asmenimis, įgijęs daugiau nei 40 procentų balsų atskaitingo emitento akcininkų susirinkime, per 30 dienų privalo perleisti vertybinius popierius, viršijančius šią ribą, arba pateikti OS supirkti likusius atskaitingo emitento vertybinius popierius, o tai prieštarauja nuosavybės neliečiamumo principui. Teismas pažymėjo,

<sup>49</sup> Misius R. Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos // Jurisprudencija. 2005, Nr. 77 (69), P. 53.

<sup>50</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas Nr. 33-873...// ten pat.

<sup>51</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas // Valstybės žinios. 2001, Nr. 112-4074.

<sup>52</sup> Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas byloje Nr. 25/04 „Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo atitikties Konstitucijai“//Valstybės žinios. 2006-01-21, Nr. 8-284.

kad akcinėje bendrovėje gali susidaryti tokia situacija, kai kuris nors akcininkas, veikdamas vienas ar kartu su kitais asmenimis, įgyja tiek įmonės akcijų, kad gali kontroliuoti įmonės veiklą ir lemti priimamus sprendimus. Dėl to atitinkamai sumažėja kitų akcininkų, ypač smulkiųjų, galimybės daryti įtaką įmonės veiklai, jų turimų akcijų vertė gali kristi. Tokių akcininkų teisių apsauga – viešasis interesas<sup>53</sup>. Konstitucinis teismas išdėstė, kad OS teikimas ne pažeidžia, o apsaugo LR Konstitucijos 23 straipsniu saugomą vertybę – nuosavybę: „nėra teisinių argumentų, kurie leistų teigti, kad nustatyta balsų peržengimo riba yra nepagrįsta, neprotinga ar kad įpareigojimas peržengus šią ribą perleisti (atlygintinai) vertybinius popierius yra neproporcingas siekiamam tikslui apsaugoti kitų akcininkų, ypač smulkiųjų, turtines teises“.

Manytina, jog šis nutarimas buvo ypač svarbus tolesniam OS instituto formavimuisi. Teismas pasisakė, kad sprendimas yra priimamas remiantis ne tik Lietuvos teise, tačiau atsižvelgiant ir į kitų pasaulio šalių, Europos Sąjungos praktiką. Konstitucinis teismas pripažino Europos Sąjungos valstybių narių praktikos svarbą instituto formavimesi, kas padarė didelę įtaką tolesniam OS harmonizavimui bei teismų praktikos formavimuisi.

2005 m. gruodžio 12 d. nutarime LRKT taip pat nagrinėjo, ar teisėta AB „Būtingės nafta“, AB „Mažeikių nafta“ ir AB „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo nuostata dėl OS netaikymo AB „Mažeikių nafta“ privatizavimo santykiams<sup>54</sup>. Anot pareiškėjo (Mažeikių rajono apylinkės teismas), pagal reorganizavimo įstatymo 4 straipsnio 2 dalį (2002 m. birželio 4 d. redakcija) AB „Mažeikių nafta“ smulkiesiems akcininkams buvo atimta teisė parduoti savo akcijas stambiesiems drauge veikiantiems akcininkams, todėl šiuo išimtinu teisiniu reguliavimu buvo pažeistas Konstitucijos 23 straipsnis, kuriame įtvirtinti nuosavybės neliečiamumo ir teisingo atlyginimo už nuosavybės paėmimą visuomenės poreikiams principai. Pareiškėjas teigė, kad šiuo teisiniu reguliavimu valstybė be naudos visuomenei ir teisingai neatlyginusi smulkiesiems akcininkams, visiškai nuvertino jų nuosavybę, iš jų atėmė akcijų suteikiamas esmines teises<sup>55</sup>. LRKT konstatavo, kad šios valstybinės reikšmės įmonės restruktūrizavimo mechanizmas, kaip ir pati įmonė, yra išimtinė lyginant „su bendruoju teisiniu reguliavimu, nustatytu kituose įstatymuose.“<sup>56</sup>. Aiškindamas šią išimtį iš taisyklės, LRKT vartojo „tikslingumo“ sąvoką<sup>57</sup>, kuria pirmiausia turi remtis po reorganizavimo AB "Mažeikių naftos" veikla ir valdymas.

---

<sup>53</sup> ten pat, P. 6.

<sup>54</sup> Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas byloje Nr. 20/02 „Dėl AB „Mažeikių nafta“ reorganizavimo įstatymo“ // Valstybės žinios. 2005-11-15, Nr. 146-5332.

<sup>55</sup> ten pat, P. 3

<sup>56</sup> ten pat, P. 53, konstatuojamosios dalies 48.2 punktas.

<sup>57</sup> ten pat, P. 54, konstatuojamosios dalies 49 punktas .

Šis privilegijuotas strategiškai svarbios įmonės valdymas yra panašus į anksčiau minėtą Volkswagen group perėmimo atvejį, kai valstybė pasinaudojo „auksinių akcijų“ suteikiama išskirtine teise tam, kad užkirstų kelią nepageidaujamam perėmimui. Reikėtų atkreipti dėmesį į tai, kad Vokietijos atvejį lengviau pagrįsti teisiškai, nes „auksinių akcijų“ reglamentavimas buvo aiškus ir visiems iš anksto žinomas. AB „Mažeikių naftos“ atveju nei Akcinių bendrovių įstatymas, nei Vertybinių popierių rinkos įstatymas ar kiti įstatymai nereglementavo tikslinių bendrovių vertinimo mechanizmo. 2006 m. sausio 17 d LRKT nutartyje dėl OS atitikimo Konstitucijai patvirtino, kad smulkiojo akcininko apsauga yra prejudicinis (viešasis) interesas, o šioje nutartyje dominuojantis imperatyvas - tai tikslingumo sumetimai, kurie nors ir užgožia teisinius motyvus, tačiau yra pateisinami iš to išplaukiančia nauda.

Analizuodamas išimtinį reguliavimą, LRKT patvirtino, kad smulkiųjų akcininkų apsaugos mechanizmo nebuvimas yra keistinas ir prieštarauja Konstitucijos 23 straipsnio 2 dalies nuostatai, todėl, remiantis proporcingumo principu, šiuo atveju turi būti kompensotas ta apimtimi, kuria smulkiojo akcininko teisės buvo susiaurintos AB „Mažeikių nafta“ atžvilgiu ir tik tiek, kiek „smulkieji akcininkai iš tikrųjų patyrė praradimų ir jeigu tie praradimai buvo patirti būtent dėl privalomo oficialaus pasiūlymo nepateikimo“<sup>58</sup>. Galima daryti prielaidą, kad toks smulkiųjų akcininkų teisių reglamentavimas prieštarauja Direktyvos nuostatomis iš esmės. Direktyva įpareigoja, kad, siekiant apsaugoti akcininkų interesus, turi būti naudojamas OS modelis. Alternatyvos šiam institutui nėra nei Lietuvos teisės aktuose, nei Direktyvoje, todėl galima teigti, kad OS instituto anuliavimas dėl „tikslingumo sumetimų“ yra taisytinas. Antra, Direktyvoje nėra nustatyta, kad akcininkai turi teisę į iš OS instituto kylančią naudą tik tuo atveju, jei dėl to yra patiriama žala, kurią galima apskaičiuoti ir įvertinti. Tokiu atveju reikėtų nustatyti terminą, iki kada gali atsirasti žala - iki OS įgyvendinimo ar per tam tikrą laiką po OS įgyvendinimo, o tokio termino nustatyti neįmanoma nei teoriškai, nei praktiškai, nes kiekvieno OS atveju jis būtų skirtingas atsižvelgiant į bendrovės veiklą, perspektyvas ir t. t.

VPI 30 straipsnis atkartoja Direktyvos 3 straipsnyje reglamentuotus bendruosius OS principus, kurių pagrindu kuriamas OS reguliavimas ir reglamentavimas. Minėto straipsnio pirmame skirsnyje teigiama, kad „visiems bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams turi būti taikomos vienodos OS sąlygos; jeigu asmuo įgyja bendrovės kontrolę, turi būti ginami kiti tos bendrovės vertybinių popierių savininkai“<sup>59</sup>.

<sup>58</sup>ten pat, P. 57, konstatuojamosios dalies 58 punktas.

<sup>59</sup> LR Vertybinių popierių įstatymas...// ten pat, 30 str.

Pasaulinės finansų krizės metu Lietuvos Respublikos Seimas naudojasi tikslingumo kriterijumi darydamas paskutinius su VPI 4 skyriumi („oficialus siūlymas“) susijusius pakeitimus, numatytus Lietuvos Respublikos Finansinio tvarumo įstatymo 14 straipsnio 4 dalyje<sup>60</sup>. Pagal šiuo metu galiojančias įstatymo nuostatas valstybei įgijus banko akcijų, OS yra neteikiamas. Šis, privileginis reguliavimas pažeidžia Direktyvos bei VPI reglamentuotą akcininkų lygiateisiškumo principą, todėl praktiškai turėtų būti naikintinas, kadangi suteikia valstybei prioritetą prieš kitus akcininkus ir iškreipia vertybinių popierių reguliavimo pamatus. Tačiau analizuojant šio įstatymo pakeitimo pagrindą turėtų būti atkreiptas dėmesys į laikmetį, kuriuo įstatymo pataisa padaryta. Plačiai pasaulyje nuskambėjęs Lehman Brothers banko bankrotas, Europos besivystančias rinkas sudrebinęs Parex banko nacionalizavimas lėmė šios dalies atsiradimą LR Finansinio tvarumo įstatyme. Pasaulinės finansų krizės metu<sup>61</sup> Lietuva yra viena iš labiausiai finansiškai pažeidžiamų šalių Europos Sąjungoje. Devalvacijos grėsmė kaimyninėje Latvijoje, mažinami pasaulinių agentūrų reitingai Lietuvos finansų sektoriui, nesurenkamos valstybės pajamos, krentantis BVP yra tik keletas priežasčių, kurios pateisina įstatymo pakeitimus. Magistranto nuomone, susiklosčius šioms nepaprastoms ir ypatingoms aplinkybėms, valstybė privalėjo imtis prevencinių priemonių dėl OS teikimo, kadangi pats veiksmas, kada neišgalinčio įvykdyti įsipareigojimų banko akcijos yra superkamos, yra vykdomas dėl to, kad būtų apsaugoti didelės visuomenės dalies asmenų interesai ir išlaikyta socialinė taika. Tokiu atveju privaloma pareiga teikti OS prieštarautų protingumo principui, nes pats bankrutuojančio banko nacionalizavimas yra viešojo intereso (akcininkų ir kitų su banko veikla susijusių asmenų, kitų asmenų) apsauga.

LRKT nutarime analizuojant smulkiojo akcininko apsaugos reikalavimus, minima ir teisingos kainos taisyklė, leidžianti smulkiesiems akcininkams pasirinkti, ar kuriam nors subjektui (ar jų grupei) įgijus tiek akcinės bendrovės akcijų, kad jis gali kontroliuoti tos akcinės bendrovės veiklą, savo akcijas parduoti ir pasitraukti iš bendrovės, ar ir toliau likti smulkiaisiais akcininkais<sup>62</sup>. Šioje LRKT nutarimo dalyje svarbi nuostata, kad teisinga kaina turi būti nustatoma ginant smulkiųjų akcininkų interesus, jiems sudarant sąžiningą pasitraukimo mechanizmą. Formuojantis tolesnei teismų praktikai tai turėjo didelės reikšmės teisingos kainos nustatymo ginčiuose ir atitiko Direktyvos keliamus reikalavimus.

Atsižvelgdamas į susiklosčiusią LRKT praktiką Lietuvos įstatymų leidėjas turėjo apsispręsti, koku mastu neprivalomosios Direktyvos nuostatos bus įgyvendintos Lietuvoje.

<sup>60</sup> Lietuvos Respublikos finansinio tvarumo įstatymas//Valstybės Žinios, 2009, Nr. 93-3985.

<sup>61</sup> autoriaus nuomone, situacija nėra pasikeitusi ir dabar.

<sup>62</sup> LRKT nutarimas byloje Nr. 20/02....// ten pat, P.55, konstatuojamosios dalies 52 punktas.

Manytina, kad besivystančiai rinkai yra naudinga pritraukti kuo daugiau kapitalo, investicijų, todėl bet kokie apribojimai ar galimybės atsisakyti nepageidaujamo OS būtų sumažinę Lietuvos bendrovių konkurencingumą. Taigi VPRĮ į Lietuvos Respublikos teisinę sistemą inkorporavo absoliučiai visas dispozityvias Direktyvos nuostatas<sup>63</sup>, tačiau šiek tiek savitai.

Siekdamas įtvirtinti smulkiojo akcininko apsaugą ir harmonizuoti Direktyvą Lietuvoje Lietuvos Respublikos Seimas 2006 m. birželio 22 d. priėmė VPRĮ 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19 (1), 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymą, kuriuo pakeitė OS, privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo bei akcijų išbraukimo iš vertybinių popierių biržos prekybos sąrašų teisinį reglamentavimą<sup>64</sup>. Įsigaliojus Vertybinių popierių įstatymui, tos pačios Direktyvos nuostatos perkeltos į naująjį teisės aktą. VPĮ 4 skirsnis reglamentuoja OS taikymą Lietuvos Respublikoje. VPĮ antrojo straipsnio 32 dalyje apibrėžiama privalomo OS samprata – kad asmuo, įgijęs akcijų, suteikiančių daugiau kaip 40 procentų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, visuotiniame akcininkų susirinkime, vertybinių popierių savininkams teikia privalomą viešą siūlymą supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. To paties straipsnio 42 dalyje apibrėžiamo savanoriško OS sampratoje nėra imperatyviosios pareigos teikti siūlymą. OS skirstymas egzistavo ir prieš įstojant į Europos Sąjungą, todėl Lietuvai nekilo sunkumų inkorporuojant šią nuostatą į teisinę sistemą<sup>65</sup>.

Harmonizuojant Direktyvos 5 straipsnio 5 dalies nuostatas, atsirado tam tikri pakeitimai Lietuvos teisėje. Minėtas straipsnis numato, kad siūlytojo atlygis gali būti trijų formų: pinigai (grynieji pinigai)<sup>66</sup>, vertybiniai popieriai ir pirmų dviejų derinys. VPĮ 33 straipsnio 5 dalis imperatyviai nustato, kad privalomo OS atveju atsiskaitoma tik pinigais (grynaisiais arba negrynaisiais), nepaliekant kitos alternatyvos. Direktyvos nuostatos numato, kad pinigai turi būti kaip alternatyva (bent jau alternatyva) vertybiniais popieriais. Galima teigti, kad VPĮ dvejopai susiaurina šios nuostatos taikymo sritį Lietuvoje: pirma, reglamentuodamas, kad tikrai

---

<sup>63</sup> Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids // Brussels, 2007, P. 1-20. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf) prisijungimo laikas 2009-08-01.

<sup>64</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19<sup>(1)</sup>, 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas//Valstybės žinios. 2006, Nr.77-2963.

<sup>65</sup> Pavyzdžiui, Vokietijoje ilgą laiką OS reguliavimo kaip ir pareigos teikti OS iš viso nebuvo. Haan-Kamminga A. Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement // Kluwer publishing, 2006. P. 165-167, ISBN 9789013039665.

<sup>66</sup> Direktyvoje minima sąvoka *cash* dažniausiai pasitaiko apibūdinant grynuosius pinigus arba čekius, tačiau Direktyvoje šią sąvoką reikėtų versti plečiamai – ir grynieji, ir negrynieji pinigai.

„savanoriškojo siūlymo atveju už bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, vertybinius popierius atsiskaitoma pinigais arba vertybiniais popieriais“, antra, kad šie vertybiniai popieriai gali būti tik tie, „kuriais prekiaujama valstybėje narėje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje“<sup>67</sup>. Šis siaurinimas apsunkina siūlytojo galimybes pasiūlyti vertybinius popierius kaip alternatyvą pinigams. Pavyzdžiui, analizuojant prieš kelis mėnesius visą Baltijos šalių vertybinių popierių rinką išjudinusį TeliaSonera AB<sup>68</sup> savanorišką OS, galima teigti, kad užsienyje veikiančiai ir registruotai bendrovei nėra sudaryta jokių alternatyvų, išskyrus pinigus kaip atsiskaitymą įgyvendinus OS. Lietuvos reguliuojama rinka yra per siaura, kad susiaurinti standartai galėtų funkcionuoti, todėl manytina, kad vertybinių popierių kaip alternatyvos pinigams paminėjimas VPĮ yra skirtas tik tam, kad formaliai (tik iš dalies nukrypstant nuo Direktyvos nuostatų) tokia galimybė būtų sudaryta. Tačiau praktiškai vargu ar atsiskaitymas vertybiniais popieriais OS metu yra įmanomas.

## **2. PAREIGOS TEIKTI OFICIALŲ SIŪLYMĄ ĮGYVENDINIMAS LIETUVOJE**

### **2.1. Pareigos teikti oficialų siūlymą įgyvendinimo ginčai Lietuvos Respublikos teismuose**

Akcininkai, rizikuodami visu savo investuotu turtu ir būdami paskutiniai kreditorių eilėje įmonės bankroto atveju, dėl šios rizikos privalo turėti įmonės kontrolės mechanizmus savo rankose. Todėl sprendimo teisė dėl OS priėmimo, įgyvendinimo apimties privalo būti ne įmonės valdybos, daugiabalsių akcininkų savininkų ar kitų proporcingai mažesnę riziką prisiimančių subjektų rankose, o pirmenybinė paprastųjų akcininkų privilegija<sup>69</sup>. Bendroji taisyklė reglamentuoja, kad asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgijęs akcijas, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia daugiau kaip 40 procentų<sup>70</sup> balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas OS, visuotiniame akcininkų susirinkime, privalo nedelsdamas, ne vėliau kaip per 7 dienas, paskelbti bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, įstatuose

<sup>67</sup> LR Vertybinių popierių įstatymas...// ten pat, 33 str. 5 d.

<sup>68</sup> TEO: Pranešimas apie „TeliaSonera AB“ ketinimą teikti savanorišką oficialų siūlymą [http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news\\_id=236090](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=236090) prisijungimo laikas: 2009-08-24.

<sup>69</sup> Jaap Winters pranešimas...// ten pat P. 20-22., „porporcingumo principas užtikrina akcininkų atinkamai lygiavertę padėtį bendrovės valdyme. Šis principas riboja stambųjų akcininkų galimybę pažeisti mažųjų (smulkiųjų) akcininkų turtines teises, neleidžia priimti sprendimų, ignoruojančių smulkiuosius akcininkus“ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2002 m. gegužės 23 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-7-471/2002 UAB „Baltic fund securities“ v AB „Geonafta“.

<sup>70</sup> Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija „Dėl įstatymų projektų derinimo“, 2009, Nr. 06-802-(7.3-03) VPĮ projekte siūloma sumažinti balsų ribą, kurią peržengus kyla pareiga teikti ir įgyvendinti OS nuo 40 proc. iki 1/3 balso teisę suteikiančių balsų, nes 1/3 balsų paketas jau suteikia tam tikrą kontrolę (blokuojantis paketas). [http://www.vpk.lt/new/documents/1119\\_001.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/1119_001.pdf) prisijungimo laikas: 2009-07-25.

nurodytame Lietuvos Respublikos dienraštyje apie balsų ribos peržengimą ir apie savo ketinimą teikti privalomą oficialų siūlymą ar ketinimą perleisti šią balsų ribą viršijančias akcijas<sup>71</sup>. Dėl pareigos teikti OS Lietuvoje kilo nemažai ginčų, kai kuriuose iš jų galutinio sprendimo nėra iki šiol, o akcininkų teisės ir toliau pažeidinėjamos.

