

VILNIAUS UNIVERSITETAS
TEISĖS FAKULTETAS
KONSTITUCINĖS IR ADMINISTRACINĖS TEISĖS
KATEDRA

Dieninio skyriaus
Finansų ir mokesčių teisės studijų atšakos
V kurso studento
Sauliaus Bytauto

MAGISTRO DARBAS
“VERTYBINIAI POPIERIAI, JŲ ĮVAIROVĖ IR
SUTEIKIAMOS TEISĖS”

Darbo vadovas
prof. habil. dr. Vytautas Vaškeļaitis

Recenzentas
doc. dr. Bronius Sudavičius

IVADAS	3
1. VERTYBINIAI POPIERIAI – VISUOMENINIŲ SANTYKIŲ IŠRAIŠKOS FORMA	6
1.1. Vertybinių popierių apibrėžtis	6
1.2. Atskirų vertybinių popierių rūšių esmė ir paskirtis	11
2. VERTYBINIŲ POPIERIŲ TEISĖ – SAVARANKIŠKA TEISĖS ŠAKA LIETUVOS TEISĖS SISTEMOJE.....	14
2.1. Vertybinių popierių teisės savarankiškumą pagrindžiančios ir jos vietą Lietuvos teisės sistemoje nustatančios aplinkybės	14
2.2. Fundamentiniai vertybinių popierių teisės principai	19
3. INVESTUOTOJŲ TEISĖ Į INFORMACIJĄ. PRIVALOMO OFICIALAUS PASIŪLYMO IR PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO INSTITUTAI.....	23
3.1. Teisė į informaciją – ne tik vertybinių popierių teisės, bet ir visos teisinio reguliavimo sistemos principas.....	23
3.2. Teisės į informaciją įtvirtinimo ypatumai Europos Sąjungos ir nacionalinėje teisėje	25
3.2.1. Privalomas oficialus pasiūlymas. Samprata ir teisinė prigimtis	26
3.2.2. Privalomo oficialaus pasiūlymo instituto taikymo sąlygos. LR Konstitucinio teismo jurisprudencija.....	30
3.2.3. Privalomo oficialaus pasiūlymo instituto įgyvendinimas Lietuvos vertybinių popierių rinkoje.....	35
3.2.4. Privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas. Samprata ir teisinė prigimtis	37
3.2.5. Privalomo akcijų pardavimo instituto ir teisės į nuosavybę santykis Europos Sąjungos ir Lietuvos teisėje	40
3.2.6. Privalomo akcijų pardavimo instituto įgyvendinimas Lietuvos vertybinių popierių rinkoje.....	44
IŠVADOS.....	47
ŠALTINIAI.....	55
NAUDOJAMOS SAŲOKOS	62
1 PRIEDAS	64
SANTRAUKA	68
SUMMARY	69

IVADAS

Kai kalbama apie teisę kaip socialinį reiškinį, visuotinai pripažįstama, kad jos paskirtis yra atlikti visuomeninių santykių regulatoriaus funkciją. Tai uždavinys, kuris kyla iš pačios teisės esmės ir paskirties – užtikrinti visuomeninių santykių dalyvių gerovę ir pačių santykių darną bei stabilumą. Deja, visuomenės dalyvių santykiams yra būdingas „prigimtinis“ pažeidžiamumas ir nesuderinamumas, kurių priežastis yra interesų skirtumai. Nesunku suprasti, kad teisė susiduria ne tik su iššūkiu išspręsti problemą, bet ir su užduotimi sukurti tokio sprendimo mechanizmą bei identifikuoti taikytinas priemones, kurios padėtų atkurti santykių pusiausvyrą. Kitaip tariant, prieš pradėdant santykius reguliuoti, būtina pažinti tų santykių prigimtį, išanalizuoti jų susiformavimo prielaidas ir nustatyti vystymosi dėsningumus. Tačiau jau pats pažinimo procesas yra komplikotas, kadangi gyvenimo dinamiškumas lemia ne tik sudėtingą šių santykių sistemą, bet ir nuolatinę bei nepertraukiamą santykių kaitą. Pažymėtina, kad vertybinių popierių rinkoje susiklostantys santykiai ir yra vieni tokių, kurie per paskutinius keliolika metų išgyveno sudėtingus pokyčius. Tokie pasikeitimai ypatingai akivaizdūs Rytų Europos bloko valstybėse, praėjusio šimtmečio pabaigoje atkūrusiose valstybingumą. Lietuvos vertybinių popierių rinka, savo ruožtu, pradėjusi formuotis vos prieš gerą dešimtmetį, šiuo metu yra įgijusi bene didžiausią vystymosi pagreitį. Vos per keliolika metų buvo sukurta sudėtinga ir savarankiška visuomeninių santykių sistema ir šių santykių teisinio reguliavimo mechanizmas. Deja, sparčiai besivystanti vertybinių popierių rinka iki šiol nėra sulaukusi tinkamo atgarsio teisės mokslo darbuose. Galima pastebėti nebent atskirus ir pavienius darbus ar publikacijas (daktaro disertacijas, straipsnius), tiriančius vieną ar kitą vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo sritį. Tačiau teisės doktrina kaip tik ir turėtų būti ta terpė, kuri užpildytų spragą tarp teisinio reguliavimo ir vertybinių popierių rinkoje susiklostančių santykių, t.y. užtikrintų, kad teisinis reguliavimas būtų aktualus, gyvas ir kaip įmanoma mažiau prieštaringas. Todėl šio darbo tema yra pasirinkta ne atsitiktinai, o suvokiant didžiulį ir, galima teigti, neišsemiamą vertybinių popierių rinkos potencialą. Kita vertus, šis darbas nepretenduoja apžvelgti visos vertybinių popierių rinkos sistemos, juo nesistengiama išanalizuoti visų įmanomų vertybinių popierių rinkoje susiklostančių santykių ar ištirti visas įmanomas vertybinių popierių rūšis. Tokia analizės kryptis būtų ydinga, o pats tyrimas būtų paviršutiniškas ir nepakankamai išsamus, kadangi vargu ar apskritai įmanoma viename darbe mokliškai ištirti vertybinių popierių rinką, kaip valstybės finansų sistemos (kapitalo rinkos) sudedamąją dalį. Autoriaus pasirinkta mokslinės analizės kryptis yra kiek kitokio pobūdžio.

Šiame darbe kritinės ir lyginamosios analizės pagalba siekiama įvertinti teorinius vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo pagrindus. Tai nėra savitikslių užduotis, kadangi bet kurio teisinio reguliavimo efektyvumas nemažai apimtimi priklauso nuo fundamentalaus teorinio pagrindo, kuris pagrindžia poreikį sukurti vienos ar kitos visuomeninių santykių srities reguliavimo mechanizmą.

Apibrėžus ir įvertinus teorinius vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo pagrindus, būtina pažvelgti ir į praktinius vertybinių popierių rinkos reguliavimo aspektus ir reguliavimo problematiką.

Darbo analizė apima keletą krypčių:

- Tiriama vertybinių popierių sąvoka, formuluojami vertybinių popierių požymiai, pateikiami pagrindiniai vertybinių popierių klasifikaciniai požymiai, padedantys geriau suvokti atskirų vertybinių popierių rūšių esmę ir paskirtį;
- Analizuojama vertybinių popierių rinką reguliuojančių teisės aktų sistema bei teisiškai pagrindžiamas vertybinių popierių teisės, kaip savarankiškos teisės šakos Lietuvos teisės sistemoje, egzistavimas, nustatoma vertybinių popierių teisės vieta Lietuvos teisės sistemoje bei formuluojami specialūs šiai teisės šakai būdingi teisės principai;
- Įvertinama investuotojų teisė į informaciją, kuri yra pateikiama kaip visaapimanti taisyklė-principas, užtikrinantis atvirą, sąžiningą ir efektyvią vertybinių popierių rinką;
- Analizuojami nemažai teisinės polemikos ir diskusijų sulaukę privalomo oficialaus pasiūlymo ir privalomo akcijų pardavimo institutai, kurie yra pakankamai nauji reiškiniai ne tik Lietuvos nacionalinėje, bet ir Europos Sąjungos teisėje. Darbe tiriama šių institutų samprata ir teisinė prigimtis, susiformavimo prielaidos, taikymo sąlygos ir apribojimai, o taip pat institutų konstitucingumas ir santykis su akcininkų teisėmis ir teisėtais interesais. Šiuo tikslu yra įvertinamos institutų atsiradimo priežastys, taikymo patirtis užsienio valstybių teisėje, taip pat tiriama užsienio valstybių ir Lietuvos nacionalinių teismų sprendimai, susiję su institutų taikymu, bei analizuojamas institutų teisinio reguliavimo mechanizmas.

Šio darbo rengimo metu buvo panaudota tyrimo metodika, kuri skyrėsi, priklausomai nuo analizės objekto. Pirmosios dvi dalys yra parengtos daugiausia naudojant loginį ir istorinį tyrimo metodus. Antai istorinis metodas panaudotas siekiant suvokti vertybinių popierių esmę ir teisinę prigimtį, siekiant nustatyti jų atsiradimo ir susiformavimo prielaidas. Tokiu būdu yra pateikiamas trumpas žvilgsnis į praeitį pabrėžiant kritinius vertybinių popierių,

kaip finansinių instrumentų, evoliucijos aspektus, lėmusius jų atsiradimą. Loginis metodas buvo panaudotas analizuojant vertybinių popierių rinkos teisinį reguliavimą ir siekiant suformuluoti vertybinių popierių sąvoką bei vertybinių popierių požymius. Daugiausia loginio metodo panaudojimo apraiškų galima aptikti antroje darbo dalyje, kurioje yra logiškai pagrindžiamas vertybinių popierių teisės, kaip savarankiškos teisinio reguliavimo srities - teisės šakos - susiformavimas.

Analizės metu taip pat panaudoti sisteminis ir teleologinis - įstatymų leidėjo ketinimų - metodai. Sisteminiu metodu daugiausia vadovautasi rengiant trečiąją darbo dalį, kurioje koncentruojamasi į teisinio reguliavimo problematiką. Čia yra tiriama teisinio reguliavimo sistema, apžvelgiamos ir lyginamos įvairių teisės aktų (tiek Lietuvos, tiek Europos Sąjungos) nuostatos, nustatomi teisės aktų ir atskirų teisės normų tarpusavio ryšiai bei apžvelgiamas įstatymų įgyvendinimo poįstatyminiuose teisės aktuose mechanizmas. Teleologinis metodas daugiausia naudotas analizuojant privalomo oficialaus pasiūlymo ir privalomo akcijų pardavimo institutų esmę ir teisinę prigimtį bei šių institutų paskirtį. Šio metodo pagalba siekiama išsiaiškinti, kokios buvo teisės aktų ar atskirų teisės normų priėmimo priežastys ir tikslai, tiriama įstatymų leidėjo pozicija minėtų institutų įtvirtinimo klausimu, atskleidžiami institutų teisinio įtvirtinimo ypatumai Europos Sąjungos ir nacionalinėje teisėje.

Darbe panaudotų šaltinių sąrašą nulėmė jau anksčiau minėta aplinkybė, susijusi su teisės mokslo darbų stygiumi vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo srityje. Todėl darbe daugiausia remtasi užsienio valstybių teisininkų darbais, taip pat pripažintais ekonomikos mokslų darbais, ekonomikos ir teisės mokslų žodynais. Tačiau analizės pagrindą sudaro Europos Sąjungos ir nacionaliniai norminiai teisės aktai. Tai, visų pirma, svarbiausios Europos Sąjungos direktyvos vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo srityje, Lietuvos nacionaliniai įstatymai, reglamentuojantys vertybinių popierių rinką, ir poįstatyminiai teisės aktai - LR Vertybinių popierių komisijos ir Lietuvos Banko valdybos nutarimai. Be to, nagrinėjami ir tiriami svarbiausi LR Konstitucinio teismo nutarimai, kuriuose yra analizuojama vertybinių popierių rinką reglamentuojančių teisės aktų atitikties LR Konstitucijai. Taip pat apžvelgiami kai kurių užsienio valstybių įstatymai, o kartu ir teismų sprendimai privalomo oficialaus pasiūlymo ir privalomo akcijų pardavimo institutų reguliavimo srityje. Analizės metu buvo panaudoti ir papildomi šaltiniai – teisės mokslininkų straipsniai, atskirų LR Seimo žinybų sprendimai bei išvados, LR Vertybinių popierių komisijos metinės ataskaitos, Tarptautinės Vertybinių popierių komisijų organizacijos dokumentai ir interneto duomenų bazės.

1. VERTYBINIAI POPIERIAI – VISUOMENINIŲ SANTYKIŲ

IŠRAIŠKOS FORMA

1.1. Vertybinių popierių apibrėžtis

Vertybinių popierių (toliau - VP) atsiradimas sietinas su vėlyvųjų viduramžių periodu. Po didžiųjų geografinių atradimų, smarkiai išsiplėtus tarptautinės prekybos apimtims, išaugo kapitalo poreikis naujoms veiklos sritims finansuoti. Naujų rinkų užkariavimas dėl finansinio stygiaus neretai pasirodydavo sunkiai įgyvendinamas tikslas pavieniams prekybininkams, kurie ilgainiui ėmė jungtis į sąjungas – pirmąsias akcines bendroves. Tai daugiausia būdavo anglų ir olandų Rytų Indijos kompanijos, kurių tolesnė veiklos plėtra reikalavo didžiulio kapitalo. VP atsirado būtent kaip juos išleidusių subjektų veiklos finansavimo priemonė. Tikėtina, kad pirmieji atsirado skolos vertybiniai popieriai – juos išleidusių asmenų skoliniai įsipareigojimai šių dokumentų turėtojams. Tai taip pat buvo pirmieji VP, kuriais aktyviai prekiauta to meto biržose. Vėliau atsirado nuosavybės VP – akcijos – kurios dėl savo funkcinio panašumo su skolos finansiniais instrumentais taip pat buvo priskirtos VP kategorijai.

Suprantama, nuo atsiradimo pradžios VP pergyveno reikšmingą savo evoliucijos laikotarpį. Šiuolaikinėje mokslinėje literatūroje, priklausomai nuo analizės pobūdžio ir konteksto, galima sutikti pakankamai daug skirtingų VP sampratų akcentuojant vieną ar kitą VP aspektą. Toliau šioje darbo dalyje siekiama apibendrinti įvairių autorių nuomones, susijusias su VP samprata ir sąvoka, išanalizuoti šios srities teisinį reguliavimą ir pateikti tikslų teisinį VP apibrėžimą nurodant pagrindinius VP požymius.

Pažymėtina, kad pirmieji skolos finansiniai instrumentai vertybiniais popieriais pradėti vadinti dėl savo reikšmės skoliniuose santykiuose (angl. security, -ies). Terminas „security“, verčiamas pažodžiui, reiškia tam tikrą garantiją, saugumą ir užtikrinimą šio dokumento turėtojui. Tarptautinė akcijų rinkos enciklopedija minėtą terminą apibūdina kaip įkeistą turtą, apsaugantį skolininko interesus¹. Tokią prasmę VP turėjo pačioje jų atsiradimo pradžioje, kuomet skolininkas, užstatydamas jam nuosavybės teise priklausantį turtą, patvirtindavo savo skolinį įsipareigojimą. Ilgainiui toks dokumentas tapo tarsi „perleidžiamas“ kreditoriaus interesas, turintis finansinę vertę.

Šią finansinę vertę atspindi ir lietuviškasis „vertybinių popierių“ terminas. Dabartinės lietuvių kalbos žodyne terminas „vertybinis“ apibrėžiamas kaip turintis tam tikrą vertę,

¹ International Encyclopedia of the Stock Market, Volume II. London: Fitzroy Dearborn Publishers, 1999. P. 933

grindžiamas vertybe, verte². Akivaizdu, kad VP savininko interesas yra ne pats vertybinis popierius, o jo finansinis aktyvas, kurį sudaro VP suteikiamos teisės. Dėl to VP dažnai vadinami finansiniais instrumentais arba finansiniu turtu. Tačiau pastaroji sąvoka yra platesnė, apibūdinanti grynai ekonominį VP aspektą. Finansinio instrumento sąvoka apima ir visą kitą finansinį turtą, kaip antai pinigines lėšas, indėlius bankuose ir pan. Kartu VP yra ir jų emitentų veiklos finansavimo priemonė (akcijos, obligacijos), tačiau ne visi.

Ekonomikos mokslų žinyuose ir vadovėliuose pateikiamos pakankamai plačios VP sąvokos, apibūdinančios VP kaip finansinius instrumentus, pasireiškiančius įvairiomis teisinėmis formomis (akcijos, obligacijos, kt.)³. Akcentuojant grynai finansinę, ekonominę VP reikšmę, jie dažnai nurodomi tiesiog kaip VP savininko teisiniai reikalavimai į ateities pinigų srautą, t.y. investicijos⁴. Šie apibrėžimai vertintini kaip turintys trūkumų dėl dviejų pagrindinių priežasčių. Pirma, apskritai ydinga VP bandyti apibrėžti kaip investicijas, kadangi pastarasis terminas yra pernelyg platus, apimantis visas – tiek materialias (nekilnojamasias turtas), tiek ir finansines investicijas. Antra, VP apibrėžimas nurodant konkrečias jų teises formas laikytinas netikslingu, kadangi vargu ar apskritai įmanoma nurodyti visas VP rūšis sparčiai besivystančiose kapitalo rinkose.

Taip pat pabrėžtina, kad iš dalies morališkai pasenusiomis laikytinos sąvokos, kurios apibrėžia VP kaip dokumentus ar popieriaus lapus fizine prasme, neakcentuojant jų suteikiamų teisių, kadangi vienas iš pagrindinių šiuolaikinių VP rinkos požymių yra VP dematerializacija⁵.

Teisiniu požiūriu VP, visų pirma, reikšmingi kaip civilinių teisių objektai (LR Civilinio kodekso 1.97 straipsnio 1 dalis), todėl, autoriaus nuomone, VP sąvokos pagrindas turėtų būti jų suteikiamos teisės ir sukuriamos pareigos. Kita vertus, neišmanoma pateikti universalios apibrėžimo, tinkančio bet kuriam teisiniui reguliavimui. Skirtingų jurisdikcijų VP apibrėžimas dažnai būna individualus, priklausantis nuo teisinio reguliavimo praktikos ir teisės tradicijų. Antai JAV Vertybinių popierių biržų aktas (angl. Securities Exchange Act, 1934), detalizuojantis JAV Vertybinių popierių aktą (angl. Securities Act, 1933)⁵, VP apibūdina per atskiras jų rūšis: „Terminas vertybinis popierius reiškia bet kokį bilietą, akciją, nuosavą akciją, obligaciją, įmonių obligaciją, pretenzijų sertifikatą arba dalyvavimą bet kuriame pelno pasidalijimo susitarime arba naftos, dujų ar kitame iškasenų gavybos plane arba nuomoje, o taip pat bet kokį užstato sertifikatą,

² Klimavičius J., *Keinys St. Dabartinės lietuvių kalbos žodynas*. Vilnius: Mokslo ir enciklopedijų leidykla, 1993. P. 924.

³ Bannock G., *International dictionary of finance*. London: The Economist Books, 1989. P. 184.
Financial dictionary, Wilhelm Schäfer, 1990. P. 433.

⁴ Pilbeam K., *Finance and Financial Markets*. New York, 2005. P. 24.

⁵ <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/index1934.shtml>
<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/33act/index1933.shtml>

investicinį kontraktą, indėlio sertifikata, vertybinių popierių grupę ar indeksą, bet kokį pirkimo, pardavimo pasirinkimo sandorį arba turimą privilegiją kuriam nors biržoje kotiruojamam vertybiniam popieriui ar valiutai, arba teisę įsigyti akcijas, tačiau šis terminas neapima valiutos, banknotų, mokėjimo vekselio, banko akcepto arba čekio, kurių terminas išleidimo momentu neviršija devynių mėnesių ir kurių atnaujinimas termino pabaigoje atrodo ribotas“. Akivaizdu, kad tokia sąvoka, nurodanti itin platų VP rūšių ratą, yra pritaikyta išvystytai JAV finansų rinkai ir vargu ar būtų tinkama kuriai nors Senojo žemyno narei.

Kita vertus, užsienio valstybių teisės aktuose galima sutikti ir kur kas siauresnių sąvokų, kurios VP apibrėžia kaip dokumentus, liudijančius savininko turtines teises ar kreditoriaus santykius su asmeniu, išleidusiu tokį dokumentą.

Panašią sąvoką įtvirtina ir LR Civilinis kodeksas, kurio 1.101 straipsnio 1 dalyje yra nustatyta, kad *VP, kaip civilinių teisių objektas, yra dokumentas, patvirtinantis jį išleidusio asmens (emitento) įsipareigojimus šio dokumento turėtoju*⁶. Tačiau atsižvelgiant į dabartinius finansų rinkos vystymosi tempus, tokios VP sąvokos, deja, negalima laikyti pakankamai išsamia. Visų pirma, nereikėtų VP tapatinti su dokumentais, nes, kaip jau buvo minėta, vienas iš pagrindinių šiuolaikinės VP rinkos požymių yra jų dematerializacija, o savininko teisės patvirtinamos įrašais asmeninėse VP sąskaitose. Antra vertus, toks VP apibrėžimas vertintinas kaip pernelyg platus, galintis apimti dokumentus, kurie paprastai nelaikomi VP (pvz. taupomųjų indėlių knygelės). Kyla klausimas, ar įstatymų leidėjo pasiūlytas pernelyg platus VP apibrėžimas laikytinas atitinkančiu šiuolaikinės VP rinkos tendencijas. Juo labiau, kad aktualios VP sąvokos nepateikia ir Lietuvos teismų praktika, kuri, šiuo požiūriu, yra pakankamai siaura. Nesant išsamaus apibrėžimo, sprendimas šiuo atveju būtų vadovautis minėto LR CK straipsnio antrąja dalimi, kuri įtvirtina galimybę įstatymais nustatyti kitokį VP apibrėžimą, jeigu tai reikalinga investuotojų apsaugos bei kapitalo rinkos priežiūros ir reguliavimo tikslais. Kitaip tariant, įstatymų leidėjas pagrįstai pasilieka galimybę, esant būtinybei, nustatyti kitokį VP apibrėžimą. Tokie apibrėžimai sėkmingai įtvirtinti LR Akcinių bendrovių⁷ (55 str., 1 d.), LR Čekių⁸ (2 str. 1 d.) ir LR Įsakomųjų ir paprastųjų vekselių⁹ (2 str. 4-5 d.) įstatymuose nurodant atskirų VP rūšių sąvokas, savybes ir požymius.

Vadovaujantis tuo, kas buvo išdėstyta, darytina išvada, kad iš pirmo žvilgsnio nesudėtingas uždavinys apibrėžti VP popierius gali pasirodyti ne toks jau paprastas. Autoriaus nuomone, norint tinkamai apibrėžti VP, reikia kelti du pagrindinius reikalavimus. Pirma, sąvoka

⁶ Žin., 2000, Nr. 74-2262

⁷ Žin., 2000, Nr. 64-1914

⁸ Žin., 1999, Nr. 30-852

⁹ Žin., 1999, Nr. 30-853

negali būti pasenusi ir turi atitinti dabartinį VP rinkos vystymosi etapą tam tikroje valstybėje. Antra, sąvoka turėtų būti ne savitikslių, o padedanti identifikuoti VP ir atskirti juos nuo kitų finansinių aktyvų. Pirmosios problemos priežastis yra ganėtinai paprasta ir akivaizdi – teisė, kaip visuomeninių santykių reguliavimo sistema, savo dinamiškumu negali prilygti sparčiai besikeičiantiems santykiams finansų rinkose. Kur kas sudėtingesnis yra antrasis klausimas, susijęs su VP identifikavimu. Norint į jį atsakyti tikslinga suvokti VP esmę ir suprasti jų prigimtį, t.y. nustatyti jų požymius.

Jau minėta, kad mokslinėje literatūroje galima susidurti su pakankamai didele VP sampratų įvairove. Deja, to paties pasakyti negalima apie bandymus suformuluoti VP požymius, kurie nukreiptų tinkama linkme suvokiant VP esmę. Tačiau analizuojant įstatyminę bazę, galima suformuluoti du pagrindinius VP požymius, apibūdinančius šių finansinių aktyvų teisinę prigimtį.

Jau minėta, kad LR CK apibūdina VP kaip dokumentą, sukuriantį tam tikrus emitento įsipareigojimus šio dokumento turėtojui. Taigi, vienas iš dviejų pagrindinių VP požymių yra *specifinis emitento įsipareigojimas* VP turėtojui ir *specifinės iš jo kylančios teisės*. Pavyzdžiui, LR Akcinių bendrovių įstatymo 15 ir 16 straipsniai nustato turtines ir neturtines akcininkų teises, kaip antai teisę gauti akcinės bendrovės pelno dalį (dividendą), teisę gauti likviduojamos bendrovės turto dalį, teisę kreiptis dėl žalos atlyginimo, teisę į informaciją ir kt. LR Įsakomųjų ir paprastųjų vekselių įstatyme nustatyta vekselio turėtojo teisė į vekselyje nurodytą pinigų sumą bei teisė į palūkanas.