### **2.1.1. Pareiga teikti oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę**

Pareigos teikti OS įgyvendinimas pagrįstas bendraisiais OS principais (VPĮ 30 straipsnio nuostatomis). Šie instituciniai teisės principai atspindi Direktyvos trečiojo straipsnio nuostatas, tačiau Lietuvos teismų praktikoje neretai pasitaiko atvejų, kada šių reikalavimų dėl teisės spragų ar tiesiog piktnaudžiavimo vilkinant procesą yra nesilaikoma. Formuojamame naujajame vertybinių popierių įstatyme planuojama tiesiogiai įtvirtinti pareigą teikti OS įgijus netiesioginę įmonės kontrolę. Siūloma dabartinį VPĮ 31 straipsnį papildyti 2 dalimi nustatant, kad: „nustatyta pareiga taip pat taikoma asmeniui, kuris įgijo kontrolę asmens, turinčio bendrovės ... akcijų, visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių daugiau kaip ... balsų“. VPK dėl pareigos teikti OS netiesiogiai įgijus kontrolę pateikė išaiškinimą dar 2007 metais<sup>72</sup>, teigdama, kad ši prievolė atsiranda netgi tada, jeigu stambiojo emitento, jau teikusio OS, kontrolė yra perimama kitos patronuojančios bendrovės ar asmens.<sup>73</sup> VPK argumentuoja, kad toks įstatymo taikymo modelis įgyvendina smulkiojo akcininko apsaugą<sup>74</sup>. Stambiojo emitento akcininko kontrolę perėmęs asmuo gali pakeisti bei iš naujo permąstyti tolesnę įmonės plėtros, verslo koncepciją, todėl smulkieji emitento akcininkai privalo turėti teisę pasirinkti, ar netiesiogiai pasikeitus asmeniui, lemiančiam daugumą bendrovės, kaip juridinio asmens, sprendimų, nori ir toliau likti įmonės

---

<sup>71</sup> LR Vertybinių popierių įstatymas...// ten pat, 31 str. 2 d

<sup>72</sup> Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija „Išaiškinimas dėl pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įgijus netiesioginę emitento kontrolę“. 2007, Nr. 4K-99, Vilnius. <http://www.vpk.lt/uploads/2007-7.pdf> prisijungimo laikas: 2009-08-01.

<sup>73</sup> 2009 m. balandžio 07 d. VPK pranešimas „Cersanit S.A. netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę perėmė 2007 m. sausio 3 d.“, <http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14071/> Įvertinus visas faktines aplinkybes, gautą informaciją bei Cersanit S.A. pateiktus paaiškinimus, atlikto patikrinimo metu buvo prieita išvados, kad Cersanit S.A. 2007 m. sausio 3 d., po įgyvendinto oficialaus siūlymo įgijusi 48,42% Opoczno S.A. balsų visuotiniame akcininkų susirinkime, įgijo tiesioginę Opoczno S.A. kontrolę (Cersanit S.A. galėjo skirti Opoczno S.A. vadovą ir daugumą stebėtojų tarybos narių), o kartu ir netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę, todėl turėjo pateikti ir įgyvendinti oficialų siūlymą likusioms balsavimo teisę visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančioms AB „Dvarčionių keramika“ akcijoms supirkti. prisijungimo laikas: 2009-09-01.

<sup>74</sup> LR Vertybinių popierių įstatymas...// ten pat, 30 str. 1 p.: „jeigu asmuo įgyja bendrovės kontrolę, turi būti ginami kiti tos bendrovės vertybinių popierių savininkai“.

bendrasavininkiais. Pagal VPK, stambusis emitento akcininkas ir jį kontroliuojantis trečiasis asmuo turėtų būti laikomi sutartinai emitento atžvilgiu veikiančiais asmenimis.

Iš tokio normos interpretavimo neaišku, kas šiuo atveju laikomas OS įgyvendintoju. Tame pačiame išaiškinime VPK teigia, kad juo gali būti tiek tiesioginis stambusis emitento akcininkas, tiek jį kontroliuojantis subjektas, kadangi jie veikia aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu ar rašytiniu susitarimu. Magistranto nuomone, toks įstatymo išaiškinimas neatitinka smulkiųjų akcininkų interesų ir prieštarauja pamatiniam OS principui, tvirtinančiam, kad: „bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, veikla neturi būti ribojama ilgiau, negu pagrįstai būtina dėl oficialaus siūlymo įsigyti jos vertybinius popierius“<sup>75</sup>. Teisinis dvilypumas gali sukelti OS įgyvendinimo uždelsimą argumentuojant tuo, kad kontroliuojanti bendrovė neprisiima stambiojo emitento akcininko pareigų (bendrovių grupės atvejis). Tokiu atveju pareiga teikti OS perduodama kontroliuojamam subjektui. Taigi teisinis neapibrėžtumas kelia grėsmę OS operatyvumo principo įgyvendinimui ir gali būti panaudojamas vilkinant OS procesą, todėl įstatyme OS teikiantis subjektas turėtų būti aiškiau apibrėžtas, nepaliekant įstatyme dviprasmybių.

### 2.1.2. Susitariančiai veikiančių asmenų problema

Lietuvos teismų praktikoje OS pareigos įgyvendinimo problema ryškiausiai atsispindi bylose dėl pareigos teikti OS AB „Ukmergės keliai“, AB „Linas“, AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijoms. Daugiausiai investuotojų nepasitenkinimo susilaukusioje AB „Linas“ byloje<sup>76</sup> paskutinis taškas padėtas dar 2008 metų pabaigoje, tačiau akcininkai iki šiol nesulaukia pareigos įvykdymo. Remiantis viešojo intereso apsauga, šiuo metu ši teisė yra įgyvendinama per teismą<sup>77</sup>. AB „Linas“ bylos esmė – sutartinai veikiančių asmenų (motinos „L. L.“ ir sūnaus „R. L.“) ginčas su VPK dėl 40 procentų ribos peržengimo momento. 2007 m. gegužės 31 d. VPK nusprendė netvirtinti<sup>78</sup> L. L. pateikto privalomo nekonkurencinio OS cirkuliario supirkti likusias AB „Linas“ paprastąsias vardines akcijas, mokant už vieną akciją 0,28 Lt. Nustatyta, jog pareiga pateikti ir įgyvendinti

<sup>75</sup> LR Vertybinių popierių įstatymas...// ten pat, 30 str. 7 p.

<sup>76</sup> Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutarimas administracinėje byloje Nr. A-261-1740/2008, L.L. v Vertybinių popierių komisija (toliau tekste – AB „Linas“ byla).

<sup>77</sup> VPK, gavusi smulkiųjų AB „Linas“ akcininkų prašymus ir įvertinusi sutartinai veikiančių AB „Linas“ akcininkų atsisakymą vykdyti 2006 m. liepos 11 d. jiems kilusią pareigą pateikti ir įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą dėl likusių AB „Linas“ akcijų supirkimo, atstovaudama daugiau nei 1000 AB „Linas“ akcininkų, 2008 m. gruodžio 17 d. Vilniaus apygardos teismui pateikė ieškinį viešajam interesui ginti. Dėl šio teismo neteismingumo ieškinys 2008 m. gruodžio 24 d. atsiimtas ir pareikštas ieškinys Kauno apylinkės teisme (c.b. 2-239-46-2009 (528))

<sup>78</sup> 2007 m. gegužės 31 d. VPK posėdis, kuriame nuspręsta netvirtinti L. L. OS cirkuliario [http://www.vpk.lt/lt\\_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814](http://www.vpk.lt/lt_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814) prisijungimo laikas: 2009-06-14.

privalomą OS L. L. neišnyksta, tačiau OS turėtų būti teikiamas kitomis sąlygomis. Pareiga pareiškėjai ir su ja veikusiems asmenims – R. L., UAB „Nordic investicija“ teikti ir įgyvendinti siūlymą atsirado 2006 m. liepos 11 d., o pagal VPI 31 straipsnio 1 dalies nuostatas teikiamo OS kaina turėtų būti ne mažesnė už didžiausią vertybinių popierių, kuriuos bent vienas iš sutartinai veikiančių asmenų įsigijo per 12 mėnesių iki balsų ribos peržengimo dienos, kainą ir ne mažesnė už vidutinę svertinę rinkos kainą per 6 mėnesius iki įstatyme įtvirtintos balsų ribos peržengimo dienos. Anot VPK, L. L. turėjo skelbti OS supirkti AB „Linas“ akcijas anksčiau - kai įgijo įmonės kontrolę kartu su AB „Linas“ akcininku ir valdybos pirmininku R. L. Taip pat nurodyta, jog pareiškėja su R. L. yra sutartinai veikiantys asmenys, nes R. L. yra L. L. sūnus, L. L. neturi investicijų ar įmonės valdymo patirties, o akcijas įsigijo iš P. J., R. L. buvusio uošvio. VPK nuomonėje giminystės ryšys nebuvo akcentuojamas kaip pagrindinis įrodymas dėl veikimo kartu<sup>79</sup>, tačiau surinkti įrodymai dėl pinigų srautų tarp šių asmenų, „draugiški susitarimai“, iš kurių naudą gauna tik viena šalis, leido daryti pagrįstą nuomonę dėl sutartinio veikimo: „surinktus įrodymus reikia vertinti sistemiškai ir jų chronologinė ir loginė visuma leidžia daryti išvadą, kad sutartinai veikiančius ir veikusius asmenis ne tik siejo ir sieja giminystės ir formalūs svainystės ryšiai, bet ir įvairūs tarpusavio ryšiai sudarant įvairius sandorius su nekilnojamuoju turtu, pinigais, akcijomis.“<sup>80</sup>.

2008 m. spalio 20 d. nutartyje<sup>81</sup> LVAT išnagrinėjo pareiškėjos L. L. skundą dėl Vilniaus apygardos administracinio teismo 2007 m. gruodžio 20 d. sprendimo administracinėje byloje pagal pareiškėjos L. L. skundą atsakovei Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijai. Teismas akcentavo, kad siekiant pripažinti asmenis sutartinai veikiančiais, būtina nustatyti: pirma, bendradarbiavimo, remiantis aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu arba rašytiniu susitarimu, faktą; antra, bendradarbiavimo tikslą, trečia, nustatyti koks yra šis tikslas - siekimas įgyti kontrolę, suteikiančią 40 ar daugiau procentų balsų ar siekimas sužlugdyti sėkmingą OS rezultatą<sup>82</sup>.

Remdamasis bylos medžiaga, LVAT paliko nepakeistą Vilniaus apygardos administracinio teismo 2007 m. gruodžio 20 d. sprendimą, kad pareiga pateikti ir įgyvendinti OS L. L. ir su ja sutartinai veikiančioms nurodytiems asmenims atsirado 2006 m. liepos 11 d., kuomet buvo

---

<sup>79</sup> „Tai, kad keli akcininkai tarpusavyje yra susiję giminystės ar svainystės ryšiais, neleidžia daryti vienareikšmiškos išvados, jog tai, kas yra žinoma vienam fiziniam asmeniui, yra neabejotinai žinoma ir kitam arba kad tuo siekiama iškreipti vertybinių popierių rinką.“ Lietuvos Vyriausiasis Administracinis Teismas, 2009 m. balandžio 1 d. sprendimas byloje UAB „Respublikos leidiniai“ v. Vertybinių popierių komisija, Nr. A<sup>502</sup>-444/2009.

<sup>80</sup> AB „Linas“ byla P. 7.

<sup>81</sup> AB „Linas“ byla P. 6.

<sup>82</sup> ten pat.

peržengta VPI įtvirtinta 40 procentų turimų balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime riba. Sprendimas priimtas *res judicata*, tačiau akcininkai iki šiol nesulaukia pareigos įvykdymo. Galima teigti, kad ilgai trukęs bylinėjimosi procesas neigiamai veikia ne tik emitento reputaciją, tačiau sudaro nepagrįstų sunkumų ir neaiškumų akcininkams, investuojantiems į šią bendrovę. Akcijų kainų virazai, remiantis vis naujesne informacija apie šią ilgai besitęsiančią bylą, sumenkino akcijos populiarumą bei likvidumą. 2008 m. liepą bankrutavus vienai iš pagrindinių AB „Linas“ dukterinių bendrovių<sup>83</sup>, kilo investuotojų panika dėl sklindančių gandų, kad sutartinai veikiantys L. L. ir R. L. po truputį veda bendrovę prie bankroto, mažėjant pajamoms ir didėjant nuostoliams, taip siekdami nevykdyti OS pareigos. Akcijų kaina krito daugiau nei 5 kartus, lyginant su ta, kurią L. L. privalo mokėti OS metu. Dėl tokių drastiškų kainų šuolių didelė dalis investuotojų, kurie pirko AB „Linas“ akcijų po OS teikimo prievolės atsiradimo, patyrė didelių materialinių nuostolių, kurių pagrindinė priežastis – nevykdoma pareiga teikti OS.

LAT praktikoje aktuali ir kita su pareigos teikti OS įgyvendinimo nevykdymu susijusi byla. AB „Ukmergės keliai“ byloje<sup>84</sup> ieškovas reikalavimu prašė teismo įpareigoti atsakovus teisės aktų nustatyta tvarka pateikti privalomą OS supirkti likusias atskaitingo emitento AB „Ukmergės keliai“ paprastąsias vardines akcijas, suteikiančias balsavimo teisę dėl pagal tuometinio VPRĮ 19 straipsnyje numatytos balsų peržengimo ribos. Ieškovo teigimu atsakovai yra kartu veikiančių asmenų grupė, 2003 m. balandžio 9 d. valdžiusi daugiau kaip 52,53 proc. AB „Ukmergės keliai“ akcijų. Teismas byloje konstatavo: „nors atsakovas G. D. formaliai perleido turimas akcijas ir jų suteikiamus balsus sutuoktinei, tačiau laikytina, kad atsakovui akcijos tebeprisklaido bendrosios jungtinės nuosavybės teise pagal Vertybinių popierių rinkos įstatymo 16 straipsnio 1 dalį ir CK 3.87, 3.88 ir 3.92 straipsnius.“. Remiantis susiklosčiusia praktika, darytina išvada, kad artimi giminystės ryšiai dar nepreziūuoja, kad šie asmenys - sutartinai veikiantys, todėl svarbu įrodyti, kad giminystės ryšiais siejami ir tariamai sutartinai veikiantys asmenys turi ir veikia bendrais interesais, bendru turtu, siekiant bendros naudos.

AB „Panevėžio statybos trestas“ byloje<sup>85</sup> sprendžiama analogiška situacija – įmonę kontroliuojantys stambieji akcininkai perdavė dalį valdomų akcijų žmonoms, tačiau teismas

---

<sup>83</sup> AB „Linas“ 2008 m. liepos 4 d. pranešimas apie esminį įvykį „Dėl bankroto bylos iškėlimo AB „Linas“ dukterinei bendrovei UAB „Lino audiniai“ [http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&op2=print&news\\_id=224810](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&op2=print&news_id=224810) prisijungimo laikas: 2009-08-10.

<sup>84</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-176/2007. M.V. v G. D., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.

<sup>85</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-215/2007. M. V. v R. J., R. J., K. B., N. E. B., V. Š., AB „Panevėžio keliai“.

nusprendė, kad bendrosios jungtinės nuosavybės reiškia, jog šis balsų perdavimas yra tik fiktyvus ir nepanaikina pareigos teikti OS. Manytina, jog Lietuvos teismų praktikoje yra susiklosčiusi teisinga praktika visapusiškai nustatant sutartinai veikiančius asmenis bendrovėse. Vertindami bylų aplinkybes ir priimdami sprendimą, Lietuvos teismai teisingai atsižvelgia į sistemiškai taikomas šeimos teisės nuostatas, VPK surinktas aplinkybes, bei, remdamiesi įstatymus komentuojančiais ir detalizuojančiais VPK dokumentais tinkamai identifikuoja sutartinio veikimo faktus. Tai yra ypač svarbu siekiant išsaugoti lygiateisiškumu bei proporcingumu grįstus teisinius santykius.

### **2.1.3. Akcininkų, pretenduojančių į oficialų siūlymą, problemos**

Jaap Winters pranešime, Europos teisininkų diskursuose vieningai teigiama, kad Direktyvos pagrindinis tikslas – užtikrinti tinkamą smulkiųjų akcininkų apsaugą OS metu. Remiantis Direktyvos nuostatomis, nėra numatyta, kad Direktyva saugo tik tų smulkiųjų akcininkų interesus, kurie bendrovės akcininkais tapo prieš pasikeičiant įmonės kontrolei, kadangi taip suvaržoma likusiųjų akcininkų apsauga. Pagal Direktyvos nuostatas bendrovės akcininkai, be pagrindinės atskirties tarp siūlymo gavėjų ir teikėjų, išskiriami tik pagal tai, ar jie turi balso teisę suteikiančių vertybinių popierių, ar ne.

VPK savo neoficialiame išaiškinime dėl AB „Linas“ privalomo OS laikosi kitos nuostatos interpretuojant VPI normas. Vertindama AB „Linas“ atvejį, VPK neoficialiai teigia<sup>86</sup>, kad galimybės po kontrolės pasikeitimo parduoti turimas akcijas už teisingą kainą suteikimas tiems smulkiesiems bendrovės akcininkams, kurių teisinė padėtis, o kartais ir akcijų vertė, pakito, sukoncentravus kontrolę arba bendrovėje pasikeitus kontroliuojančiam asmeniui, yra vienintelis OS instituto tikslas. Kartu VPK sutinka, kad pagal bendrąsias taisykles OS turi būti teikiamas dėl visų įstatyme nustatytos ribos peržengimo dieną likusių akcijų, kurios nepriklausė sutartinai veikiančioms asmenims<sup>87</sup>. Atkreiptinas dėmesys į tai, kad šis teksto interpretavimas nederą su Direktyvos 3 straipsnio a) punkto nuostata (Lietuvoje – VPI 30 str. 1 d.), kurioje numatyta, kad visiems pasiūlymą gaunančios bendrovės tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams turi būti taikomas vienodas režimas. Direktyvos 4 str. 5 d. apibrėžta, kad Direktyvos atžvilgiu

<sup>86</sup> VPK puslapyje esanti klausimų-atsakymų skiltis. Klausimas apie AB „Linas“ pareigą teikti OS. <http://www.vpk.lt/lt/klausiate---atsakome/?id=15137> prisijungimo laikas: 2009-08-15.

<sup>87</sup> Kauno apylinkės teismas, civilinė byla Nr. 2-239-46-2009 (528) dėl įsipareigojimo pateikti ir įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą. VPK v L.L., R.L. ir kt. bylos Lap. 2.

nacionaliniai įstatymai gali nukrypti nuo Direktyvos nuostatų tik tiek, kiek jie neprieštarauja bendriesiems Direktyvos principams (minėtas Direktyvos 3 str.).

VPK įstatymą (o kartu ir Direktyvą) interpretuoja per interesų pusiausvyros principą, t. y. kad OS tikslas jokiu būdu negali būti aiškinamas smulkiųjų akcininkų, kurie akcijų įsigijo jau žinodami apie kontrolės perėmimo faktą, teisių gynimu. Anot VPK, kitoks reguliavimas paneigtų OS instituto prasmę ir tikslą. Kita vertus, toks įstatymo aiškinimas yra nesąžiningas tų smulkiųjų akcininkų, kuriems esant bendrovės akcininkais pakito bendrovės kontrolė, ir kurie kontrolę perėmusiems asmenims nevykdant pareigos pateikti OS teisinga kaina, savo akcijas pardavė, atžvilgiu. Komisija padarė išvadą, kad OS garantija netaikoma tiems asmenims, kurie įsigijo balso teisę turinčių vertybinių popierių po siūlymo teikimo pareigos atsiradimo. Tik taip aiškinant OS įgyvendinimo mechanizmą užkertamas kelias nepagrįstam piktnaudžiavimui smulkiųjų akcininkų teisėmis, kai asmenys nori formaliai pasinaudoti šiuo institutu, nors jų interesai ir teisiniai lūkesčiai nebuvo pažeisti<sup>88</sup>.