Pažymėtina, kad emitento įsipareigojimas gali sukurti tam tikrų prievolių ir tretiesiems asmenims, pavyzdžiui, čekis, kuriuo jį išrašęs asmuo įsako bankui besąlygiškai išmokėti čekyje įrašytą pinigų sumą čekyje nurodytam arba jį pateikusiam asmeniui. Trečiuosius asmenis gali įpareigoti ir įsakomasis vekselis (trata), kuriuo vekselio davėjas įsako kitam asmeniui, kad šis vekselyje įrašytą sumą sumokėtų jame nurodytam asmeniui. Svarbu pasakyti, kad LR CK 1.101 straipsnio 1 dalyje pateikiamas emitento įsipareigojimų ir VP turėtojų teisių sąrašas nėra baigtinis, kadangi įstatymai gali numatyti ir kitokias vertybinių popierių rūšis. Tokia nuostata vertintina kaip pakankamai pažangi ir sudaranti prielaidas kapitalo rinkos plėtrai.

Antrasis požymis, apibūdinantis VP, yra išvedamas iš minėto straipsnio 3 dalies, kuri nustato, kad VP patvirtinta teisė gali būti perleista kitam asmeniui tik tuo atveju, kai yra perleidžiamas pats VP, jeigu įstatymai nenumato ko kita, o perleidimas vyksta laisvai ir be jokių ribojimų. Taigi tik perleidžiamas (be ribojimų) dokumentas laikytinas VP. Šis požymis taip pat sutinkamas naujuose VP rinką reglamentuojančiuose įstatymuose – LR

Vertybinių popierių įstatyme¹⁰ ir LR Finansinių priemonių rinkų įstatyme¹¹. VP perleidžiamumo kriterijus taip pat įtvirtintas visose pagrindinėse VP rinką reglamentuojančiose Europos Sąjungos (toliau - ES) direktyvose, kurių teisinis reguliavimas bus analizuojamas vėliau. Tai išskirtinis VP, kaip finansinių instrumentų bruožas, reiškiantis tai, kad VP popieriai turi antrinę rinką, kurioje laisvai prekiaujama jau išleistais VP. Todėl indėlis banke, neperleidžiamas indėlio sertifikatas ar panašaus pobūdžio dokumentas nelaikytinas VP, kadangi jo paties ir iš jo kylančių teisių perleidimas yra negalimas. Kartu pasakytina, kad LR CK 1.101 straipsnio 3 dalyje nustatytas draudimas riboti VP apyvartą nėra absoliutus. Negalima pateisinti tokios VP apyvartos, kuri pažeistų įstatymus arba kitų asmenų teises. Pavyzdžiui, uždarujų akcinių bendrovių ir jų akcininkų interesų apsaugos tikslais LR Akcinių bendrovių įstatymas numato apribojimą parduoti akcijas tretiesiems asmenims, prieš tai nepasiūlius jų kitiems bendrovės akcininkams (47 str. 2 d.). VP pardavimas gali būti ribojamas ir bendrais įstatymų nustatytais pagrindais, pavyzdžiui, mažinant turimą kapitalą tikslu išvengti prievolių vykdymo kontrahentui. Kitaip tariant, VP apyvartos ribojimas yra galimas, tačiau tik įstatymų nustatytais atvejais ir tvarka. Šiuo atveju reikėtų atskirti VP perleidimo ribojimus nuo VP apyvartos apribojimų VP biržoje, kurioje prekyba vyksta pagal Vilniaus vertybinių popierių biržos (toliau - VVPB) taisykles, kurias tvirtina LR Vertybinių popierių komisija (toliau - VPK)¹². Šių taisyklių 14 punktą nustato, kad tam tikrais atvejais prekyba VP gali būti apribota VVPB Valdybos arba listingo departamento direktoriaus sprendimu. Tokie atvejai yra nustatyti 15 punkte, pavyzdžiui, kai emitentas nesilaiko prekybos taisyklių reikalavimų arba yra paskleista akivaizdžiai klaidinga informacija, galinti turėti didelės įtakos VP kainai ir pan. Šie VP apyvartos ribojimai laikytini teisėtais ir nepažeidžiantys investuotojų interesų dėl kelių priežasčių. Pirma, VVPB taisyklės yra priimtos LR Vertybinių popierių įstatymo pagrindu. Antra, tokia apribojimai yra nustatyti pačių investuotojų apsaugos tikslais. Trečia, šiuo atveju yra apribojama tik prekyba pačioje biržoje, tačiau ne pati teisė perleisti turimus VP. VP savininkas apyvartos apribojimo atveju nepraranda galimybės realizuoti savo teisės parduoti turimus VP užbiržinėje rinkoje. Taigi siekiant identifikuoti VP kaip sandorio objektą, reikia nustatyti du bendruosius VP požymius, t.y. atsakyti į klausimą, ar: 1) objektas patvirtina emitento įsipareigojimą VP turėtojui ir pastarojo teises, kylančias iš emitento įsipareigojimo; 2) objektas pagal įstatymus, nusistovėjusią praktiką ar papročius yra perleidžiamas be jokių apribojimų, jeigu įstatymai nenumato ką kita.

¹⁰ Žin., 2007, Nr. 17-626

¹¹ Žin., 2007, Nr. 17-627

¹² Žin., 2005, Nr. 65-2348

Manytina, kad VP sąvoka turėtų būti konstruojama būtent šių dviejų požymių pagrindu. Kartu apibendrinus aptartas VP sampratas ir apžvelgus šios srities teisinį reguliavimą, siūlytina yra tokia sąvoka: *VP – turtas, kurį sudaro visuma tam tikru būdu užfiksuotų ir emitento įsipareigojimus atitinkančių teisių, kurios gali būti perleistos vadovaujantis įstatymais, nusistovėjusia praktika ar papročiais.*

Taip pat pasakytina, kad anksčiau galiojęs LR Vertybinių popierių rinkos įstatymas šalia VP sąvokos pateikė ir investicinės priemonės terminą (3 str. 2 d.), nustatydamas, kad prie pastarųjų yra priskiriami investiciniai vienetai, pinigų rinkos priemonės, būsimieji ir pasirinkimo sandoriai bei kt. Toks terminas iki šiol yra įtvirtintas ir LR Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo 2 straipsnio 8 dalyje¹³. Tokia situacija vertintina kaip įstatymų leidėjo brokas, kadangi, įgyvendinus ES direktyvas ir priėmus naujuosius VP rinką reglamentuojančius įstatymus, investicinės priemonės termino yra apskritai atsisakyta. Tuo tarpu LR Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas ne tik neatsisako šios sąvokos, tačiau ir daro nuorodą į jau nebegaliojantį LR Vertybinių popierių rinkos įstatymą. Tokia situacija turėtų būti ištaisyta, o LR Kolektyvinio investavimo subjektų įstatyme nustatyta nuoroda turėtų apimti LR Finansinių priemonių rinkų įstatymo 3 straipsnio 4 dalį, kurioje yra įtvirtintas naujasis – finansinės priemonės – terminas, be kita ko, apimantis ir VP.

1.2. Atskirų vertybinių popierių rūšių esmė

ir paskirtis

Siekiant geriau suvokti reiškinių esmę, tradiciškai pateikiama jų klasifikacija pagal skirtingus klasifikacinius požymius. Iš anksto pasakytina, kad VP klasifikavimo požymių yra daugybė ir labai įvairių. Šioje dalyje pateikiama klasifikacija tik pagal dažniausiai sutinkamus klasifikavimo kriterijus.

Svarbiausios VP rūšys yra įtvirtintos LR CK 1.101 straipsnyje. Jo pirmoji dalis visus VP skirsto į dvi dideles grupes: *investicinius* ir *neinvesticinius*.

Investiciniai VP gali patvirtinti dokumento turėtojo teisę gauti iš emitento palūkanų, dividendų, dalį likviduojamos įmonės turto ar emitentui paskolintų lėšų, teisę ar pareigą atlygintinai ar neatlygintinai įsigyti ar perleisti kitus VP, teisę gauti pajamas ar pareigą sumokėti, pasikeitus VP rinkos kainoms (indeksui ir kt.). Visi šie instrumentai yra investicijų objektai, kurių pagalba yra įgyvendinama viena iš svarbiausių ekonominių funkcijų – perskirstomos laikinai laisvos lėšos tarp įvairių ūkio subjektų. Kitaip tariant šių finansinių instrumentų pagalba lėšos iš pinigų perviršio turėtojų „keliauja“ pas lėšų

¹³ Žin., 2003, Nr. 74-3424

vartotojus, ir tokiu būdu yra užtikrinami finansavimo ir investavimo procesai. Šie instrumentai sudaro didžiąją kapitalo rinkos dalį. Prie jų priskiriamos akcijos, obligacijos, išvestiniai finansiniai instrumentai ir kiti aktyvai. Šių VP požymis yra tas, jog jų kaina ir vertė yra kintanti, priklausanti nuo ekonominių veiksnių. Pavyzdžiui, įmonės akcijų vertė yra tiesiogiai proporcinga įmonės veiklos efektyvumui ir finansiniam rezultatui; obligacijų kainą gali nulemti padidėjusi ar sumažėjusi infliacija; išvestinių VP vertė taip pat priklauso nuo tam tikrų ekonominių veiksnių, kaip antai prekių, kuriomis pagrįsti išvestiniai VP, kainos svyravimų. Taip pat pažymėtina, kad tik investiciniais VP gali būti prekiaujama VP biržose.

Neinvesticinių VP paskirtis yra kiek kitokia. Jais dažniausiai sukuriamos ir įgyvendinamos teisės ir pareigos dvišaliuose skoliniuose santykiuose. Tai dažniausiai yra dokumentai, kurie patvirtina nustatyto dydžio emitento piniginę prievolę šio dokumento savininkui, pvz. čekiai, vekseliai. Šių VP ekonominė vertė yra aiškiai apibrėžta, fiksuota, o jos dydis nepriklauso nuo ekonominių veiksnių ir yra pagrįstas šalis siejančiais santykiais. Pavyzdžiui, vekselyje nurodyta mokėtina pinigų suma yra tiksli ir nekintanti, nepriklausanti nuo rinkos sąlygų, o iš vekselio kylanti emitento piniginė prievolė pasibaigia tik sumokėjus visą nurodytą sumą.

Kitokius klasifikacinius požymius pateikia minėto CK 1.101 straipsnio 1 dalis, kurioje VP yra skirstomi į *materialius* ir *nematerialius*. Šios klasifikacijos reikšmė pasireiškia skirtingais apskaitos reikalavimais materialiams ir nematerialiems VP. Minėta straipsnio dalis nustato, kad nematerialūs VP leidžiami tik įstatymo numatytais atvejais. Kitaip tariant, visi VP popieriai yra materialūs, jeigu kitaip nenustato įstatymai, reglamentuojantys atskiras VP rūšis. Pavyzdžiui, LR Akcinių bendrovių įstatymo 40 straipsnis nustato, kad akcinių bendrovių akcijos gali būti tik nematerialios, o uždaryjū akcinių bendrovių – ir materialios, ir nematerialios. To paties įstatymo 55 straipsnio 10 dalis nustato, kad obligacijos yra nematerialios. Visų nematerialių VP apskaita tvarkoma fiksuojant įrašus asmeninėse nematerialių VP savininkų sąskaitose. Šios sąskaitos tvarkomos VP rinką reglamentuojančių teisės aktų nustatyta tvarka (LR Akcinių bendrovių įst. 41 str. 2 d.). Asmeninės VP sąskaitos yra tvarkomos VPK patvirtintose Vertybinių popierių ir jų cirkuliacijos apskaitos taisyklėse¹⁴ nustatyta tvarka. Šiuo metu galiojančios taisyklės įtvirtina nuostatą, pagal kurią VP apskaita vykdoma dviejuose tarpusavyje susijusiuose lygiuose (4.1 p.). Pirmąjį apskaitos lygį sudaro Centriniam depozitoriume atidaromos ir tvarkomos bendrosios VP sąskaitos. Antrąjį apskaitos lygį sudaro sąskaitų

¹⁴ Žin., 2004, Nr. 104-3880

tvarkytojų (Centrinio depozitoriumo dalyvių) atidaromos ir tvarkomos asmeninės VP sąskaitos.

LR CK 1.101 straipsnio 4 dalis VP klasifikuoja į *pirminius* ir *išvestinius*. Prie pirminių priskiriami VP, kurie suteikia visas teises, išskyrus teisę ar pareigą atlygintinai ar neatlygintinai įsigyti ar perleisti kitus VP, taip pat teisę gauti tam tikrų pajamų ar pareigą sumokėti tam tikrą pinigų sumą, pasikeitus VP rinkos kainoms. Pastarieji VP vadinami išvestiniais, arba derivatyvais, kadangi jų pinigų srautai ir suteikiamos teisės visiškai priklauso nuo pirminio (bazinio) VP vertės. Išvestiniai VP gali būti sukurti įvairių VP pagrindu. Jie taip pat gali būti pagrįsti žaliavų prekėmis, rinkos arba valiutų indeksais ir panašiai. Prie derivatyvų priskiriami išankstiniai, apsikeitimo sandoriai, pasirinkimo sandoriai bei ateities sandoriai.

Kita svarbi CK pateikiama VP klasifikacija yra į *piniginius*, *nuosavybės* ir *prekinius*. Šio skirstymo kriterijus yra reikalavimo teisė. Piniginis VP patvirtina jo turėtojo teisę į nurodytą pinigų sumą (pvz. čekis, vekselis). Prekiniai VP, savo ruožtu, patvirtina teisę gauti nurodytas prekes (pvz. konosamentas). Nuosavybės VP patvirtina kapitalo turėjimą bei turtines ir neturtines savininko teises emitento atžvilgiu.

Labiausiai paplitusi (tradicinė) VP klasifikacija yra į *nuosavybės* ir *skolos* (fiksiuotų pajamų) finansinius instrumentus. Nuosavybės VP patvirtina jų turėtojo, kaip įmonės dalies savininko, turtines ir neturtines teises (pvz. teisę į bendrovės pelno dalį). Jie atspindi savininko nuosavybės dalį bendrovėje. Prie pastarųjų priskiriamos paprastosios ir privilegijuotosios akcijos, dalys, pajai, akcijų sertifikatai ir pan. Skolos VP atveju kalbama apie emitento skolinį įsipareigojimą VP turėtojui ir pastarojo teises į nominalią VP vertę bei palūkanas.

Tai tik dalis klasifikacinių požymių, pagal kuriuos yra įmanomos VP klasifikacijos. Be jau minėtų rūšių, VP galima skirstyti ir pagal rizikos laipsnį, pajamų lygį, galiojimo laiką, disponavimo formą ir kitus kriterijus. Tačiau VP klasifikacija yra ne šio darbo tikslas, o tik viena iš priemonių siekiant geriau suvokti atskirų VP esmę, todėl toliau nebus apsistojama ties atskiromis VP rūšimis, o bus stengiamasi pateikti teisinės išvalgas konkrečiais VP rinkos teisinio reguliavimo klausimais.

2. VERTYBINIŲ POPIERIŲ TEISĖ – SAVARANKIŠKA TEISĖS ŠAKA LIETUVOS TEISĖS SISTEMOJE

2.1. Vertybinių popierių teisės savarankiškumą pagrindžiančios ir jos vietą Lietuvos teisės sistemoje nustatančios aplinkybės

Pagrindiniai kiekvienos teisės šakos analizės objektai yra jos teisinio reguliavimo dalykas, t.y. santykiai, kuriuos ta šaka reguliuoja, ir teisinio reguliavimo metodas. Tai taip pat yra kriterijai, pagal kuriuos yra išskiriamos atskiros teisinio reguliavimo sritys – teisės šakos. Norint nustatyti atskiros teisės šakos egzistavimą, būtina konstatuoti, kad ji reguliuoja santykius, nepatenkančius į kitų teisės šakų reguliavimo sritį, arba nors ir patenkančius, tačiau pasižyminčius tam tikru santykių specifiškumu. Kartu paprastai yra nurodomi tai teisės sričiai būdingi teisinio reguliavimo metodai. Tradiciškai išskiriamos teisės šakos yra civilinė, baudžiamoji, konstitucinė, administracinė ir kitos. Tačiau visuomeninių santykių vystymosi eigoje ne visada yra paprasta nustatyti, kokiai gi teisės šakai priskiriami vieni ar kiti santykiai. Problemą apsunkina ir tas faktas, jog nė viena teisės sritis nėra atskira ir izoliuota, todėl atliekant teisinio reguliavimo analizę neišvengiamai analizuojamas tam tikrų teisės sričių santykis su kitomis teisės šakomis. Dažnai vienos teisės šakos normos yra „išsibarsčiusios“ kitų teisės šakų normų sistemoje. Antai civilinio proceso teisės normų galime surasti ne tik LR Civilinio proceso kodekse¹⁵, bet ir LR Civiliniame kodekse. Dar daugiau, juk kiekvienos teisės šakos ištakos yra surandamos LR Konstitucijoje¹⁶, kuri apskritai yra teisės sistemos branduolys, visą teisės sistemą integruojanti teisės sritis. Šiuos probleminius aspektus siejant su analizuojama tema, kyla klausimas, kuriai teisės sričiai priskirsime teisės normas, reguliuojančias VP rinką. Ar galima konstatuoti esant susiformavusią atskirą VP teisės šaką? Į kokius kriterijus reikia atsižvelgti siekiant nustatyti teisės normų, reguliuojančių VP rinką, vietą visoje teisės sistemoje? Žinoma, visų pirma, reikia išsiaiškinti, kokius gi santykius reguliuoja teisės normos, susijusios su VP rinką, ir ar tie santykiai yra pakankamai specifiški, kad galėtume konstatuoti esant naują teisinio reguliavimo sritį.

VP rinką sudaro sudėtinga sistema santykių, susiklostančių tarp jos dalyvių, turinčių savo interesus ir atliekančių atskiras funkcijas. Be to, jau buvo minėta, kad VP rinką turi ne tik pirminę, bet ir antrinę rinką, o tam tikrais atvejais ir tretinę bei ketvirtinę rinkas. Kartu būtina turėti omenyje, kad VP rinkoje yra sukurta atskira VP apskaitos bei atsiskaitymų

¹⁵ Žin., 2002, Nr. 36-1340

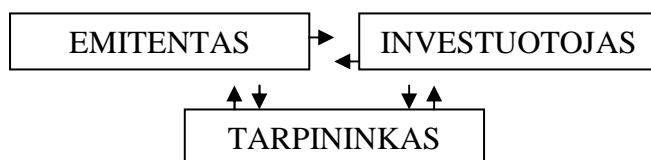
¹⁶ Žin., 1992, Nr. 33-1014

sistema bei reguliavimo mechanizmas. Todėl suskirstyti visus VP rinkoje susiklostančius santykius yra pakankamai sudėtinga. Nepaisant to, galima išskirti tokias pagrindines santykių, susiklostančių VP rinkoje, grupes:

- 1) Santykiai, susiklostantys pirminės VP apyvartos metu, t.y. pirminėje rinkoje. LR Vertybinių popierių įstatyme įtvirtinta, kad pirminė VP apyvarta yra pasiūlymas įsigyti vertybinių popierių bei perleidimas jų išleidimo metu (2 str. 29 d.). Šioje santykių dalyje investuotojai įsigyja VP, kuriais dar nebuvo prekiaujama, t.y. tuo metu, kad jie pirmą kartą yra išleidžiami ir išplatinami. Pirminė apyvarta, savo ruožtu, gali būti dvejopa – vieša ir nevieša (privati, uždara). Priklausomai nuo jos rūšies, susiklosto skirtingi teisiniai santykiai. Viešo platinimo atveju privalomai rengiamas emisijos prospektas su visa būtina informacija, leidžiančia investuotojams susipažinti su įmonės finansiniais rodikliais ir kt; vėliau prospektas tvirtinamas VPK ir viešai skelbiamas bei vyksta VP platinimas;
- 2) Pirkimo-pardavimo ir kitokie VP perleidimo sandoriai antrinėje rinkoje. Tai dar viena sudėtinga santykių sistema, kurioje galima išskirti VP biržas ir užbiržines, kartais vadinamas „gatvės rinkomis“. Antrinėje rinkoje nustatoma VP rinkos kaina ir prekiaujama VP, kurie jau buvo išleisti pirminės apyvartos metu;
- 3) Santykiai tarp emitentų ir investuotojų iš vienos pusės bei emitentų (ar investuotojų) ir VP viešosios apyvartos tarpininkų iš kitos. Šie santykiai susiklosto tiek pirminėje, tiek antrinėje rinkoje, komerciniams bankams ir finansų maklerio įmonėms teikiant finansines paslaugas, susijusias su VP platinimu, pavedimų vykdymų, VP apskaita ir kt.
- 4) VP rinkos priežiūros santykiai, kuriuose VP rinkos reguliatoriaus funkciją atlieka LR Vertybinių popierių komisija, turinti įstatymiškai apibrėžtas teises ir pareigas.

Galima būtų išskirti ir kitokius teisinius santykius, susiklostančius VP rinkoje, kaip antai LR Vertybinių popierių depozitoriumo atliekama VP apskaita ar atsiskaitymų sistema, kurią administruoja Lietuvos bankas. Tačiau, autoriaus nuomone, jau vien minėtų pagrindinių keturių grupių santykių pakanka tam, kad galėtume konstatuoti, jog įstatymuose yra aiškiai išreikšta ir specifinė santykių sritis, reguliuojama VP teisės normų. Pagrindus specifinę VP teisės normų reguliavimo sritį, svarbu išsiaiškinti, kokiais metodais grindžiamas VP rinkos reglamentavimas. Tradiciškai skiriami du pagrindiniai metodai. Imperatyvaus (subordinacijos) metodo atveju santykių dalyvių galimybė pasirinkti elgesio variantą yra ribota, kadangi jų teises ir pareigas griežtai apibrėžia įstatymas, kuris draudžia šalims susitarti dėl teisių ir pareigų turinio ar apimties. Priešingai, dispozityvus metodas

grindžiamas sutarties šalių laisve pasirinkti konkretų elgesio modelį ir susitarti dėl teisių ir pareigų. Žinoma, teisinėje valstybėje nėra viena teisės šaka nėra grindžiama vien tiktai imperatyvu ar sutarties šalių laisve. Dažniausiai kalbama apie vieno ar kito metodo vyravimą derint juos tarpusavyje ar su kitais metodais. Tai akivaizdu tiek civilinėje, tiek mokesčių ar net baudžiamojoje teisėje. Nagrinėjamu atveju reikia atsakyti į klausimą, koks gi metodas vyrauja VP rinkos reguliavimo srityje. Viena vertus, santykiai dėl VP perleidimo ar tarpininkavimo juos perleidžiant susiklosto tarp privačių subjektų, kurių tarpusavio teisės ir pareigos nustatomos susitarimu. Netgi tais atvejais, kai viena iš sandorio šalių yra valstybės ar savivaldybės institucija, santykių privatus pobūdis nepasikeičia, kadangi, vadovaujantis LR CK 2.36 straipsnio 1 dalimi, valstybė, savivaldybė ir jų institucijos yra civilinių santykių dalyvės lygiais pagrindais kaip ir kiti šių santykių subjektai. Tokie privatūs santykiai gali susiklostyti tarp emitentų ir investuotojų tiesiogiai arba per tarpininkus. Pastaruoju atveju santykių pobūdis yra dvejopas, t.y. teisės ir pareigos sukuriamos tarp emitento ir investuotojo bei tarp tarpininko ir kliento.



Kita vertus, šiuose santykiuose yra aiškiai išreikštas valstybės interesas sukurti VP rinką, pagrįstą sąžiningumu, atvirumu ir efektyvumu. Tai suprantama, kadangi VP rinka, kaip visos finansų rinkos dalis, atlieka itin reikšmingą funkciją, užtikrindama lėšų persikirstymą tarp rinkos dalyvių. Šiuo tikslu yra sukurtas teisinio reguliavimo ir apsaugos mechanizmas, kurio veikimą užtikrina įgaliota valstybės institucija - Vertybinių popierių komisija. VPK veikla apima kiekvieną VP rinkoje susiklostančių santykių etapą. VPK išduoda ir panaikina licencijas VP biržoms, finansų maklerio įmonėms, makleriams; tvirtina VP prospektus; rengia, tvirtina, keičia ir pripažįsta negaliojančiomis taisykles, reglamentuojančias VP biržų bei tarpininkų licencijavimą ir veiklą, VP emisiją ir apyvartą bei atlieka kitas funkcijas (LR Vertybinių popierių įst. 42 str.). Svarbu pasakyti, kad VPK turi teisę taikyti sankcijas asmenims, pažeidusiems LR Vertybinių popierių įstatymą ir VPK nutarimus. Taigi, santykiai tarp VP rinkos dalyvių ir VPK grindžiami pavaldumo principu, pasireiškiančiu VPK teise duoti privalomus nurodymus ir taikyti sankcijas.

Išanalizavus vieno ir kito metodo apraiškas, galima daryti išvadą, jog dispozityvus metodas santykiuose, susiklostančiuose VP rinkoje, yra vyraujantis, kadangi santykiai susiklosto ir baigiasi VP rinkos dalyvių iniciatyva, šalys yra laisvos nustatyti tarpusavio teises ir pareigas. Tačiau dispozityvus metodas derinamas su imperatyviuoju, kuris daugiausia

pasireiškia įstatymuose įtvirtintais privalomais nurodymais emitentams ir emitentų pareigų vykdymo kontrole, kurią atlieka VPK.