VPK tiek AB „Linas“, tiek AB „Panevėžio statybos trestas“ atvejais laikosi tos pačios nuomonės dėl emitento akcininkų, kurie turi teisę dalyvauti OS. Įtvirtinama nuostata, kad asmenys, kurie buvo smulkiąisiais akcininkais OS teikimo prievolės kilimo metu, kuri nebuvo įvykdyta laiku, ir toliau išlieka akcininkais ir išlaiko teisę į akcijų pardavimą OS metu. Praėjus ilgesniam laiko tarpui teisę į OS garantijas (nuostolių atlyginimą) išlaiko ir asmenys, kurie buvo smulkiąisiais akcininkais tuo metu, kai kilo OS teikimo prievolė, kuri nebuvo įvykdyta laiku, tačiau savo akcijas pardavė<sup>89</sup>. Kaip jau minėta anksčiau, trečiajai asmenų grupei, t. y. asmenims, įsigijusiems balso teisę turinčių vertybinių popierių po kontrolės fakto, tokia galimybė anuluojama kaip nepagrįsta. Šios taisyklės galioja tik tais atvejais, kai pareiga pateikti OS yra nevykdoma ilgą laiką, dėl ko iš esmės pasikeičia smulkiųjų akcininkų struktūra. OS atvejais, kai kontrolės perėmėjas prisiima savo pareigą be ginčų, pvz. AB „Dvarčionių keramika“<sup>90</sup>, AB „Klaipėdos jūrų krovinių kompanija“<sup>91</sup>, VPK laikosi pozicijos, jog ir trečioji asmenų grupė turi teisę į pasiūlymo naudą. Manytina, kad dvigubi standartai yra visiškai nepagrįsti ir naudingi tikrai savo pareigos nevykdančiai pusei, t. y. siūlytojai. Vertybinių popierių biržoje yra nusistovėjęs dėsnis, kad paskelbus informaciją apie kontrolės perėmimą, akcijų kaina kyla aukštytyn apytiksliai

<sup>88</sup> VPK puslapyje esanti klausimų-atsakymų skiltis ...// ten pat.

<sup>89</sup> Kauno apylinkės teismas, c. b. Nr. 2-239-46-2009 (528)...// ten pat, bylos Lap. 3.

<sup>90</sup> Rinkos naujienos. „Patvirtintas AB „Dvarčionių keramika“ oficialaus pasiūlymo cirkuliaras“ <http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/13948/> prisijungimo laikas: 2009-08-17.

<sup>91</sup> Rinkos naujienos „Patvirtintas AB „Klaipėdos jūrų krovinių kompanija“ oficialaus pasiūlymo cirkuliaras“ <http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14150/> prisijungimo laikas: 2009-08-17.

iki to lygmens, kokia turėtų būti teisinga kaina. Šiame dažniausiai drastiškame kainos spurte įsigyti akcijų turi galimybę ir tie asmenys, kurie nebuvo bendrovės akcininkais kontrolės perėmimo momentu, ir tikėtis iš to gaunamos naudos. Tokioje situacijoje smulkieji akcininkai gauna galimybę, pagal VPK neoficialią nuomonę, piktnaudžiauti savo teisėmis ir parduoti sąžiningai pareigą vykdančiam siūlytojui vertybinius popierius, kuriuos įsigijo po kontrolės perėmimo fakto.

Nagrinėjamuose AB „Linas“, AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Ukmergės keliai“ atvejuose stambusis akcininkas ginčija pareigą pateikti OS. Iš bylų medžiagos galima daryti išvadą, kad su tuo susijęs procesas gali trukti daugiau nei 5 metus. Per tiek laiko protinga manyti, kad dauguma smulkiųjų akcininkų bus pasikeitę. VPK, gindama viešąjį interesą teisme dėl „AB Linas“ akcininkų apsaugos, siekė apsaugoti tik minėtų pirmų dviejų grupių interesus<sup>92</sup>. Ši situacija naudinga savo pareigos nevykdančiam ir piktnaudžiaujančiam stambiajam akcininkui, nes tokių AB „Linas“ akcininkų, kurie išlaikė akcijas nuo pat kontrolės perėmimo fakto ir laikys jas iki numanomo OS įgyvendinimo, yra mažuma, o kiti akcininkai, nusivylę ilgai trunkančiu procesu, išsigandę neaiškios AB „Linas“ finansinės padėties, kelis kartus nukritusios akcijų kainos ir kitų priežasčių, bus pardavę savo turimus vertybinius popierius. Nors VPK ir teigia, kad teisė į nuostolių atlyginimą grupei asmenų, pardavusių vertybinius popierius po kontrolės perėmimo fakto galioja, tačiau ją būtų labai sudėtinga įgyvendinti. Pavyzdžiui, jei akcininkas (ypač kuris aktyviai prekiaavo vertybinių popierių biržoje), praėjus ilgam laiko tarpui visiškai nebesidomi vertybinių popierių rinka arba yra miręs, sunku būtų tikėtis, kad jam (ar jo turto paveldėtojams mirties atveju) bus suteikta galimybė gauti kompensaciją siūlytojo, kuris piktnaudžiavo vilkindamas procesą, iniciatyva.

Kitas svarbus atvejis – investiciniai fondai<sup>93</sup>, kurių dalį sudarė ir AB „Linas“ akcijos. Kadangi tai yra kolektyvinis investavimo instrumentas, kuris dažniausiai skirtas investuoti į tam tikrą sritį ar regioną (pvz. atsinaujinanti energetika, Baltijos šalys), didžioji dalis investuotojų netgi tiksliai nežino, į kurių bendrovių vertybinius popierius buvo investuojama. Dažniausiai informacijoje apie fondų sudėtį nurodoma 10-15 didžiausių fondo vienetą sudarančių bendrovių, o kitų įmonių vertybiniai popieriai (jų gali būti daugiau nei 100, priklausomai nuo to, kokią dalį sudaro didžiųjų fondo bendrovių vertybiniai popieriai) sudaro tik simbolinę dalį. Lietuvoje

<sup>92</sup> Kauno apylinkės teismas, c. b. Nr. 2-239-46-2009 (528)... // ten pat, bylos Lap. 3–4.

<sup>93</sup> Investicinis fondas – bendrosios dalinės nuosavybės teise juridiniams ar fiziniams asmenims priklausantis turtas, kurio valdymas perduotas valdymo įmonei. Investicinis fondas kaupiamas, siekiant investuoti turimas lėšas ir gauti grąžą. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas//Valstybės žinios. 2007, Nr. 117-4772.

ekonomikos augimo metu fondų vertė taip pat stipriai didėjo. Metinis pelningumas siekdavo 60 ir daugiau procentų, todėl investuotojai, pardavę fondo vienetus ir per metus uždirbę solidų pelną, seniai yra apie jį užmiršę ir reinvestavę uždirbtas lėšas kitur. Šis atvejis taip pat naudingas ilgai pareigos neatliekančiam siūlytojui, nes galimas atsiliepusių į OS ratas dar labiau susiaurėja.

Komisija akcentuoja, kad kontroliuojančių asmenų paaiškėjimo diena nebūtinai sutampa su kontrolės fakto atsiradimo diena, kadangi „AB Linas“ atveju kontrolės atskleidimas atsirado tik po to, kai VPK nustatė faktą, jog AB „Linas“ kontrolė susitelkė bendrai veikiančių asmenų rankose<sup>94</sup>. VPK mano, kad kontrolės pasikeitimas buvo atskleistas 2007 m. gegužės 31 d., kai VPK priėmė sprendimus, kuriuose buvo nurodyta, jog pagal turimus duomenis kai kurie AB „Linas“ akcininkai veikia sutartinai, o jiems priklausančios akcijos suteikia daugiau kaip 40 procentų balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime jau nuo 2006 m. liepos 11 d. Tačiau minėtoje AB „Linas“ byloje galutinė neskundžiama nutartis buvo priimta tik 2008 m. spalio 20 d., apeliacinės instancijos teismo teisėjų kolegijai konstatavus, kad pirmosios instancijos teismas tinkamai įvertino teisės aktus bei tikrąsias ginčo aplinkybes ir priėmė teisėtą bei pagrįstą sprendimą<sup>95</sup>. Galima manyti, kad ieškinys, kuriuo ginamos tęstinai pažeidžiamos smulkiųjų akcininkų teisės, turėtų būti praplėstas bent tiek, kad OS galėtų dalyvauti visi AB „Linas“ akcininkai, kurie buvo bendrovės akcininkais galutinės nutarties paskelbimo metu. Asmenys, buvę akcininkais OS atsiradimo ir atskleidimo momentais, turėtų pretenduoti į nuostolių atlyginimą. Vertinant iš smulkiojo akcininko kaip silpnosios šalies interesų gynimo pozicijos, remiantis sąžiningumo principais, stambiajam akcininkui (ar jų grupei), įgijusiam įmonės kontrolę ir savanoriškai, be teismo sprendimo, neišreiškusiam valios teikti OS, neturėtų būti sudarytos geresnės sąlygos smulkiųjų akcininkų sąskaita. Pareigos įvykdymo vilkinimas apskritai negali būti skatinamas, todėl manytina, kad VPK siūlomas Direktyvos normų interpretavimas turėtų būti taisomas atsižvelgiant į silpnosios šalies teisių apsaugą ir viešąjį interesą.

VPK, taisydama Direktyvos normų interpretacijas, teoriniais klausimais galėtų konsultotis su valstybių narių kontrolę šioje sferoje vykdančiomis institucijomis<sup>96</sup>, tačiau VPK teisės normų interpretavimas nesiremia analizuotų narių (Jungtinė Karalystė, Vokietija, Prancūzija) teismų praktika. VPK atstovai neoficialiai yra pareiškę, kad situacija, kai pareiga vykdyti OS atidėliojama po kelis metus, yra nesuprantama ekonomiškai išsivysčiusiosioms valstybėms narėms. Tokia

<sup>94</sup> VPK pranešimas „VPK pateikė ieškinį viešajam interesui ginti“ <http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/kita-vpk-informacija/13982/> prisijungimo laikas: 2009-04-06.

<sup>95</sup> AB „Linas“ byla, P. 12.

<sup>96</sup> VPK yra CESR (The Committee of European Securities Regulators) narė. [http://www.cesr.eu.org/index.php?page=members\\_directory&mac=0&id](http://www.cesr.eu.org/index.php?page=members_directory&mac=0&id) prisijungimo laikas: 2009-07-02.

analogijos Vakarų teisės tradicijoje neturinti situacija susiklostė dėl skirtingo rinkų išsivystymo bei skirtingų reikalavimų, keliamų bendrovėms, norinčioms kotiruotis vertybinių popierių biržoje. Išsivysčiusiose šalyse besikotiruojančių bendrovių kapitalizacija nepalyginamai didesnė už Lietuvos įmonių<sup>97</sup>. Didesnis rinkos išsivystymo lygis kartu reiškia ir didesnę verslo civilizuotumą bei atsakingumą. Mažos kapitalizacijos, nelikvidi bendrovė AB „Linas“ negalėtų kotiruotis nei vienoje išsivysčiusios šalies rinkoje dėl per mažo kapitalo, skaidrumo ir kitų rodiklių<sup>98</sup>. Žemi standartai, kurie taikomi kotiravimuisi Lietuvoje, sukuria OS įgyvendinimo problemas, nes atsiranda grėsmė, jog nelikvidžios, mažos kapitalizacijos, investuotojų dėmesio stokojančios bendrovės pareigos nevykdantis akcininkas nebijo iš nevykdymo kylančių sankcijų (balso teisės negaliojimo), kadangi netiesiogiai visa įmonės kontrolė ir veikla vis tiek priklauso nuo jo paties.

Manytina, kad prie šios įgyvendinimo problemos prisideda ir teoriškai per mažos (praktiškai iš viso nenaudojamos) baudos. Galiojančios redakcijos VPI nustatyta, kad fiziniams ar juridiniams asmenims, kurių cirkuliaras buvo patvirtintas VPK, bet kurie neįgyvendino OS ar jį įgyvendino netinkamai, skiriama iki 500 tūkstančių Lt bauda<sup>99</sup>. Tačiau, bandant pritaikyti sankciją mūsų nagrinėjamiems atvejams, reikėtų sulaukti, kol bus patvirtintas cirkuliaras, o cirkuliarą tvirtinti teikia kontrolės perėmėjas. Taigi VPI tiesioginės pinigines sankcijos už OS nevykdymą, vilkinimą ar netinkamą vykdymą iš viso nėra įtvirtintos. Galima manyti, kad sprendžiant šią problemą reikėtų išplėsti VPI 47 straipsnio nuostatas, kas ir planuojama padaryti VPI projekte. Jame siūloma, kad asmenims, nesilaikantiems nustatyto reikalavimo pateikti privalomą OS supirkti likusias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas, turėtų būti skiriama iki 500 tūkstančių Lt bauda, o asmenims, nesilaikantiems kitų pareigos teikti OS įgyvendinimo reikalavimų, - iki 100 tūkstančių Lt bauda<sup>100</sup>. Piniginės sankcijos populiaros kontinentinėje Europoje. Pavyzdžiui, Prancūzijos įstatymai numato, kad, nevykdant privalomos OS pareigos, yra apribojamos balso teisės ir skiriama bauda, kuri gali siekti iki 1.524.490 eurų. Be to, papildomai kyla civilinė

---

<sup>97</sup> Skaičiuojama, kad į Vilniaus ir Talino indeksų sudėtį įeinančių bendrovių rinkos vertė siekia 5,9 mlrd. USD. Tai mažiau nei pusė, kiek vertinama visa kavinių tinklo „Starbucks“ rinkos vertė [http://vz.lt/straipsnis/2009/09/14/JAV\\_analitikai\\_Vilniaus\\_birzai\\_prognozuoja\\_suoli?readcomment=1](http://vz.lt/straipsnis/2009/09/14/JAV_analitikai_Vilniaus_birzai_prognozuoja_suoli?readcomment=1) // Dienraščio „Verslo žinios“ internetinis žinių portalas. prisijungimo laikas: 2009-09-15.

<sup>98</sup> plačiau: Eatwell J., Taylor L. International Capital Markets: Systems In Transition // Oxford University Press, New York, 2002, p. 433-484, ISBN10: 0-19-514765-0.

<sup>99</sup> VPI 47 str. 5 p.

<sup>100</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto lyginamasis variantas, nauja 47 straipsnio redakcija [http://www.lrs.lt/pls/proj/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=1046&p\\_org=&p\\_fix=&p\\_gov](http://www.lrs.lt/pls/proj/dokpaieska.showdoc_l?p_id=1046&p_org=&p_fix=&p_gov) prisijungimo laikas: 2009-08-01.

atsakomybė, susijusi su OS nevykdymo žalos atlyginimu akcininkams<sup>101</sup>, Vokietijoje bauda gali siekti iki 1.000.000 eurų ir apribojamos absoliučiai visos perėmėjo teisės iki tol, kol OS bus įgyvendintas<sup>102</sup>. Kitose šalyse, pavyzdžiui Belgijoje, Olandijoje, už tai kyla baudžiamoji atsakomybė.

Vertinant Europos Sąjungos šalių praktiką, galima būtų daryti išvadą, kad Lietuvoje numatoma pinigine sankcija, siekianti 500 tūkstančių Lt, nėra per griežta. Be to, siekiant operatyvesnio OS įgyvendinimo, galima būtų pasinaudoti Vokietijos pavyzdžiu ir nesąžiningam perėmėjui apriboti ne tik teises į balsavimą, o visas, įskaitant ir teisę gauti įmonės dividendus<sup>103</sup>. Darytina išvada, kad priėmus griežtesnes sankcijas OS pareiga būtų vykdoma daug operatyviau. Taip manyti skatina ir AB „Linas“ byloje numatyta nuostata: „Atsižvelgus į tai, jog pareiga teikti oficialų siūlymą atsirado 2006 m. liepos 11 d., o jis įgyvendinti nepradėtas, pagal bendrąsias procedūrinių teisės normų galiojimo taisykles, privalomas siūlymas turi būti teikiamas bei įgyvendinamas pagal šiuo metu galiojančias VPI ir jį detalizuojančių atitinkamų taisyklių nuostatas“<sup>104</sup>. Pritaikius tokią nuostatą sankcijų reglamentavimui, dar iki naujojo VPI įsigaliojimo iki šiol procesą vilkinančios bendrovės turėtų būti paskatintos įvykdyti *res judicata* pareigą.

VPK siūloma akcininkų apsaugos principo interpretacija daro didžiulę įtaką rinkos dalyviams. Manytina, kad ta pati problema iškils ir kitoje – AB „Panevėžio statybos trestas“ byloje, kurioje pareiga teikti OS jau priteista, tačiau taip pat, kaip AB „Linas“ byloje, nėra numatyta, kuriam akcininkų ratui šis siūlymas bus teikiamas.

Nagrinėjant asmenų ratą, kurie pretenduoja į OS, kyla klausimas, ar visi bendrovės vertybinių popierių turėtojai turi teisę pretenduoti į akcijų pardavimą OS metu. Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso 1.101 str. 1 d. įtvirtina tokią vertybinio popieriaus sampratą: „vertybinis popierius, kaip civilinių teisių objektas, – tai dokumentas, patvirtinantis jį išleidusio asmens (emitento) įsipareigojimus šio dokumento turėtojui<sup>105</sup>“. Akcija – viena iš vertybinių popierių rūšių, suteikianti teisę dalyvauti valdant įmonę<sup>106</sup>. ABĮ dabartinėje redakcijoje<sup>107</sup> 42 straipsnyje išskiriamos dvi pagrindinės akcijų rūšys (paprastosios ir privilegijuotosios), apibrėžiami jų skirtumai. Nagrinėjamam OS institutui svarbi ABĮ 42 straipsnio 2 dalies nuostata,

<sup>101</sup> Allen & Overy LLP .... // ten pat. P. 13-14.

<sup>102</sup> ibid., P. 13.

<sup>103</sup> Kacperczyk A. “With greater power comes greater responsibility? Takeover protection and Corporate attention to stakeholders.” // Strategic Management Journal, John Wiley & Sons, Ltd, vol. 30, no. 3, 2009. P. 271.

<sup>104</sup> AB “Linas” byla, p. 7

<sup>105</sup> Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas // Valstybės žinios. 2000, Nr. 74. CK 1.101 str. 1 d.

<sup>106</sup> ten pat.

<sup>107</sup> Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios. 2000, Nr. 64 -1914.

teigianti, kad visos paprastosios akcijos suteikia balso teisę<sup>108</sup>. To paties straipsnio 7 dalyje numatoma, kad privilegijuotos akcijos gali alternatyviai turėti arba neturėti balso teisės priklausomai nuo bendrovės įstatų. Vilniaus vertybinių popierių biržoje nėra nei vienos bendrovės, kurios privilegijuotos akcijos suteiktų balso teisę. Dėl šios priežasties, nagrinėjant OS įgyvendinimą, preziumuojama, kad kalbama apie paprastųjų akcijų išpirkimą. Tačiau Lietuvos teismų praktikoje iškilo problema, ar tik paprastosios akcijos gali būti OS įgyvendinimo objektu. 2007 m. spalio 15 d. kasacine tvarka išnagrinėtoje byloje<sup>109</sup> keliamas VPRĮ 19 straipsnio 1 dalies ir jos 2 punkto<sup>110</sup> aiškinimo ir taikymo teisėtumo klausimas dėl atsakovų, įgijusių daugiau kaip 40 procentų balsų AB „Spauda“ akcininkų susirinkime, pareigos pateikti privalomą OS supirkti smulkiųjų akcininkų privilegijuotąsias vardines AB „Spauda“ akcijas. Byloje minimos privilegijuotos akcijos pagal bendrovės įstatus įgijo balso teisę po to, kai du metus iš eilės už jas nebuvo sumokėti dividendai.

Teismas nusprendė, kad kadangi nuo 2005 m. gegužės 1 d. privilegijuotosios akcijos pagal bendrovės patvirtintas taisykles įgijo balso teisę, atsakovai turi nustatytą alternatyvią pareigą teikti OS ir dėl privilegijuotųjų vardinių akcijų nuo to momento, kai šios akcijos įgijo balso teisę. Taigi galima manyti, kad VPI minima bendra „vertybinio popieriaus“ sąvoka nedetalizuojama specialiai dėl to, kad nekiltų ginčų dėl pareigos teikti OS, kai kotiruojamos bendrovės balso teisę turintys vertybiniai popieriai yra ne tradicinės paprastosios akcijos formos.

## 2.2. Piktnaudžiavimas rinka

Nagrinėjant OS teisingo įgyvendinimo problemas, būtina aptarti piktnaudžiavimo rinka klausimą. Dažniausiai OS atvejais piktnaudžiuojama dviem FPRĮ nurodytais atvejais: 1) neteisingos informacijos per visuomenės priemones skleidimu (FPRĮ 63 str. 1 d. 3 p.) ir 2) pasinaudojimu viešai neatskleista informacija (FPRĮ 62 str.)<sup>111</sup>. Trečiasis atvejis yra įtakos darymas finansinių priemonių kainai teikiant fiktyvius pavedimus pirkti ar parduoti, sudarant tikrovės neatitinkantį ar klaidinantį išpūdį apie finansinių priemonių pasiūlą, paklausą ar kainą<sup>112</sup>.