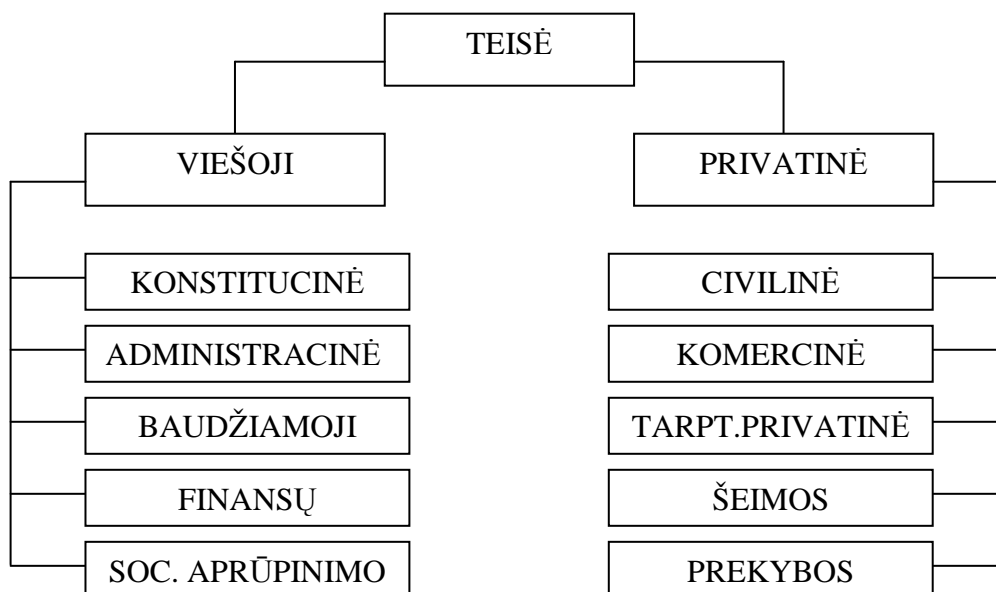
Manytina, kad teisinio reguliavimo dalyko ir metodo specifiškumas yra pakankamas pagrindas konstatuojant VP teisės, kaip teisinio reguliavimo srities, egzistenciją visoje Lietuvos teisės sistemoje. Be to, papildomai galima išskirti bent du papildomus svarius argumentus, patvirtinančius minėtą teiginį.

Pirma, VP teisė, kaip ir kitos teisės šakos, turi savo atskirą teisės aktų sistemą. Žinoma, negalima pamiršti, kad visų teisės šakų, kartu ir VP teisės, pagrindai įtvirtinti LR Konstitucijoje. Tačiau ne mažiau svarbu paminėti teisės aktus, reguliuojančius išimtinai santykius, susiklostančius VP rinkoje. Tai, visų pirma, tarptautinės sutartys (dėl investicijų skatinimo ir apsaugos) ir ES direktyvos bei reglamentai, kurie yra sudėtinė Lietuvos teisės sistemos dalis. Taip pat jau minėti LR Vertybinių popierių, LR Kolektyvinio investavimo subjektų ir kiti įstatymai bei poįstatyminiai teisės aktai (VPK nutarimai, Lietuvos banko valdybos nutarimai, VVPB prekybos taisyklės, kt.). Antra, galima kalbėti apie susiformavusią VP rinkos dalyvių ir institucijų sistemą, t.y. VP rinkos infrastruktūrą. Tai emitentai, investuotojai, viešosios apyvartos tarpininkai, taip pat VPK, Centrinis vertybinių popierių depozitoriumas ir VVPB.

Reziumuojant ir apibendrinant šioje darbo dalyje išdėstytus teiginius, autoriaus nuomone, galima daryti išvadą, jog Lietuvos teisės sistemoje pilnai susiformavo nauja teisinio reguliavimo sritis, turinti visus būtinus teisės šakos požymius. VP teisės egzistavimą patvirtina keli veiksniai. Pirma, specifiniai VP teisės normų reguliuojami santykiai, kurių negalima sureguliuoti kitų teisės šakų normomis. Antra, savitas teisinio reguliavimo metodas, pasireiškiantis sutarties šalių laisvės derinimu su įstatymų įtvirtintais privalomais nurodymais. Trečia, atskira teisės aktų sistema. Ketvirta, VP rinkos dalyvių ir institucijų sistema. Kartu pasakytina, kad Lietuvos VP teisė, kaip teisinio reguliavimo sistema, yra labai jauna, žengianti vos pirmuosius tvirtus žingsnius. Dėl šios priežasties neaptiksime ir teisinės literatūros, kurioje būtų analizuojamas ar bandomas pagrįsti VP teisės, kaip savarankiškos teisės šakos, egzistavimas. Dar daugiau, šiai dienai, ko gero, sunku būtų surasti lietuvišką knygą ar vadovėlį, kuriame būtų bent užsimenama apie VP teisę, kaip naują ir savarankišką teisinio reguliavimo sritį. Tačiau yra akivaizdu, jog tai laiko klausimas, kada VP teisė suras savo vietą Lietuvos teisės mokslininkų darbuose.

Pagrindus VP teisės šakos savarankiškumą, svarbu nustatyti, kokią vietą ji užima Lietuvos teisės sistemoje. Pažymėtina, kad tradiciškai visos teisės normos, teisinio reguliavimo sritys yra skirstomos į dvi grupes – viešąją teisę (lot. *ius publicum*) ir privatinę teisę (lot. *ius privatum*). Viešosios teisės šakos reguliuoja santykius, kuriuose viena iš šalių yra valstybės ar savivaldybės institucija. Šie santykiai yra grindžiami subordinacijos

(pavaldumo) principu, vienai iš santykių šalių disponuojant privalomais kitai šaliai nurodymais. Privatinė teisė, savo ruožtu, reguliuoja santykius tarp privačių teisės subjektų, kurių tarpusavio teisės ir išpareigojimai grindžiami dispozityvumo (susitarimo) principu. Visos teisės šakos sudaro darnią teisės sistemą, kurią galima pavaizduoti grafiškai.



Norint teisingai nustatyti VP teisės vietą Lietuvos teisės sistemoje, būtina pažymėti keletą aplinkybių.

Pirma, daugelis santykių VP teisėje susiklosto tarp privačių subjektų (arba veikiančių lygiais pagrindais su privačiais subjektais). Tai ypač akivaizdu, kai kalbame apie santykius, kurie susiklosto, pavyzdžiui, tarp bendrovės akcininko ir pačios bendrovės (dividendų išmokėjimas, dalyvavimas visuotiniuose akcininkų susirinkimuose ir pan.). Be abejonės, tai grynai privatūs santykiai, kuriuos reguliuoja civilinės teisės normos. Kita vertus, *didelė dalis teisės normų šioje reguliavimo srityje yra imperatyvios, nustatančios privalomus reikalavimus VP teisės subjektams*. Pavyzdžiui, privalomas akcijų pardavimas (LR Vertybinių popierių įst. 37 str.), pareiga teikti oficialų pasiūlymą (LR Vertybinių popierių įst. 31 str.), viešosios apyvartos tarpininkų veiklos licencijavimas ir kiti institutai.

Antra, *fundamentalią reikšmę vertybinių popierių rinkoje turi VPK, atliekanti visos VP rinkos prižiūrėtojo ir regulatoriaus vaidmenį*. VPK vaidmuo yra vienas iš pagrindinių VP rinkoje susiklostančių santykių elementų, bylojantis apie aiškiai išreikštą valstybės interesą užtikrinti VP rinkoje susiklostančių santykių stabilumą. Tokių teiginių patvirtina sekantys argumentai. VPK, kaip VP rinkos prižiūrėtojo, teisinis statusas yra nustatytas pakankamai aukštu teisiniu lygiu, LR Finansinių priemonių rinkų įstatyme įtvirtinant nuostatą, jog Komisija reguliuoja ir prižiūri finansinių priemonių rinkas (69 str. 1 d.). Dar daugiau, tas pats straipsnis nustato, jog Komisija yra juridinis asmuo, kurį steigia ir likviduoja Seimas, t.y. aukščiausia valstybės institucija, Vyriausybės teikimu. Ne mažiau svarbu paminėti, kad

pačiame VPK darbo reglamente yra įtvirtintas Komisijos, kaip valstybės įgalios institucijos, vaidmuo VP rinkos priežiūros ir reguliavimo srityje¹⁷. Visa tai patvirtina aplinkybę, jog valstybė, siekdama užtikrinti VP rinkoje susiklostančių santykių stabilumą, imasi ypatingų teisinių priemonių, įgaliodama VPK įgyvendinti valstybės priežiūros funkcijas VP rinkos teisinio reguliavimo srityje ir perduodama visą su šios funkcijos įgyvendinimu susijusią kompetenciją. Kitaip tariant šiuose santykiuose yra aiškiai išreikštas valstybės interesas užtikrinti šių santykių stabilumą ir dalyvių veiksmų teisėtumą. Būtent VPK dalyvavimas šiuose santykiuose ir nuolatinė jos atliekama rinkos priežiūra skatina priskirti VP teisę prie mišrios teisės šakos, turinčios ir privatinės, ir viešosios teisės šakos požymių. Tokia išvada, manytina, būtų teisinga atsižvelgiant ir į viešosios bei privatinės teisės konvergenciją šiuolaikinės teisės tendencijų kontekste.

2.2. Fundamentiniai vertybinių popierių teisės principai

Kai jau galime pagrįstai kalbėti apie VP teisę kaip teisės šaką, jos teisės normas ir institucijų sistemą, svarbu bent trumpai užsiminti apie ne mažiau svarbų ir visoms teisės šakoms būdingą reiškinį – teisės principus. Teisės principai paprastai suvokiami kaip pagrindinės idėjos, fundamentalūs pradai, kuriais grindžiamas tam tikras teisinis reguliavimas. Skiriami bendrieji teisės principai, būdingi visai teisės sistemai – *lex retro non agit* (įstatymas atgal negalioja), teisėtų lūkesčių, pagarbos žmogaus teisėms, asmenų lygybės įstatymui, teisėtumo, protingumo ir kiti principai. Neabejotinai, bendrieji teisės principai aktualūs ir jų turi būti laikomasi VP teisėje. Kartu skiriami ir specialieji (šakiniai) teisės principai, būdingi atskiroms teisinio reguliavimo sritims. Pavyzdžiui, sutarčių laisvės principas civilinėje teisėje ar nekaltumo prezumpcijos baudžiamojoje teisėje. Kyla klausimas, ar galima aptikti specialiųjų teisės principų apraiškų VP teisėje. Ar būtų tikslingas ir nesavitikslis tokių principų identifikavimas atsižvelgiant į galimybę reguliuojant santykius, susiklostančius VP rinkoje, vadovautis kitų teisės šakų (pvz. civilinės) principais? Autoriaus nuomone, tokių principų įvardijimas būtų reikšmingas dėl vienos pagrindinės priežasties – VP teisės teisinio reguliavimo dalyko ypatumų. Išties, daugelis santykių, susiklostančių VP rinkoje yra civiliniai ir reguliuojami civilinės teisės ir jos įstatymų (LR Civilinis kodeksas, LR Akcinių bendrovių įst.). Tačiau, kaip jau buvo minėta, kai kurie santykiai pasižymi tam tikru specifiškumu, kuris reikalauja atitinkamo teisinio reglamentavimo (žr. 2.1 dalį). Dėl šios priežasties specialiųjų VP teisės principų

¹⁷ LR Vertybinių popierių komisijos darbo reglamentas.
<http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=activity.work>

identifikavimas būtų visiškai pagrįstas. Šie principai išplaukia iš VP rinkos teisinio reguliavimo, kuriuo siekiama sukurti teisinį pagrindą sąžiningai, atvirai ir efektyviai VP rinkai, kad būtų kuo geriau apsaugoti investuotojų interesai bei apribota sisteminė rizika. Taigi, autoriaus nuomone, galima išskirti tokius pagrindinius principus:

- 1) Investuotojų teisių apsaugos. Pagrindinis VP teisės uždavinys yra sukurti tokią teisinį reguliavimą, kuris užtikrintų efektyvų investavimo procesą ir stabilius teisinius santykius tarp VP rinkos dalyvių, t.y. įtvirtinti teisės normas, nustatančias investuotojų teisių apsaugos mechanizmą, skatinantį juos investuoti. Tokių teisės normų tikslas yra aiškiai apibrėžti investuotojų teises ir pareigas emitentų, kitų VP savininkų ir trečiųjų asmenų atžvilgiu. Mažai tikėtina, kad be šių, investuotojų teises apsaugančių teisės normų, laikinai laisvos lėšos bus nukreiptos į finansų ir VP rinkas. Nepaneigiant visų kitų VP savininkų teisių reikšmės reikėtų išskirti teisę į informaciją, kuri yra viena iš esminių skaidrios VP rinkos prielaidų. Tai nesunkiai gali būti iliustruojama tokiu pavyzdžiu. Tarkime, kad mažai žinoma, biržoje nekotiruojama, nedidelės kapitalizacijos bendrovė siekia padidinti įstatinį kapitalą ir pritraukti lėšų, išleisdama naują akcijų emisiją. Nėra abejonių, jog investuotojų sprendimą įsigyti naujų akcijų ir, nemaža apimtimi, investicijos sėkmingumą nulems apie bendrovę pateikiamos informacijos išsamumas ir tikslumas. Vargu, ar investuotojų teisę į informaciją šiuo atveju pakankamai užtikrintų sutarčių teisės principai ir normos, kurių prigimtis yra dispozityvi. Be papildomo (VP teisės) reguliavimo investuotojai atsidurtų aklavietėje, o sprendimo priėmimo procesas taptų komplikuoatas. Pažymėtina, kad šios teisės apsauga yra įtvirtinta ne tik nacionaliniu, bet ir ES lygiu. Negalima pamiršti, kad investuotojų teisė į informaciją yra saugoma ir tais atvejais, kai VP popieriai nesiūlomi viešai, o pati įmonė nėra listinguojama VP biržoje. Tokią apsaugą nustato, pavyzdžiui, LR Akcinių bendrovių įstatymo 18 straipsnis, suteikiantis teisę akcininkams susipažinti su visa būtina informacija apie bendrovės padėtį rinkoje, jos veiklą, veiklos rezultatus ir kt. Šios ir kitų VP savininkų teisių apsaugą užtikrina ne tik įstatymai, bet ir VPK, kurios vaidmuo šioje srityje yra esminis. Tai patvirtina ir pagrindiniai uždaviniai, suformuluoti LR Vertybinių popierių įstatymo 42 straipsnio 1 dalyje – stebėti, tikrinti ar kitaip prižiūrėti, ar asmenys laikosi LR Vertybinių popierių įstatymo nustatytų reikalavimų bei imtis priemonių (taikyti sankcijas), užtikrinančias veiksmingą VP rinkos veikimą ir investuotojų apsaugą;
- 2) Kartu pasakytina, kad kita investuotojų teisių apsaugos pusė ir kartu antrasis VP teisės principas yra sisteminės rizikos apribojimas. Tai visiškai suprantama,

kadangi savo prigimtimi jautrioje VP rinkoje vieno emitento nesėkminga ar neskaidri veikla gali sukelti „domino efektą“ ne tik pačioje VP rinkoje, bet ir visoje finansų rinkoje, o kartu ir valstybės ekonominiam stabilumui¹⁸. Tokios rizikos kontrolė ir apribojimas pasireiškia rinkos monitoringu, kurį atlieka VPK, o taip pat kapitalizacijos pakankamumo reikalavimais emitentams (VVPB prekybos taisyklių 5.3 ir 6.3 papunkčiai) ir panašiai;

- 3) Sąžiningos, atviros ir efektyvios VP rinkos. Šį principą sudaro trys reikalavimai, kuriuos turi atitikti VP rinka. *Sąžiningumas* yra vienas iš universaliųjų teisės principų, reiškiantis vertybinį žmogaus elgesio matą, nustatomą pagal du kriterijus – objektyvųjį ir subjektyvųjį¹⁹. Siekiant nustatyti, ar asmuo elgėsi sąžiningai, būtina atsakyti į klausimą, ar asmuo galėjo ką nors daryti ar žinoti ir ar jis turėjo ką nors daryti ar žinoti. Šis principas taikytinas ir VP teisei. Vadovaujantis šiuo principu yra draudžiama skleisti per visuomenės informavimo priemones (įskaitant internetą) ar kitais būdais informaciją (įskaitant gandų ir neteisingų ar klaidinančių naujienų skleidimą), kuri sudaro ar gali sudaryti tikrovės neatitinkantį ar klaidinantį išpūdį apie VP, jei tai padaręs asmuo žinojo ar turėjo žinoti, kad informacija neatitiko tikrovės ar buvo klaidinanti. *Atvirumas* reiškia, kad VP rinkos dalyvių veikla turi būti skaidri, nekelianti abejonių, o informacija apie emitentų ir viešosios apyvartos tarpininkų veiklą turi būti visiems prieinama. Šio reikalavimo apraiškų galima aptikti įvairiuose teisės aktuose. Antai uždarnosios akcinės bendrovės akcininkas privalo raštu pranešti bendrovei apie ketinimą parduoti turimas akcijas (LR Akcinių bendrovių įst. 47 str. 1 d.); emitentas, kurio išleisti VP yra viešai siūlomi arba įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje Lietuvos Respublikoje, turi pateikti VPK ir kitiems subjektams informacinį pranešimą apie kiekvieną esminį įvykį (LR Vertybinių popierių įst. 18 str. 1 d.); finansinės atskaitomybės paskelbimo reikalavimai emitentams (VVPB taisyklių 5.2 papunktis); kt. *Efektyvumą* reikia suprasti kaip siekį sukurti tokią VP rinką, kurioje būtų užtikrintas skaidrus ir sąžiningas lėšų persikirstymo mažiausiomis sąnaudomis procesas, kartu užtikrinant VP savininkų teisių apsaugą.

Galima pridurti, jog šie principai, apimantys minėtus tris elementus, nėra atsitiktiniai. Jie yra išvedami iš Tarptautinės Vertybinių popierių komisijų organizacijos (toliau - IOSCO), kurios narė yra Lietuvos VPK, suformuluoto VP teisinio reguliavimo tikslų ir principų

¹⁸ MacNeil I. The Law on Financial Investment. Oxford: Hart Publishing, 2005. P. 29

¹⁹ Mikelėnas V., Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso komentaras. Pirmoji knyga. Bendrosios nuostatos. Vilnius: Justitia, 2001. P 77

rinkinio²⁰, kuriame šie principai įvardijami kaip siekiai, tikslai, keliami visų narių VP teisiniam reguliavimui.

Be abejonės, tai nėra vieninteliai specialūs principai, būdingi VP teisei. Kiti principai gali būti aptinkami tiek įstatymuose, tiek ir minėtame IOSCO dokumente, kuris formuluoja net 30 principų. Tačiau minėti trys principai, autoriaus nuomone, laikytini esminiais, fundamentaliais, baziniais, užtikrinančiais visos VP rinkos funkcionavimą.

²⁰ IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation. 1998.
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>

3. INVESTUOTOJŲ TEISĖ Į INFORMACIJĄ. PRIVALOMO OFICIALAUS PASIŪLYMO IR PRIVALOMO AKCIJŲ PARDAVIMO INSTITUTAI

Išanalizavus VP sampratą ir prigimtį, pagrindus VP teisės šakos, kaip tam tikros teisinio reguliavimo srities, egzistavimą, autoriaus nuomone, būtina nubrėžti atitinkamus VP teisės teisinio reguliavimo pagrindus. Kartu negalima pamiršti, kad tam tikrus teisinius pamatus formuluoja jau aptarti svarbiausi VP teisės principai. Pastarieji yra nelyginant fundamentalūs pradai, tikslai, persmelkiantys VP teisės teisinį reguliavimą. Tačiau ne mažiau svarbu suvokti, kokios yra šio teisinio reguliavimo saugomos vertybės, be kurių neįmanomas sąžiningos ir efektyvios VP rinkos egzistavimas. Šiuo atveju neabejotinai turi būti kalbama apie investuotojų teisę į informaciją, kuri yra pagrindinė priemonė, garantas, užtikrinantis VP rinkos skaidrumą ir efektyvumą. Pažymėtina, kad teisę į informaciją turi ne tik finansinių priemonių savininkai, bet ir visi kiti investuotojai, o kartu ir visa visuomenė. Toliau šioje dalyje stengiamasi suvokti teisės į informacijos reikšmę, mastą ir įtaką visai VP rinkai.

3.1. Teisė į informaciją – ne tik vertybinių popierių teisės, bet ir visos teisinio reguliavimo sistemos principas

Teisė į informaciją yra vienas iš fundamentaliųjų ir visuotinai pripažįstamų teisinės tikrovės elementų. Ši teisė, dažnai įvardijama kaip skaidrumo principas, yra būdinga visoms teisinio reguliavimo sritims. Būdama prigimtine, teisė į informaciją yra sulaukusi nemažo dėmesio tiek formaliuose teisės šaltiniuose, tiek ir teisės mokslo darbuose. Teisę į informaciją galima aptikti visuose pagrindiniuose nacionaliniuose ir tarptautiniuose teisės aktuose, reglamentuojančiuose žmogaus teises ir nustatančiuose jų apsaugos mechanizmą. Antai Europos žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių apsaugos konvencijos 10 straipsnis įtvirtina saviraiškos laisvę, kurios vienas elementų yra teisė gauti ir skleisti informaciją ir idėjas²¹. Analogišką nuostatą galima aptikti ir Tarptautiniame pilietinių ir politinių teisių pakte (19 str., 2 d.)²². Galų gale, teisę į informaciją įtvirtina ir LR Konstitucijos 25 straipsnio 2 dalis, nustatanti, kad žmogui neturi būti kliudoma ieškoti, gauti ir skleisti informaciją bei idėjas²³. Todėl akivaizdu, kad teisė į informaciją, įtvirtinta aukščiausiu teisiniu lygiu, yra neginčijama ir visuotinai pripažįstama kaip vienas pagrindinių ir

²¹ Žin., 1995, Nr. 40-987

²² Žin., 2002, Nr. 77-3288

²³ Žin., 2006, Nr. 117-4452

privalomų teisinės valstybės principų. Dar daugiau, šios teisės reikšmingumą pagrindžia ir LR Konstitucinio teismo doktrina, kurioje analizuojami įvairūs teisės į informaciją aspektai. Antai savo 2002 metų spalio 23 dienos nutarime Konstitucinis teismas konstatavo, kad konstitucinė laisvė nekliudomai ieškoti, gauti ir skleisti informaciją bei idėjas yra vienas iš atviros, teisingos, darnios pilietinės visuomenės ir demokratinės valstybės pagrindų²⁴. Ši laisvė – svarbi įvairių LR Konstitucijoje įtvirtintų asmens teisių ir laisvių įgyvendinimo prielaida, kadangi asmuo gali pilnavertiškai įgyvendinti daugelį savo konstitucinių teisių ir laisvių, tik turėdamas laisvę nekliudomai ieškoti, gauti ir skleisti informaciją.

Pažymėtina, kad aukščiau išdėstyta trumpa teisinio reguliavimo apžvalga nėra savitikslių ar atsitiktinė. Tam, kad suvokti teisės į informaciją reikšmingumą, autoriaus nuomone, būtina atkreipti dėmesį, kokių teisiniu lygiu ši teisė yra įtvirtinta. Toks teisinis reglamentavimas yra visiškai suprantamas ir absoliučiai pagrįstas nūdienos informacijos amžiuje. Todėl anksčiau paminėtos svarbiausių tarptautinių ir nacionalinių teisės aktų nuostatos turėtų būti pagrindas ir išeities taškas tolesnei teisės į informaciją analizei. Ne mažiau svarbu, kad toks teisinis suvokimas turėtų pasitarnauti vertinant teisės į informaciją pažeidimus ir siekiant apsaugoti investuotojų teises ir teisėtus interesus. Tad kuo teisė į informaciją pasireiškia VP teisinio reguliavimo srityje?

Jau minėta, kad šios teisės apraiškų galima aptikti daugelyje teisinio reguliavimo sričių. Antai civilinėje teisėje sutarties šalių teisė žinoti visas aplinkybes, turinčias reikšmės sutarčiai sudaryti, kyla jau iš pačios sąžiningumo pareigos, įtvirtintos LR CK 1.5 straipsnyje²⁵. Vartotojų apsaugos teisėje tai reikštų vartotojo teisę žinoti apie perkamą prekę ar paslaugą visą informaciją, kuri padėtų apsispręsti, sudaryti sutartį ar ne. Tuo tarpu kalbant apie VP teisę drąsiai galima teigti, kad teisės į informaciją reikšmingumas yra bene aukščiausiam šios teisės šakos saugomų vertybių skalės lygmenyje. Informacija VP rinkoje ir apskritai visoje kapitalo rinkoje dažnai įvardijama kaip visos finansų sistemos kraujas. Juk įmonių pranešimai, rinkos naujienos ir kita informacija yra vieni pagrindinių veiksnių, formuojančių VP rinkos dalyvių lūkesčius, nuomones, analizės kryptis bei finansinių instrumentų kainas. Kalbant apie VP rinką taip pat pasakytina, kad teisė į informaciją kartu yra ir vienas iš teisės į ūkinės veiklos laisvę ir iniciatyvą, įtvirtintos LR Konstitucijos 46 straipsnyje, garantas. Kitaip tariant informacija yra VP rinkos, o kartu ir visos finansų rinkos, variklis ir varomoji jėga, todėl aiškus ir išbaigtas teisės į informaciją reglamentavimas, jos užtikrinimas ir efektyvių teisinės kontrolės mechanizmų nustatymas turėtų būti vieni kertinių ir lemiamų atviros, sąžiningos ir efektyvios VP rinkos elementų.