<sup>108</sup> Kaip jau minėta anksčiau, Lietuvoje įtvirtintas „viena akcija-vienas balsas“ principas.

<sup>109</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. spalio 15 d. nutartis civilinėje byloje Nr.3k-3-360/2007 R. J. ir R. R. v AB „Viti“ ir UAB „Viti“ turto fondas.

<sup>110</sup> LR Vertybinių popierių rinkos įstatymas Nr. 112-4074 redakcija... //ten pat.

<sup>111</sup> Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkos įstatymas // Valstybės žinos. 2007, Nr. 17-627.

<sup>112</sup> ...“bendrovė dirbtinai padidino akcijų kainą ir galėjo sudaryti tikrovės neatitinkantį išpūdį dėl jų vertės...” Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo nutartis administracinėje byloje Nr. A<sup>556</sup> – 1035/2009 UAB DK “PZU Lietuva” v VPK.

Nors toks manipuliavimas yra dažnas Lietuvoje dėl mažo vertybinių popierių rinkos likvidumo, tačiau jis sukelia tik trumpalaikius (vertybinių popierių uždarymo-atidarymo kainos) svyravimus ir nėra svarbus OS įgyvendinimo analizėje, todėl šiame darbe bus aptarti minėti atvejai nuodugniau.

1) *neteisingos informacijos per visuomenės priemones skleidimas*. Asmenų tyčinis ar netyčinis manipuliavimas listinguojamoje rinkoje besikotiruojančių bendrovių akcijų kainomis Lietuvoje yra gana dažnas reiškinys. 2007-2008 metų pirmoje pusėje Lietuvoje vyko Nacionalinio investuotojo kūrimo procesas, sukėlęs energetikos bendrovių (Rytų skirstomieji tinklai (RST), Lietuvos energija (LE), Vakarų skirstomieji tinklai(VST)), kurios turėjo tapti naujosios atominės elektrinės strategine dalimi, staigų akcijų kainų kilimą. Vertybinių popierių kursai nuo metų pradžios pašoko penkiasdešimt-šimtu procentų. Tai lėmė Finansų maklerių asociacijos prašymą stabdyti jų prekybą, kol nebus oficialiai atskleista informacija apie šių bendrovių ateitį po Nacionalinio investuotojo sukūrimo<sup>113</sup>. Investuotojus (kartu ir spekuliantus) masino bendrovių tikroji vertė ir sukauptas nepaskirstytas pelnas<sup>114</sup>. Pagal investuotojų lūkesčius, bendrovių akcijų vertė buvo iki 2 kartų mažesnė lyginant su tuo, po kiek jos turėtų būti superkamos. Tuometinis LR ūkio ministras Vytautas Navickas „Verslo žinių“ organizuotoje e-konferencijoje teigė: „Tikimės, kad LEO.LT bus įkurtas kovo-balandžio mėnesiais. 2008 m. pagal juridines procedūras, po įsisteigimo, visi likę VST, RST ir LE akcininkai gaus pasiūlymus parduoti turimas akcijas. Jeigu viskas vyks pagal šį planą, turėtumėte šią vasarą apsispręsti dėl akcijų pardavimų.“<sup>115</sup>.

Neabejotina, kad viešas aukšto rango valstybės tarnautojo pareiškimas turėjo didelę įtaką energetikos įmonių kainai biržoje ir, priešingai investuotojų lūkesčiams, lėmė staigų akcijų vertės mažėjimą<sup>116</sup> paaiškėjus, kad OS nebus teikiamas. Manytina, kad tokie veiksmai galimai pažeidė FPRĮ 63 straipsnio 1 dalies 3 punktą. Iš minėtosios FPRĮ nuostatos matyti, kad draudžiamos veikos konstatavimui būtina nustatyti tokius faktus: 1) turi būti paskleista informacija per visuomenės informavimo priemones; 2) paskleista informacija turi sudaryti tikrovės neatitinkantį ar klaidinantį išpūdį apie finansines priemones ir 3) tokią informaciją paskleidęs asmuo žinojo ar turėjo žinoti, kad informacija neatitinka tikrovės ar yra klaidinanti. Remiantis Lietuvos

---

<sup>113</sup>Dienraščio „Verslo žinios“ internetinis žinių portalas „Finansų maklerių asociacija siūlo stabdyti prekybą energetikų akcijomis“, [http://vz.lt/straipsnis/2007/11/16/Finansu\\_maklieriu\\_asociacija\\_siulo\\_stabdyti\\_prekyba\\_ener](http://vz.lt/straipsnis/2007/11/16/Finansu_maklieriu_asociacija_siulo_stabdyti_prekyba_ener) prisijungimo laikas: 2009-08-10.

<sup>114</sup>Dienraščio „Verslo žinios“ internetinis žinių portalas „Energetikų vertė keitė ir nepasiteisinę lūkesčiai“ [http://vz.lt/straipsnis/2007/11/06/Energetiku\\_verte\\_keite\\_ir\\_nepasiteisine\\_lukesciai](http://vz.lt/straipsnis/2007/11/06/Energetiku_verte_keite_ir_nepasiteisine_lukesciai) prisijungimo laikas: 2009-08-10.

<sup>115</sup>Dienraščio „Verslo žinios“ internetinis interviu su Vytautu Navicku [http://vz.lt/interviu/2008/02/20/Interviu\\_su\\_Vyту\\_Navicku](http://vz.lt/interviu/2008/02/20/Interviu_su_Vyту_Navicku) prisijungimo laikas: 2009-08-10.

<sup>116</sup> Reikėtų paminėti, kad prie tolesnio energetikos bendrovių akcijų kritimo (2008 pabaiga-2009 m) „prisidėjo“ ir pasaulinės finansų krizės įtaka.

administracinio teismo 2009 m. balandžio 1 d. sprendimu<sup>117</sup>, visų šių elementų buvimas yra privalomas, siekiant konstatuoti veikos neteisėtumą. Taigi, galima teigti, kad buvusio ministro veiksmai atitinka visus draudžiamos veikos kriterijus.

Įrodžius, kad informacija per visuomenės priemones buvo paskleista siekiant materialinės naudos, asmeniui taikoma kvalifikuota atsakomybė. VPK yra pasisakiusi: „pats klaidinančios ar tikrovės neatitinkančios informacijos apie finansines priemones skleidimo faktas yra įstatymo draudžiamas, tuo tarpu neteisėtų pajamų iš šių veiksmų gavimas vertintinas kaip sunkinanti aplinkybė“<sup>118</sup>. Tai įtvirtinta ir FPRĮ 95 str. 1 dalies 5 punktas, numatantis, kad juridinių asmenų atsakomybė priklauso nuo dviejų dalykų – naudos gavimo ir žalos masto. Jeigu žala arba neteisėta nauda nesiekia 100 tūkstančių Lt, maksimali VPK skiriama bauda negali būti didesnė negu ši suma, tačiau neteisėtai naudai viršijus 100 tūkstančių Lt, bauda už neteisėtai gautas pajamas ar kitokią turtinę naudą gali būti iki 3 kartų didesnė.

2009 m. liepos 15 d. Lietuvos Respublikos Seimas priėmė VPK parengtą Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodekso 173 (5) straipsnio pakeitimo ir papildymo projektą<sup>119</sup>, kuriuo griežtinama fizinių asmenų atsakomybė už finansinių priemonių rinkų srityje daromus pažeidimus nustatant didesnes baudas<sup>120</sup>. Pagal galiojančią įstatymo redakciją baudos fiziniams asmenims už piktnaudžiavimą rinka (manipuliavimą rinka ir pasinaudojimą viešai neatskleista informacija) prekiaujant finansinėmis priemonėmis sieks nuo 5 iki 30 tūkstančių litų, o už pakartotinai per metus padaromą pažeidimą bauda galės siekti ir 60 tūkstančių litų.

Manytina, kad tiek fizinio, tiek juridinio asmens atsakomybės griežtinimas nėra pakankamas. FPRĮ 95 str. 1 d. 5 p. formuluotė naudą iškelia aukščiau už padarytą žalą. Remiantis įstatymo nuostata galima teigti, kad neteisėtai veikiančiam asmeniui, savo veiksmais padariusiam didelę materialinę žalą investuotojams, galima būtų skirti diferencijuotą, pagal FPRĮ 96 str. 5 d. nustatytą baudą, kurios dydis neviršytų 100 tūkstančių Lt. Maksimali baudos riba sukuria nebent formalųjį, tačiau ne socialinį teisingumą.

---

<sup>117</sup> LVAT sprendimas nr. A<sup>502</sup>-444/2009...// ten pat.

<sup>118</sup> 2009 m. gegužės 28 d. VPK sprendimas dėl teisės pažeidimo, Nr. 12k-19, P. 5 [http://www.vpk.lt/new/documents/Sprendimas\\_del%20AB%20Zia%20valda.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/Sprendimas_del%20AB%20Zia%20valda.pdf) prisijungimo laikas: 2009-08-19.

<sup>119</sup> 2009 m. liepos 15 d. Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodekso 13, 15, 41, 142, 172<sup>19</sup>, 172<sup>21</sup>, 173<sup>5</sup>, 214, 214<sup>10</sup>, 214<sup>19</sup>, 221, 224, 232, 232<sup>1</sup>, 233, 246<sup>1</sup>, 246<sup>6</sup>, 259<sup>1</sup>, 262, 281, 288, 320 straipsnių pakeitimo ir papildymo, kodekso papildymo 41<sup>12</sup>, 43<sup>11</sup>, 43<sup>12</sup>, 142<sup>11</sup>, 187<sup>13</sup> straipsniais ir 214<sup>12</sup>, 214<sup>13</sup> straipsnių pripažinimo netekusiais galios įstatymas // Valstybės žinios, 2009, Nr. 89-3805.

<sup>120</sup> VPK 2009 m. liepos 16 d. pranešimas „Už piktnaudžiavimą rinka – daug didesnės baudos, bylas nagrinės apylinkių teismai“ <http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/kita-vpk-informacija/14198/?print=1> prisijungimo laikas: 2009-08-01.

2009 gegužės 28 d. VPK priėmė sprendimą<sup>121</sup> nuroydamą, kad AB „ŽIA valda“ skiriama 28 tūkstančių Lt bauda pagal FPRĮ 95 straipsnio 1 dalies 5 punktą dėl to, kad AB „ŽIA valda“, 2008 m. gruodžio 12 d. tinklalapyje [www.vz.lt](http://www.vz.lt) paskleisdama informaciją apie akcijų pasirašymo sutarties nutraukimo priežastis dėl AB „Agrowill Group“ akcijų, pažeidė FPRĮ 63 str. 1 d. 3 p. bei galėjo sudaryti tikrovės neatitinkantį ar klaidinantį išpūdį apie AB „Agrowill Group“ akcijas bei finansinę padėtį, taip klaidindama investuotojus.

2008 m. gruodžio 12 d. AB „Agrowill Group“ per Vilniaus vertybinių popierių biržą paskelbė pranešimą apie esminį įvykį „Dėl akcijų pasirašymo sutarties nutraukimo“<sup>122</sup>. Pranešime apie esminį įvykį teigiama, kad AB „Agrowill Group“ gavo AB „ŽIA valda“ pranešimą, jog nutraukiama 2008 m. rugsėjo 12 d. Akcijų pasirašymo sutartis, kuria AB „ŽIA valda“ buvo įsipareigojusi įsigyti 3.090.030 vnt. AB „Agrowill Group“ akcijų, išleistų pagal 2008 m. liepos 21 d. AB „Agrowill Group“ akcininkų susirinkimo sprendimą dėl įstatinio kapitalo didinimo. Argumentuota tuo, kad sutartis nutraukiama dėl to, jog nupirkus likusias pagal sutartį akcijas kiltų pareiga teikti OS.

VPK nustatė, kad pasirašymo sutartis nutraukta ne dėl to, kad nereikėtų skelbti privalomo OS, bet dėl negalėjimo įvykdyti priimtų piniginių prievolių, o tokia informacija neabejotinai svarbi investuotojams. Tikrosios akcijų pasirašymo sutarties nutraukimo priežastys galėjo nulemti jų investicinius sprendimus bei turėti įtakos emitento išleistų finansinių priemonių rinkos kainai. Taigi tikrovės neatitinkančios informacijos paskelbimas per [www.vz.lt](http://www.vz.lt) naujienų portalą vertintinas kaip klaidinančios informacijos skleidimas, galintis sudaryti tikrovės neatitinkantį išpūdį apie AB „Agrowill Group“ akcijas, taip pat – kaip investuotojų klaidinimas.<sup>123</sup> Nuo melagingo pranešimo paskelbimo iki VPK sprendimo AB „Agrowill Group“ akcijų rinkos vertė nukrito daugiau nei 5 kartus. Manytina, kad investuotojai, žinodami apie tikruosius sutarties nutraukimo motyvus, būtų pardavę, o ne laikę turimas akcijas, todėl netiesioginė šio poelgio žala smulkiesiems akcininkams remiantis AB „Agrowill group“ akcijų apyvartomis Vilniaus vertybinių popierių biržoje<sup>124</sup> galėjo siekti kelis šimtus tūkstančių litų, kas yra nepalyginamai daugiau už skirtos baudos dydį.

---

<sup>121</sup>VPK sprendimas Nr. 12k-19 ...//ten pat.

<sup>122</sup> AB „Agrowill Group“ pranešimas apie esminį įvykį „Dėl akcijų pasirašymo sutarties nutraukimo“ [http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&op2=print&news\\_id=228988](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&op2=print&news_id=228988) prisijungimo laikas: 2009-07-10.

<sup>123</sup> VPK sprendimas Nr. 12k-19 ...//ten pat, P. 3.

<sup>124</sup>AB „Agrowill group“ apyvartos ir kainos kitimo grafikas reguliuojamoje rinkoje [http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000127466&list=3&pg=details&tab=historical&lang=lt&currency=0&date=&start\\_d=8&start\\_m=4&start\\_y=2008&end\\_d=8&end\\_m=5&end\\_y=2009](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000127466&list=3&pg=details&tab=historical&lang=lt&currency=0&date=&start_d=8&start_m=4&start_y=2008&end_d=8&end_m=5&end_y=2009) prisijungimo laikas: 2009-08-30.

Sprendama šią problemą VPK, bendradarbiaudama su Teisingumo ministerija, taip pat parengė Baudžiamojo kodekso 217, 218 str. pakeitimo projektą, kuris šiuo metu įregistruotas Lietuvos Respublikos Seime<sup>125</sup>. Anksčiau galiojusios BK nuostatos buvo per švelnios ir neapėmė visų piktnaudžiavimo rinka formų, taip pat buvo sunkiai praktiškai pritaikomos<sup>126</sup>. Priėmus įstatymo projektą<sup>127</sup>, turėtų būti pašalinti BK 217 ir 218 str. praktinio taikymo sunkumai. Siekiant tinkamai inkorporuoti 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2003/6/EB<sup>128</sup>, bus sugriežtinta atsakomybė už minėtose nuostatose numatytas veikas.

2) *pasinaudojimas viešai neatskleista informacija*. Kitas svarbus aspektas nagrinėjant akcininkų piktnaudžiavimo atvejus – pasinaudojimas viešai neatskleista informacija. FPRĮ 3 str. 40 d. pakartoja Direktyvos 2003/6 nuostatas<sup>129</sup>, nustatydamas kad viešai neatskleista informacija yra tiesiogiai ar netiesiogiai su vienu ar su keliais emitentais ar finansinėmis priemonėmis susijusi tikslaus pobūdžio informacija apie planuojamus ar įvykusius esminius įvykius ir kita informacija, kurios atskleidimas gali turėti didelės įtakos šių finansinių priemonių ar su jomis susietų išvestinių priemonių kainai, jeigu ši informacija nėra viešai atskleista.

VPK 2009 m. rugsėjo 3 d. sprendime dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 12K-29<sup>130</sup> už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija UAB „Greičio linija“ skyrė 80 tūkstančių Lt, o šios informacijos šaltiniui AB FMI „Finasta“ finansų makleriui M. G. 2009 m. rugsėjo 4 d. administracinio teisės pažeidimo sprendimu Nr. 14K-6 – 1500 Lt baudą. Sprendimo medžiagoje teigiama, kad M. Galinis 2008-10-15 – 2008-10-28 laikotarpiu žinojo viešai neatskleistą informaciją apie „Cersanit“ S.A. ketinimą teikti OS dėl AB „Dvarčionių keramika“ akcijų supirkimo, minėtu laikotarpiu trečiųjų asmenų sąskaita sudarė sandorius dėl AB „Dvarčionių keramika“ akcijų bei perdavė šią informaciją kitam asmeniui (UAB „Greičio vizija“).

VPK 2008 m. liepos 17 d. nutarimo<sup>131</sup> 6 p. nustato, kad įvykiu, galinčiu turėti didelę įtaką emitento išleistų finansinių popierių rinkos kainai, laikytinas toks įvykis, kuriuo protingas

<sup>125</sup> VPK pranešimas „Už piktnaudžiavimą rinka – daug didesnės baudos“...// ten pat.

<sup>126</sup> ten pat.

<sup>127</sup> Lietuvos Respublikos Vyriausybės kanceliarijos Teisės departamento Atstovavimo ir teisės taikymo skyrius, 2009 m. birželio 16 d. pažyma Nr. 43-18 dėl Lietuvos Respublikos Baudžiamojo Kodekso 217, 218, 270, 271, 310 straipsnių ir priedo pakeitimo ir papildymo bei kodekso papildymo 224 (1) straipsniu įstatymo projekto.

<sup>128</sup> 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka).

<sup>129</sup> ten pat. 1 str. 1 d.

<sup>130</sup> 2009 m. rugsėjo 4 d. Vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 14k-6 teisės pažeidimo byloje. [http://www.vpk.lt/new/documents/Nutarimas%20skelbimui\\_14K-6.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/Nutarimas%20skelbimui_14K-6.pdf) prisijungimo laikas: 2009-09-10.

<sup>131</sup> Vertybinių popierių komisijos 2008 m. liepos 17 d. nutarimas Nr. 1k-17 „Dėl viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo ir atskleidimo“ P. 2.

investuotojas greičiausiai pasinaudotų savo investiciniams sprendimams visiškai ar iš dalies pagrįsti.

Europos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų komiteto (CESR) parengtos rekomendacijos dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB taikymo<sup>132</sup> nustato, kad pasinaudojimo viešai neatskleista informacija požymiais gali būti atvejai, kai:

1) kliento pateiktas pavedimas arba investavimo elgsena reikšmingai skiriasi nuo ankstesnės jo elgsenos (pasirinktomis finansinėmis priemonėmis, investavimo mastu, pavedimo dydžiu ir pan.) (rekomendacijų 5.9 b) punktas);

2) suaktyvėjusi prekyba finansinėmis priemonėmis prieš skelbiant su bendrove susijusią esminę informaciją, kuri gali tiesiogiai paveikti finansinių priemonių kainą, kai informacijos skelbimo data nebuvo iš anksto žinoma (rekomendacijų 5.9 e) punktas).