²⁴ Žin., 2002, Nr. 104-4675

²⁵ Žin., 2000, Nr. 74-2262

3.2. Teisės į informaciją įtvirtinimo ypatumai Europos sąjungos

ir nacionalinėje teisėje

Toliau analizuojant teisės į informaciją reikšmę ir turinį bus stengiamasi atspindėti šios teisės reikšmingumą nacionalinėje ir ES teisinėje bazėje. Kalbant apie šios teisės turinį galima išskirti du jos elementus – viena vertus, ji reiškia investuotojų (kartu ir visos visuomenės) teisę žinoti visą būtiną informaciją, kurios pagrindu būtų galima priimti investuotojo poreikius atitinkančius investicinius sprendimus bei sužinoti esminius įvykius, aplinkybes ir veiklos rezultatus, leidžiančius spręsti apie esamą įmonės būklę ir jos ateities perspektyvas. Antra vertus, investuotojų teisė į informaciją imperatyviai nustato pareigą emitentams skelbti anksčiau minėtą informaciją. Tai nelyginant dvi vieno reiškinio pusės. Be to, akivaizdu, kad teisės į informaciją įtvirtinimas aukščiausiu teisiniu lygiu kartu reikalauja ir atitinkamo minėtų bazinių, fundamentalių ir kertinių nuostatų detalizavimo ir įgyvendinimo. Šiuo tikslu yra priimta ištisa ES ir nacionalinių teisės aktų sistema. Pažymėtina, kad toliau nėra stengiamasi kaip įmanoma plačiau apžvelgti teisinį reguliavimą aptariamoje srityje, o labiau akcentuojami, autoriaus nuomone, svarbiausi probleminiai teisinio reguliavimo teisės į informaciją srityje aspektai.

Galima išskirti du teisės į informaciją įtvirtinimo lygmenis – ES ir nacionalinį. ES mastu analizuojamu klausimu yra priimtos šio pagrindinės direktyvos:

1) Skaidrumo direktyva²⁶; 2) Finansinių priemonių rinkų direktyva²⁷; 3) Prospektų direktyva²⁸; 4) VP įtraukimo į oficialųjį sąrašą direktyva²⁹; 5) Įmonių perėmimo direktyva³⁰; 6) Draudimo manipuluoti rinka direktyva³¹.

Išanalizavęs minėtų direktyvų teisinį reguliavimą, autorius daro išvadą, kad ES teisės aktai investuotojų teisę į informaciją vertina kaip fundamentalų pagrindą ir vieną iš esminių atviros, sąžiningos ir efektyvios VP rinkos prielaidų. Ši teisė, atsižvelgiant į direktyvų nuostatas, apima bene kiekvieną teisinių santykių, susiklostančių VP rinkoje, etapą³²:

²⁶ 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB.

²⁷ 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 85/611/EEB, 93/6/EEB ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2000/12/EB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 93/22/EB.

²⁸ 2003 m. lapkričio 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB.

²⁹ 2001 m. gegužės 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2001/34/EB dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos apie tuos vertybinius popierius paskelbimo

³⁰ 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.

³¹ 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka.

³² Svarbiausia emitentų atskleidžiama informacija yra nurodyta šio darbo 1 priede.

- 1) Viešai siūlant VP arba įtraukiant juos į prekybą reguliuojamoje rinkoje – pareiga skelbti VPK patvirtintą prospektą;
- 2) Įtraukiant VP į oficialųjį prekybos sąrašą – pareiga skelbti informacinį biuletinį;
- 3) Teikiant metinę (metinės, pusmečio, ketvirtinės ataskaitos bei finansinės atskaitomybės) ir einamąją informaciją (akcijų paketų įsigijimai ir netekimai);
- 4) Teikiant finansinio tarpininkavimo paslaugas (veiklos licencijavimas ir veiklos priežiūra);
- 5) Teikiant privalomą oficialų pasiūlymą supirkti VP bei privalomai superkant likusius emitento VP;
- 6) Draudžiant manipuliuoti rinka ir vykdyti prekybą VP pasinaudojant viešai neatskleista informacija.

Akivaizdu, kad investuotojų teisė į informaciją yra pamatinė ir visaapimanti VP teisės taisyklė, principas, užtikrinantis atvirą, sąžiningą ir efektyvią VP rinką. Pabrėžtina, kad teisės į informaciją reikalavimai yra nustatyti išimtinai visiems VP teisės subjektams.

Kartu pažymėtina, kad investuotojų lūkesčiai, susiję su teisės į informaciją apsauga, reikalauja kruopštaus ir išbaigto teisinio reglamentavimo bei adekvačių teisinių apsaugos priemonių taikymo. Teisės į informaciją reikšmingumas kartu kelia nemažai probleminių klausimų visiems rinkos dalyviams, o kartu ir nacionalinėms VP rinkos priežiūros institucijoms.

3.2.1. Privalomas oficialus pasiūlymas.

Samprata ir teisinė prigimtis.

Privalomo oficialaus pasiūlymo ir priverstinio akcijų pardavimo institutai yra visuotinai pripažįstami ir sėkmingai įgyvendinami daugelyje jurisdikcijų. Kartu tai vieni iš daugiausia teisinės polemikos sulaukusių teisinio reguliavimo sričių VP teisės srityje. Viena vertus, pakankamai pagrįsti ekonominiu ir socialiniu požiūriu, institutai neišvengiamai susiduria su tam tikrais VP savininkų teisių apribojimais. Problematikos aktualumą patvirtina ir paskutiniu metu keliami nauji teisiniai klausimai Lietuvos teisės sistemoje, kurie buvo analizuoti ne tik VP rinkos dalyvių diskusijose bei forumuose, tačiau pasiekę ir nacionalinių teismų slenkstį. Toliau autorius pateikia svarbiausius analizuojamos teisinės temos aspektus.

Privalomo oficialaus pasiūlymo ir privalomo akcijų pardavimo institutai yra reikšmingi teisės į informaciją požiūriu. Antai minėta Įmonių perėmimo direktyva nustato privalomo

ir savanoriško oficialaus pasiūlymo teikėjams visą eilę pareigų, susijusių su informacijos atskleidimu siekiant užtikrinti smulkiųjų VP savininkų interesus. Kaip pavyzdys galėtų būti direktyvos įtvirtinti bendrieji principai, nustatantys minėtų dviejų institutų taikymo sąlygas, kaip antai:

- 1) Vienodo teisinio režimo taikymas visiems pasiūlymą gaunančios bendrovės tos pačios klasės VP savininkams;
- 2) Užtikrinimas pakankamai laiko ir informacijos pasiūlymą gaunančios bendrovės akcininkams, kad pastarieji galėtų padaryti pagrįstą sprendimą dėl pasiūlymo;
- 3) Užtikrinimas, kad siūlytojas bus pajėgus sumokėti visą atlygį grynais pinigais;
- 4) Kiti principai.

Tokie principai buvo įtvirtinti tiek anksčiau galiojusiame LR Vertybinių popierių rinkos įstatyme, tiek ir naujajame LR Vertybinių popierių įstatyme. Kartu pasakytina, kad tai toli gražu ne vieninteliai reikalavimai, keliami privalomo ar savanoriško pasiūlymo teikėjams, tačiau detaliam jų išanalizavimui nėra šio darbo tikslas. Kur kas didesnę reikšmę kelia kitas klausimas – ar šie institutai nekelia grėsmės VP rinkos atvirumui, sąžiningumui ir efektyvumui, t.y. pamatiniams kriterijams, kurie, savo ruožtu, yra skaidrios VP rinkos funkcionavimo prielaida? Kokia yra šių institutų teisinė prigimtis ir teisinis pagrindas? Ir, galų gale, ar VP savininkų teisių ribojimai, kuriuos sukuria minėti institutai, gali būti pateisinami teisinėje valstybėje? Toliau šiame skirsnyje bus tiriamas privalomo oficialaus pasiūlymo institutas.

Prieš pradėdant analizuoti privalomo oficialaus pasiūlymo institutą pažymėtina, kad tiek ES, tiek ir Lietuvos nacionaliniuose teisės aktuose yra nustatytos dvi oficialaus pasiūlymo rūšys: (1) savanoriškas oficialus pasiūlymas ir (2) privalomas oficialus pasiūlymas. Savanoriško oficialaus pasiūlymo instituto teisinė prigimtis yra iš esmės analogiška privalomo oficialaus pasiūlymo institutui, o vienintelis institutų skirtingumas pasireiškia valiniu pasiūlymo teikėjo aspektu, t.y. savanoriškas oficialus pasiūlymas yra pasiūlymo teikėjo savarankiškas valinis veiksmas, kurio atlikti neįpareigoja teisės aktai. Toliau darbe yra koncentruojamasi ties privalomo oficialaus pasiūlymo institutu.

Pažymėtina, kad privalomas oficialus pasiūlymas yra paplitęs visame pasaulyje. ES valstybėse narėse institutas buvo pradėtas taikyti jau nuo 1977 m. Šiuo metu institutas yra reglamentuojamas pakankamai aukštu teisiniu lygiu – jis yra įtvirtintas ES Įmonių perėmimo direktyvoje, kurios 5 straipsnis nustato, jog tais atvejais, kai fizinis ar juridinis asmuo pats arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis įsigyja VP, kurie kartu su jo turimu tokių VP paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų VP paketu

tiesiogiai arba netiesiogiai suteikia jam nustatytą balsavimo teisių toje bendrovėje procentą, suteikiantį jam tos bendrovės kontrolę, valstybės narės užtikrina, kad toks asmuo privalėtų pateikti pasiūlymą. Ši nuostata yra įgyvendinta naujajame LR Vertybinių popierių įstatymo IV skirsnyje „Oficialus pasiūlymas“. Šiame skirsnyje yra apibrėžiama instituto taikymo tvarka, bendrieji principai, atvejai, kai pasiūlymas yra netaikomas, pasiūlymo įgyvendinimo taisyklės ir kiti klausimai. Įstatymo 31 straipsnis nustato, kad jeigu asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgyja akcijas, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia daugiau kaip 40 procentų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, jis privalo: (1) perleisti akcijas, viršijančias šią ribą, arba (2) teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teise suteikiančias bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, akcijas ir VP, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Akivaizdu, jog instituto taikymas neišvengiamai suponuoja privalomą pasiūlymą teikiančio asmens teisių apribojimą. Būtina atkreipti dėmesį, kad pareiga teikti oficialų pasiūlymą yra pakankamai reikšminga intervencija į pasiūlymą teikiančio asmens teises. Kyla klausimas, ar teisės aktų nustatytas įpareigojimas pateikti oficialų pasiūlymą arba parduoti turimus VP yra suderinamas su viena iš pagrindinių konstitucinių vertybių – teise į nuosavybę. Norint rasti atsakymą svarbu išsiaiškinti, kokia yra šio instituto teisinė prigimtis, kokios aplinkybės pagrindžia instituto taikymą ir kokios yra tokio taikymo sąlygos.

Kalbant apie instituto esmę ir teisinę prigimtį paminėtina, jog yra visuotinai pripažįstama, kad privalomas oficialus pasiūlymas - tai viena iš smulkiųjų akcininkų nuosavybės teisių apsaugos priemonių. Šio instituto paskirtis yra apsaugoti smulkiųjų akcininkų teises ir teisėtus interesus, visų pirma, nuosavybės teises, tais atvejais, kai kuris nors subjektas (akcininkas), vienas arba veikdamas kartu su kitais subjektais, įsigyja tiek bendrovės akcijų, kad gali (vienas arba kartu su kitais subjektais) kontroliuoti tos bendrovės veiklą ir dėl to smulkiųjų akcininkų galimybės daryti įtaką tos bendrovės veiklai sumažėja, o tuo pačiu gali kristi ir jiems priklausančių akcijų vertė. Toks siūlymas, be kita ko, privalomai apima teisingą kainą, už kurią smulkieji akcininkai gali parduoti turimus VP. Tokiu būdu smulkieji akcininkai įgyja teisę pasirinkti, ar kuriam nors subjektui (vienam arba kartu su kitais subjektais) įgijus tiek akcinės bendrovės akcijų, kad jis gali (vienas arba kartu su kitais subjektais) kontroliuoti tos akcinės bendrovės veiklą, savo akcijas parduoti ir

pasitraukti iš bendrovės, ar ir toliau likti smulkiaisiais akcininkais. Tokią teisinę poziciją formuluoja ir LR Konstitucinis teismas savo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarime³³.

Be to, galima surasti ir kitų argumentų, kurie pagrindžia instituto taikymą:

- 1) Visų pirma, asmuo, perleidžiantis VP, kurie viršija teisės aktų nustatytą ribą, gauna teisingo dydžio atlyginimą, kuris atlieka kompensavimo funkciją ir yra prarastų turtinių ir neturtinių teisių ekvivalentas. Šiuo požiūriu VP pardavimas nereikia nuosavybės atėmimo ar pasisavinimo. Nors nuosavybės teisės yra ribojamos, tačiau galima būtų teigti, kad toks ribojimas yra pateisinamas ekonominiu ir socialiniu požiūriu bei atitinka LR Konstitucijos nuostatas;
- 2) Taip pat galima būtų pabrėžti, kad nuosavybės apribojimas šiuo atveju atitinka teisėtumo reikalavimą, kadangi ribojimo galimybė yra įtvirtinta įstatyme, kuris yra paskelbtas teisės aktų nustatyta tvarka;
- 3) Svarbu pažymėti, kad pareiga teikti oficialių pasiūlymą yra alternatyvaus pobūdžio. Asmuo, kuris įgyja nustatyto dydžio akcijų paketą, turi teisę pasirinkti, perleisti VP, viršijančius nustatytą ribą, ar supirkti likusius VP. Pirmuoju atveju už perleidžiamus VP yra atlyginama rinkos kaina, o antruoju atveju yra nustatoma žemiausia kainos riba, už kurią yra perleidžiami nustatyta ribą viršijantys VP. Todėl neturėtų būti laikoma, kad asmens turtiniai interesai yra pažeidžiami ar kad nuosavybės teisių apribojimas yra neproporcingas;
- 4) Oficialaus pasiūlymo institutas yra įtvirtintas atsižvelgiant į LR Konstitucijos 46 straipsnyje valstybei nustatytą pareigą reguliuoti ūkinę veiklą taip, kad ji tarnautų bendrai tautos gerovei. Iš to išplaukia, kad valstybė turi teisę nustatyti ūkinės veiklos ribojimus, jeigu jie reikalingi ūkine veikla užsiimančių asmenų interesams suderinti ir užtikrinti visiems asmenims galimybę užsiimti verslu.

Autoriaus nuomone, šie argumentai yra pagrįsti ir pakankami tam, kad pateisintų privalomo oficialaus pasiūlymo instituto taikymą. Apibendrinus būtų galima teigti, kad taikant institutą siekiama socialiai reikšmingų tikslų - užtikrinti smulkiųjų akcininkų interesus. Dar daugiau, instituto taikymas yra teisėtas, kadangi yra nustatytas įstatymu ir laikytinas atitinkančiu Konstitucijos dvasią.

³³ Žin., 2005, Nr. 146-5332

3.2.2. Privalomo oficialaus pasiūlymo instituto taikymo sąlygos.

LR Konstitucinio teismo jurisprudencija

Pažymėtina, kad privalomo oficialaus pasiūlymo instituto teisinę prigimtį išaiškino ir LR Konstitucinis teismas savo 2006 m. sausio 17 d. nutarime³⁴. Šioje byloje teismas sprendė klausimą dėl tuo metu galiojusio LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio, įtvirtinusio privalomo oficialaus pasiūlymo institutą, konstitucingumo. Minėtas straipsnis nustatė analogiškas instituto taikymo sąlygas. Pareiškėjas instituto prieštaravimą LR Konstitucijai grindė ta aplinkybe, kad instituto taikymas reiškia, jog asmuo turi prieš savo valią perleisti nuosavybę, tuo tarpu pagal LR Konstitucijos 23 straipsnį nuosavybė gali būti paimama tik įstatymo nustatyta tvarka visuomenės poreikiams ir tik teisingai atlyginant. Konstitucinis teismas byloje, autoriaus nuomone, pagrįstai išaiškino instituto teisinę prigimtį, nurodydamas, kad taikant institutą siekiama socialiai reikšmingų tikslų – apsaugoti smulkiųjų akcininkų teises ir teisėtus interesus, kurie gali būti pažeidžiami tais atvejais, kai asmuo (kartu veikiantys asmenys) įsigyja reikšmingą balsų dalį suteikiančių VP. Nepaisant to, autoriaus požiūriu, šis Konstitucinio teismo nutarimas nėra nepriekaištingas.

Visų pirma, teismas nevisiškai teisingai išaiškino santykį tarp privalomo akcijų pardavimo ir privalomo oficialaus pasiūlymo institutų. Teismas nurodė, kad abiejų institutų teisinė prigimtis yra vienoda – apsaugoti smulkiųjų akcininkų teises tuo pačiu užtikrinant viešojo intereso apsaugą. Autorius manymu, toks institutų teisinės prigimties interpretavimas yra ydingas, ir, kaip vėliau gali paaiškėti, sąlygojantis neteisingą privalomo akcijų pardavimo instituto taikymą (apie tai bus kalbama 3.2.6 skirsnyje „Privalomo akcijų pardavimo instituto ir teisės į nuosavybę santykis Europos Sąjungos ir Lietuvos teisėje“). Toks interpretavimas ydingas jau vien tuo požiūriu, kad suponuoja aplinkybę, jog siekiant apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus yra nustatomi dvigubai didesni įpareigojimai stambiajam akcininkui – skelbti privalomą oficialųjį pasiūlymą ir privalomą akcijų pardavimą. Autorius pabrėžia, kad šie institutai turėtų būti interpretuojami kaip vienas kitą atsveriantys teisiniai elementai, užtikrinantys stambiojo akcininko (-kų) ir smulkiųjų akcininkų teisių pusiausvyrą. Privalomas akcijų pardavimas yra tarsi kompensavimo priemonė stambiajam akcininkui, kuris turi pareigą teikti privalomą oficialų pasiūlymą. Akcininkui, kuris rūpestingai laikėsi pareigos skelbti oficialų pasiūlymą, yra suteikiama galimybė pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo institutu ir išpirkti likusius VP iš smulkiųjų akcininkų bei tokiu būdu tapti vieninteliu bendrovės savininku. Būtent toks šių

³⁴ Žin., 2006, Nr. 8-284

institutų interpretavimas turėtų būti taikomas siekiant nepažeisti konstitucinio asmenų lygybės principo. Tuo tarpu Konstitucinio teismo nuomone net ir privalomo akcijų pardavimo institutas yra skirtas smulkiųjų akcininkų teisių apsaugai.

Antra, Konstitucinio teismo nutarimo turinys perša išvadą, kad teismas, siekdamas pateisinti instituto taikymą, gana paviršutiniškai pažvelgė į bendrą institutą užtikrinančių teisės normų mechanizmą. Autorius pažymi, kad pareiškėjas šioje byloje ginčijo institutą tuo aspektu, kad jis pažeidžia akcininko, kuris turi pareigą skelbti oficialų pasiūlymą, teisę į nuosavybę. Tuo tarpu Konstitucinis teismas į institutą pažvelgė tik per smulkiųjų akcininkų teisių ir teisėtų interesų užtikrinimo prizmę, nesiekdamas atsakyti į klausimą, ar instituto taikymas atitinka stambiojo akcininko teises, o jeigu atitinka, tuomet dėl kokių priežasčių. Autoriaus manymu, teismas turėjo ištirti, ar instituto taikymas yra teisėtas ir pakankamai pagrįstas demokratinėje visuomenėje. Tuo tarpu teismas atsižvelgė tik į smulkiųjų akcininkų interesus, tokiu būdu išardydamas santykių pusiausvyrą.

Trečia, teismas nutarime vienareikšmiškai ir tarsi be jokių abejonių nurodo, kad „nėra teisinių argumentų, kurie leistų teigti, kad Įstatymo 19 straipsnio 1 dalyje nustatyta 40 procentų balsų atskaitingo emitento akcininkų susirinkime riba yra nepagrįsta, neprotinga ar kad įpareigojimas peržengus šią ribą perleisti (atlygintinai) vertybinius popierius yra neproporcingas siekiamam tikslui apsaugoti kitų akcininkų, ypač smulkiųjų, teises, t.y. Konstitucijos 23 straipsnyje įtvirtintą vertybę“. Susidaro įspūdis, kad tokiu pasisakymu teismas tarsi stengiasi atsiriboti nuo priešingą nuomonę palaikančių argumentų, kurie kvestionuoja privalomo oficialaus pasiūlymo instituto taikymą. Be to, teismas visiškai nepareiškia savo kompetetingos nuomonės dėl instituto taikymo sąlygų ir tvarkos, t.y. nepasisako, ar toks instituto taikymas yra pakankamai išbaigtas ir lankstus bei užtikrinantis atviros, sąžiningos ir efektyvios VP rinkos pagrindus. Autoriaus nuomone, šiuo požiūriu galima būtų kelti klausimą dėl 40 procentų ribos pagrįstumo. Pažymėtina, kad ankstesnis LR Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas³⁵ nustatė 50 procentų ribą, kurią peržengus atsirasdavo prievolė teikti oficialų pasiūlymą. Šiuo atveju svarbu priminti, kad viena iš instituto taikymą pagrindžiančių aplinkybių yra ženkliai sumažėjusi smulkiųjų akcininkų galimybė daryti įtaką bendrovės valdymui. Dėl pačios įtakos bendrovės valdymui abejonių šiuo atveju nekyla, tačiau kyla klausimas, ar 40 procentų dydis yra tikrai toks, kad pagrįstų instituto taikymą. Šiuo aspektu yra svarbu nurodyti, kad LR Akcinių bendrovių įstatymo 27 straipsnio 8 dalis nustato, kad visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimai yra priimami, kai daugiau balsų gauta „už“ nei „prieš“. Tačiau to paties straipsnio 1 dalis įtvirtina taisyklę, pagal kurią visuotinis akcininkų susirinkimas yra

³⁵ Žin., 2006 Nr. 16-412

laikomas įvykusi tik tais atvejais, kai jame dalyvauja daugiau kaip 1/2 balsavimo teisę turinčių akcininkų. Kitaip tariant sprendimas gali būti priimtas tik tuo atveju, kai susirinkime dalyvauja didžioji dalis akcininkų. O tai, savo ruožtu, byloja apie tai, kad 40 procentų riba nėra tokia absoliuti, kad suteiktų galimybę priimti sprendimus savarankiškai, neatsižvelgiant į kitų akcininkų poziciją. Dar daugiau, LR Akcinių bendrovių įstatymo 28 straipsnio 1 dalis nustato sąrašą sprendimų, kurie gali būti priimami tik tada, kai už sprendimo priėmimą balsuoja 2/3 ar net 3/4 susirinkime dalyvaujančių akcininkų. Tokie atvejai yra nustatyti pačiais svarbiausiais bendrovei klausimais, kaip antai: 1) bendrovės įstatų pakeitimas; 2) įstatinio kapitalo didinimas; 3) įstatinio kapitalo mažinimas; 4) pelno (nuostolių) paskirstymas; 5) bendrovės reorganizavimas; 6) bendrovės pertvarkymas; 7) bendrovės likvidavimas; 8) bendrovės restruktūrizavimas; 9) kiti atvejai. Todėl negalima teigti, kad smulkieji akcininkai praranda reikšmingą įtaką bendrovės valdymui tuo atveju, kai vienas iš akcininkų (akcininkų grupė) įgyja daugiau kaip 40 procentų balsavimo teisę suteikiančių akcijų. Aukščiau nurodytos priežastys pagrindžia teiginį, kad smulkiųjų akcininkų, kaip tam tikros grupės, įtaka bendrovės valdymui svarbiausiais priimamais klausimais išlieka pakankamai reikšminga. Todėl kalbant apie 40 procentų ribą negalima teigti, kad ji yra nekelianti abejonių, juo labiau, kad Įmonių perėmimo direktyva nenustato jokios ribos, kuriai esant būtų privaloma skelbti oficialų pasiūlymą. Direktyva suteikia galimybę kiekvienai valstybei narei nusistatyti ribą, kuriai esant būtų laikoma, kad asmuo turi bendrovės kontrolę suteikiantį VP kiekį. Autoriaus manymu, norint atsakyti į klausimą dėl šios ribos pagrįstumo, reikia atsižvelgti į privalomo oficialaus pasiūlymo instituto teisinę prigimtį ir paskirtį. Šioje vietoje svarbu prisiminti, kad institutu siekiama socialiai reikšmingų tikslų - apsaugoti smulkiųjų akcininkų teises ir teisėtus interesus. Reikia taip pat atsižvelgti į tai, kad kaip kompensaciją stambiajam akcininkui, turinčiam pareigą skelbti oficialų pasiūlymą, teisės aktai įtvirtina privalomo akcijų pardavimo institutą. Todėl, autoriaus nuomone, 40 procentų riba neturėtų būti laikoma kaip nepakankamai pagrįsta.