Teismų praktikoje kyla problemų tinkamai taikant Direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl informacijos, kuri turėtų būti laikoma viešai neatskleista. 2007 m. birželio 5 d. nutartimi LAT pripažino, kad nebuvo pasinaudota viešai neatskleista informacija: „mažesne kaina akcininkai pardavė priklausiusias akcijas ne todėl, kad nežinojo jų nominalios vertės, kuri susiformavo po paminėtų dviejų akcijų paketų pardavimo, o dėl kitų priežasčių. Tai reiškia, kad teismas nenustatė priežastinio ryšio tarp A. R. inkriminuotos nusikalstamos veikos ir atsiradusių pasekmių“<sup>133</sup>. Manytina, kad LAT pasirinko tokį sprendimą dėl to, jog taikant viešai neatskleistos informacijos esminių įvykių sampratą, Lietuvos teisės sistemoje kyla neaiškumų dėl veikos apimties. Planuojamiems BK 217 str. pakeitimams Lietuvos Respublikos Vyriausybės kanceliarija rašte Nr. 43-18 turėjo pastabų, teigdama, kad, įgyvendinant vienodą teismų praktiką, BK turi būti nurodyta, kokiuose teisės aktuose reglamentuojami viešai neatskleistos informacijos elementai. Teisingumo ministerija į šį pasiūlymą neatsižvelgė, nes, jos nuomone, tai apsunkintų BK 217 str. pritaikymą praktikoje dėl formalinių atsakomybės kriterijų neatitikimo, o pats normos taikymas turėtų būti sistemiškas<sup>134</sup>. VPK 2009 m. vasario 11 d. nutarime yra nurodytas pavyzdinis piktnaudžiavimo

---

[http://www.vpk.lt/new/documents/Nutarimas\\_aktuali\\_redakcija\\_del%20viesai%20neatskleistos%20informacijos\\_1K-17.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/Nutarimas_aktuali_redakcija_del%20viesai%20neatskleistos%20informacijos_1K-17.pdf) prisijungimo laikas: 2009-08-14.

<sup>132</sup> Market Abuse Directive – Level 3 – First Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive. Ref: CESR/04-505b <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=3282> prisijungimo laikas: 2009-08-10.

<sup>133</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 5 d. nutartis baudžiamojoje byloje nr. 2K- 319/2007 dėl kaltinimo pagal BK 217 straipsnio 1 dalį.

<sup>134</sup> BK projektas....// ten pat, P. 19.

rinka pasireiškimo formų sąrašas, kuris detalizuoja pažeidimų dėl viešai neatskleistos informacijos atvejus, tačiau ir šiame akte rašoma, kad gali būti ir „kitos pasireiškimo formos“<sup>135</sup>.

Manytina, kad neįmanoma suregistruoti ir aprašyti visų piktnaudžiavimo formų, nes jų kas dieną atsiranda vis naujų. Teisingos, visapusiškos bei vienodos informacijos apie emitentą ar jo finansines priemones pateikimas investuotojams yra reikšminga sąlyga siekiant užtikrinti prekybos finansinėmis priemonėmis skaidrumą bei apsaugoti investuotojų interesus. Finansų rinkų pagrindiniai varikliai – lūkesčiai ir informacija, todėl manipuliavimas neteisinga ar visiems neprieinama informacija (*insider trading*<sup>136</sup>) iškreipia rinkos funkcionavimo pagrindus, o OS atveju sukelia grėsmę ne tik smulkiųjų akcininkų, tačiau ir siūlytojo interesams<sup>137</sup>.

### 3. TEISINGOS KAINOS NUSTATYMAS

#### 3.1. Teisinga kaina ir teisinga vertė

Remiantis Lietuvos Respublikos TIVVPĮ 2 straipsnio 11 dalimi<sup>138</sup>, sąvoka „vertė“ suprantama kaip prekių (paslaugų) ar kito turto, ar verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą vertinimo metodiką. Bendrovės vertės nustatymas yra ypač svarbus pareigos tekti OS metu. Akivaizdu, kad netikėtumų ir lūkesčių pilnose finansų rinkose nustatyti įmonės vertę nebeužtenka vien pažvelgus į jos kainą, todėl pagrindinė teisingos kainos ieškojimo paskata – rinkos kainos ir bendrovės vertės neatitikimas. Kainos ir vertės atitikimo problema akademiniam diskurse iki šiol yra viena iš pagrindinių verslo teorijos problemų. Autorių darbų retrospektyvoje išsiskiria dvi pagrindinės verslo vertinimo teorijos.

Iki XX a. 10-jo dešimtmečio buvusi ypač populiari veiksmingumo teorija teigia, kad rinka pati yra pajėgi nusistatyti teisingą kainą, todėl kaina visada atitinka arba yra netoli bendrovės tikrosios vertės. Šios teorijos pagrindėjas Eugene F. Fama teigia, kad skaidriai veikiančioje rinkoje, kurioje visiems rinkos dalyviams yra viešai ir nemokamai prieinama visa informacija apie dominančios bendrovės veiklą, įmonės vertė atsispindi rinkos kainoje<sup>139</sup>. Rinkos kainos nustatymo veiksmingumas iš esmės priklauso nuo asmenų rato, kuriems yra prieinama informacija apie

<sup>135</sup> Vertybinių popierių komisijos 2009 m. vasario 11 d. nutarimas Nr. 1K-1 „Dėl piktnaudžiavimo rinka pasireiškimo formų sąrašo ir pranešimų apie galimą piktnaudžiavimą rinka pateikimo vertybinių popierių komisijai tvarkos nuostatų patvirtinimo“ III skyrius, 7.7 dalis. <http://www.vpk.lt/new/documents/2009-1K-1.pdf> prisijungimo laikas 2009-09-10.

<sup>136</sup> *Insider trading* sąvoka <http://dictionary.reference.com/browse/insider+trading>. prisijungimo laikas: 2009-08-20.

<sup>137</sup> Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. ir kt.// The law and economics of self-dealing, *Journal of Financial Economics* forthcoming, Elsevier B.V., vol. 88, 2008, P. 453-454.

<sup>138</sup> Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas// Valstybės žinios, 1999, Nr. 52-1672.

<sup>139</sup> Fama E. F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*// *Journal of Finance*, vol. 25, no 2, 1970. P. 387.

bendrovę. Jeigu ši informacija yra prieinama didžiajai daliai investuotojų, tai kainos atitikimas vertei yra stiprus, jei tik daliai – vidutinis, labai mažai daliai investuotojų – mažas<sup>140</sup>. Nepaisant veiksmingumo teorijos ir darant kainos pakeitimus pagal tariamą bendrovės vertę, yra pažeidžiamas sąžiningos kainos principas, kadangi niekas nežino ateities, o apie ją tiktai spėja. Bendrovės perspektyvos atsispindi rinkos kainoje, tad šių perspektyvų iškėlimas ar sumenkinimas keičiant kainą iškreipia laisvąją rinką ir investuotojų lūkesčius<sup>141</sup>.

Vystantis rinkoms, plečiantis investuotojų ratui, augo ir veiksmingumo teorijos oponentų ratas. Rinkų „burbulų“ sprogimai, spekuliacijos sumažino veiksmingumo teorijos praktinio taikymo galimybes. Šiuolaikinėje ekonominėje erdvėje kaina jau nebėra nuspėjamas ir ilgam laikotarpiui prognozuojamas dalykas<sup>142</sup>.

Šiuo metu pasaulyje dominuoja kita - elgsenos teorija. Jos atspirties taškas – investuotojų psichologija. Kiekvienas žmogus yra skirtingas, todėl priima ne objektyvius, o subjektyvius investicinius sprendimus, kurie kartais suprantami tik pačiam investuotojui. Tai dažniausiai priklauso nuo investuotojo psichologinės būsenos (baimės ir godumo, o ne sveiko proto)<sup>143</sup>. Dėl šios priežasties iškreipiama kainos ir vertės analogija. Besikotiruojančių emitentų rinkos kaina atspindi tik investuotojų einamojo momento nuotaiką ir lūkesčius, kurie po kelių dienų gali visiškai pasikeisti<sup>144</sup>. Teorija atspindi šių dienų finansų rinkos tendencijas ir yra aktuali ne tik teoriniu, tačiau ir praktiniu požiūriu.

Teisinga kaina retai kada sutampa su rinkos kaina, todėl būtina turėti tam tikrus mechanizmus, objektyvius kriterijus, kuriais remiantis būtų nustatyta tokia kaina, kuri nesukeltų nepagrįstų finansinių sunkumų privalomo OS teikėjui, drauge nepažeistų kitų akcininkų interesų. Šioje vietoje labai svarbi kvalifikuota VPK, Lietuvos teismų veikla, kad sistemiškai vertinant Lietuvos teisinę bazę, remiantis Direktyva, būtų rastas vertybinis-teisinis kompromisas.

---

<sup>140</sup> ibid., P. 388.

<sup>141</sup> ibid., P. 413-414.

<sup>142</sup> Malkiel B. G. Efficient Market hypothesis and it's critics// Journal of Economic Perspectives, vol 17, no 1, 2003. P. 76-78. Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 118/2006....// ten pat, P. 6.

<sup>143</sup> Shefrin H. Beyond Greed and Fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing// Oxford University Press, 2nd editon, USA. P. 3-4. ISBN 0195161211.

<sup>144</sup> Fox J. Is The Market Rational? No, say the experts. But neither are you--so don't go thinking you can outsmart it.// [http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2002/12/09/333473/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2002/12/09/333473/index.htm) prisijungimo laikas: 2009-09-28. Sappideen R. Explaining securities markets efficiency// Capital Markets Law Journal, Oxford University Press, vol. 3, no. 3 P. 329.

### 3.2. Sąžiningos kainos nustatymas

Lygiateisis smulkiųjų akcininkų traktavimas bendrovės perėmimo metu ilgai buvo diskusijų klausimu. Akademiniam diskurse kildavo problemų atsakant į klausimą, ar bendrovės turi veikti tolygiai bei konstruktyviai, augindamos kapitalą ir besiplėsdamos, ar siekti kuo didesnės ir greitesnės naudos akcininkams<sup>145</sup>. Pagal LR Akcinių bendrovių įstatymą bendrovė yra ribotos civilinės atsakomybės privatusis juridinis asmuo<sup>146</sup>. Tinkamai funkcionuojanti bendrovė siekia ilgalaikės naudos ir pelno. Aleksandra Kacperczyk pritaria<sup>147</sup>, kad augančios bendrovės koncepcija galima tik tada, kai bendrovės vykdoma politika atstovauja ne mažumos, o daugumos akcininkų interesams. Su šia nuomone sutinka ir Athanasios Koulouridas, kalbėdamas apie OS naudos problemą. Autorius teigia, kad pasiūlymo atveju gali susiklostyti situacija, kai iš perėmimo gautą naudą pasidalins siūlymo gavėjai, o bendrovės kontrolės įgijėjas bus tik bereikalingai finansiškai apsaugintas<sup>148</sup>. Jo oponentai teigia, kad ši problema yra daugiau teorinė nei praktinė, nes įmonės kontrolės perėmėjas yra atidus investuotojas ir, prieš perimdamas kontrolę, žino, ko gali tikėtis ir kokias preliminarias išlaidas apims OS įgyvendinimas. Be to, smulkiesiems akcininkams netaikant teisingos kainos taisyklės, atsirastų galimybė piktnaudžiauti - pavyzdžiui, kada daug nepaskirstyto turto turinti bendrovė fiktyviai parduodama už mažą kainą, o smulkieji investuotojai lieka apgauti<sup>149</sup>. Teigiama, kad teisingos kainos nustatymas laikytinas pagrindine priemone smulkiųjų akcininkų interesams apsaugoti, atsiradus pareigai teikti OS, o šios kainos nustatymo objektyvūs kriterijai yra pagrindiniai tinkamo bei interesų pusiausvyrą išlaikančio siūlymo instituto, leidžiančio smulkiajam akcininkui nepatiriant nuostolių apsispręsti dėl akcijų pardavimo, požymiai<sup>150</sup>.

#### 3.2.1. Savanoriškas oficialus siūlymas ir teisinga kaina

Savanoriško OS atveju teisingos kainos nustatymas nėra būtinas. Šios rūšies perėmimo atvejais siūlymas teikiamas asmens nuožiūra ir jo nustatytais sąlygomis. Dėl to Lietuvoje nėra

<sup>145</sup>Kacperczyk A.....// ten pat, P. 262.

<sup>146</sup>ABĮ.....// ten pat, 2 str.

<sup>147</sup>Kacperczyk A.....// ten pat, P. 269-270.

<sup>148</sup> Koulouridas A. The Law and Economics Of Takeovers: An Acquirer's Perspective// Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2008, P. 212, ISBN: 978-1-84113-664-6.

<sup>149</sup> ibid P. 273.

<sup>150</sup> Jaap Winters pranešimas.....// ten pat P. 45.

nustatyta jokių minimalių standartų liečiančių savanoriško OS kainą<sup>151</sup>. Šioje vietoje susiduriame su problema – ar siūlytojas turi pareigą teikti privalomą OS, jei savanoriško OS atveju yra įgyjama bendrovės kontrolė. VPI 32 str. 7 dalis numato, kad pareiga teikti OS nekyla, jei perėmėjas, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis pateikęs savanorišką OS įsigyti visus bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, vertybinius popierius, įgyja daugiau kaip 40 procentų balsų šios bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime. Teoriškai galėtų kilti grėsmė smulkiųjų akcininkų apsaugai – siekdamas išvengti OS pareigos, siūlytojas savanoriško OS metu nusiperka reikiamą kiekį vertybinių popierių, peržengia numatytą 40 procentų ribą ir jam nebekyla pareiga teikti privalomą OS. VPK išaiškinime Nr. 13K-7 numatyta, kad nustatytos išimties taikymas jokių būdu nepanaikina smulkiesiems akcininkams garantuojamos teisės parduoti savo akcijas už teisingą kainą kontrolės pasikeitimo atveju – išimties panaikina tik smulkiųjų emitento akcininkų apsaugos garantijų dubliavimą<sup>152</sup>. Pagal VPK, teigia, kad VPI 32 str. 7 dalies išimtis taikoma tik tuo atveju, kai savanoriško OS sąlygos yra analogiškos privalomo OS sąlygoms ir užtikrina smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą.

Taigi galima išskirti tris būtinas sąlygas, kurioms esant galioja VPI 32 str. 7 dalies nuostata dėl privalomo OS neteikimo:

- siūloma nupirkti visus balso teisę turinčius vertybinius popierius;
- įgyjamas didesnis kaip 40 proc. balsų paketas;
- taikoma teisingos kainos taisyklė.

Šio darbo autoriaus nuomone, savanoriškas OS reglamentavimas gali būti suprantamas kaip laisvas nustatyti savo nuožiūra tik tiek ir tokiu mastu, kiek tai nepažeidžia kitų akcininkų teisės į privalomą OS. Manytina, kad savanoriško OS metu peržengus bendrovės kontrolės ribą privalomas OS neteikiamas tik tokiu atveju, jei savanoriškojo supirkimo kaina atitiko privalomo OS teisingos kainos kriterijus (VPI 34 str.).

---

<sup>151</sup> Kouloridas A. ....// ten pat, P. 220 Kitose šalyse, pavyzdžiui Jungtinėje Karalystėje, yra numatyta, kad savanoriško OS kaina negali būti mažesnė už trijų mėnesių kainos vidurkį.

<sup>152</sup> Vertybinių popierių komisijos 2008 m. gruodžio 21 d. pranešimas Nr. 13K-7 „Išimties iš pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įgyvendinus savanorišką oficialų siūlymą išaiškinimas“ P. 2. [http://www.vpk.lt/new/documents/Microsoft%20Word%20-%20isimties%20is%20pareigos%20teikti%20privaloma%20oficialu%20siulyma%20igvyvendinus%20savanoriska%20oficialu%20siulyma%20isaiskinimas%201\\_1.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/Microsoft%20Word%20-%20isimties%20is%20pareigos%20teikti%20privaloma%20oficialu%20siulyma%20igvyvendinus%20savanoriska%20oficialu%20siulyma%20isaiskinimas%201_1.pdf) prisijungimo laikas: 2009-06-05.

### 3.2.2. Privalomo oficialaus siūlymo kainos nustatymo taisyklės Direktyvoje 2004/25/EB ir jų įgyvendinimas Lietuvos nacionalinėje teisėje

Direktyvos 5 straipsnio 4 dalyje nustatyta, kad: „aukščiausia kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per tam tikrą valstybių narių nustatytą ne trumpesnę kaip 6 mėnesių ir ne ilgesnę kaip 12 mėnesių laikotarpį iki šio straipsnio 1 dalyje minėto pasiūlymo, laikoma teisinga kaina“. Lietuvos teisėje ši Direktyvos nuostata įgyvendinta savitai. Lietuvoje, kaip ir Jungtinėje Karalystėje<sup>153</sup>, pasirinktas ilgiausias – vienerių metų – laikotarpis teisingai kainai nustatyti pagal kontrolės perėmėjo akcijų pirkimus. Be to, VPI 34 straipsnio 1 dalis numato, kad teisinga kaina turi būti ne mažesnė už vidutinę svertinę rinkos kainą per 6 mėnesius iki nurodytos balsų ribos peržengimo dienos. Papildomas kriterijus sąžiningos kainos įvertinimui Lietuvoje yra ypač aktualus po 2008-2009 metų finansinių rinkų kritimo. Dar iki 2009 metų pirmojo pusmečio pabaigos daugumos Lietuvoje besikotiruojančių bendrovių akcijų rinkos kainos buvo keliskart mažesnės už *buhalterines įmonių vertes*<sup>154</sup>. Rinkoje susiklostė išskirtinė situacija – bendrovių akcijos visiškai nuvertėjo ir neatitiko realiosios jų vertės.<sup>155</sup> Visa Europos vertybinių popierių rinkos kapitalizacija dėl smukusių akcijų kainų yra stipriai sumažėjusi, todėl ilgalaikiai investuotojai į bendroves turi retą galimybę, perėmę įmonės kontrolę, į pareigą teikti OS žiūrėti daugiau ne kaip į prievolės institutą, o privilegijuotą, suteikiantį galimybę įsigyti baimės dėl ateities ekonomikos perspektyvų apimtų smulkiųjų akcininkų akcijas, kurios vis dar yra kelis kartus pigesnės negu buvo 2008 metų pradžioje. Taigi VPI reglamentuota papildoma svertinė rinkos kaina per 6 mėnesius šiuo laikotarpiu yra naudinga smulkiąjam akcininkui. Pavyzdžiui, jeigu per paskutinius metus stambusis investuotojas būtų įsigijęs akcijas tikrai vertybinių popierių rinkai esant dugne, smulkusis akcininkas galėtų tikėtis didesnės siūlomos kainos pagal VPI 34 str. 1 d. Panašus reglamentavimas naudojamas ir

<sup>153</sup>The UK Takeover Code...// ten pat, Rule 11.1 , P. 139.

<sup>154</sup> Akcijos buhalterinė vertė (book value) nustatoma iš bendrovės finansinėje apskaitoje pateiktų duomenų, sudedant visą turtą, tada atimant visas skolas ir kitus įsipareigojimus, plius bet kokių privilegijuotų akcijų vertę. Gauta suma dalijama iš išleistų paprastųjų akcijų skaičiaus, o gautas skaičius atitinka vienai paprastajai akcijai tenkančio turto buhalterinę vertę. Bendrovės turto ar vertybinio popieriaus buhalterinė vertė gali neturėti nieko bendro su jų rinkos verte. [http://lit.proz.com/kudoz/english\\_to\\_lithuanian/law\\_patents/580129-book\\_value.html](http://lit.proz.com/kudoz/english_to_lithuanian/law_patents/580129-book_value.html) prisijungimo laikas: 2009-09-05.

<sup>155</sup> Kylančioje rinkoje bendrovių augančių bei besiplečiančių bendrovių buhalterinė vertė siekia 3 ir daugiau (tai reiškia, kad teoriškai, likvidavus įmonę akcininkas atgautų 1/3 ir mažiau investuoto kapitalo). Tokia kainos ir vertės santykio pozicija visiškai pagrįsta, nes rinkos vienas iš pagrindinių principų – „pirk lūkesčius-parduok faktus“, reiškiantis, kad investuotojai visada moka už įmonės perspektyvą, o ne už esamą padėtį. Thomsett M.C. Mastering Fundamental Analysis// Dearborn financial Publishing, Chicago, 1998. P. 16-18. ISBN 0793128730.

konservatyviojoje Vokietijoje<sup>156</sup>, kurioje teisinga kaina neturi būti mažesnė už tą, kurią kontrolės įgijėjas mokėjo už balso teises suteikiančias akcijas per paskutinius 6 mėnesius ir ne mažesnė kaip 3 mėnesių rinkos vidurkis.

Planuojamuose VPĮ 34 dalies pakeitimuose<sup>157</sup> akcentuojamas kainos teisingumo principas, straipsnio pirmąją dalį papildant sakiniu: „Privalomo OS kaina turi būti teisinga.“ Iš pažiūros abstrakti frazė yra svarbi šio įstatymo taikymui ir interpretavimui. Magistranto nuomone, teisingumo akcentavimas atitinka turinio pirmenybės prieš formą principą. Teisinga kaina turi atitikti bendrovės vertę, o ne rinkos kainą. Ši kategorija turi apimti ne tik išimtinai ekonominių, bet kur kas platesnį – viešojo intereso apsaugos per smulkiųjų akcininkų apsaugą turinį. Todėl nelikvidžioje bei finansiškai menkai išsivysčiusioje Lietuvos vertybinių popierių biržoje kiekvieną privalomo OS atvejį būtina vertinti ne tik formaliai taikant VPĮ 34 str. 1 dalies nuostatas. Sistemiškai vertinant privalomo OS sąžiningos kainos taisyklę, būtina atsižvelgti į bendrąjį Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso 1.5 straipsnį, numatantį teisingumo, protingumo ir sąžiningumo principų taikymą. Pavyzdžiui, VPK, remdamasi sisteminiu šių principų aiškinimu, bei tuo, kad Lietuvos teisėje netiesioginės kontrolės atvejis nebuvo detalizuotas, atsisakė ginti akcininkų reikalavimą, kad teisinga kaina AB „Dvarčionių keramika“ siūlymo metu būtų padidinta, nors ir nustatė, kad netiesioginė bendrovės kontrolė buvo perimta anksčiau, nei apie tai pranešė kontroliuojantys asmenys<sup>158</sup>.

Šis sprendimas susilaukė didelio akcininkų nepasitenkinimo ir formaliai yra prieštaraujantis Direktyvos nuostatomis, numatančioms tiek netiesioginės, tiek tiesioginės kontrolės metu kylančią pareigą. VPK pirmininkė, komentuodama šį atvejį, rėmėsi tuo, kad OS kaina yra „tikrai nebloga“, o OS teisinis institutas „nėra uždarbio priemonė“<sup>159</sup>. Manytina, kad teisiškai sprendimas prieštarauja smulkiųjų akcininkų apsaugos principui ir VPK veiklos principams. Tačiau, vertinant sprendimą iš sąžiningumo principo pozicijos, Cersanit S. A. pasiūlymas buvo didesnis už visų laikų aukščiausią AB „Dvarčionių keramika“ akcijos kainą. Be to, Cersanit S. A. dėl nepasiteisusių investicijų AB „Dvarčionių keramika“ pardavė už beveik 4

---

<sup>156</sup> The act on the Acquisition of Securities and Takeovers(Wertpapier erwerbs und Übernahmegesetz,(WpÜG), 2002, 31 str. 3 d. [http://www.gesetze-im-internet.de/wp\\_g/BJNR382210001.html](http://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/BJNR382210001.html) prisijungimo laikas: 2009-09-01.

<sup>157</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo lyginamasis variantas...// ten pat.

<sup>158</sup> 2009 m. balandžio 07 d VPK pranešimas...// ten pat.

<sup>159</sup> E-laikraštis “Verslo žinios”, 2009 balandžio 08 d., P. 11.

<http://www.verslozinios.lt/index.php?act=mprasa&sub=article&id=4224> prisijungimo laikas: 2009-09-12.

kartus mažesnę kainą, negu buvo siūloma OS metu<sup>160</sup>. Analizuojant šias aplinkybes ir dabartinę Lietuvos finansinę situaciją išeitų, kad VPK aprioriškas sprendimas buvo teisingas.

### 3.2.3. Išlyga iš teisingos kainos nustatymo taisyklės

Direktyvos 5 str. 4 dalyje įtvirtinami atvejai, kada valstybės narės gali įgalioti savo priežiūros institucijas nukrypti nuo aukščiausios kainos taisyklės prezumpcijos: „valstybės narės gali įgalioti savo priežiūros institucijas pakoreguoti (...) kainą aiškiai nustatytomis aplinkybėmis ir pagal aiškiai nustatytus kriterijus. Tuo tikslu jos gali sudaryti sąrašą aplinkybių, kuriomis aukščiausia kaina gali būti koreguojama ją didinant arba mažinant“.

Pagal galiojančio VPĮ 34 straipsnio nuostatas Lietuvoje yra sudarytas Direktyvoje minimas aplinkybių sąrašas. VPK turi teisę reikalauti pakeisti privalomo OS kainą tik išskirtiniais ir motyvuotais atvejais. Nustatant teisingą įmonės vertę ir nurodant teisingą akcijų supirkimo kainą, pirmiausia siekiama atsižvelgti į smulkiųjų akcininkų, o ne perėmėjo interesus. Įmonės perėmėjas laikomas apdairiu bei profesionaliu investuotoju<sup>161</sup>, todėl kai kurie autoriai teigia, kad teisinga kaina yra skirta apsaugoti tiksliai smulkiųjų akcininkų teises<sup>162</sup>.

Vienintelė išimtis, įtvirtina VPĮ 34 str. 4 dalyje, - VPK turi teisę leisti pakeisti privalomo OS kainą, kai siekiama padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei. 2009 m. rugpjūčio 20 d. VPK priėmė sprendimą dėl „AB Dvarčionių keramika“ OS cirkuliario tvirtinimo<sup>163</sup>. Komisijai pateiktame OS cirkuliare buvo nurodyta 1 Lt siūlymo kaina už vieną AB „Dvarčionių keramika“ paprastą vardinę akciją. UAB „Misota“, vadovaudamasi VPĮ 34 straipsnio 4 dalies nuostatomis bei motyvuodama tuo, jog sumažinant OS kainą, siekiama padėti finansinius nuostolius patiriančiai įmonei, pateikė Komisijai prašymą leisti pakeisti oficialaus siūlymo kainą. Nagrinėdama šį atvejį, VPK išskyrė du pagrindinius minėtos VPĮ išimties taikymo tikslus<sup>164</sup>:

---

<sup>160</sup> Laikraštis „Klaipėdos diena“ 2009-07-15, „Dvarčionių keramika – už vieną litą“ <http://klaipeda.diena.lt/dienrastis/ekonomika/-dvarcioniu-keramika-uz-lita-228273> prisijungimo laikas: 2009-09-15.

<sup>161</sup> Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 118/2006: “Takeovers”// ECGI Working Paper Series in Finance, 2006. P. 14. <http://ssrn.com/abstract=420940> prisijungimo laikas: 2009-09-02.

<sup>162</sup> A. Haan-Kamminga Supervision on Takeover Bids....// ten pat.P. 49.

<sup>163</sup> Vertybinių popierių komisijos 2009 m. rugpjūčio 20 d. sprendimas Nr. 2K-251 dėl AB „Dvarčionių keramika“ oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo, <http://www.vpk.lt/new/documents/AB%20DKR%20oficialus%20-%20Sprendimas.doc>. prisijungimo laikas: 2009-08-29.

<sup>164</sup> ten pat, P. 2.

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

AB „Dvarčionių keramika“ atveju VPK pagrįstai atsisakė taikyti VPĮ 34 str. 4 d., įpareigodama OS teikėją pakeisti teikiamo privalomo siūlymo kainą taip, kad ji atitiktų teisingos kainos reikalavimus.

VPĮ 34 str. 3 dalyje įtvirtinta, kad VPK turi teisę reikalauti pakeisti OS siūlymo kainą, kai privalomo OS kaina buvo nustatyta pirkėjo ir pardavėjo susitarimu (VPK 34 str. 3 d. 1 p.), kada manipuliuojama vertybinių popierių, kurie yra privalomo OS objektas, rinkos kaina (VPK 34 str. 3 d. 2 p.), taip pat kai įtakos vertybinių popierių rinkos kainoms turėjo nenumatyti įvykiai (VPK 34 str. 3 d. 3 p.).

VPĮ projekte siūloma šioje straipsnio dalyje išplėsti VPK galimybes pakeisti kainą, kuri turėtų būti teisinga siūlymo gavėjų atžvilgiu<sup>165</sup>. Prie šiuo metu nurodytų įstatyme atvejų planuojama pridėti dar du: kai privalomas oficialus siūlymas teikiamas praėjus reikšmingam laiko tarpui nuo balsų ribos peržengimo dienos (4 dalis) ir kai dėl svarbių aplinkybių kyla pagrįstų įtarimų, kad siūloma kaina yra neteisinga (5 dalis). Magistranto nuomone, šiais papildomais atvejais siekiama detalizuoti galiojančio VPĮ 34 str. 3 d. 3 punktą (nenumatyti įvykiai) tam, kad rinkos dalyviams (kartu ir teismams, sprendžiantiems ginčą dėl OS pareigos) būtų daugiau aiškumo ir skaidrumo vertinant aplinkybes. Kaip jau minėta anksčiau, Lietuvoje ginčai dėl pareigos teikti OS dėl lėtai veikiančios teismų sistemos trunka kelis metus, todėl punktas dėl reikšmingo laiko tarpo praėjimo ypač svarbus tiek teoriniu, tiek praktiniu aspektu. AB „Panevėžio statybos trestas“ byloje kasaciniam teismui nepakeitus 2008 m. lapkričio 19 d. Panevėžio apygardos teismo<sup>166</sup> sprendimo, kilo klausimas, už kokią kainą turi būti perkamos bendrovės

---

<sup>166</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. balandžio mėn. nutarties rezoliucinėje dalyje buvo klaidingai įrašyta, kad Lietuvos apeliacinio teismo 2008-10-27 nutartis paliekama nepakeista, nors turėjo būti nurodyta, jog nepakeista yra paliekama apygardos teismo 2008-11-19 nutartis. LAT konstatavo, kad šis akivaizdus rašymo apsirikimas turi būti ištaisomas ir 2009-04-03 LAT nutartyje įrašoma, jog nepakeista yra paliekama 2008-11-19 apygardos teismo nutartis ir šis ištaisyimas laikytinas 2009-04-03 nutarties byloje Nr. 3K-3-160/2009 sudedamąja dalimi.

akcijos. Vertybinių popierių rinkos įstatymo<sup>167</sup>, kuris galiojo kontrolės atsiradimo metu, privalomo siūlymo kainos nustatymo taisyklėje numatyta, kad privalomo OS kaina turi būti ne mažesnė nei didžiausia vertybinių popierių, kuriuos siūlytojas įsigijo per 12 mėnesių iki peržengdamas ribą, kai įgijo atitinkamą vertybinių popierių kiekį, kaina. Tačiau praėjus reikšmingam laiko tarpui nuo pareigos atsiradimo akcininkai gali reikalauti, kad OS kaina būtų pakeista, atsižvelgiant į teisingumo ir protingumo principus. Akivaizdu, kad daugiau nei 6 metus pelningai dirbusi ir plėtusi savo veiklą nekilnojamojo turto kompanija šiuo metu verta kur kas daugiau nei pareigos teikti OS metu, todėl, remiantis minėtais principais, atitinkamai turėtų būti padidinta ir siūlymo kaina.

Dabar galiojančio VPI 34 str. 6 dalyje atkartota pareigos atsiradimo metu galiojusio VPRĮ 17 str. 4 d. nuostata: jei asmuo iki OS galiojimo pabaigos įsigijo vertybinių popierių, dėl kurių jis pateikė pasiūlymą didesne nei OS kaina, tai siūlymo kaina turi būti atitinkamai padidinta. Teigtina, kad VPK galėtų remtis šia nuostata priimdama sprendimą dėl teisingos kainos nustatymo.

Keli pavyzdžiai. Panevėžio apygardos teismas pripažino, kad atsakovai, kurie pagal įstatymą laikytini solidariai atsakingais, turi tik vieną galimybę – skelbti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusiųjų AB „Panevėžio statybos trestas“ smulkiųjų akcininkų akcijas (perleisti akcijų balsų nebegali, nes jų yra netekę pasibaigus nurodytam 30 dienų terminui)<sup>168</sup>, todėl galima teigti, kad kiekvienas balso teisę suteikiantis vertybinis popierius, aukštesne kaina įgytas po balsų peržengimo ribos, turėtų būti vertinamas kaip pagrindas nustatant teisingą kainą.

Kitoje – AB „Ukmergės keliai“ byloje nustatinėjant teisingą OS kainą vadovaujamasi VPI 34 str. 2 dalimi t. y. remiamasi nešališko turto vertintojo nustatyta verte. 2009 m. gegužės 8 d. VPK nepatvirtino OS teikėjų siūlomos už AB „Ukmergės keliai“ kainos (68 Lt už akciją), nes, anot komisijos, kaina neatitiko teisingumo ir sąžiningumo reikalavimų<sup>169</sup>. VPK rėmėsi VPI 34 str. 5 dalies jai suteikta teise reikalauti pakeisti privalomo oficialaus siūlymo kainą, nes siūlymo kaina nustatyta tik iš vieno sudaryto sandorio, kas yra neteisinga ir nesąžininga. Minėtas straipsnis nustato, kad VPK savo iniciatyva gali reikalauti pakeisti OS kainą, atsižvelgdama į vidutinę svertinę 6 mėnesių laikotarpio balsų ribos peržengimo vertybinių popierių rinkos kainą reguliuojamoje rinkoje (VPI 34 str. 5 d. 1 p.), į likvidacinę bendrovės vertę (VPI 34 str. 5 d. 2 p.)

<sup>167</sup> LR Vertybinių popierių rinkos įstatymas Nr. 112-4074 redakcija...// ten pat.

<sup>168</sup> Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-215/2007 M. V. v R. J., R. J., K. B. ir kt. P. 2.

<sup>169</sup> Vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d. sprendimas Nr. 2K-160 dėl AB „Ukmergės keliai“ oficialaus siūlymo cirkuliario patvirtinimo. <http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14238/> prisijungimo laikas: 2009-09-02.

bei į kitus objektyvius plačiai taikomus analizuojant finansus vertinimo kriterijus (VPI 34 str. 5 d. 3 p.). VPI suteiktas teisės VPK vertina sistemiškai, taikydama analogiją su pareigos teikti OS atsiradimo metu galiojusių VPRI: „nors VPRI analogiška nuostata, suteikianti Komisijai teisę įtakoti oficialaus siūlymo kainą, nebuvo tiesiogiai įtvirtinta, tačiau VPRI nuostatas vertinant sistemiškai, Komisija turėjo teisę nepatvirtinti teisingumo bei sąžiningumo kriterijų neatitinkančios oficialaus siūlymo kainos ir tokiu būdu ginti smulkiųjų akcininkų interesus.“

Manytina, kad šis VPK sprendimas neprieštarauja *lex retro non agit* principui, todėl, kad anksčiau galiojusio įstatymo nuostatos nėra keičiamos, o interpretuojamos pagal akcininkų apsaugos taisykles, kurias plačiau ir išsamiau reglamentuoja galiojantis VPI<sup>170</sup>. Galima tikėtis, kad ši VPK praktika bus taikoma ir kitose dar neišspręstose bylose, kaip, pavyzdžiui, AB „Panevėžio statybos trestas“ ar AB „Linai“.

Čia analizuojamas AB „Ukmergės keliai“ atvejis yra pirmasis, kada, apskaičiuojant teisingą privalomo oficialaus siūlymo kainą, VPK atsižvelgė „į kitų reikšmingų aplinkybių, parodančių tikrąją bendrovės akcijų vertę bei tikėtiną tikrąją akcijų kainą, visumą“ (VPI 34 str. 5 d. 3 p.)<sup>171</sup>. Analizuojant šią nuostatą, turi būti įvertinama (tačiau ne išskirtinai) pinigų dabartinė vertė, finansiniai bendrovės rezultatai, akcijų buhalterinė vertė, kiti plačiai naudojami vertės nustatymo metodai. AB „Ukmergės keliai“ akcijomis nebuvo prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, todėl, nustatant akcijos supirkimo kainą buvo pasitelktas minėtas turto vertintojas.

Analizuojant vertinimo taisykles, atkreiptinas dėmesys į tai, kad 2006 m. sausio 10 d. Vertybinių popierių komisijoje įvyko komisijos ir turto vertintojų pasitarimas pradėdant taikyti privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo teisinį institutą<sup>172</sup>. Jame susitarta, kad teisinga kaina nebūtinai turi atitikti rinkos kainą, tačiau, vertinant turta, VPK rekomenduoja atsižvelgti ir į rinkos kainą, ir į per oficialų siūlymą buvusią kainą. Magistranto manymu, kad tokios rekomendacijos iškreipia teisingos kainos (vertės) principo taikymą, nes turto vertintojams fakultatyviai siūloma atsižvelgti į rinkos kainą, kuri dažnai visiškai neatspindi tikrosios įmonės vertės. Ypač šis faktorius aktualus po pasaulinio finansų „burbulo“ sprogo. Pavyzdžiui, AB „Panevėžio statybos trestas“ akcijų kaina investuotojų panikos metu nuo per visą laiką aukščiausios kainos buvo nukritusi net 20 kartų (įmonės likvidacinė vertė buvo 5 kartus didesnė už jos rinkos kainą). Taigi atsižvelgimas į rinkos kainą gali sukelti nepagrįstų apsunkinimų objektyviai kainai nustatyti.

<sup>170</sup> panašiai, kaip šiuo metu planuojami VPI pakeitimai, detalizuojantys VPI 34 str. 3 d. sąlygas.

<sup>171</sup> VPK sprendimas Nr. 2K-160 dėl AB „Ukmergės keliai“ cirkuliario...// ten pat.

<sup>172</sup> Pasitarimas dėl praktikos taikant naują privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo teisinį institutą apibendrinimas. 2006 m. sausio 13 d.

VPI projekte siūloma numatyti, kad turto vertintojai, nustatydami kainą privalomo OS metu, privalėtų atsižvelgti ne mažiau kaip į 2 skirtingus metodus bendrovės akcijų vertei nustatyti. Manytina, kad toks siūlymas sveikintinas, tačiau nepakankamas. Pavyzdžiui, nagrinėjamoje AB „Ukmergės keliai“ byloje turto vertintojai beveik nenukrypo nuo OS teikėjų siūlomos kainos<sup>173</sup>, nors VPK sprendime Nr. 2K-160 teigė, kad siūlyta OS kaina yra neteisinga. Pasak AB „Ukmergės keliai“ ieškovo, turto vertintojų nustatyta kaina yra pažeidžianti jo teisėtus lūkesčius ir teisingos kainos principą<sup>174</sup>. Galima teigti, kad pirmasis Lietuvos teismų praktikoje atvejis įtvirtino nebent formalų, bet ne socialinį teisingumą. Nors VPI 34 str. 8 dalis ir nurodo, kad bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas OS, akcininkas turi teisę kreiptis į teismą kainos atitikties teisingumo reikalavimu, tačiau, vargu, ar be VPK tarpininkavimo ir iniciatyvos ginant akcininkų interesus, tai bus padaryta turint omenyje dideles teismo proceso išlaidas, vieningos investuotojų asociacijos nebuvimą bei kitas priežastis.

Šio darbo autorius daro prielaidą, kad TIVVPI yra suteikiama per didelė dispozicija emitento turto vertintojams. Manytina, kad VPK kaip nešališkai vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijai, turėtų būti suteiktos didesnės teisės darant įtaką turto vertinimo metodikai. Pagal šiuo metu galiojančius įstatymus VPK negali reikšti pretenzijų dėl turto vertinimo, jeigu yra laikomasi visų VPI, TIVVPI ir kitų susijusių įstatymų taisyklių. Tačiau VPI projekte siūloma išplėsti VPK funkcijas 42 straipsnio 2 dalį papildant atitinkamu punktu. Įstatymo projekte numatoma, kad jeigu yra pagrįstų įtarimų, kad turto vertintojo nustatyta OS ar privalomo akcijų pirkimo ir pardavimo kaina nėra teisinga, VPK motyvuotu sprendimu gali įpareigoti OS teikėją pasirinkti kitą turto vertintoją akcijų privalomo pirkimo ir pardavimo kainai nustatyti<sup>175</sup>. Magistranto nuomone, šis pakeitimas yra teisingas, tačiau nepakankamas žingsnis teisingesnei kainai nustatyti. Remiantis TIVVPI 2 straipsnio 8 dalimi, turto vertinimas - nešališkas turto vertės nustatymas taikant įstatymo 7 straipsnyje nurodytus turto vertės nustatymo metodus, apimantis vertintojo nuomonę apie turto būklę, jo tinkamumą naudoti bei tikėtiną piniginę vertę rinkoje. Analizuojamo įstatymo 7 straipsnio metodų sąrašas nėra baigtinis, todėl turto vertintojui suteikiama teisė remtis ir kitais tarptautinėje praktikoje aprobuotais turto vertinimo metodais. Manytina, kad tai neadekvačiai išplečia turto vertintojo galimybes pasirinkti metodą, vertinant OS gaunančios bendrovės vertę. To paties straipsnio 9 dalyje išskiriama individualaus turto vertinimo

<sup>173</sup> Nustatyta 69,91,-Lt kaina.VPK sprendimas Nr. 2K-160 dėl AB „Ukmergės keliai“ cirkuliario...//ten pat.