Suvokiant privalomo oficialaus pasiūlymo instituto reikšmingumą, svarbu nepamiršti, jog instituto taikymas negali būti suabsoliutinamas. Kaip ir kitų teisės normų taikymo atveju, institutą reglamentuojančių taisyklių taikymas tam tikrais atvejais gali būti ribojamas. Pabrėžtina, kad šiuo atveju tokie apribojimai turėtų būti taikomi esant ypatingoms aplinkybėms, kurių visuomeninis ir ekonominis reikšmingumas nusvertų privalomo oficialaus pasiūlymo saugomas vertybes - smulkiųjų akcininkų teises ir teisėtus interesus. Kyla klausimas, kokios tai yra aplinkybės ir kokiomis sąlygomis jos gali būti taikomos. Tolesnės šio klausimo analizės tikslais autorius remsis LR Konstitucinio teismo suformuluota nuomone savo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarime.

Šioje byloje buvo ginčijama Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių "Būtingės nafta", "Mažeikių nafta" ir "Naftotiekis" reorganizavimo įstatymo kai kurių nuostatų atitiktis LR Konstitucijai. Vienas iš pareiškėjo prašymų buvo susijęs su įstatymo 4 straipsnio 2 dalimi, kuri nustatė, kad Vyriausybės ir strateginio investuotojo sutartyse, kurių šalimi taip pat gali būti asmuo, įsigysiantis akcinės bendrovės "Mažeikių nafta" akcijų, gali būti nustatyta tokia tvarka, pagal kurią tokių sutarčių šalys ir (ar) jų teisių perėmėjai pagal įstatymus ir (ar) sutartis, perleis joms nuosavybės teise priklausančias akcinės bendrovės "Mažeikių nafta" akcijas ar jų įsigis, įsigis naujai išleidžiamų akcinės bendrovės "Mažeikių nafta" akcijų arba įgyvendins pirmumo teisę įsigyti valstybei nuosavybės teise priklausančių akcinės bendrovės "Mažeikių nafta" akcijų. *Sudarant šias sutartis ir įgyvendinant jų nuostatas, Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio nuostatos (privalomo oficialaus pasiūlymo institutas) netaikomos.* Kitaip tariant, įstatymų buvo nustatyta išimtinė kai kurių asmenų (strateginio investuotojo) padėtis įsigyjant akcinės bendrovės „Mažeikių nafta“ akcijas. Viena vertus, toks teisinis reguliavimas gali būti pagrįstas tuo metu susidariusiomis ypatingomis aplinkybėmis, kurios galėjo turėti didelės reikšmės visos valstybės mastu. Tokios nuostatos įtvirtintos atsižvelgus į tuo metu susidariusią sunkią akcinės bendrovės "Mažeikių nafta" finansinę padėtį ir jos ypatingą reikšmę Lietuvos ūkiui. Buvo siekiama sukurti palankias sąlygas investicijoms į šią įmonę ir tokiu būdu sustiprinti jos finansinį potencialą bei apginti vartotojų interesus. Tad įstatymų leidėjas, įtvirtindamas ginčijamą teisinį reguliavimą, įgyvendino LR Konstitucijos 46 straipsnio nuostatas, pagal kurias valstybė reguliuoja ūkinę veiklą taip, kad ji tarnautų bendrai tautos gerovei, ir kad valstybė gina vartotojo interesus. Kitaip tariant, šiuo atveju buvo galima konstatuoti esant ypatingą padėtį, kai itin svarbūs valstybės interesai buvo pagrįstai priešpastatomi smulkiųjų akcininkų interesams. Tokio teisinio reguliavimo teisėtumą galima pagrįsti LR Konstitucinio teismo 2000 m. spalio 18 d. nutarime suformuluota doktrina³⁶. Šiame nutarime teismas konstatavo, kad valstybei priklausančių įmonių privatizavimo metodų parinkimui įtakos turi šalies vystymosi ypatumai, šių įmonių būklė ir padėtis šalies ūkyje bei kiti veiksniai. Teismas taip pat nurodė, kad įstatymo įtvirtintas diferencijuotas teisinis reguliavimas savaime nereiškia, jog jis prieštarauja Konstitucijai. Tačiau toks teisinis reguliavimas turi nepažeisti Konstitucijos principų ir normų, privalo būti proporcingas siekiamam konstituciškai pagrįstam tikslui bei neriboti subjektų teisių daugiau, nei būtina užtikrinant konstituciškai pagrįstą visuotinai reikšmingą interesą. Kitaip tariant, teismo nuomone, jeigu yra siekiama užtikrinti konstituciškai pagrįstą visuotinai reikšmingą interesą, Konstitucijos saugomas bei ginamas vertybes,

³⁶ Žin., 2000, Nr. 88-272

diferencijuotas teisinis reguliavimas ir išimčių taikymas pateisinamas. Tačiau sprendžiant klausimą dėl diferencijuoto teisinio reguliavimo teisėtumo, būtina atkreipti dėmesį į teismo formuluojamą išaiškinimą. Teismas šiuo klausimu nurodė, jog įstatymų leidėjas, įtvirtindamas tokias bendrojo teisinio reguliavimo išimtis, kad kai yra netaikomos tam tikros įstatymų nuostatos, saugančios asmenų nuosavybės teises, ir dėl tų nuostatų netaikymo gali būti padaryta žala asmens nuosavybės teisėms, įstatymų leidėjas turi pareigą kartu nustatyti ir tokį teisinį reguliavimą, kuris leistų asmens nuosavybės teisių apsaugą užtikrinti kitomis priemonėmis. Priešingu atveju būtų nepaisoma LR Konstitucijos 23 straipsnio nuostatų, garantuojančių įstatyminę nuosavybės teisių apsaugą. Šiame kontekste teismas pažymi, kad jeigu įstatymuose yra įtvirtintas privalomo oficialaus pasiūlymo, kaip vienos iš smulkiųjų akcininkų nuosavybės teisių apsaugos priemonių, institutas, tai nustatant, kad privalomas oficialus pasiūlymas yra nepateikiamas (nors kuris nors subjektas (akcininkas) vienas arba kartu su kitais subjektais įgyja tiek akcinės bendrovės akcijų, kad gali (vienas arba kartu su kitais subjektais) kontroliuoti tos akcinės bendrovės veiklą), tokiu atveju būtina įstatymiškai nustatyti tam tikras garantijas, kad smulkiųjų akcininkų teisės, ypač nuosavybės teisės, bus apsaugotos. Nenustačius smulkiųjų akcininkų praradimus kompensuojančio teisinio reguliavimo mechanizmo, būtų nepaisoma LR Konstitucijos 23 straipsnyje įtvirtinto nuosavybės teisių apsaugos principo, o taip pat būtų sukurtos prielaidos pažeisti smulkiųjų akcininkų teises. Teismo nuomone, vien ta aplinkybė, kad nebuvo įtvirtintas praradimus kompensuojantis mechanizmas, yra pakankamas pagrindas pripažinti, kad teisės aktų įtvirtintas diferencijuotas teisinis reguliavimas prieštarauja LR Konstitucijos 23 straipsniui.

Autoriaus manymu, šis teismo sprendimas yra visiškai logiškas ir pagrįstas bei prisidedantis prie siekio sukurti atvirumo, sąžiningumo ir efektyvumo kriterijais pagrįstą VP rinką. Teismo pozicija tuo pačiu atitinka privalomo oficialaus pasiūlymo esmę ir teisinę prigimtį - užtikrinti smulkiųjų akcininkų teises ir teisėtus interesus. Todėl reziumuojant galima būtų teigti, kad privalomo oficialaus pasiūlymo instituto taikymo apribojimas yra galimas tik esant šioms sąlygoms:

- 1) Apribojimai yra nustatyti susiklosčius ypatingoms, ekstraordinarinėms aplinkybėms, kai apribojimais siekiama apsaugoti itin reikšmingus visuomenės ir valstybės interesus, kurie savo socialine ir ekonomine reikšme pranoksta smulkiųjų akcininkų interesus, t.y. apribojimai turėtų atitikti proporcingumo kriterijų;
- 2) Iš pirmajame punkte suformuluotų nuostatų seka išvada, kad apribojimai turėtų būti laikino pobūdžio ir taikomi tol, kol pasibaigia aukščiau paminėtos ypatingos aplinkybės;

- 3) Apribojimai yra nustatyti įstatyme, o jų turinys ir taikymo sąlygos yra aiškiai apibrėžtos;
- 4) Įstatyme turi būti nustatytas teisinis smulkiųjų akcininkų praradimų kompensavimo mechanizmas. Tai bene esminis kriterijus, atitinkantis teisinei valstybei keliamus reikalavimus. Tai reiškia, kad akcininkų teisės ir teisėti interesai gali būti apribojami, tačiau negali būti panaikinami, o už taikytus apribojimus yra nustatomos kompensavimo priemonės. Tokių kompensavimo priemonių pasirinkimas ir nustatymas yra įstatymų leidėjo kompetencija.

Esant šiems kriterijams, privalomo oficialaus pasiūlymo instituto taikymas galėtų būti vertinamas ne tik kaip pateisinamas ekonominiu ir socialiniu požiūriu, bet taip pat ir pripažįstamas teisėtu bei pagrįstu. Manytina, kad laikantis šių kriterijų bus užkertamas kelias manipuliuoti smulkiųjų akcininkų interesais ir bus nenukrypstama nuo siekio sukurti atvirą, sąžiningą ir efektyvią VP rinką.

3.2.3. Privalomo oficialaus pasiūlymo instituto įgyvendinimas

Lietuvos vertybinių popierių rinkoje

Privalomo oficialaus pasiūlymo institutas Lietuvoje buvo pradėtas įgyvendinti 1996 metais, priėmus LR Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymą. Tačiau iki 1998 m. birželio 1 d. oficialūs pasiūlymai VPK registruojami nebuvo. Duomenys apie pasiūlymus buvo pradėti kaupti 1998 m. birželio 1 d. įsigaliojus VPK patvirtintoms Oficialaus pasiūlymo pateikimo, registravimo ir įgyvendinimo taisyklėms³⁷ bei Oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo Nacionalinėje vertybinių popierių biržoje taisyklėms³⁸. Nuo šios datos kiekvienais metais VPK yra kaupiami duomenys apie pateiktus bei įgyvendintus pasiūlymus, supirktų VP kiekį, vertę ir kita panašiai.

Autorius, atlikęs šios informacijos analizę, pirmoje lentelėje pateikia susistemintus duomenis apie privalomų oficialių pasiūlymų įgyvendinimą Lietuvoje 1998-2006 m. laikotarpyje.

³⁷ Žin., 1998, Nr. 23-597

³⁸ Žin., 1998, Nr. 47-1304

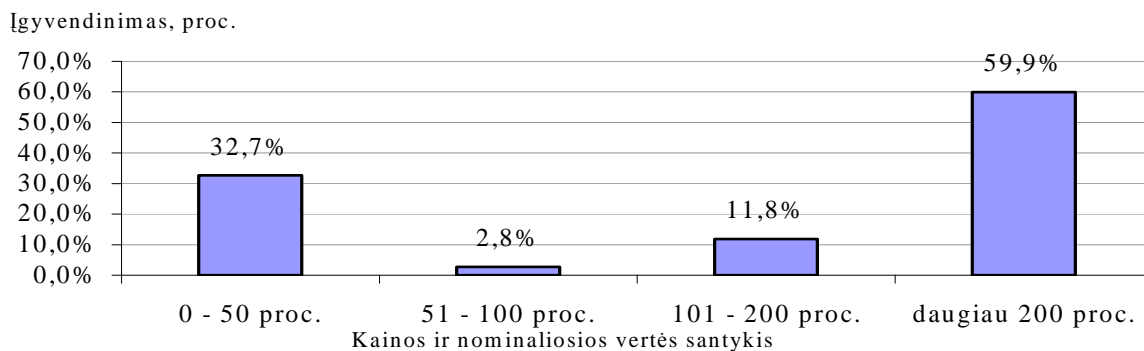
1 Lentelė. Privalomo oficialaus pasiūlymo įgyvendinimas Lietuvoje 1998-2006 m. (mln. LTL)

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Baigti įgyvendinti pasiūlymai (vnt.)	59	54	100	52	61	34	35	36	29
Iš jų realizuota	37	27	51	24	25	18	16	23	n/d
Siūlytų supirkti VP vertė	143,3	163,3	346,1	112,2	312,9	55,8	393,2	306,3	60,7
Supirktų VP vertė	12795,2	8646,3	186,5	13,1	346	11,5	356,2	106,3	12,8
Įgyvendinta, proc. (pagal VP skaičių)	3,2	13,5	58,6	29,25	9,52	3,88	n/d	n/d	n/d

Šaltinis: Vertybinių popierių komisija

Vertinant pateiktus duomenis galima daryti išvadą, kad kiekvienais metais pateikiamų oficialių pasiūlymų skaičius yra gana stabilus – vidutiniškai 51 oficialus pasiūlymas (tiek privalomas, tiek ir savanoriškas). Pakankamai stabilus yra ir apie realizuojamų pasiūlymų (į kuriuos buvo atsiliepta) skaičius – vidutiniškai 28 (neįvertinus 1998 m.). Tačiau pažymėtina, kad kiekvienais metais pakankamai ženkliai skiriasi siūlytų supirkti ir supirktų VP vertė, o taip pat ir oficialių pasiūlymų įgyvendinimo apimtis (pagal supirktų VP skaičių). Antai 2000 metais buvo supirktas net 96 procentai visos siūlytų supirkti VP vertės, tuo tarpu 1998, 1999, 2001, 2005, 2006 metais siūlytų supirkti ir supirktų VP verčių santykis skyrėsi keliais kartais. Tokių svyravimų pagrindinė priežastis yra oficialiame pasiūlyme nustatyta VP supirkimo kaina. Pasiūlymai pakankamai sėkmingai įgyvendinami tais atvejais, kai emitento VP yra listinguojami VP biržoje. Tokiu būdu investuotojai gali objektyviai įvertinti situaciją rinkoje ir nuspręsti, ar tikslinga parduoti savo turimas akcijas už pasiūlytą kainą. Pasiūlymo įgyvendinimo sėkmei taip pat turi reikšmės supirkimo kainos ir VP nominalios vertės santykis. Iš žemiau pateikto paveikslėlio matyti, kad kuo didesnis pasiūlytos kainos ir nominaliosios akcijų vertės santykis, tuo daugiau akcininkų pasinaudoja galimybe parduoti turimas akcijas (su sąlyga, kad siūloma kaina atitinka rinkos kainą).

1 Pav. Oficialių pasiūlymų įgyvendinimas (1999 m. duomenys)



Šaltinis: Vertybinių popierių komisija

Oficialių pasiūlymų įgyvendinimo sėkmei reikšmės turi ir kitos aplinkybės. Antai 2002 m. balandžio mėn. 1 d. LR Vertybinių popierių rinkos įstatyme buvo nustatyta nauja oficialaus pasiūlymo kainos skaičiavimo tvarka – privalomi pasiūlymai teikiami aukščiausia kaina, kurią siūlytojas mokėjo už VP per paskutinius 12 mėnesių, iki peržengdamas 40 procentų atskaitingo emitento balsų ribą. Tai buvo viena iš priežasčių, dėl kurių reikšmingai išaugo superkamų VP vertė, kadangi prieš tai pasiūlymo kaina buvo skaičiuojama pagal per paskutinius 12 mėnesių mokėtos kainos svartinį vidurkį.

Dažnai siūlomų supirkti VP vertę lemia teikiami pasiūlymai dėl stambių įmonių. Pavyzdžiui, 2000 metais pakankamai aukštą superkamų VP vertę lėmė Skandinaviska Enskilda Banken AB oficialus pasiūlymas supirkti AB Vilniaus bankas akcijas.

3.2.4. Privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas.

Samprata ir teisinė prigimtis.

Privalomo akcijų pardavimo institutas yra pakankamai naujas tiek ES, tiek ir Lietuvos nacionalinės teisės požiūriu. Bene pirmosios šio instituto užuomazgos pastebimos 1974 m. Devintosios bendrovių direktyvos projekte, kuriame buvo pasiūlymas suteikti teisę bendrovėms, įsigijusioms daugiau kaip 90 procentų ribotos atsakomybės įmonės įstatinio kapitalo, iš smulkiųjų akcininkų priverstinai supirkti VP, sudarančius likusią bendrovės įstatinio kapitalo dalį. Tačiau direktyvos projektai toliau nebuvo tobulinami. Labiau apčiuopiamos teisinės idėjos analizuojamu klausimu atsirado 2001 metais, kuomet Europos Komisija pripažino poreikį naujai pažvelgti į ES bendrovių teisę, ryšium su tolesne ES plėtra ir vieningos rinkos sukūrimu. Šiuo tikslu Europos Komisija įgaliojo įmonių teisės ekspertų grupę, vadovaujamą teisininko *Jaap Winter*, pateikti rekomendacijas dėl poreikio keisti teisinį reguliavimą įmonių teisės srityje, pirmiausia, dėl klausimų, susijusių su

įmonių perėmimo pasiūlymais. Šios grupės išvadose nurodomos aplinkybės, pateisinančios privalomo akcijų pardavimo instituto egzistavimą, bei pateikiama rekomendacija įtvirtinti institutą visose ES valstybėse narėse vienodais pagrindais. Taip pat pabrėžiama, kad valstybių narių įmonėms turėtų būti sudaromos vienodos galimybės konsoliduoti kontrolę, remti industrinę restruktūrizaciją ir užtikrinti tinkamą ir efektyvų VP savininkų teisių apsaugos mechanizmą. Europos Komisija, atsižvelgdama į pateiktas rekomendacijas, 2002 metais pristatė Tryliktosios įmonių direktyvos projektą, kuriame siūloma įtvirtinti privalomo akcijų pardavimo institutą. Direktyva buvo priimta 2004 metų balandžio 21 dieną, o į Lietuvos nacionalinę teisę inkorporuota tais pačiais metais. Direktyvą įgyvendinus nacionaliniuose teisės aktuose, daugelyje valstybių narių buvo susidurta su panašia teisine problematika, susijusia su smulkiųjų akcininkų teisių ir teisėtų interesų apsauga privalomo akcijų pardavimo instituto taikymo atveju.

Naujasis LR Vertybinių popierių įstatymas, įsigaliojęs 2007 m. vasario 8 dieną, įtvirtina privalomo akcijų pardavimo institutą 37 straipsnyje. Visų pirma, pažymėtina, kad VP įstatymo vartojama instituto sąvoka nėra visiškai tiksli ir leidžianti jį atskirti nuo kitų panašių institutų. Viena vertus, terminas „privalomas akcijų pardavimas“ nevisiškai atitinka instituto esmę ir prasmę. Tiksliausiai instituto prasmę nusako anglų kalbos terminas „squeeze-out“ – likusių smulkiųjų akcininkų „išstūmimas“ esant tam tikroms sąlygoms iš bendrovės valdymo. Antra vertus, įstatyme vartojamas terminas įneša painiavos atskiriant privalomą akcijų pardavimą nuo priverstinio akcijų (dalių, pajų) pardavimo instituto, įtvirtinto LR CK 2 knygos IX skyriuje (2.115-2.123 straipsniai), kuris yra taikomas juridinio asmens dalyviui kreipiantis į teismą su reikalavimu, kad juridinio asmens akcijos (dalys, pajai), priklausančios juridinio asmens dalyviui, kurio veiksmai prieštarauja juridinio asmens veiklos tikslams, būtų perduoti dalyviui, kuris kreipiasi. Taigi siekiant išsiaiškinti privalomo akcijų pardavimo instituto esmę ir atskirti jį nuo kitų institutų, tikslinga suformuluoti jo požymius, kurie išplaukia iš minėtos įmonių teisės ekspertų grupės rekomendacijos:

1. Pagrindinė sąlyga, kuriai esant galima pasinaudoti teise pateikti privalomą akcijų pardavimo pasiūlymą, yra tam tikras valdomų akcijų skaičius, kuris, vadovaujantis Įmonių perėmimo direktyva, negali būti mažesnis negu 90 procentų, tačiau valstybių narių gali būti padidintas ne daugiau kaip iki 95 procentų;
2. Taikant šį institutą yra superkamos ne bet kurių, o tik smulkiųjų akcininkų VP, sudarantys viso įstatinio kapitalo likutį. Tuo tarpu taikant LR CK įtvirtintą priverstinio akcijų pardavimo institutą išperkamos gali būti ir stambaus akcijų paketo savininko akcijos, laikantis sąlygų, nustatytų LR CK 2.116 straipsnyje.

3. Privalomo akcijų pardavimo instituto taikymas nėra siejamas su akcininkų, kurių akcijas siekiama išpirkti, kalte. Kaltės elementas nėra nei būtina, nei su šio instituto taikymu susijusi sąlyga. Šis požymis vėlgi atskiria privalomą akcijų pardavimą nuo minėto LR CK įtvirtinto instituto, kuris taikomas tik nustačius akcininko, kurio VP siekiama išpirkti, kalte, pasireiškiančią juridinio asmens veiklos tikslams prieštaraujančiais veiksmais.

Atsižvelgiant į minėtus analizuojamo instituto požymius, darytina išvada, kad LR Vertybinių popierių įstatymo vartojama sąvoka nevysiškai tiksliai apibūdina instituto esmę ir prigimtį bei taikymo sąlygas. Prie teisinio reguliavimo išbaigtumo nepripisdeda ir tikslios nagrinėjamo akcijų pardavimo sąvokos nebuvimas galiojančiame LR Vertybinių popierių įstatyme. Autoriaus manymu, atsižvelgiant į aukščiau paminėtus instituto požymius, būtina suformuluoti tikslų aptariamo akcijų pardavimo terminą ir jį įtvirtinti LR Vertybinių popierių įstatyme. Instituto prasmę kur kas aiškiau apibūdintų terminas „*privalomas smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimas*“, kuris galėtų būti suvokiamas kaip *asmens, įgijusio akcijų, suteikiančių ne mažiau kaip 95 procentų balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime, teikiamas privalomas reikalavimas visiems kitiems emitento akcininkams parduoti jų turimus vertybinius popierius*. Toks terminas, iš pirmo žvilgsnio ne itin patogus, kur kas išsamiau apibrėžia instituto prigimtį ir esmę bei leidžia atriboti jį nuo kitų teisės institutų.

Išsiaiškinus privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo sampratą ir prigimtį, svarbu nurodyti šio instituto socialinį ir ekonominį pagrindą, t.y. aplinkybes, pagrindžiančias šio teisinio reiškimo įtvirtinimą pozityviojoje teisėje. Teisė reikalauti privalomai parduoti VP paprastai grindžiama trimis pagrindiniais argumentais:

1. Smulkiųjų akcininkų dalyvavimas bendrovės valdyme stambiajam akcininkui susijęs, visų pirma, su nemažomis išlaidomis, reikalingomis visuotinių akcininkų susirinkimų organizavimui, smulkiųjų akcininkų informavimui, pranešimų siuntimui ir pan. Kartu tai reiškia sumažėjusį verslo valdymo efektyvumą, sumenkusį sprendimų priėmimo operatyvumą, susijusį su formalių teisės aktų reikalavimų laikymu. Kyla klausimas, ar minėtos papildomos išlaidos ir apsunkintas verslo valdymo procesas yra pateisinami ekonominiu požiūriu ir atitinkantys investuotojo interesus. Pabrėžtina, kad šiais atvejais yra kalbama apie stambų akcinį kapitalą ir didžiulius strateginių investuotojų lūkesčius, o kartu ir visos valstybės ekonominius interesus. Todėl vargu, ar šiuo atveju būtų galima pateisinti siekį uždrausti šio instituto taikymą;

2. Antras argumentas, pateisiantis instituto taikymą, yra smulkiųjų akcininkų piktnaudžiavimo teisėmis rizika. Kaip ir kiekvienas akcininkas, taip ir smulkusis bendrovės dalyvis turi visas įstatymų suteikiamas turtines ir neturtines teises, kaip antai teisę balsuoti, teisę dalyvauti akcininkų susirinkimuose, teisę reikalauti pateikti informaciją ir t.t. Todėl stambiajam akcininkui visuomet kyla pavojus sulaukti smulkiųjų akcininkų formaliai teisėtų, tačiau ekonominiu ir socialiniu požiūriu visiškai nepriimtinių reikalavimų ir prašymų atsižvelgti į jų interesus. Tokie reikalavimai būtų socialiai žalingi vien tuo požiūriu, kad smulkiųjų akcininkų reikalavimai visiškai neturėtų įtakos galutiniam sprendimui, kadangi visa įmonės valdymo kontrolė yra stambaus akcininko rankose, o ekonomiškai nepagrįsti reikalavimai destabilizuotų įmonės padėtį.
3. Privalomas akcijų pardavimas yra savotiška kompensacija stambiesiems bendrovės dalyviams, kuriems įstatymas nustato pareigą skelbti oficialių pasiūlymą tuo atveju, kai viršijamas tam tikras turimų akcijų skaičius. Kitaip tariant, akcininkas, kuris įgyja įmonės kontrolę, įpareigojamas išpirkti likusias įmonės akcijas arba parduoti dalį akcijų, dėl kurių viršijama tam tikra įstatymo nustatyta riba. Todėl akcininkui, kuris tinkamai įgyvendino pareigas, susijusias su oficialaus pasiūlymo paskelbimu, suteikiama galimybė pasinaudoti teise reikalauti privalomai parduoti likusias akcijas. Taip pasireiškia konstitucinis asmenų lygybės principas.