<sup>174</sup> Dienraščio „Verslo žinios“ internetinis žinių portalas „Likusias „Ukmergės kelių“ akcijas supirks po 69,91Lt“[http://vz.lt/straipsnis/2009/09/17/Likusias\\_Ukmerges\\_keliu\\_akcijas\\_supirks\\_po\\_6991\\_Lt3](http://vz.lt/straipsnis/2009/09/17/Likusias_Ukmerges_keliu_akcijas_supirks_po_6991_Lt3) prisijungimo laikas: 2009-09-18.

<sup>175</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo lyginamasis variantas...// ten pat, 21 str.

sąvoka yra toks turto vertinimo būdas, kai konkretaus turto vertė nustatoma atsižvelgiant į visas individualias to turto savybes. Bendrovės, kurios vertybiniais popieriais supirkti yra įgyvendinamas privalomas OS, turėtų būti taikoma panaši individuali turto vertinimo metodika. Per platus turto vertinimo metodų sąrašas sukelia abejonių, ar bendrovės balso teisę suteikiančio vertybinio popieriaus kaina nustatyta teisingai, todėl galima teigti, kad besikotiruojančios bendrovės turto vertinimui turėtų būti sukurta atskira individuali įstatymo nuostata. Reikšmingesnę pinigų sumą investavusiam ar besiruošiančiam investuoti į akcijų paketą piliečiui rūpi žinoti, kiek verta jo investicija. Todėl jis domisi akcijų verte, jų ilgalaikiu pelningumu bei pelno dalimi, kuri tenka akcininkui – dividendais. Ne kiekvienas toks asmuo gali būti finansų srities žinovu, tačiau remiantis nesudėtingais akcijų vertės nustatymo metodais galima bent apytikriai nustatyti akcijų vertę<sup>176</sup>. Rūta Kalčinskaitė išskiria akcijos kainos ir pelno akcijai santykio, akcijos kainos ir buhalterinės vertės, nuosavo kapitalo pelningumo metodus. Teigtina, kad nors tokie metodai negali būti vieninteliai ir išskirtiniai vertinant vertybinių popierių supirkimo kainą (kartu ir bendrovės vertę) OS metu, tačiau siekiant apsaugoti akcininkų interesus, į juos turėtų būti rekomenduojama atsižvelgti. Jaap Winters pranešime įtvirtinta nuostata dėl akcininkų teisės pasitraukti už kainą, kuri siūlymo gavėjui nesukeltų nepagrįstų nuostolių. Šią nuostatą detalizuoja Lietuvos vyriausiasis administracinis teismas, konstatuodamas, kad sąvoka „teisinga“ yra vertinamojo pobūdžio kategorija, kai jai nustatyti yra panaudoti teisėti bei pagrįsti tyrimo metodai, skirti nustatyti objektyviai tiesai atitinkamoje mokslo, socialinėje, ekonominėje ir kt. veikloje. Teismas daro išvadą, kad pasirinktas teisėtas ir pagrįstas akcijų kainos nustatymo būdas sąlygoja, jog ir šio būdo pasekoje nustatyta kaina gali būti pripažinta teisinga<sup>177</sup>.

OS akcijų supirkimo kainos nustatymas turėtų atsižvelgti į R. Kalčinskaitės straipsnyje minimus tarptautinius investuotojų praktikoje paplitusius metodus, nes investuojantys asmenys dažniausiai jais remiasi sprendami, kuri bendrovė yra patraukliausia investicijoms<sup>178</sup>. Pavyzdžiui, jei Baltijos šalyse besikotiruojančių telekomunikacijų bendrovių vidutinis akcijos ir pelno akcijai santykis siekia skaičių 15, turto vertintojai, netiesiogiai prisidėdami prie tinkamo ir teisingo OS įgyvendinimo, turėtų bent iš dalies atsižvelgti į šį rodiklį. Manytina, kad teisingam pareigos teikti OS dėl emitento vertybinių popierių įgyvendinimui turto vertintojų nustatyta kaina turi būti nustatoma konstruktyviau, atsižvelgiant į išskirtinį besikotiruojančios bendrovės pobūdį, platų

<sup>176</sup>Kalčinskaitė R. Kiek verta akcija?// "Vadovas ir pasaulis" 2006, Nr. 2.

<sup>177</sup> Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008 V.M.v VPK ir kt.

<sup>178</sup> Fundamental Anomalies <http://www.investorhome.com/anomfun.htm> prisijungimo laikas: 2009-09-15.

investuotojų ratą bei reguliuojamoje rinkoje plačiai naudojamus metodus, o, svarbiausia, į vertę, kuri užtikrintų teisingą atlyginimą už perkamas akcijas pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 34 straipsnį.

## IŠVADOS

1. Ilgai trukęs ir daug ginčų susilaukęs Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimų priėmimo procesas liberalizavo Direktyvos nuostatas, tačiau neleido sukurti bendros teisinio reguliavimo sistemos Europos Sąjungoje. Pagrindiniai valstybių narių nesutarimai dėl apsaugos priemonių taikymo prieš nepageidaujamą oficialų siūlymą ir dėl daugiabalsių akcijų panaikinimo nebuvo išspręsti, todėl po Portugese kompromiso liko įtraukti į Direktyvą kaip alternatyva. Skirtingos teisės tradicijos (Kontinentinė ir Bendroji) ir toliau formuoja skirtingą oficialaus siūlymo teisinio instituto įgyvendinimo praktiką. Darytina išvada, kad tokia situacija išliks ir toliau, nes dėl bendrų Direktyvos nuostatų sutariančios valstybės narės nebus linkusios atsisakyti šimtamečių rinkos, verslo formavimo ir funkcionavimo tradicijų, kurių unifikavimas susijęs su tam tikra grėsme nacionaliniam identitetui ir šalies ekonominiams vystymuisi. Taigi Europos kapitalo rinkos harmonizavimas ir toliau liks apsunkintas.

2. Lietuvos teisinė sistema imperatyvias Direktyvos nuostatas priėmė teisingai, vis dėlto praktinis jų pritaikymas besivystančioje kapitalo rinkoje susidūrė su tam tikromis įgyvendinimo problemomis. Iki Direktyvos priėmimo Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo praktikoje nustatytas tikslingumo principas ir tuo metu galiojusio Vertybinių popierių įstatymo nuostatos, įtvirtinusios privatizuojamų bendrovių perėmėjų privilegijas, padarė neigiamą įtaką teisingo OS instituto formavimuisi, tačiau jų suformuota nuostata dėl viešojo intereso apsaugos per akcininkų apsaugą atitiko Direktyvos reikalavimus.

3. Vertybinių popierių komisija tinkamai interpretavo savanoriško ir privalomo OS atskirtį, apribodama perėmėjo galimybę atsisakyti teikti privalomą OS dėl kontrolės perėmimo savanoriško OS metu (VPĮ 32 str. 1 d. 7 p.). Savanoriško OS skelbimas suteikė teisę neteikti privalomo OS tik tada, jei OS siūlymas atitinka visus privalomo OS reikalavimus. Pastebėta, kad tiesiogiai VPĮ neįtvirtinta pareiga teikti OS įgijus netiesioginę bendrovę turėtų būti detalizuota. Siekiant kuo operatyvesnio OS vykdymo, VPĮ turėtų būti ne tik nurodomas netiesioginės kontrolės perėmimo būdas, tačiau ir konkretinanti nuostata, kuriam asmeniui (kontroliuojančiam ar kontroliuojančio asmens perėmėjui) kyla OS pareiga ir kuris iš asmenų turi pareigą vykdyti OS jos nevykdant pirmajam.

4. Kompetentinga vertybinių popierių rinkos priežiūros institucija VPK per taisykles, nuomonės išsakymą, dalyvavimą teismų procesuose padarė konstruktyvų poveikį Lietuvos teismų sprendimams. Iš darbe atliktų tyrimų darytina išvada, kad Lietuvos teismuose susiklostė teisinga praktika identifikuojant sutartinai veikiančius asmenis nustatant netiesioginės kontrolės perėmimo faktus. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo spęstose AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Ukmergės keliai“ bylose, Lietuvos Vyriausiojo Administracinio teismo AB „Linai“ byloje, buvo priimti argumentuoti sprendimai. Be to, LAT tinkamai interpretavo, kurių akcijų turėtojai gali pretenduoti į privalomą OS, nustatydamas, kad kiekvienas balso teisę perėmimo momentu turintis vertybinis popierius privalo būti perkamas OS metu (AB „Spauda“ byla).

5. Svarbi Lietuvos teismų praktikos problema - ilgai trunkantys teisminiai ginčai. Daroma išvada, kad pagrindinė ilgo proceso priežastis - neįtvirtintos tiesioginės piniginės sankcijos už OS nevykdymą, vilkinimą ar netinkamą vykdymą. Šią problemą būtų galima išspręsti remiantis ES valstybių narių (Prancūzijos, Vokietijos) griežtų sankcijų praktika - pinigėmis baudomis ir absoliučiai visų perėmėjo kaip bendrovės akcininko teisių apribojimu iki teisingo OS teikimo.

6. Neigiamas reiškinys ilgai trunkančiose bylose – jo metu besikeičianti akcininkų sudėtis, dėl kurios po kelių metų vykdomas privalomo OS įgyvendinimas nesudaro galimybės visiems perėmimo metu ar fakto apie perėmimą paaiškėjimo metu buvusiems akcininkams atsilipti į OS. Teigtina, kad VPK nuomonė AB „Linai“ byloje, kad po fakto apie perėmimą paaiškėjimo akcijas pirkę asmenys neturi teisės į OS privilegiją, siaurina Direktyvos nuostatą dėl privalomo OS teikimo dėl visų balso teisę suteikiančių vertybinių popierių, todėl turėtų būti taikoma plečiamai. Ilgai besibylinėjantis perėmėjas, kurio pareiga po ilgo proceso neginčijamai pripažįstama, turėtų pademonstruoti kitų bendrovių perėmėjams, kad ilgas teismo procesas yra nenaudingas. Pareigos vykdymo vilkinimas apskritai negali būti skatinamas. Daroma išvada, kad VPK siūlomas Direktyvos normų interpretavimas turėtų būti taisomas atsižvelgiant į silpnosios šalies teisių apsaugą ir viešąjį interesą.

7. Dar viena Lietuvoje spęstina problema, galinti sukelti didžiulius materialinius nuostolius akcininkams, yra piktnaudžiavimas rinka neatskleidžiant tiksliai informacijos (AB „Agrowill Group“, LEO.LT pavyzdžiai). Lietuvos teisėje nėra aiškiai apibrėžta, kokia informacija yra laikoma viešai neatskleistina, esmine ir kuriais teisės aktais galima remtis konstatuojant pažeidimą. Galima daryti išvadą, kad, sprendžiant piktnaudžiavimo rinka identifikavimo problemą

teismai turėtų remtis ne tik įstatymais, teismų praktika, tačiau ir VPK nustatytais atitinkamomis taisyklėmis bei nutarimais. Be to, finansinių priemonių rinkos įstatyme numatytos maksimalios baudos sukuria tik teisingumo fikciją, o ne įgyvendina socialinę taiką, nes sankcijos už įvykdytą pažeidimą turėtų būti adekvačios padarytai žalai, o ne gautai naudai.

8. Netikslumai nustatant teisingą akcijų supirkimo kainą dažnai atsiranda dėl to, kad neatsižvelgiama į ją reglamentuojantį VPI 34 straipsnį. Siekiant apsaugoti akcininkų interesus, teisingos kainos nustatymo metodika turėtų remtis ne vien bendraisiais turto vertės nustatymo metodais, įtvirtintais Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme, tačiau ir specialiaisiais, tokiais kaip pelno ir akcijos kainos santykio, buhalterinės vertės ir kt. metodais. Turto vertės nustatymo proceso metu turėtų būti dažniau konsultuojamasi su VPK, kadangi emitentui privalo būti taikoma individuali vertės nustatymo metodika. Manytina, kad TIVVPI turi būti įtvirtinta norma, pagal kurią nustatinėjant pareigos teikti OS teisingą kainą ir nepažeidžiant CK 1.5 nuostatų būtų atsižvelgiama į konkrečius VPK pasiūlymus.

Turto vertintojai nustatinėdami teisingą akcijų supirkimo kainą, neturėtų atsižvelgti į rinkos kainą. Tarptautinėje praktikoje jau seniai pripažinta, o finansų krizės metu ir patvirtinta, kad rinkos veiksmingumo teorija nebeegzistuoja, todėl toks atsižvelgimas gali sukelti neaiškumų turto vertintojui ir daryti įtaką jo darbui.

## NAUDOTOS LITERATŪROS SĄRAŠAS

### Teisės aktai

#### Lietuvos Respublikos teisės aktai:

1. 1992 m. lapkričio 2 d. Lietuvos Respublikos Konstitucija.  
<http://www3.lrs.lt/home/Konstitucija/Konstitucija.htm> prisijungimo laikas: 2009-05-15;
2. Lietuvos Respublikos baudžiamojo kodekso patvirtinimo ir įsigaliojimo įstatymas // VIII-1968, Aktuali nuo 2009 m. liepos 23 d.  
[http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=349789](http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=349789) prisijungimo laikas: 2009-07-10;
3. 2009 m. liepos 15 d. Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodekso 13, 15, 41, 142, 172<sup>19</sup>, 172<sup>21</sup>, 173<sup>5</sup>, 214, 214<sup>10</sup>, 214<sup>19</sup>, 221, 224, 232, 232<sup>1</sup>, 233, 246<sup>1</sup>, 246<sup>6</sup>, 259<sup>1</sup>, 262, 281, 288, 320 straipsnių pakeitimo ir papildymo, kodekso papildymo 41<sup>12</sup>, 43<sup>11</sup>, 43<sup>12</sup>, 142<sup>11</sup>, 187<sup>13</sup> straipsniais ir 214<sup>12</sup>, 214<sup>13</sup> straipsnių pripažinimo netekusiais galios įstatymas, Valstybės žinios. 2009, Nr. 89-3805;
4. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas//Valstybės žinios. 2000, Nr. 74;
5. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas//Valstybės žinios. 2000, Nr. 64 -1914;
6. Lietuvos Respublikos finansinio tvarumo įstatymas//Valstybės Žinios. 2009, Nr. 93-3985;
7. Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkos įstatymas//Valstybės žinos. 2007, Nr. 17-627;
8. Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas//Valstybės žinios. 2007, Nr. 117-4772.
9. Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas//Valstybės žinios. 1999, Nr. 52-1672;
10. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas//Valstybės Žinios. 2007, Nr. 17-626;
11. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas//Valstybės žinios. 1996, Nr. 16-412. Aktuali nuo 2001-12-17 iki 2003-04-30;
12. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas//Valstybės žinios. 2001, Nr. 112-4074;
13. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19<sup>(1)</sup>, 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymas//Valstybės žinios. 2006, Nr.77-2963;

14. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas//Valstybės žinios. 1998, Nr. 33-873.
15. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas//Valstybės žinios. 1996, Nr. 16-412.

EB bei užsienio teisės aktai:

16. Europos Sąjungos sutarties suvestinė redakcija//Europos Sąjungos oficialusis leidinys, 2006 12 29, C 321 E/1. 2 str.  
<http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/ce32120061229lt00010331.pdf> prisijungimo laikas: 2009-08-01.
17. 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka)//Official Journal of the European Union, L 96, 2003, P.16-25;
18. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų//Official Journal of the European Union, L 142, 2004, P 20-31;
19. The act on the Acquisition of Securities and Takeovers\Wertpapier erwerbs und Übernahmegesetz, 2002, [http://www.gesetze-im-internet.de/wp\\_g/BJNR382210001.html](http://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/BJNR382210001.html) prisijungimo laikas: 2009-09-01;
20. Gesetz Zur Kontrolle Und Transparenz Im Unternehmensbereich”, įsigaliojo 1998 05 01  
<http://www.bmj.bund.de/eng/service/publications/10000413/?sid=2c3144bc8f05d0987a9d18769bf15e81> prisijungimo laikas: 2009-07-10;
21. The UK Takeover Code//Bowne International Limited, red. 2009 kov.  
<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf> prisijungimo laikas: 2009-07-10;

Literatūra

Knygos:

22. Allen & Overy LLP Public Takeover Offers in Europe and the US//One New Change London, London, 2004. P. 1-103.

23. Eatwell J., Taylor L. International Capital Markets: Systems In Transition//Oxford University Press, New York, 2002, p. 433-484, ISBN 0-19-514765-0.
24. Forstinger C. M. Takeover Law in the EU and the USA: A comparative Analysis//Kluwer Law International, Hague, 2002. P. 185. ISBN 9041119191.
25. Haan-Kamminga A. Supervision on Takeover Bids: A Comparison of Regulatory Arrangement // Kluwer publishing, 2006, P 1-368. ISBN 9789013039665.
26. Harvey N, Norman G., Nourry A. Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union // Fourth Edition, City and Financial Publishing, London, 2005, 16 p., P. 500. ISBN: 1905121067.
27. Public takeovers in the Europe // Freshfields Bruckhaus Deringer, 2006, p. 256-257 <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2006/15414.pdf> prisijungimo laikas: 2009-07-05.
28. Koulouridas A. The Law and Economics Of Takeovers: An Acquirer's Perspective// Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2008. P.1-304, ISBN: 978-1-84113-664-6.
29. Kraakman R., Davies P., Hansmaan H. ir kt. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach // Oxford University Press, USA, 2004. P. 1- 248. ISBN 0199260648.
30. Thomsett M.C. Mastering Fundamental Analysis// Dearborn financial Publishing, Chicago, 1998. P. 1-256. ISBN 0793128730.
31. Dine J., Company Law, Second Edition, 1994, Macmillan Press LTD, P. 392, ISBN 0333620763.
32. Shefrin H. Beyond Greed and Fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing// Oxford University Press, 2nd editon, USA. P. 1-408. ISBN 0195161211.

Periodinė literatūra:

33. Burkart M., Panunzi F. Law working paper No 118/2006: "Takeovers"// ECGI Working Paper Series in Finance, 2006. P. 1-40. <http://ssrn.com/abstract=420940> prisijungimo laikas: 2009-09-02.
34. Bertrand O., Zitouna H. Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance? // Applied Economics, London, 40:17,2008, P. 2221 — 2238.

35. Charny D. A. Competition among Jurisdictions in Formulating Corporate Law rules: An American Perspective on the „Race to the bottom“ in the European Communities// The Law of the Business Enterprise: Selected Essays, Sally Wheeler red., 1994, P. (365-403).
36. Clarke B. The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation?// European Law Journal, Blackwell Publishing Ltd, 2009 kov., vol. 15, no. 2. P. 174-197.
37. Curtis M., Roberts I., Cruse J. Great expectations // International Financial Law Review, 2007 10 01, P. 1-8. <http://www.iflr.com/Article/1984189/Great-expectations.html> prisijungimo laikas: 2009-07-28.
38. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. ir kt.// The law and economics of self-dealing, Journal of Financial Economics forthcoming, Elsevier B.V., vol. 88 ,2008, p. 430-465.
39. Fama E. F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work// Journal of Finance, vol. 25, no 2, 1970, p. 383-417.
40. Fox J. Is The Market Rational? No, say the experts. But neither are you--so don't go thinking you can outsmart it.// [http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2002/12/09/333473/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2002/12/09/333473/index.htm) prisijungimo laikas: 2009-09-28.
41. Höpner M.. European Corporate Governance Reform and the german Party Paradox// Max Planck Institute Paper, 2003, vol 03/4., P 1-30.
42. Joseph C. Lunkes Strategic Acquisitions: Prepare to Buy // Directors & Boards: Boardroom briefing, vol. 6, no. 2, 2009. P. 50-52 <http://www.directorsandboards.com/BBSummer09.pdf> prisijungimo laikas: 2009-06-13.
43. Charles K. Oppenheimer What's in store for the M & A Market in 2009? // Directors & Boards: Boardroom briefing, vol. 6, no. 2, 2009. P. 52-54 <http://www.directorsandboards.com/BBSummer09.pdf> prisijungimo laikas: 2009-06-13.
44. Kacperczyk A. “With greater power comes greater responsibility? Takeover protection and Corporate attention to stakeholders.// Strategic Management Journal, John Wiley & Sons, Ltd, vol. 30, no. 3, 2009. P. 261-278.
45. Kalčinskaitė R. Kiek verta akcija?// "Vadovas ir pasaulis" 2006, Nr. 2.
46. Knudsen J. S. Is the Single European Market an Illusion? Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation// European Law Journal, 2005 07, vol. 11, no. 4, P. 507-524.

47. Kuemmerle W., The drivers of foreign direct investment into research and development // Journal of International Business Studies. Palgrave Macmillan Journals, 1999, vol. 30, P. 1-24.
48. Malkiel B. G. Efficient Market hypothesis and it's critics// Journal of Economic Perspectives, vol 17, no 1, 2003. P. 59-82.
49. Misius R. Oficialaus pasiūlymo teisinio reglamentavimo problemos// Jurisprudencija., Nr. 77 (69), 2005. P. 41-57.
50. Sagayam S. Member states struggle to adopt Takeover Directive // International Financial Law Review, 2006 04 01,P. 1-3. <http://www.iflr.com/Article/1984549/Member-states-struggle-to-adopt-Takeover-Directive.html> prisijungimo laikas: 2009-07-15.
51. Sappideen R. Explaining securities markets efficiency// Capital Markets Law Journal, Oxford University Press vol. 3, no. 3 P. 326-342.
52. Simpson S. V., Corte L. European overview: EU Directive fails to harmonize takeovers //International Financial Law Review, 2005-04-05, P. 1-9. <http://www.iflr.com/Article/2027907/European-overview-EU-Directive-fails-to-harmonize-takeovers.html> prisijungimo laikas: 2009-07-17.

#### Teismų praktika

53. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2005 m. gruodžio 12 d. byloje Nr. 20/02 „Dėl AB „Mažeikių nafta“ reorganizavimo įstatymo“//Valstybės žinios. 2005-11-15, Nr. 146-5332
54. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas byloje Nr. 25/04 „Dėl Vertybinių popierių rinkos įstatymo atitikties Konstitucijai“//Valstybės žinios. 2006-01-21, Nr. 8-284;
55. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2002 m. gegužės 23 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-7-471/2002 UAB „Baltic fund securities“ v AB „Geonafta“
56. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-176/2007. M.V. v G. D., AB „Panevėžio keliai“ ir kt.
57. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-215/2007. M. V. v R. J., R. J., K. B., N. E. B., V. Š., AB „Panevėžio keliai“.

58. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 5 d. nutartis baudžiamojoje byloje nr. 2K-319/2007 dėl kaltinimo pagal BK 217 straipsnio 1 dalį.
59. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-215/2007 M. V. v R. J., R. J., K. B. ir kt. (AB „Panevėžio statybos trestas“ byla).
60. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2007 m. spalio 15 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3k-3-360/2007 R. J. ir R. R. v AB „Viti“ ir UAB „Viti“ turto fondas (AB „Spauda“ byla).
61. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008 V.M.v VPK ir kt.
62. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. spalio 20 d. nutarimas administracinėje byloje Nr. A-261-1740/2008, L.L. v Vertybinių popierių komisija (AB „Linas“ byla).
63. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2009 m. balandžio 1 d. sprendimas byloje UAB „Respublikos leidiniai“ v Vertybinių popierių komisija, Nr. A<sup>502</sup>-444/2009.
64. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2009 m. rugsėjo d. nutartis administracinėje byloje Nr. A<sup>556</sup> – 1035/2009 UAB DK „PZU Lietuva“ v VPK.
65. Kauno apylinkės teismas, civilinė byla Nr. 2-239-46-2009 (528) dėl įsipareigojimo pateikti ir įgyvendinti privalomą oficialų siūlymą. Vertybinių popierių komisija v L.L., R.L. ir kt.

#### Teismų ir kitų institucijų dokumentai

##### Lietuvos Respublikos Seimas:

66. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 2, 3, 4, 5, 15, 18, 19, 21, 22, 23, 24, 27, 29, 31, 32, 34, 35, 37, 38, 39, 42, 45, 46, 47, 48 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto lyginamasis variantas, nauja 47 straipsnio redakcija [http://www.lrs.lt/pls/proj/dokpaieska.showdoc\\_1?p\\_id=1046&p\\_org=&p\\_fix=&p\\_gov](http://www.lrs.lt/pls/proj/dokpaieska.showdoc_1?p_id=1046&p_org=&p_fix=&p_gov) prisijungimo laikas: 2009-08-01.
67. Lietuvos Respublikos Vyriausybės kanceliarijos Teisės departamento Atstovavimo ir teisės taikymo skyrius, 2009 m. birželio 16 d. pažyma Nr. 43-18 dėl Lietuvos Respublikos Baudžiamojo Kodekso 217, 218, 270, 271, 310 straipsnių ir priedo pakeitimo ir papildymo bei kodekso papildymo 224 (1) straipsniu įstatymo projekto.

Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija:

68. 1998 m. gegužės 29 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 18 „Dėl atvejų, kad privalomas oficialus pasiūlymas neteikiamas“ // Valstybės žinios. 1998, Nr. 54-1512.
69. 2001 m. birželio 22 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 19 „Dėl atvejų, kada privalomas oficialus pasiūlymas neteikiamas pakeitimo“ // Valstybės žinios. 2001, Nr. 54-1938.
70. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija „Dėl įstatymų projektų derinimo“, 2009, Nr. 06-802-(7.3-03) [http://www.vpk.lt/new/documents/1119\\_001.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/1119_001.pdf) prisijungimo laikas: 2009-07-25.
71. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija „Išaiškinimas dėl pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą igijus netiesioginę emitento kontrolę“. 2007, Nr. 4K-99. <http://www.vpk.lt/uploads/2007-7.pdf> prisijungimo laikas: 2009-08-01.
72. VPK pranešimas „Cersanit S.A. netiesioginę AB „Dvarčionių keramika“ kontrolę perėmė 2007 m. sausio 3 d.“, , <http://www.vpk.lt/lt/vpk-pranesimai/vpk-sprendimai/14071/> prisijungimo laikas: 2009-08-10.
73. 2009 m. gegužės 28 d. VPK sprendimas dėl teisės pažeidimo bylos Nr. 12k-19, P. 5 [http://www.vpk.lt/new/documents/Sprendimas\\_del%20AB%20Zia%20valda.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/Sprendimas_del%20AB%20Zia%20valda.pdf) prisijungimo laikas: 2009-08-19.
74. 2009 m. rugsėjo 4 d. VPK nutarimas Nr. 14K-6 teisės pažeidimo byloje. [http://www.vpk.lt/new/documents/Nutarimas%20skelbimui\\_14K-6.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/Nutarimas%20skelbimui_14K-6.pdf) prisijungimo laikas: 2009-09-10.
75. Vertybinių popierių komisijos 2008 m. liepos 17 d. nutarimas Nr. 1k-17 „Dėl viešai neatskleistos informacijos konfidencialumo užtikrinimo ir atskleidimo“ P. 2. [http://www.vpk.lt/new/documents/Nutarimas\\_aktuali\\_redakcija\\_del%20viesai%20neatskleistos%20informacijos\\_1K-17.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/Nutarimas_aktuali_redakcija_del%20viesai%20neatskleistos%20informacijos_1K-17.pdf) prisijungimo laikas: 2009-08-14.
76. Vertybinių popierių komisijos 2009 m. vasario 11 d. nutarimas Nr. 1K-1 „Dėl piktnaudžiavimo rinka pasireiškimo formų sąrašo ir pranešimų apie galimą piktnaudžiavimą rinka pateikimo vertybinių popierių komisijai tvarkos nuostatų patvirtinimo“ III skyrius, 7.7 dalis. <http://www.vpk.lt/new/documents/2009-1K-1.pdf> prisijungimo laikas: 2009-09-10.

77. VPK 2008 m. gruodžio 21 d. pranešimas Nr. 13K-7 „Išimties iš pareigos teikti privalomą oficialų siūlymą įgyvendinus savanorišką oficialų siūlymą išaiškinimas“ [http://www.vpk.lt/new/documents/Microsoft%20Word%20-%20isimties%20is%20pareigos%20teikti%20privaloma%20oficialu%20siulyma%20igyvendinus%20savanoriska%20oficialu%20siulyma%20isaiskinimas%201\\_1.pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/Microsoft%20Word%20-%20isimties%20is%20pareigos%20teikti%20privaloma%20oficialu%20siulyma%20igyvendinus%20savanoriska%20oficialu%20siulyma%20isaiskinimas%201_1.pdf) prisijungimo laikas: 2009-06-05.
78. Vertybinių popierių komisijos 2009 m. rugpjūčio 20 d. sprendimas Nr. 2K-251 dėl AB „Dvarčionių keramika“ oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimo, <http://www.vpk.lt/new/documents/AB%20DKR%20oficialus%20-%20Sprendimas.doc> prisijungimo laikas: 2009-08-29.
79. Vertybinių popierių komisijos 2009 m. gegužės 8 d. sprendimas Nr. 2K-160 dėl AB „Ukmergės keliai“ oficialaus siūlymo cirkuliaro patvirtinimo. <http://www.vpk.lt/lt/rinkos-naujienos/oficialus-siulymai/14238/> prisijungimo laikas: 2009-09-02.
80. 2007 m. gegužės 31 d. VPK posėdis, kuriame nuspręsta netvirtinti L. L. OS cirkuliaro [http://www.vpk.lt/lt\\_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814](http://www.vpk.lt/lt_old/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2814) prisijungimo laikas: 2009-06-14.
81. Pasitarimo dėl praktikos taikant naują privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo teisinį institutą apibendrinimas. 2006 m. sausio 13 d.

Užsienio šalių dokumentai:

82. 2007 m. vasario 13 d. ETT Generalinis advokatas Damaso Ruiz-Jarabo pateikė oficialią nuomonę Europos Teisingumo Teisme, kad Volkswagen kompanijos taisyklės (vienas akcininkas gali turėti daugiausiai 20 procentų balsų) prieštarauja laisvo kapitalo judėjimo principui ir yra naikintinos. <http://curia.europa.eu/en/actu/communiqués/cp07/aff/cp070014en.pdf> prisijungimo laikas: 2009-06-29.
83. Bolkestein F. kalba Europos politikos studijų centre, The Takeover Directive: A Commission Perspective Briuselis, 2003-03-04 <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/03/106&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en> prisijungimo laikas: 2009-04-29.

84. Market Abuse Directive – Level 3 – First Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive. Ref: CESR/04-505b <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=3282> prisijungimo laikas: 2009-08-05.
85. Serapio M., Dalton D. Globalisation Globalizing industrial research and development / U.S. Department of Commerce Technology Administration Office of Technology Policy, 1999, P. 1-92.
86. Winter J., Garcia J. M. G., Hopt K. J. ir kt. Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids.//Brussels, 2002 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf) prisijungimo laikas: 2009-03-01.P. 1-101.
87. Winter J., Garcia J. M. G., Hopt K. J. ir kt. Report Of The High Level Group Of Company Law Experts On A Modern Regulatory Framework For Company Law In Europe// Brussels, 2002, P. 1-165.
88. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids// Brussels, 2007, P. 1-20. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf) prisijungimo laikas: 2009-08-01.

#### Interneto šaltiniai

89. Pasaulinio rinkų indekso (MSCI) grafikas nuo 2000 m. iki dabar. [http://index.onvista.de/snapshot.html?ID\\_NOTATION=3193857&MONTHS=120#chart1](http://index.onvista.de/snapshot.html?ID_NOTATION=3193857&MONTHS=120#chart1) prisijungimo laikas: 2009-03-01.
90. Pasaulinės Aukso Tarybos apžvalga, 2007. [http://www.gold.org/assets/file/pr\\_archive/pdf/GDT\\_Q3\\_07\\_pr.pdf](http://www.gold.org/assets/file/pr_archive/pdf/GDT_Q3_07_pr.pdf) [žiūrėta 2009 08 27].
91. Panikos stadijos samprata <http://www.investopedia.com/terms/p/panicselling.asp> prisijungimo laikas: 2009-05-28.
92. Aukštinė akcija – specifinės vertybinius popierius, labiausiai paplitęs 9-tame praeito amžiaus dešimtmetyje, suteikiančios veto teisę įmonės valdyme. <http://www.investopedia.com/terms/g/goldenshare.asp> prisijungimo laikas: 2009-05-27.
93. *Insider trading* sąvoka <http://dictionary.reference.com/browse/insider+trading> prisijungimo laikas: 2009-08-20.

94. VPK yra CESR (The Committee of European Securities Regulators) narė. [http://www.cesr-eu.org/index.php?page=members\\_directory&mac=0&id](http://www.cesr-eu.org/index.php?page=members_directory&mac=0&id) prisijungimo laikas: 2009-07-02.
95. Į Prancūzijos teisę perkeltų ES teisės aktų apžvalga, 2006 kovas, [http://www.amf-france.org/documents/general/6361\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6361_1.pdf) prisijungimo laikas: 2009-07-15].
96. Akcijos buhalterinė vertė (book value) [http://lit.proz.com/kudoz/english\\_to\\_lithuanian/law\\_patents/580129-book\\_value.html](http://lit.proz.com/kudoz/english_to_lithuanian/law_patents/580129-book_value.html) prisijungimo laikas: 2009-09-05.
97. „Fundamental Anomalies“ Investuotojų naudojama vertės nustatymo metodika. <http://www.investorhome.com/anomfun.htm> prisijungimo laikas: 2009-09-15.
98. Biržų operatorės Nasdaq OMX Baltic internetiniame puslapyje skelbiama informacija apie emitentų esminius įvykius ir kitas naujienas. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?lang=lt>
99. LR Vertybinių popierių komisijos oficialiame puslapyje talpinami pranešimai, klausimų-atsakymų skiltis, skelbiami oficialūs siūlymai, naujienos. [www.vpk.lt](http://www.vpk.lt)
100. Įvairūs straipsniai, konferencijos iš dienraščio „Verslo žinios“ internetinio žinių portalo [www.vz.lt](http://www.vz.lt).
101. Laikraščio “Klaipėdos diena” internetinė versija. <http://klaipeda.diena.lt/dienrastis>.

# PAREIGOS TEIKTI PRIVALOMĄ OFICIALŲ SIŪLYMĄ DĖL EMITENTO VERTYBINIŲ POPIERIŲ ĮGYVENDINIMAS PAGAL LIETUVOS TEISMŲ PRAKTIKĄ

## SANTRAUKA

**Pagrindinės sąvokos:** kontrolės perėmimas, privalomas oficialus siūlymas, savanoriškas oficialus siūlymas, teisinga kaina.

*Šiame darbe nagrinėjamos Lietuvos teismų praktikos bylos dėl pareigos teikti oficialų siūlymą. Darbe siekiama identifikuoti bei išanalizuoti Direktyvos dėl įmonių perėmimų Nr. 2004/25/EB įgyvendinimo bei harmonizavimo problemas, dažno Lietuvoje piktnaudžiavimo rinka, proceso vilkinimo, teisingos kainos nustatymo problemas bei ieškoti jų sprendimo būdų.*

Iki šiol Europos Sąjungos valstybės narės neturi bendro perėmimų reguliavimo mechanizmo. Kaip pagrindinę sąlyginę Direktyvos, neturinčios privalomų taisyklių dėl valdybos vaidmens OS metu, apsaugos priemonių nuo nepageidaujamų pasiūlymų, daugiabalsių vertybinių popierių, priežastį galima būtų įvardinti bendrosios ir kontinentinės teisės tradicijų sankirtą. Akademiniam diskurse sutinkama, kad perėmimo taisyklių suvienodinimas Europos Sąjungos mastu iki šiol yra nutolęs nuo siekio sukurti Societas Europaea.

Magistro darbo autorius pastebi, kad Lietuvoje iki šiol yra kelios neišspręstos problemos, susijusios su OS įgyvendinimu. Visų pirma, pareigos teikti OS įgyvendinimas gali trukti netgi daugiau nei 6 metus. Manytina, kad Lietuvos teisėje turėtų būti nustatytos griežtesnės piniginių sankcijos asmenims (Vokietijos, Didžiosios Britanijos pavyzdžiai), vengiantiems įvykdyti pareigą teikti OS. Kita problema – piktnaudžiavimas rinka. Darbo autorius daro išvadą, kad manipuliavimo rinka, pasinaudojimo viešai neatskleista informacija pažeidimus teismui sunku identifikuoti dėl neaiškumų įvardijant šiuos atvejus. Teigtina, kad įsigaliojus LR Baudžiamojo kodekso nuostatoms, baudžiamoji atsakomybė už piktnaudžiavimą rinka bus dažniau pritaikoma. Darbo autorius pagrindine išvelgia teisingos kainos problemą, kuri augančioje ir nelikvidžioje Lietuvos vertybinių popierių rinkoje sukelia daug netikslumų. Pastebėtina, kad priežiūros institucijos ar akcininkų iniciatyva dėl objektyvių priežasčių koreguojant teisingą kainą neturėtų būti atsižvelgta į rinkos kainą, kuri gali visiškai neatitikti bendrovės teisingos vertės. Pastebėtina, kad siekiant pritraukti užsienio investicijas Lietuvos perėmimų reguliavimas turėtų būti su kuo mažiau išlygų. Todėl Lietuvos oficialaus siūlymo institutas turėtų būti operatyvesnis, apsaugantis visų akcininkų teisėtus lūkesčius ir interesus ir skatinantis vykdyti pareigą teikti OS.

# THE IMPLEMENTATION OF OBLIGATION TO MAKE THE MANDATORY BID ON THE ISSUER'S SECURITIES BY LITHUANIAN COURTS PRACTICE

## SUMMARY

**Basic concepts:** takeover, mandatory bid, voluntary bid, fair price.

*This paper develops real options of judicial framework to analyze the takeover bids in Lithuania. The paper aims to identify and analyze the Takeover Directive 2004/25/EC in the implementation and harmonization aspects, Lithuanian market abuse, delays of making the bid, fair price topics and seek the solutions.*

However, by now the European Union member states still have different practice and laws on takeover bids. The fundamental reason for creating the provisory Directive, which does not have the imperative rules over the board's rights, defensive measures of hostile takeovers, multi-vote shares is the conflict between the common law and continental law traditions. The academic discourse claim, that harmonization of takeover regulation in Europe is now an aspiration as for a level playing field, the Directive falls far short of achieving *Societas Europaeae*. As the member state of European Union, Lithuania adopted the Directive on takeover bids and, therefore, incorporated the common imperative rules on takeovers.

However, the regulations of takeover judicial process in Lithuania still have several obstacles which must be abolished. Firstly, the implementation of mandatory bid process could last up to 6 years. The author proposes, that in law system of Lithuania should be adopted more strict financial sanctions (e. g. Germany, United Kingdom) for noncompliance with the rules. The second obstacle concerns the market abuse issue. In the stock exchange market of Lithuania there is a strong need to determine the meaning of insider dealing to make the fair judicial decisions. It must be remarked that the project of Criminal code of Republic of Lithuania should create the rules which elaborates the object of criminal liability for the abuse. The final problem comes up with the fair price definition. The matter of fair and reasonable price is actually the most important for the illiquid market of Lithuania. The author finds that in the situations when a supervisory authority or a shareholder wants to adjust the equitable price, the assessor should not refer to the market price, which in illiquid stock market of Lithuania might be several times lower than the fair price.

The author of the paper notes that in the emerging market of Lithuania there is an interest to show that the country is applicable for cross-border investments and takeover bids. Therefore, the institute of Lithuania's takeover bids must be with greater expedition, wider protection of shareholder's rights and stimulation of the successful takeover bids.