Tai trys pagrindiniai argumentai, kuriais grindžiamas privalomas smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimas. Tačiau kartu visuomet keliamas klausimas, susijęs su konstitucine asmens teise į nuosavybę. Anksčiau minėtos aplinkybės, pagrindžiančios instituto taikymą, atrodo visiškai suprantamos ir priimtinos šiuolaikinėje kapitalo rinkoje. Tačiau ar galima šiomis aplinkybėmis pateisinti vienos iš prigimtinių asmens teisių - nuosavybės teisės - apribojimą. Siekiant atsakyti į šį klausimą, būtina nustatyti santykį tarp šių dviejų vertybių, nurodyti, kokiais atvejais galimas nuosavybės teisės apribojimas, ir kokios yra tokio apribojimo sąlygos.

3.2.5. Privalomo akcijų pardavimo instituto ir teisės į nuosavybę santykis Europos Sąjungos ir Lietuvos teisėje

Darbe jau buvo minėta, kad privalomo akcijų pardavimo institutas kelia tam tikrų abejonių dėl atitikties vienai iš pagrindinių ir prigimtinių žmogaus teisių – teisei į nuosavybę, kurią įtvirtina aukščiausios galios teisės aktai – Europos Žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių

apsaugos konvencija, Tarptautinis pilietinių ir politinių teisių paktas, juos lydintys papildomi protokolai ir, žinoma, LR Konstitucija. Nors argumentai, pateisinantys instituto egzistavimą, atrodo pakankamai reikšmingi ir logiški, svarbu išsiaiškinti, ar jie yra pakankamai svarūs, kad pagrįstų teisės į nuosavybę ribojimą. Pažymėtina, kad šis klausimas nėra naujas, o jo konstitucingumą ir teisėtumą nagrinėjo ES valstybių narių teismai. Vienas pirmųjų buvo 1962 m. Vokietijos Federacinės Respublikos Aukščiausiojo Federacinio teismo sprendimas byloje, kurioje buvo nagrinėjama vieno akcininko teisė reikalauti priverstinio akcijų pardavimo, kurio to meto Vokietijos teisės aktai nenumatė³⁹. Teismas nurodė, kad priverstinis akcijų pardavimas yra teisėtas, jeigu jį pateisina reikšmingos aplinkybės ir jeigu už parduodamas akcijas yra teisingai atlyginama.

Įdomią argumentaciją savo sprendime pateikia Vokietijos Konstitucinis teismas 1994 m. byloje, kurioje buvo nagrinėjamas klausimas įmonės reorganizavimo teisėtumo, kai vienos įmonės turtas perduodamas kitai, o pirmosios įmonės akcininkams išmokama kompensacija už prarastas akcijas⁴⁰. Šioje byloje teismas nurodė, kad smulkiųjų akcininkų galimybė įtakoti įmonės valdymą yra menka ir vargu ar pakankamai reikšminga jų interesų požiūriu. Pagrindinis smulkiųjų akcininkų interesas yra siekis gauti turtinės, ekonominės naudos kapitalo prieaugio forma, t.y. smulkiesiems akcininkams svarbu yra ne įmonės valdymas ir kontrolė, o turimų akcijų vertė. Todėl tais atvejais, kai smulkieji akcininkai gauna teisingą atlyginimą už išperkamas akcijas, jų teisės į nuosavybę nėra pažeidžiamos. Autoriaus nuomone, tokia teismo argumentacija yra ydinga ir logiškai nepagrįsta bei neviseškai tinkama tam, kad pateisintų privalomo akcijų pardavimo instituto taikymą. Jeigu pripažįstama, kad smulkiųjų akcininkų interesas yra turtinė nauda iš kapitalo prieaugio, kyla klausimas, ar nėra pažeidžiami akcininkų interesai ta prasme, kad galimybė gauti ekonominės naudos ateityje iš jų yra atimama apskritai.

Instituto teisėtumą nagrinėjo ir Prancūzijos teismai. Antai 1997 m. Prancūzijos Aukščiausiasis teismas nagrinėjo bylą, kurioje buvo keliamas privalomo akcijų pardavimo teisėtumo klausimas tuo požiūriu, kad reikalavimas perduoti turimas akcijas yra grynai privataus pobūdžio ir keliamas ne dėl visuomenės interesų užtikrinimo⁴¹. Teismas konstatavo, kad nors šiuo atveju visuomenė kaip tam tikra visuma negauna konkrečios ar apčiuopiamos naudos, tačiau smulkiųjų akcininkų teisių ribojimas yra pateisinamas ekonominiu ir socialiniu požiūriu bei kyla iš įstatymų, reguliuojančių kapitalo rinkas.

Pažymėtina, kad privalomo akcijų pardavimo instituto teisėtumas pagrindžiamas ir anksčiau minėtose *Jaap Winter* teisininkų grupės rekomendacijose, į kurias atsižvelgiant

³⁹ Vokietijos Federacijos Aukščiausiojo Federacinio Teismo sprendimas 1962 m. rugpjūčio 7 d.

⁴⁰ Vokietijos Federacijos Konstitucinio Teismo 1994 m. spalio 28 d. sprendimas.

⁴¹ Prancūzijos Kasacinio Teismo 1997 m. balandžio 29 d. sprendimas.

buvo parengta Įmonių perėmimo direktyva, nustatanti privalomo akcijų pardavimo instituto taikymą ES mastu. Šioje direktyvoje yra nustatytos teisinės prielaidos ir sąlygos, kurioms esant ir kurių laikantis galimas privalomo akcijų pardavimo instituto įgyvendinimas. Šios sąlygos yra reikšmingos siekiant nustatyti nacionalinėje teisėje įtvirtintą privalomo akcijų pardavimo instituto teisėtumą. Galima išskirti tokias sąlygas:

- 1) Direktyva privalomo oficialaus pasiūlymo įgyvendinimą sieja su oficialiu pasiūlymu. Privalomas oficialus pasiūlymas yra teisėtas tik tuomet, kai prieš tai buvo skelbtas oficialus pasiūlymas supirkti likusias akcijas, jeigu skelbti oficialų pasiūlymą buvo privaloma (15 str. 1 d.);
- 2) Privalomas pasiūlymas turi būti pateiktas ne vėliau kaip per tris mėnesius nuo termino priimti oficialų pasiūlymą pabaigos (15 str. 4 d.);
- 3) Akcijos turi būti išperkamos už teisingą kainą kartu nustatant teisingos kainos prezumpciją (15 str. 5 d.);
- 4) Pasiūlymo pateikimas siejamas su tam tikra kapitalo dalies riba, kurią pasiekus, atsiranda teisė teikti pasiūlymą privalomai parduoti akcijas. Tokia riba pagal Direktyvos nuostatas negali būti mažesnė kaip 90 % ir ne didesnė kaip 95 % balsavimo teisę suteikiančio kapitalo (15 str. 5 d.);
- 5) Direktyva taip pat nustato smulkiųjų akcijų savininkų teisę reikalauti, kad stambusis akcininkas, viršijęs 4 punkte minėtą ribą, privalomai supirktų jo turimas akcijas (16 str.).

Atsižvelgiant į šias Direktyvos sąlygas privalomo akcijų pardavimo institutas buvo įtvirtintas ir Lietuvos nacionalinėje teisėje. Iš esmės analogiškos direktyvos nuostatos, reglamentuojančios privalomą akcijų pardavimą, buvo nustatytos 2004 metais LR Vertybinių popierių rinkos įstatyme. Šiuo metu instituto taikymą reguliuoja naujasis LR Vertybinių popierių įstatymas. Jame nustatyta, kad *emitento akcininkas, veikdamas savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įsigijęs akcijų, sudarančių ne mažiau kaip 95 procentus balsavimo teisės suteikiančio kapitalo ir ne mažiau kaip 95 procentus visų balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime, turi teisę reikalauti, kad visi kiti emitento akcininkai parduotų jiems priklausančias balso teise suteikiančias akcijas, ir šie privalo jas parduoti šio įstatymo nustatyta tvarka (37 str.)*. Įstatymas taip pat nustato teisingos kainos principą, privalomo pasiūlymo įgyvendinimo terminus, smulkiųjų akcininkų teisę reikalauti nupirkti turimas akcijas ir kt. Toliau šioje dalyje autorius analizuoja probleminius klausimus, susijusius su privalomo akcijų pardavimo instituto taikymu nacionalinėje teisėje smulkiųjų akcininkų teisių požiūriu.

Visų pirma, pažymėtina, kad LR Vertybinių popierių įstatymas įtvirtina *plačią privalomo akcijų pardavimo instituto sampratą*. Šiuo požiūriu įstatymų leidėjas pasinaudojo direktyvoje įtvirtinta galimybe nustatyti instituto taikymą ne tik tada, kai 95 procentų balsų riba peržengiama po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo, bet ir kitais atvejais. Toks platus instituto taikymas kelia abejonių dėl jo teisėtumo. Šias abejones sąlygoja kelios aplinkybės:

- 1) Privalomo akcijų pardavimo institutas pasireiškia kaip tam tikra kompensavimo priemonė stambiajam akcininkui, kuriam įstatymas nustato pareigą skelbti oficialų pasiūlymą supirkti likusias akcijas tuo atveju, kai viršijama 40 procentų riba (LR Vertybinių popierių įst. 31 str.). Akcininkas, kuris buvo sąžiningas ir laikėsi įstatyme nustatytos pareigos skelbti oficialų pasiūlymą, kartu įgyja teisę išpirkti visas likusias smulkiųjų akcininkų akcijas ir tapti vieninteliu emitento savininku. Tokiu būdu yra įgyvendinamas konstitucinis asmenų lygybės principas – smulkiųjų akcininkų teisių apsauga užtikrinama ją derinant su stambiųjų akcininkų interesais. Tuo tarpu LR Vertybinių popierių įstatymo 37 straipsnis suteikia galimybę taikyti institutą, nepriklausomai nuo to, ar 95 procentų riba peržengta po oficialaus pasiūlymo paskelbimo, ar ne. Autoriaus nuomone, toks platus instituto taikymas yra ydingas ir pažeidžiantis LR Konstitucijoje įtvirtintą asmenų lygybės principą;
- 2) Argumentas dėl ribotos smulkiųjų akcininkų galimybės daryti įtaką bendrovės valdymui, taip pat teiginys, kad pagrindinis smulkiųjų akcininkų interesas yra turtinė nauda, nėra pakankami, kad pateistų platų privalomo akcijų pardavimo instituto taikymą. Jeigu pripažįstama, kad pagrindinis (galbūt vienintelis) smulkiųjų akcininkų interesas yra turtinės naudos siekimas, taip pat turėtų būti pripažinta ir tai, kad privalomas akcijų pardavimas galimybę gauti naudos iš kapitalo prieaugio panaikina apskritai;
- 3) Aplinkybė, kad smulkieji akcininkai gali piktnaudžiauti įstatymo suteikiamomis teisėmis, taip pat nėra neginčytina ir nelaikytina atveriančia kelią plačiai privalomo akcijų pardavimo koncepcijai. Stambiųjų akcininkų interesai nėra neapsaugoti, jie gali pasinaudoti visomis teisės aktų suteikiamomis apsaugos priemonėmis, pvz. kreiptis į Vertybinių popierių komisija ar pareikšti ieškinį teisme. Šią problemą taip pat galima išspręsti įstatyme įtvirtinant specialias stambiųjų akcininkų apsaugos priemones. Šiuo atveju galima būtų išplėsti LR CK priverstinio akcijų pardavimo instituto taikymą suteikiant galimybę stambiesiems akcininkams kreiptis į teismą su prašymu įpareigoti smulkiuosius akcininkus parduoti turimus vertybinius popierius;

- 4) Platus instituto taikymas nėra suderinamas su teisinio tikrumo, arba teisėtų lūkesčių, principu. Asmuo, teisėtai įgijęs emitento vertybinių popierių, pagrįstai tikisi, kad jo nuosavybės teisė bus pripažįstama, gerbiama ir ginama, o paimama galės būti tik ypatingais, išimtiniais atvejais, laikantis įstatymų nustatytų reikalavimų. Tuo tarpu plačiai taikant privalomo akcijų pardavimo institutą sukuriama tokia teisinė situacija, kai smulkusis akcininkas nėra užtikrintas, ar bus išlaikytas civilinių teisinių santykių stabilumas, ar jo nuosavybė nebus netikėtai paimama dėl stambiojo akcininko interesų.

Atsižvelgdamas į aukščiau išdėstytus argumentus, autorius daro išvadą, kad platus privalomo akcijų pardavimo instituto taikymas nėra suderinamas su konstituciniu asmenų lygybės principu bei laikytinas pažeidžiančiu teisėtų lūkesčių principą. Įstatyme būtina susiaurinti instituto taikymą įtvirtinant nuostatą, pagal kurią teisė reikalauti privalomai parduoti likusius vertybinius popierius atsirastų tik tuo atveju, kai 95 procentų riba yra peržengiama po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo.

Pažymėtina, kad 2006 m. spalio 20 d. LR Konstituciniame teisme yra užregistruotas LR Seimo narių grupės prašymas išnagrinėti, ar LR Konstitucijai (23, 46, 48 str.) neprieštarauja anksčiau galiojusio LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnis, kuris nustatė (analogiškomis sąlygomis) privalomo akcijų pardavimo institutą⁴². Tiesa, šiame prašyme privalomo akcijų pardavimo institutas yra ginčijamas iš esmės, t.y. teismo prašoma ištirti, ar toks institutas apskritai yra atitinkantis LR Konstitucijos ginamas vertybes. Tačiau manytina, kad teismas, tirdamas šį prašymą, turėtų išsiaiškinti, ar instituto taikymas atitinka vieną iš nuosavybės paėmimui keliamų sąlygų – paėmimą visuomenės poreikiams. Būtent visuomenės poreikių atitiktie požiūriu platus privalomo akcijų pardavimo instituto taikymas turėtų būti pripažįstamas prieštaraujančiu LR Konstitucijai.

3.2.6. Privalomo akcijų pardavimo instituto įgyvendinimas

Lietuvos vertybinių popierių rinkoje

Privalomo akcijų pardavimo institutas VP rinkoje buvo pradėtas įgyvendinti nuo 2005 m. sausio 1 d. Pirmieji pranešimai apie privalomą akcijų pardavimą VPK buvo gauti 2005 m. paskutinį ketvirtį, kuomet į VPK buvo kreiptasi su prašymu suderinti teisingą VP kainą.

⁴² Seimo narių grupės kreipimasis į LR Konstitucinį teismą su prašymu Nr. 1B-55/2006 ištirti, ar 2006 m. birželio 22 d. priimto Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19¹, 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju¹ skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymo (Nr.X-714) 19 straipsnio "Privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas" 1 dalis atitinka Lietuvos Respublikos Konstitucijos 23, 46 ir 48 straipsnius.

Antroje lentelėje yra pateikiami duomenys apie instituto taikymą 2005-2006 metų laikotarpyje.

2 Lentelė. Privalomo akcijų pardavimo įgyvendinimas Lietuvoje 2005-2006 m.

	2006	2005
Įgyvendinti privalomi akcijų pardavimai	23	5
Iš jų po privalomo oficialaus pasiūlymo	8	3
Iš jų po savanoriško oficialaus pasiūlymo	6	1
Kitais atvejais	9	2
Smulkiųjų akcininkų reikalavimai supirkti akcijas	0	4

Šaltinis: Vertybinių popierių komisija

2005 metais VPK gavo 9 prašymus suderinti teisingą kainą prieš įgyvendinant privalomą akcijų pardavimą. Trijų bendrovių stambiausi akcininkai, turintys daugiau kaip 95 procentus kapitalo ir balsų, nustatydami kainą, užtikrinančią teisingą atlygį už superkamas bendrovės akcijas, vadovavosi turto vertintojų atliktu turto vertinimu. Dviejų bendrovių akcininkai, norintys pasinaudoti privalomo akcijų pardavimo teise, akcijas įkainojo atsižvelgdami į daugiau kaip prieš metus paskelbto privalomo oficialaus pasiūlymo kainą bei vienos akcijos buhalterinę vertę. Pažymėtina, kad VPK taip pat gavo keturių smulkiųjų akcininkų prašymus patvirtinti kainas.

Į VPK taip pat kreipėsi kartu veikiančių asmenų grupė, įsigijusi akcijų, suteikiančių daugiau kaip 95 procentų bendrovės balsų. Šia asmenys buvo pateikę savanorišką oficialų pasiūlymą, į kurį atsiliepė daugiau kaip 90 procentų smulkiųjų akcininkų. Akcijų kaina buvo nustatyta tokia, kokia buvo mokama jiems įsigyjant emitento akcijas savanoriško pasiūlymo metu.

Per 2006 metus buvo įgyvendinti 23 bendrovių, kurių VP nėra listinguojami VP biržoje, privalomi akcijų pardavimai. 8 atvejais stambieji akcininkai VP kainą nustatė po įgyvendinto privalomo oficialaus pasiūlymo, 6 atvejais – po savanoriško oficialaus pasiūlymo, 9 atvejais kaina buvo suderinta su VPK.

Pateikti duomenys leidžia teigti, kad privalomas akcijų pardavimas yra taikomas ne tik po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo, kurį įgyvendinus yra peržengiama 95 procentų balsų riba, bet ir kitais atvejais, tokiu būdu, autoriaus nuomone, pažeidžiant smulkiųjų akcininkų teises ir teisėtus interesus. Iš pateiktų duomenų taip pat galima daryti išvadą, kad privalomas oficialus pasiūlymas yra įgyvendinamas kur kas rečiau nei oficialaus pasiūlymo institutas. Tai sąlygoja dvi objektyvios aplinkybės. Pirma, privalomą oficialų pasiūlymą

skelbti įpareigoja teisės aktai, stambiajam akcininkui šiuo atveju nepaliekama pasirinkimo teisė. Tuo tarpu privalomas akcijų pardavimas yra pasiūlymą teikiančio asmens prerogatyva, kurią jis įgyvendina ar atsisako įgyvendinti savo nuožiūra. Antra aplinkybė yra žymus skirtumas tarp bendrovės balsų skaičiaus, kurį privaloma įgyti taikant vieną ar kitą institutą.

IŠVADOS

Šiame darbe pateikta mokslinė analizė apima kelias kryptis. Pirma, darbe yra stengiamasi atsakyti į klausimą, kas yra vertybiniai popieriai, kokio pobūdžio yra šie finansiniai instrumentai ir kokia yra jų teisinė prigimtis: apžvelgiamos vertybinių popierių sampratos, analizuojami vertybinių popierių, kaip finansinių instrumentų, požymiai bei formuluojama vertybinių popierių sąvoka. Antra, darbe yra pagrindžiamas vertybinių popierių teisės, kaip savarankiškos teisės šakos, egzistavimas, nustatoma vertybinių popierių teisės vieta Lietuvos teisės sistemoje bei formuojami fundamentiniai vertybinių popierių teisės principai. Trečia, pateikiamos teisinės išvalgos, susijusios su privalomo oficialaus pasiūlymo ir privalomo akcijų pardavimo institutų taikymu. Pateikus minėtų klausimų teisinę analizę, būtina suformuluoti teises išvadas, apibendrinančias atliktą tyrimą. Pažymėtina, kad čia pateikiamos išvados yra išdėstytos pagal kiekvienos darbo analizės krypties reikšmę ir apimtį.

1. LR Vertybinių popierių įstatyme vartojama privalomo akcijų pardavimo instituto sąvoka nėra visiškai tiksli ir leidžianti ją atskirti nuo kitų panašių institutų. Viena vertus, terminas „privalomas akcijų pardavimas“ nevisiškai atitinka instituto esmę ir prasmę. Tiksliausiai instituto prasmę nusako anglų kalbos terminas „squeeze-out“ – likusių smulkiųjų akcininkų „išstūmimas“ esant tam tikroms sąlygoms iš bendrovės valdymo. Antra vertus, įstatyme vartojamas terminas įneša painiavos atskiriant privalomą akcijų pardavimą nuo *priverstinio* akcijų (dalių, pajų) pardavimo instituto, įtvirtinto LR CK 2 knygos IX skyriuje (2.115-2.123 straipsniai), kuris yra taikomas juridinio asmens dalyviui kreipiantis į teismą su reikalavimu, kad juridinio asmens akcijos (dalys, pajai), priklausančios juridinio asmens dalyviui, kurio veiksmai prieštarauja juridinio asmens veiklos tikslams, būtų perduoti dalyviui, kuris kreipiasi. Siekiant išsiaiškinti privalomo akcijų pardavimo instituto esmę ir atskirti jį nuo kitų institutų, darbe formuluojami jo požymiai:

- 1) Pagrindinė sąlyga, kuriai esant galima pasinaudoti teise pateikti privalomą akcijų pardavimo pasiūlymą, yra tam tikras valdomų akcijų skaičius, kuris, vadovaujantis Įmonių perėmimo direktyva, negali būti mažesnis negu 90 procentų, tačiau valstybių narių gali būti padidintas ne daugiau kaip iki 95 procentų;
- 2) Taikant šį institutą yra superkami ne bet kurių, o tik smulkiųjų akcininkų VP, sudarantys viso įstatinio kapitalo likutį. Tuo tarpu taikant LR CK įtvirtintą priverstinio akcijų pardavimo institutą išperkamos gali būti ir stambaus akcijų paketo savininko akcijos, laikantis sąlygų, nustatytų LR CK 2.116 straipsnyje.

- 3) Privalomo akcijų pardavimo instituto taikymas nėra siejamas su akcininkų, kurių akcijas siekiama išpirkti, kalte. Kaltės elementas nėra nei būtina, nei su šio instituto taikymu susijusi sąlyga. Šis požymis vėlgi atskiria privalomą akcijų pardavimą nuo minėto LR CK įtvirtinto instituto, kuris taikomas tik nustačius akcininko, kurio VP siekiama išpirkti, kalte, pasireiškiančią juridinio asmens veiklos tikslams prieštaraujančiais veiksmais.

Atsižvelgiant į minėtus analizuojamo instituto požymius, darytina išvada, kad LR Vertybinių popierių įstatymo vartojama sąvoka neviseiškai tiksliai apibūdina instituto esmę ir prigimtį bei taikymo sąlygas. Prie teisinio reguliavimo išbaigtumo neprisideda ir tikslios nagrinėjamo akcijų pardavimo sąvokos nebuvimas galiojančiame LR Vertybinių popierių įstatyme.

Siūlymas. Atsižvelgiant į aukščiau paminėtus instituto požymius, būtina suformuluoti tikslų privalomo akcijų pardavimo terminą ir jį įtvirtinti LR Vertybinių popierių įstatyme. Instituto prasmę kur kas aiškiau apibūdintų terminas „*privalomas smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimas*“, kuris galėtų būti suvokiamas kaip *asmens, įgijusio akcijų, suteikiančių ne mažiau kaip 95 procentų balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime, teikiamas privalomas reikalavimas visiems kitiems emitento akcininkams parduoti jų turimus vertybinius popierius*. Toks terminas, iš pirmo žvilgsnio ne itin patogus, kur kas išsamiau apibrėžia instituto teisinę prigimtį ir esmę bei leidžia atriboti jį nuo kitų teisės institutų.

2. Pažymėtina, kad LR Vertybinių popierių įstatymas, nustatantis privalomo akcijų pardavimo instituto taikymo sąlygas, įtvirtina plačią privalomo akcijų pardavimo instituto teisinę sampratą. Šiuo požiūriu įstatymų leidėjas pasinaudojo Įmonių perėmimo direktyvoje įtvirtinta galimybe nustatyti instituto taikymą ne tik tada, kai 95 procentų balsų riba peržengiama po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo, bet ir kitais atvejais.

Toks platus instituto taikymas kelia abejonių dėl jo teisėtumo. Šias abejones sąlygoja kelios aplinkybės:

- 1) Privalomo akcijų pardavimo institutas pasireiškia kaip tam tikra kompensavimo priemonė stambiajam akcininkui, kuriam įstatymas nustato pareigą skelbti oficialų pasiūlymą supirkti likusias akcijas tuo atveju, kai viršijama 40 procentų riba (LR Vertybinių popierių įst. 31 str.). Akcininkas, kuris buvo sąžiningas ir laikėsi įstatyme nustatytos pareigos skelbti oficialų pasiūlymą, kartu įgyja teisę išpirkti visas likusias smulkiųjų akcininkų akcijas ir tapti vieninteliu emitento savininku.

Tokiu būdu yra įgyvendinamas konstitucinis asmenų lygybės principas – smulkiųjų akcininkų apsauga užtikrinama ją derinant su stambųjų akcininkų interesais. Tuo tarpu LR Vertybinių popierių įstatymo 37 straipsnis suteikia galimybę taikyti institutą, nepriklausomai nuo to, ar 95 procentų riba peržengta po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo, ar ne. Toks platus instituto taikymas yra ydingas ir pažeidžiantis LR Konstitucijoje įtvirtintą asmenų lygybės principą;

- 2) Argumentas dėl ribotos smulkiųjų akcininkų galimybės daryti įtaką bendrovės valdymui, taip pat teiginys, kad pagrindinis smulkiųjų akcininkų interesas yra turtinė nauda, nėra pakankami, kad pateiktų platų privalomo akcijų pardavimo instituto taikymą. Jeigu pripažįstama, kad pagrindinis (galbūt vienintelis) smulkiųjų akcininkų interesas yra turtinės naudos siekimas, taip pat turėtų būti pripažinta ir tai, kad privalomas akcijų pardavimas galimybę gauti turtinės naudos iš kapitalo prieaugio panaikina apskritai;
- 3) Aplinkybė, kad smulkieji akcininkai gali piktnaudžiauti įstatymo suteikiamomis teisėmis, taip pat nėra neginčytina ir nelaikytina atveriančia kelią plačiai privalomo akcijų pardavimo koncepcijai. Stambųjų akcininkų interesai nėra neapsaugoti, jie gali pasinaudoti visomis teisės aktų suteikiamomis apsaugos priemonėmis, pvz. kreiptis į LR Vertybinių popierių komisiją ar pareikšti ieškinį teisme. Ši problema yra taip pat išspręsta LR Vertybinių popierių įstatymo 37 straipsnio 11 dalyje įtvirtintu nuostata, pagal kurią tais atvejais, kai smulkusis akcininkas per nustatytą terminą akcijų privalomai nepardavė, yra laikoma, kad akcijas išperkantis akcininkas įgijo teisę kreiptis į teismą ir pateikti dokumentus, įrodančius, kad akcijų nepardavusiam akcininkui atliktas mokėjimas į depozitinę sąskaitą LR Civilinio kodekso 6.56 straipsnyje nustatyta tvarka ar kitu būdu, ir reikalauti įpareigoti sąskaitų tvarkytojus padaryti įrašus VP sąskaitose apie akcijų nuosavybės teisės perėjimą akcijas superkančiam akcininkui. Teismo sprendimas padaryti įrašus VP sąskaitose laikomas teisėtu pagrindu, kuriuo remdamiesi sąskaitų tvarkytojai privalo padaryti reikiamus įrašus.
- 4) Platus instituto taikymas nėra suderinamas su teisinio tikrumo, arba teisėtų lūkesčių, principu. Asmuo, teisėtai įgijęs emitento vertybinių popierių, pagrįstai tikisi, kad jo nuosavybės teisė bus pripažįstama, gerbiama ir ginama, o paimama galės būti tik ypatingais, išimtiniais atvejais, laikantis įstatymų nustatytų reikalavimų. Tuo tarpu plačiai taikant privalomo akcijų pardavimo institutą sukuriama tokia teisinė situacija, kai smulkusis akcininkas nėra užtikrintas, ar bus išlaikytas civilinių teisių santykių stabilumas, ar jo nuosavybė nebus netikėtai paimama stambiojo akcininko interesams tenkinti.

Atsižvelgiant į aukščiau išdėstytus argumentus, darytina išvada, kad platus privalomo akcijų pardavimo instituto taikymas nėra suderinamas su konstituciniu asmenų lygybės principu bei laikytinas pažeidžiančiu teisėtų lūkesčių principą.

Siūlymas. Būtina susiaurinti instituto taikymą LR Vertybinių popierių įstatyme įtvirtinant nuostatą, pagal kurią teisė reikalauti privalomai parduoti likusius VP atsirastų tik tuo atveju, kai 95 procentų riba yra peržengiama, įgyvendinus oficialų pasiūlymą. Toks instituto taikymas sukurtų efektyvesnę smulkiųjų akcininkų, kaip silpnesniosios santykių šalies, apsaugos mechanizmą.

3. Darbe analizuojama privalomo oficialaus pasiūlymo instituto samprata, teisinė prigimtis ir stengiamasi atsakyti į klausimą, ar instituto taikymas yra suderinamas su stambiujų akcininkų teisių apribojimais. Šiuo tikslu autorius formuluoja penkis argumentus, kuriais pagrindžia instituto taikymo teisėtumą:

- 1) Instituto taikymu yra siekiama socialiai reikšmingų tikslų – apsaugoti smulkiųjų akcininkų teises ir teisėtus interesus tuo atveju, kai jie praranda realią galimybę daryti įtaką bendrovės valdymui;
- 2) Asmuo, perleidžiantis VP, kurie viršija teisės aktų nustatytą ribą, gauna teisingo dydžio atlyginimą, kuris atlieka kompensavimo funkciją ir yra prarastų turtinių ir neturtinių teisių ekvivalentas. Šiuo požiūriu VP pardavimas nereiškia nuosavybės atėmimo ar pasisavinimo. Nors nuosavybės teisės yra ribojamos, tačiau galima teigti, kad toks ribojimas yra pateisinamas ekonominiu ir socialiniu požiūriu bei atitinka LR Konstitucijos nuostatas;
- 3) Nuosavybės apribojimas atitinka teisėtumo reikalavimą, kadangi ribojimo galimybė yra įtvirtinta įstatyme, kuris yra paskelbtas teisės aktų nustatyta tvarka;
- 4) Pareiga teikti oficialių pasiūlymą yra alternatyvaus pobūdžio. Asmuo, kuris įgyja nustatyto dydžio akcijų paketą, turi teisę pasirinkti, perleisti VP, viršijančius nustatytą ribą, ar supirkti likusius VP. Pirmuoju atveju už perleidžiamus VP yra atlyginama rinkos kaina, o antruoju atveju yra nustatoma žemiausia kainos riba, už kurią yra perleidžiami nustatyta ribą viršijantys VP;
- 5) Oficialaus pasiūlymo institutas yra įtvirtintas atsižvelgiant į LR Konstitucijos 46 straipsnyje valstybei nustatytą pareigą reguliuoti ūkinę veiklą taip, kad ji tarnautų bendrai tautos gerovei. Iš to išplaukia, kad valstybė turi teisę nustatyti ūkinės veiklos ribojimus, jeigu jie reikalingi ūkine veikla užsiimančių asmenų interesams suderinti ir užtikrinti visiems asmenims galimybę užsiimti verslu.

Šie argumentai yra pagrįsti ir pakankami tam, kad pateisintų privalomo oficialaus pasiūlymo instituto taikymą. Apibendrinus šiuos argumentus, galima teigti, kad taikant institutą siekiama socialiai reikšmingų tikslų – užtikrinti smulkiųjų akcininkų interesus.

4. Suvokiant privalomo oficialaus pasiūlymo instituto reikšmingumą, svarbu nepamiršti, jog instituto taikymas negali būti suabsoliutinamas. Kaip ir kitų teisės normų taikymo atveju, institutą reglamentuojančių taisyklių taikymas tam tikrais atvejais gali būti ribojamas. Pabrėžtina, kad šiuo atveju tokie apribojimai turėtų būti taikomi esant ypatingoms aplinkybėms, kurių visuomeninis ir ekonominis reikšmingumas nusvertų privalomo oficialaus pasiūlymo saugomas vertybes – smulkiųjų akcininkų teises ir teisėtus interesus.

Atsižvelgiant į LR Konstitucinio teismo nuomonę, darbe pateikiami kriterijai, kurių privalu laikytis siekiant pateisinti privalomo oficialaus pasiūlymo instituto taikymo apribojimus:

- 1) Apribojimai yra nustatomi, susiklosčius ypatingoms, ekstraordinarinėms aplinkybėms, kai apribojimais siekiama apsaugoti itin reikšmingus visuomenės ir valstybės interesus, kurie savo socialine ir ekonomine reikšme pranoksta smulkiųjų akcininkų interesus, t.y. apribojimai turėtų atitikti proporcingumo kriterijų;
- 2) Apribojimai turėtų būti laikino pobūdžio ir taikomi tol, kol pasibaigia aukščiau minėtos ypatingos aplinkybės;
- 3) Apribojimai yra nustatyti įstatyme, o jų turinys ir taikymo sąlygos yra aiškiai apibrėžti;
- 4) Įstatyme turi būti nustatytas teisinis smulkiųjų akcininkų praradimų kompensavimo mechanizmas.

Siūlymas. Privalomo oficialaus pasiūlymo institutu siekiama socialiai vertingų tikslų – apsaugoti smulkiųjų akcininkų teises, todėl instituto taikymas turėtų būti ribojamas tik išimtiniais atvejais. Kiekvienu atveju taikant apribojimus, būtina laikytis aukščiau nurodytų reikalavimų, kurie pateisina apribojimų taikymą. Nesilaikant bent vieno iš jų, kyla pagrįsta abejonė dėl instituto taikymo apribojimo konstitucingumo.

5. Darbe analizuojama VP esmė ir teisinė prigimtis, VP samprata, apibendrinamos įvairių autorių pateikiamos VP sąvokos. Ekonomikos mokslų literatūroje egzistuoja dvi pagrindinės sąvokų grupės: 1) VP kaip investicija, teisė į ateities pinigų srautą; 2) VP kaip dokumentai, suteikiantys jų savininkui tam tikrų teisių. Abi šios sąvokos yra ydingos ir

turinčios trūkumų. Pirma, ydinga VP apibrėžti kaip investiciją, tokia samprata yra per plati, kadangi VP yra tik viena iš investicijų rūšių. Be to, toks apibrėžimas nepadedą atskirti VP nuo kitų finansinių instrumentų. Antra, VP apibrėžimas fizine prasme (VP kaip dokumentai) yra pasenęs ir vargu ar atitinkantis nūdienos kapitalo rinkos augimo mastą ir vystymosi tendencijas, kadangi šiuolaikinė VP rinka yra grindžiama vertybinių popierių dematerializacija.

Darytina išvada, kad mokslinėje literatūroje ir teisės aktuose pateikiamos VP sąvokos nelaikytinos pakankamai išsamiomis ir tiksliai apibūdinančiomis VP esmę ir prigimtį.

Siūlymas. Norint tinkamai apibrėžti VP, reikia kelti du pagrindinius reikalavimus. Pirma, sąvoka negali būti pasenusi ir turi atitikti dabartinės VP rinkos vystymosi etapą tam tikroje valstybėje. Antra, sąvoka turėtų būti ne savitikslių, o padedanti identifikuoti VP ir atskirti juos nuo kitų finansinių aktyvų. Norint tiksliai apibrėžti VP sąvoką, būtina nustatyti VP požymius.

LR CK apibūdina VP kaip dokumentą, sukuriantį tam tikrus emitento įsipareigojimus šio dokumento turėtojui. Taigi vienas iš dviejų pagrindinių VP požymių yra specifinis emitento įsipareigojimas VP turėtojui ir specifinės iš to kylančios teisės. Antrasis požymis, apibūdinantis VP, yra išvedamas iš LR CK 1.101 straipsnio 3 dalies, kuri nustato, kad VP patvirtinta teisė gali būti perleista kitam asmeniui tik tuo atveju, kai yra perleidžiamas pats VP, jeigu įstatymai nenumato ko kita, o pats perleidimas vyksta laisvai ir be jokių ribojimų.

Vertybinių popierių sąvoka turėtų būti konstruojama minėtų dviejų požymių pagrindu. Kartu apibendrinus aptartas VP sampratas, siūlytina yra tokia sąvoka: Vertybiniai popieriai – turtas, kurį sudaro visuma tam tikru būdu užfiksuotų ir emitento įsipareigojimus atitinkančių teisių, kurios gali būti perleistos vadovaujantis įstatymais, nusistovėjusia praktika ar papročiais.

6. Darbe taip pat tiriama VP rinkos teisinis reguliavimas ir stengiamasi pagrįsti VP teisės, kaip naujos teisės šakos Lietuvos teisės sistemoje, susiformavimą. Šiuo tikslu autorius formuluoja keturis argumentus, pagrindžiančius VP teisės egzistavimą:

- 1) VP rinkoje egzistuoja sudėtinga ir specifinė santykių sistema, apimanti santykius, susiklostančius pirminės VP apyvartos metu, t.y. pirminėje rinkoje, taip pat santykius antrinėje rinkoje, santykius tarp rinkos dalyvių ir priežiūros institucijų bei kitus santykius;
- 2) VP rinkoje santykiai reguliuojami imperatyvaus ir dispozityvaus metodų kombinavimo būdu. Viena vertus, didžioji dalis santykių VP rinkoje susiklosto tarp

privačių subjektų. Antra vertus, šiuose santykiuose yra aiškiai išreikštas valstybės interesas sukurti VP rinką, pagrįstą sąžiningumu, atvirumu ir efektyvumu. Kitaip tariant, santykių reguliavimas VP rinkoje turi tam tikrą specifiškumo elementą;

- 3) Atskira teisės aktų sistema VP rinkos teisinio reguliavimo srityje: tarptautinės sutartys (dėl investicijų skatinimo ir apsaugos), ES direktyvos, specialūs nacionaliniai įstatymai, poįstatyminiai teisės aktai (VPK nutarimai ir kt.);
- 4) Susiformavusi VP rinkos dalyvių ir institucijų sistema, t.y. VP rinkos infrastruktūra. Tai emitentai, investuotojai, viešosios apyvartos tarpininkai, taip pat VPK, Centrinis VP depozitoriumas ir VVPB.

Vadovaujantis šiais argumentais galima daryti išvadą, jog Lietuvos teisės sistemoje yra pilnai susiformavusi nauja ir savarankiška teisinio reguliavimo sritis – VP teisė – turinti visus būtinus teisės šakos požymius. Todėl teisės normos, reguliuojančios santykius, susiklostančius VP rinkoje, neturėtų būti laikomos kitų teisės šakų (finansų teisės) sudedamąja dalimi, o yra vertintinos kaip atskirų ir savarankiškų teisės normų sistema.

Siūlymas. Tikslinga mokliškai apibrėžti VP teisės vietą Lietuvos teisės sistemoje ir suformuluoti VP teisės principus, kaip fundamentalius VP rinkos teisinio reguliavimo pagrindus.

Santykiai VP teisėje dažniausiai susiklosto tarp privačių subjektų (arba veikiančių lygiais pagrindais su privačiais subjektais). Kita vertus, nemažai teisės normų šioje teisinio reguliavimo srityje yra imperatyvios, nustatančios privalomus reikalavimus VP teisės subjektams. Dar daugiau, šiuose santykiuose yra aiškiai išreikštas valstybės interesas užtikrinti santykių stabilumą. Todėl VP teisė priskirtina prie mišrios teisės šakos, turinčios ir privatinės, ir viešosios teisės šakos požymių.

Autorius, išanalizavęs VP rinkos teisinį reguliavimą, formuluoja tris pagrindinius principus, kurių turėtų būti laikomasi reglamentuojant santykius, susiklostančius VP rinkoje:

- 1) Investuotojų teisių apsaugos principas. Pagrindinis VP teisės uždavinys yra sukurti tokį teisinį reguliavimą, kuris užtikrintų efektyvų investavimo procesą ir stabilius santykius tarp VP rinkos dalyvių, t.y. įtvirtinti teisės normas, nustatančias investuotojų teisių apsaugos mechanizmą, skatinantį juos investuoti. Tokių teisės normų tikslas yra aiškiai apibrėžti investuotojų teises ir pareigas emitentų, kitų VP savininkų ir trečiųjų asmenų atžvilgiu;
- 2) Sisteminės rizikos apribojimo principas. Tai visiškai suprantamas uždavinys, kadangi savo prigimtimi jautrioje VP rinkoje vieno emitento nesėkminga ar

neskaidri veikla gali padaryti nekompensuojamą žalą ne tik pačiai VP, bet ir visai finansų rinkai, o kartu ir valstybės ekonominiam stabilumui. Tokios rizikos kontrolė ir apribojimas pasireiškia rinkos monitoringu, kurį atlieka VPK, kapitalizacijos pakankamumo reikalavimais, keliamais emitentams, ir panašiai;

- 3) Sąžiningos, atviros ir efektyvios VP rinkos principas. Šis principas yra nelyginant viso VP rinkos teisinio reguliavimo leitmotyvas. Tai universalus siekis, išplaukiantis iš ES direktyvų, įgyvendinamų nacionaliniuose teisės aktuose. Principas apima tris svarbiausius reikalavimus – sąžiningumo, atvirumo ir efektyvumo – kurių kiekvienas turi savo turinį ir prasmę.

Šių principų turėtų būti laikomasi reglamentuojant santykius, susiklostančius VP rinkoje, interpretuojant VP teisės normas, šalinant teisės normų kolizijas ir užpildant VP rinkos teisinio reguliavimo spragas.

ŠALTINIAI

Mokslinė literatūra:

1. Allen L. Capital markets and Institutions: A Global View. New York: J. Wiley & Sons, Inc. 1997.
2. Bannock G., International Dictionary of Finance. London: The Economist Books, 1989.
3. Fisher I. The Theory of Interest. New York: Macmillan, 1930.
4. Friedman M. Program for Monetary Stability. New York: Fordham University Press, 1960.
5. Geddes R. IPOs & Equity. Oxford: Butterworth-Heimann – The Securities Institute, 2003.
6. Goodhart C., Hartmann P. Financial Regulation: why, how and where now? Bank of England. London: Routledge, 1998.
7. International Encyclopedia of the Stock Market, Volume II. London: Fitzroy Dearborn Publishers, 1999.
8. Juozapavičienė A., Išvestiniai instrumentai tarptautinėse finansų rinkose. Kaunas: leidykla „Technologija“, 2006.
9. Keynes J. M. The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan, 1936.
10. Klimavičius J., Keinys St. Dabartinės lietuvių kalbos žodynas. Vilnius: Mokslo ir enciklopedijų leidykla, 1993.
11. MacNeil I. The Law on the Financial Investment. Oxford: Hart Publishing, 2005.
12. Marshall A. Money, Credit and Commerce. London: Macmillan, 1925.
13. Mikelėnas V., Lietuvos Respublikos Civilinio kodekso komentaras. Pirmoji knyga. Bendrosios nuostatos. Vilnius: Justitia, 2001.
14. Pilbeam K. Finance and Financial Markets. New York, 2005.
15. Rose P.S. Money and Capital Markets. 3rd Edition. Homewood: R. D. Irwin, Inc. 1989.
16. Vaškelaitis V. Pinigai: Pinigų politika ir jos priemonės. Vilnius: VĮ Mokslotyros institutas, 2006.
17. Vaškelaitis V. Pinigai: Centriniai bankai ir jų funkcijos. Vilnius: VĮ Mokslotyros institutas, 2006.
18. Vaškelaitis V. Piniginiai atsiskaitymai: teorija ir praktika. Vilnius: Eugrimas, 2001.

Moksliniai straipsniai:

1. Bublienė D. Skaidrumo principas ir Nesąžiningų sąlygų direktyva. Teisė. Mokslo darbai. 58 tomas. Vilnius: Vilniaus Universitetas, 2006.
2. Markovas P. Vyriausybės vertybinių popierių platinimas. Teisė. Mokslo darbai. 55 tomas. Vilnius: Vilniaus Universitetas, 2005.
3. Markovas P. Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių sąvoka, rūšys ir apyvartos. Teisė. Mokslo darbai. 51 tomas. Vilnius: Vilniaus Universitetas, 2004.

Norminiai dokumentai:

Tarptautiniai dokumentai

1. Europos žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių apsaugos konvencija (1950 m. lapkričio 4 d.). Žinios. 1995, Nr. 40-987.
2. Tarptautinis pilietinių ir politinių teisių paktas (1966 m. gruodžio 19 d.). Žinios. 2002, Nr. 77-3288.

Europos Sąjungos direktyvos

1. 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB.
2. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.
3. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 85/611/EEB, 93/6/EEB ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2000/12/EB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 93/22/EB.
4. 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka.
5. 2003 m. lapkričio 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB.

6. 2001 m. gegužės 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2001/34/EB dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos apie tuos vertybinius popierius paskelbimo.

LR įstatymai

1. LR Konstitucija, priimta tautos referendumu 1995 m. spalio 25 d. Žinios. 1992, Nr. 33-1014.
2. LR Civilinis kodeksas Nr. VIII-1864. Žinios. 2000, Nr. 74-2262.
3. LR Civilinio proceso kodeksas Nr. IX-743. Žinios. 2002, Nr. 36-1340.
4. LR Akcinių bendrovių įstatymas Nr. VIII-1835. Žinios. 2000, Nr. 64-1914.
5. LR Atsiskaitymų baigtinumo mokėjimo ir vertybinių popierių atsiskaitymo sistemose įstatymas Nr. IX-1597. Žinios. 2003, Nr. 61-2754.
6. LR Bankų įstatymas Nr. IX-2085. Žinios. 2004, Nr. 54-1832.
7. LR Čekių įstatymas Nr. VIII-1088. Žinios. 1999, Nr. 30-852.
8. LR Finansų įstaigų įstatymas Nr. IX-1068. Žinios. 2002, Nr. 91-3891.
9. LR Finansinių priemonių rinkų įstatymas Nr. X-1024. Žinios. 2007, Nr. 17-627.
10. LR Įsakomųjų ir paprastųjų vekselių įstatymas Nr. VIII-1087. Žinios. 1999, Nr. 30-853.
11. LR Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas Nr. IX-1709. Žinios. 2003, Nr. 74-3424.
12. LR Kontroliuojančiųjų investicinių bendrovių įstatymas Nr. IX-1710. Žinios. Nr. 74-3425.
13. LR Lietuvos banko įstatymas Nr. I-678. Žinios. 1994, Nr. 99-1957.
14. LR Mokėjimų įstatymas Nr. VIII-1370. Žinios. 1999, Nr. 97-2775.
15. LR Pinigų įstatymas Nr. I-199. Žinios. 1993, Nr. 27-623.
16. LR Vertybinių popierių įstatymas Nr. X-1023. Žinios. 2007, Nr. 17-626.
17. LR Vertybinių popierių rinkos įstatymas Nr. I-1169. Žinios. 1996, Nr. 16-412. (*Negalioja*).
18. LR Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas Nr. I-1169. Žinios. 2006, Nr. 16-412. (*Negalioja*).
19. LR Valstybės skolos įstatymas Nr. I-1508. Žinios. 1996, Nr. 86-2045.

LR Vertybinių popierių komisijos norminiai dokumentai

1. Nutarimas Nr. 1K-3 “Dėl periodinės ir papildomos informacijos rengimo ir pateikimo taisyklių patvirtinimo”. Žinios. 2007, Nr. 26-979.

2. Nutarimas Nr. 1K-4 „Dėl reglamentuojamos informacijos viešo skelbimo taisyklių patvirtinimo“. Žinios. 2007, Nr. 26-980.
3. Nutarimas Nr. 1K-5 „Dėl pranešimo apie akcijų paketo įgijimą ar netekimą pateikimo taisyklių patvirtinimo“. Žinios. 2007, Nr. 26-981.
4. Nutarimas Nr. 1K-9 „Dėl oficialaus pasiūlymo cirkuliario rengimo, tvirtinimo ir oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo taisyklės“. Žinios. 2006, Nr. 80-3185.
5. Nutarimas Nr. 1K-13 „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2003 m. rugsėjo 25 d. nutarimo Nr. 15 „Dėl akcinės bendrovės „Vilniaus vertybinių popierių birža“ prekybos taisyklių“ pakeitimo“. Žinios. 2005, Nr. 65-2348.
6. Nutarimas Nr. 1K-21 „Dėl vertybinių popierių prospekto rengimo ir tvirtinimo bei informacijos atskleidimo taisyklių patvirtinimo“. Žinios. 2005, Nr. 91-3420.
7. Nutarimas Nr. 1K-3 „Dėl periodinės ir papildomos informacijos rengimo ir pateikimo taisyklių“. Žinios. 2002, Nr. 26-979.
8. Nutarimas Nr. 10 „Dėl 2002 m. rugsėjo 5 d. nutarimo Nr. 23 „Dėl vertybinių popierių ir jų cirkuliacijos apskaitos taisyklių naujos redakcijos patvirtinimo“ pakeitimo. Žinios. 2004, Nr. 104-3880.
9. Nutarimas Nr. 10 „Dėl informacijos apie emitentų esminius įvykius atskleidimo taisyklių“. Žinios. 2001, Nr. 24-814.
10. Nutarimas Nr. 17 „Dėl Nacionalinės vertybinių popierių biržos oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo Nacionalinėje vertybinių popierių biržoje taisyklių patvirtinimo“. Žinios. 1998, Nr. 47-1304.
11. Nutarimas Nr. 7 „Dėl oficialaus pasiūlymo pateikimo, registravimo ir įgyvendinimo taisyklių“. Žinios. 1998, Nr. 23-597. (*Negalioja*).
12. Nutarimas Nr. 3 „Dėl valdymo įmonių kapitalo pakankamumo reikalavimų“. Žinios. 1997, Nr. 14-458.

Lietuvos banko valdybos norminiai dokumentai

1. Nutarimas Nr. 173 „Dėl mokėjimo sistemos LITAS-RLS ir mažmeninių mokėjimų sistemos LITAS-MMS“. Žinios. 2007, Nr. 4-207.
2. Nutarimas Nr. 37 „Dėl visuomenei skelbiamos informacijos reikalavimų patvirtinimo, kai kurių Lietuvos banko valdybos nutarimų, reglamentuojančių ataskaitų pateikimo periodiškumą, pakeitimo ir kai kurių Lietuvos banko valdybos nutarimų pripažinimo netekusiais galios“. Žinios. 2005, 37-1219.
3. Nutarimas Nr. 184 „Dėl duomenų apie bankų sistemos likvidumo būklę skelbimo“. Žinios. 2004, Nr. 172-6375.

4. Nutarimas Nr. 149 „Dėl visuomenės poreikiams paimamų banko akcijų vertės nustatymo nuostatų patvirtinimo“. Žinios. 2004, 139-5094.
5. Nutarimas Nr. 112 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono nuostatų ir reikalavimų Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių aukciono dalyviams patvirtinimo“. Žinios. 2004, Nr. 107-4027.
6. Nutarimas Nr. 92 „Dėl mokėjimo ir vertybinių popierių atsiskaitymo sistemų priežiūros politikos patvirtinimo“. Žinios. 2003, Nr. 88-4011.
7. Nutarimas Nr. 84 „Dėl mokėjimo ir vertybinių popierių atsiskaitymo sistemų registravimo, duomenų tvarkymo ir skelbimo tvarkos patvirtinimo“. Žinios. 2003, Nr. 88-4010.
8. Nutarimas Nr. 119 „Dėl Vertybinių popierių pirkimo, pardavimo ir rediskontavimo Lietuvos banke taisyklių patvirtinimo“. Žinios. 2001, Nr.66-2432.
9. Nutarimas Nr. 120 „Dėl Lietuvos banko vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklių patvirtinimo“. Žinios. 2001, Nr. 66-2433.

LR Konstitucinio teismo jurisprudencija:

1. LR Konstitucinio teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio 1 dalies (2001 m. gruodžio 17 d. redakcija) atitikties Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir dėl pareiškėjo – Panevėžio miesto apylinkės teismo prašymo ištirti, ar Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių rinkos įstatymo 16 straipsnio 2 dalis (2001 m. gruodžio 17 d. redakcija) neprieštarauja Lietuvos Respublikos Konstitucijai“. Žinios. 2006, Nr. 8-284.
2. LR Konstitucinio teismo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo 4 straipsnio 2 dalies (2002 m. birželio 4 d. redakcija) atitikties Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir dėl pareiškėjo – Mažeikių rajono apylinkės teismo prašymo ištirti, ar Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo 3 straipsnio 8 dalis (2002 m. birželio 4 d. redakcija) neprieštarauja Lietuvos Respublikos Konstitucijai“. Žinios. 2005, Nr. 146-5332.
3. LR Konstitucinio teismo 2002 m. spalio 23 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos Visuomenės informavimo įstatymo 8 straipsnio ir 14 straipsnio 3 dalies atitikties Lietuvos Respublikos Konstitucijai“. Žinios. 2002, Nr. 104-4675.

4. LR Konstitucinio teismo 2000 m. spalio 18 d. nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo, Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymo 5 straipsnio 3 dalies atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir dėl Lietuvos Respublikos Seimo nutarimo „Dėl strateginio investuotojo pripažinimo“ atitikimo Lietuvos Respublikos Konstitucijai ir Lietuvos Respublikos nacionalinio saugumo pagrindų įstatymui“. Žinios. 2000, Nr. 88-2724.

Užsienio valstybių norminiai dokumentai ir teismų sprendimai:

1. JAV Vertybinių popierių biržų aktas. 1934 m. (Securities Exchange Act of 1934).
2. JAV Vertybinių popierių aktas. 1933 m. (Securities Act of 1933).
3. Prancūzijos Kasacinio Teismo 1997 m. balandžio 29 d. sprendimas.
4. Vokietijos Federacijos Konstitucinio Teismo 1994 m. spalio 28 d. sprendimas.
5. Vokietijos Federacijos Aukščiausiojo Federacinio Teismo 1962 m. rugpjūčio 7 d. sprendimas.

Nuorodos internete:

1. Tarptautinės Vertybinių popierių komisijų organizacijos vertybinių popierių reguliavimo tikslų ir principų rinkinys.
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf>
2. JAV Vertybinių popierių ir apyvartos komisija. Teisės aktų duomenų bazė.
<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/33act/index1933.shtml>
<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/34act/index1934.shtml>
3. Seimo kanceliarijos Teisės departamento išvada.
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_1?p_id=218841
4. Seimo Teisės ir teisėtvarkos komiteto išvada.
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_1?p_id=221810
5. Vokietijos Federacinio Konstitucinio teismo duomenų bazė.
<http://www.bundesverfassungsgericht.de/en/decisions.html>
6. Prancūzijos Kasacinio teismo duomenų bazė.
<http://www.courdecassation.fr>

Kiti šaltiniai:

1. Seimo narių grupės kreipimasis į LR Konstitucinę teisimą su prašymu Nr. 1B-55/2006 ištirti, ar 2006 m. birželio 22 d. priimto Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių rinkos įstatymo 2, 6, 7, 13, 14, 17, 18, 19, 19¹, 40, 45, 52, 61 straipsnių pakeitimo ir papildymo, įstatymo papildymo trečiuoju¹ skirsniu ir įstatymo priedo papildymo įstatymo (Nr.X-714) 19 straipsnio "Privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas" 1 dalis atitinka Lietuvos Respublikos Konstitucijos 23, 46 ir 48 straipsnius.
2. LR Vertybinių popierių komisijos 2006 m. veiklos ataskaita.
3. LR Vertybinių popierių komisijos 2005 m. veiklos ataskaita.
4. LR Vertybinių popierių komisijos 2004 m. veiklos ataskaita.
5. LR Vertybinių popierių komisijos 2003 m. veiklos ataskaita.
6. LR Vertybinių popierių komisijos 2002 m. veiklos ataskaita.
7. LR Vertybinių popierių komisijos 2001 m. veiklos ataskaita.
8. LR Vertybinių popierių komisijos 2000 m. veiklos ataskaita.
9. LR Vertybinių popierių komisijos 1999 m. veiklos ataskaita.
10. LR Vertybinių popierių komisijos 1998 m. veiklos ataskaita.

NAUDOJAMOS SĄVOKOS

Antrinė vertybinių popierių apyvarta – siūlymas įsigyti vertybinių popierių ir jų perleidimas, pasibaigus pirminei vertybinių popierių apyvartai.

Esminis įvykis – su emitento veikla susijęs ir jam žinomas ar privalomas žinoti įvykis, galintis turėti didelį poveikį jo išleistų vertybinių popierių rinkos kainai.

Investuotojas – asmuo, nuosavybės teise turintis vertybinių popierių arba ketinantis jų įsigyti.

Kolektyvinio investavimo subjektas – investicinis fondas ar investicinė bendrovė.

Pirminė vertybinių popierių apyvarta – siūlymas įsigyti vertybinių popierių ir jų perleidimas išleidimo metu.

Privalomas oficialus siūlymas – asmens, įgijusio akcijų, suteikiančių daugiau kaip 40 procentų balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, vertybinių popierių savininkams teikiamas privalomas viešas siūlymas supirkti likusius balsavimo teisę suteikiančius tos bendrovės išleistus vertybinius popierius ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Prospektas – investuotojams ir visuomenei skirtas dokumentas, kuriame pateikiama pagrindinė informacija apie emitentą ir jo viešai siūlomus arba į prekybą reguliuojamoje rinkoje įtraukiamus vertybinius popierius.

Reguliuojama rinka – rinkos operatoriaus valdoma ir (arba) administruojama nuolat veikianti daugiašalė licencijuota sistema, kurioje pagal neleidžiančias veikti savo nuožiūra taisykles palengvinama suderinti arba yra suderinami trečiųjų asmenų ketinimai pirkti ir parduoti finansines priemones, sąlygojantys sandorių dėl finansinių priemonių, kurios įtrauktos į prekybą šioje sistemoje ir (arba) kuriomis prekiaujama pagal šios sistemos taisykles, sudarymą.

Savanoriškas oficialus siūlymas – asmens nuožiūra ir jo nustatytais sąlygomis vertybinių popierių savininkams teikiamas viešas siūlymas supirkti visus balsavimo teisę suteikiančius bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, išleistus vertybinius popierius ar jų dalį ir (arba) vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius.

Sisteminė rizika – tikimybė, kad vienos finansų maklerio įmonės, kredito įstaigos ar investuotojo nemokumas turės neigiamos įtakos daugelio finansų maklerio įmonių, kredito įstaigų ar investuotojų interesams.

Viešai neatskleista informacija – tiesiogiai ar netiesiogiai su vienu ar 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. Asmenų, vykdančių pavedimus dėl finansinių priemonių, atžvilgiu viešai neatskleista informacija taip pat yra kliento suteikta tikslaus pobūdžio informacija, susijusi su jo pavedimais, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi su vienu ar keliais emitentais ar finansinėmis priemonėmis, kurios atskleidimas gali turėti didelės įtakos šių finansinių priemonių ar su jomis susietų išvestinių priemonių kainai.

Vertybinių popierių – dokumentai, patvirtinantys jų išleidusio asmens (emitento) įsipareigojimus šio dokumento turėtojui.

Vertybinių popierių emitentas – asmuo, siūlantis leisti ar leidžiantis savo vertybinius popierius.

Vertybinių popierių rinka – vieta, kurioje vyksta organizuota prekyba vertybiniais popieriais.

Vertybinių popierių viešas siūlymas – bet kuria forma ir bet kuriomis priemonėmis atliekamas kreipimasis į asmenis, siūlant vertybinius popierius ir pateikiant informacijos apie tokio siūlymo sąlygas ir siūlomus vertybinius popierius tiek, kad ja remdamasis investuotojas galėtų priimti sprendimą įsigyti ar pasirašyti siūlomus vertybinius popierius.

Vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkas – finansų maklerio įmonė ar kredito įstaiga, turinčios teisę teikti investicines paslaugas.

Vertybinių popierių emisija – vertybinių popierių, suteikiančių jų savininkams vienodas turtines ir neturtines teises, išleidimas.

Siūlomos naudoti sąvokos:

Privalomas smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimas – asmens, įgijusio akcijų, suteikiančių ne mažiau kaip 95 procentų balsų bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime, teikiamas privalomas reikalavimas visiems kitiems emitento akcininkams parduoti jų turimus vertybinius popierius.

Vertybinių popierių turtas, kurį sudaro visuma tam tikru būdu užfiksuotų ir emitento įsipareigojimus atitinkančių teisių, kurios gali būti perleistos vadovaujantis įstatymais, nusistovėjusia praktika ar papročiais.

INVESTUOTOJŲ TEISĖS Į INFORMACIJĄ ĮGYVENDINIMAS - PAGRINDINĖ EMITENTŲ ATSKLEIDŽIAMA INFORMACIJA.

Vartojamos santrumpos:

ABĮ – LR Akcinių bendrovių įstatymas Nr. VIII-1835. Žinios. 2006, Nr. 77-2964.

Prospektų direktyva - 2003 m. lapkričio 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies pakeičianti Direktyvą 2001/34/EB.

Skaidrumo direktyva - 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB.

VPI – LR Vertybinių popierių įstatymas Nr. X-1023. Žinios. 2007, Nr. 17-626

VPK – LR Vertybinių popierių komisija.

VPK nutarimas dėl oficialaus pasiūlymo - LR Vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 1K-9 „Dėl oficialaus pasiūlymo cirkuliario rengimo, tvirtinimo ir oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo taisyklės“. Žinios. 2006, Nr. 80-3185.

VPK nutarimas dėl prospektų - LR Vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 1K-21 „Dėl vertybinių popierių rengimo ir tvirtinimo bei informacijos atskleidimo taisyklių patvirtinimo“. Žinios. 2005, Nr. 91-3420.

VPK nutarimas dėl informacijos – LR Vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 1K-3 „Dėl periodinės ir papildomos informacijos rengimo ir pateikimo taisyklių“. Žinios. 2002, Nr. 26-979.

VVPB – Vilniaus vertybinių popierių birža.

Skelbiamas dokumentas	Kokiomis aplinkybėmis	Skelbimo subjektas	Adresatas	Terminai
METINĖ INFORMACIJA				
Pranešimas apie šaukiamą eilinį visuotinį akcininkų susirinkimą (įskaitant susirinkimo datą, laiką darbotvarę, kt.)⁴³.	Susirinkimas turi įvykti kasmet ne vėliau kaip per 4 mėnesius nuo finansinių metų pabaigos.	Asmuo (organas, institucija), priėmęs sprendimą sušaukti susirinkimą.	Akcininkai. Skelbiama bendrovės įstatuose nurodytame dienraštyje arba įteikiamas pasirašytinai ar siunčiamas registruotu laišku.	Ne vėliau kaip likus 30 dienų iki susirinkimo dienos.
Pranešimas akcininkams apie susirinkimo darbotvarkės pakeitimą⁴⁴.	Pakeitus darbotvarkę.	Asmuo, priėmęs sprendimą sušaukti susirinkimą.	Akcininkai.	Ne vėliau kaip likus 10 dienų iki susirinkimo.
Dokumentai, susiję su susirinkimo darbotvarke, įskaitant sprendimų projektus bei susirinkimo iniciatorių valdybai	Šaukiant visuotinį akcininkų susirinkimą.	Asmuo, priėmęs sprendimą sušaukti susirinkimą.	Bendrovės patalpose arba registruotu laišku.	Ne vėliau kaip likus 10 dienų iki susirinkimo.

⁴³ ABĮ 26 str. 1-3 d.

⁴⁴ ABĮ 25 str. 5 d.

(bendrovės vadovui) pateiktą paraišką⁴⁵.				
Pranešimas apie šaukiamą pakartotinį akcininkų susirinkimą⁴⁶.	Neįvykus visuotiniam akcininkų susirinkimui dėl kvorumo nebuvimo.	Asmuo, priėmęs sprendimą sušaukti susirinkimą.	Akcininkai.	Ne vėliau kaip likus 5 dienoms iki pakartotinio susirinkimo dienos.
Metinė informacija – prospektas-ataskaita, kurios neatskiriama dalis yra finansinė atskaitomybė ir nepriklausomo auditoriaus išvados⁴⁷.	Atskaitingas emitentas (kurio vertybiniai popieriai yra įregistruoti VPK; visos akcinės bendrovės).	Bendrovės administracija.	Pateikti VPK; pateikti VVPB (jeigu VP yra įtraukti į VVPB sąrašus); paskelbti viešai, kur ir kada galima susipažinti su ataskaitomis, arba paskelbti jų tekstą visuomenės informavimo priemonėje, jeigu emitento vertybiniai popieriai įtraukti į VVPB sąrašus.	Ne vėliau kaip per 1 mėnesį nuo eilinio (ataskaitinio) visuotinio akcininkų susirinkimo.
Visuotinio akcininkų susirinkimo protokolas⁴⁸.	Akcininkui pareikalavus raštu.	Bendrovės administracija.	Akcininkai.	Ne vėliau kaip per 7 dienas nuo reikalavimo gavimo dienos.
PUSMEČIO INFORMACIJA				
Pusmečio veiklos ataskaita, kurioje, be kita ko, pateikiama informacija apie įstatinį kapitalą, akcininkų skaičių ir duomenys apie akcininkus, turinčius ar valdančius daugiau kaip 5 % įstatinio kapitalo, finansinę padėtį, esminius įvykius⁴⁹.	Jeigu emitento bent vienos klasės vertybiniai popieriai yra įtraukti į VVPB prekybos sąrašą (-us).	Bendrovės administracija.	Pateikti VPK; pateikti VVPB (jeigu VP yra įtraukti į VVPB sąrašus); paskelbti viešai, kur ir kada galima susipažinti su ataskaitomis, arba paskelbti jų tekstą visuomenės informavimo priemonėje, jeigu emitento vertybiniai popieriai įtraukti į VVPB sąrašus.	Ne vėliau kaip per 2 mėnesius pasibaigus einamųjų emitento finansinių (ūkinių) metų pirmajam pusmečiui.
KETVIRTINĖ INFORMACIJA				
Ketvirčio veiklos ataskaita, kurioje, be kita ko, pateikiama informacija apie įstatinį kapitalą (siauresnės apimties, nei pusmečio ataskaitoje), akcininkų skaičių ir duomenys apie akcininkus, turinčius ar valdančius daugiau kaip 5 % įstatinio kapitalo,	Jeigu emitento bent vienos klasės vertybiniai popieriai yra įtraukti į oficialųjį VVPB prekybos sąrašą.	Bendrovės administracija.	Pateikti VPK; pateikti VVPB (jeigu VP yra įtraukti į VVPB sąrašus); paskelbti viešai, kur ir kada galima susipažinti su ataskaitomis, arba paskelbti jų tekstą visuomenės informavimo priemonėje, jeigu emitento vertybiniai popieriai įtraukti į	Ne vėliau kaip per 1 mėnesį nuo atitinkamo emitento finansinių (ūkinių) metų ketvirčio (pirmo, trečio) pabaigos.

⁴⁵ ABĮ 26 str. 7 d.

⁴⁶ ABĮ 26 str. 4 d.

⁴⁷ Skaidrumo direktyva 4 str. 1 d., VPĮ 20 str. 1 d., 21 str. 4 d., VPK nutarimas dėl informacijos (II skirsnio 9. p.).

⁴⁸ ABĮ 29 str.

⁴⁹ Skaidrumo direktyva 5 str. 1 d., VPĮ 22 str., VPK nutarimas dėl informacijos (IV skirsnio 17 p.).

finansinę padėtį, esminius įvykius⁵⁰.			VVPB sąrašus.	
EINAMOJI INFORMACIJA				
Pranešimas apie akcijų paketo įsigijimą ar netekimą⁵¹.	Įgijus 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 ir 95 procentus balsų. Taikoma ir tuo atveju, kai nurodytos ribos peržengiamos didėjimo ar mažėjimo tvarka.	Asmuo, įgijęs ar netekęs atitinkamo balsų skaičiaus.	VPK, emitentas.	Nedelsiant, bet ne vėliau kaip per 4 prekybos dienas.
Emitento pranešimas apie savo akcijų įsigijimą ar netekimą⁵².	Emitentui įsigijus ar perleidus 5 arba 10 procentų savo akcijų.	Bendrovės administracija.	VPK; paskelbti viešai VPI 28 straipsnio nustatyta tvarka.	Ne vėliau kaip per 4 prekybos dienas VPI 28 straipsnio nustatyta tvarka viešai paskelbti, patalpinti Centrinėje reglamentuojamos informacijos bazėje ir pranešti Vertybinių popierių komisijai apie turimų akcijų santykinį kiekį.
KITI PRANEŠIMAI				
Bendrovės veiklos ataskaita, įskaitant bendrovės įstatus, metinę finansinę atskaitomybę, auditoriaus išvadas ir ataskaitas, akcininkų sąrašus, kt⁵³.	Akcininkui raštu pareikalavus.	Bendrovės administracija.	Akcininkai.	Ne vėliau kaip per 7 dienas nuo reikalavimo gavimo dienos.
Visi bendrovės dokumentai⁵⁴.	Akcininkui (jų grupei), valdantiems daugiau kaip ½ akcijų pateikus rašytinį išsipareigojimą neatskleisti komercinės (gamybinės) paslapties.	Bendrovės administracija.	Akcininkai.	Ne vėliau kaip per 7 dienas nuo reikalavimo gavimo dienos.
Prospekto paskelbimas⁵⁵.	Vertybinius popierius viešai siūlant arba ištraukiant į prekybą reguliuojamoje rinkoje.	Bendrovės administracija.	Prospektą pateikti VPK; viešai paskelbti VPI 9 straipsnyje nustatyta tvarka ir patalpinti Centrinėje reglamentuojamos informacijos bazėje.	Nedelsiant (bet ne vėliau kaip pradėdant viešą siūlymą ar ištraukimą į prekybą reguliuojamoje rinkoje) prospektą viešai paskelbti VPI 9 straipsnyje

⁵⁰ VPI 22 str., VPK nutarimas dėl informacijos (IV skirsnio 20.4 p).

⁵¹ Skaidrumo direktyva 9 str. 1 d., VPI 23 str.

⁵² Skaidrumo direktyvos 14 str. 1 d., VPI 25 str.

⁵³ ABĮ 18 str. 1 d.

⁵⁴ ABĮ 18 str. 1 d.

⁵⁵ VPI 5 str. 1, 4 d., VPK nutarimas dėl prospektų (5, 6 p.).

				nustatyta tvarka ir tuo pačiu metu patalpinti Centrinėje reglamentuojamos informacijos bazėje.
Oficialaus pasiūlymo paskelbimas⁵⁶.	Asmeniui, veikiančiam savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, įgijus akcijas, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų turimu akcijų paketu suteikia bendrovėje daugiau kaip 40 procentų balsų.	Asmuo, savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis įgijęs minėtą balsų skaičių.	VPK patvirtinto cirkuliario kopiją pateikti bendrovei ir viešai paskelbti cirkuliario santrauką.	Ne vėliau kaip per 3 darbo dienas nuo cirkuliario patvirtinimo.
KIITI PRANEŠIMAI, PRIKLAUSOMAI NUO ĮVYKIO: pasikeitimai įstatiniame kapitale, kitų vertybinių popierių (ne akcijų) išleidimas, reorganizavimas, jungimas, skaidymas, likvidavimas, kt.				

⁵⁶ VPĮ 31 str. 1 d., VPK nutarimas dėl oficialaus pasiūlymo (5 p.).

VERTYBINIAI POPIERIAI, JŲ ĮVAIROVĖ IR SUTEIKIAMOS TEISĖS

(Santrauka)

Lietuvos vertybinių popierių rinka, pradėjusi formuotis vos prieš gerą dešimtmetį, šiuo metu yra įgijusi bene didžiausią vystymosi pagreitį. Per trumpą laikotarpį buvo sukurta sudėtinga ir savarankiška visuomeninių santykių sistema ir šių santykių teisinio reguliavimo mechanizmas. Atitinkamai šio darbo tema buvo pasirinkta suvokiant didžiulį ir, galima teigti, neišsemiamą vertybinių popierių rinkos potencialą.

Darbe kritinės ir lyginamosios analizės pagalba siekiama įvertinti teorinius vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo pagrindus bei pažvelgti į praktinius vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo aspektus ir reguliavimo problematiką. Darbo analizė apima keletą krypčių:

- Tiriama vertybinių popierių sąvoka, formuluojami vertybinių popierių požymiai, pateikiami pagrindiniai vertybinių popierių klasifikaciniai požymiai, padedantys geriau suvokti atskirų vertybinių popierių rūšių esmę ir paskirtį;
- Analizuojama vertybinių popierių rinką reguliuojančių teisės aktų sistema bei teisiškai pagrindžiamas vertybinių popierių teisės, kaip savarankiškos teisės šakos Lietuvos teisės sistemoje, egzistavimas, nustatoma vertybinių popierių teisės vieta teisės sistemoje bei formuluojami specialūs šiai teisės šakai būdingi teisės principai;
- Įvertinama investuotojų teisė į informaciją, kuri yra pateikiama kaip visaapimanti taisyklė-principas, užtikrinantis atvirą, sąžiningą ir efektyvią vertybinių popierių rinką;
- Analizuojami nemažai teisinės polemikos ir diskusijų sulaukę privalomo oficialaus pasiūlymo ir privalomo akcijų pardavimo institutai, kurie yra pakankamai nauji reiškiniai ne tik Lietuvos nacionalinėje, bet ir Europos Sąjungos teisėje. Darbe tiriama šių institutų samprata ir teisinė prigimtis, susiformavimo prielaidos, taikymo sąlygos ir apribojimai, o taip pat institutų konstitucingumas ir santykis su akcininkų teisėmis ir teisėtais interesais. Šiuo tikslu yra įvertinamos institutų atsiradimo priežastys, taikymo patirtis užsienio valstybių teisėje, taip pat tiriami užsienio valstybių ir Lietuvos nacionalinių teismų sprendimai, susiję su institutų taikymu, bei analizuojamas institutų teisinio reguliavimo mechanizmas.

THE VARIETY OF SECURITIES AND RIGHTS OBTAINED BY SECURITIES' OWNERS

(Summary)

The Lithuanian securities market began its development just before the decade and is now already in a stage of enormous acceleration. Consequently, an elaborate system of relations as well as sophisticated mechanism of legal regulation was created through a short period of time. Therefore, the subject of this work was chosen in accordance with the abovementioned circumstances.

This work aims to examine, by critical and comparative analysis, the theoretic fundamentals of the securities market as well as to take a glance at the practical aspects of regulation of securities market and the problematical issues of regulation. The author analyses the following issues:

- Examines the definition of securities, formulates the features of securities, determines the initial classifying characteristics which may assist in perceiving the essence and purposes of securities;
- Analyses the system of regulation of securities market, defines securities law as a separate and independent branch in the system of Lithuanian law, identifies its position in the system of regulation and formulates critical and essential principles of securities law;
- Investigates investors' right to information and determines the right to information as a ground and basement of fair, efficient and transparent securities market;
- Explores institutes of squeeze-out and mandatory bid which are new to the Lithuanian law as well as to the law of European Union and which raise numerous discussions among the academics of the law. The author examines the concept and legal nature of institutes, premises of formation, terms and restrictions of application, constitutionality of institutes and relations with the rights and interests of shareholders. Additionally, the author analyses the rise of the abovementioned institutes, investigates practice of application in foreign jurisdictions, studies the jurisprudence of national and foreign courts and explores the mechanism of regulation of squeeze-out and mandatory bid institutes.