Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Privatinės teisės katedra

Pauliaus Dabulskio
V kurso, komercinės teisės
studijų šakos studento

Magistro darbas

Smulkiųjų akcininkų interesų apsauga bendrovės įsigijimo ar perėmimo atveju

Vadovas: doc. dr. Paulius Miliauskas

Recenzentas: partnerystės doc. Gintautas Bartkus

Vilnius

2019

TURINYS

TURINYS 1
ĮVADAS 2
1. BENDROVIŲ ĮSIGIJIMŲ BEI PERĖMIMŲ APŽVALGA 8
1.1. Bendrovių įsigijimų bei perėmimų samprata 8
1.2. Priežastys, lemiančios sprendimus įsigyti ar perimti bendrovę 10
2. SMULKIOJO AKCININKO SAMPRATA 14
2.1. Smulkiojo akcininko sampratos problematika 14
2.2. Poreikis specifinei smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai 15
3. EGZISTUOJANTIS TEISINIS REGLAMENTAVIMAS, SKIRTAS SMULKIŲJŲ AKCININKŲ INTERESŲ APSAUGAI UŽTIKRINTI 19
3.1. Pareiga teikti privalomąjį oficialų siūlymą 20
3.2. Teisingos kainos standartas ir jos mokėjimo reikalavimai 27
3.3. Privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas 31
3.4. Pasiūlymą gaunančios bendrovės valdybos įpareigojimai 37
4. VALDYMO ORGANŲ ĮGALIOJIMAI PERĖMIMŲ PROCESUOSE 40
4.1. Esminės rizikos, susijusios su valdybos įgalinimu 41
4.2. Delavero valstijos pavyzdys ir Europos Sąjungos perėmimų reglamentavimas 43
4.3. Apibendrinimas 46
IŠVADOS 50
ŠALTINIŲ SĄRAŠAS 51
SANTRAUKA 59
SUMMARY 60

ĮVADAS

Darbo aktualumas ir problematika. Tiek teorinis, tiek praktinis nagrinėjamos temos aktualumas labiausiai pasireiškia teisiniame bei ekonominiame kontekstuose. Manytina, jog tinkamas smulkiųjų ir stambiųjų bendrovės akcininkų interesų balansas yra esminė sąlyga, reikalinga ne tik sklandžiam kiekvienos bendrovės funkcionavimui, bet ir visoms valstybėms, norinčioms pasižymėti išsivysčiusia, dinamiška ir stipria vertybinių popierių rinka bei patrauklia investicine aplinka.[1] Neatsitiktinai šiuolaikinėje bendrovių teisėje stiprinama akcininkų interesų apsauga, siekiama sukurti teisinę aplinką, sudarančią prielaidas efektyviai realizuoti akcininko teises bei veiksmingai jas ginti.[2] Pažymėtina, jog šiame darbe nagrinėjamų esminių institutų, skirtų smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai užtikrinti, reglamentavimas Lietuvos teisės doktrinoje[3] apibūdinamas kaip nepakankamai išsamus, keliantis abejonių, taip pat pripažįstama, jog nacionalinių teismų praktika, dėl sąlyginai naujo reglamentavimo, nagrinėjamame kontekste yra tik pirminėje formavimosi stadijoje. Investuotojų asociacijos nuomone,[4] smulkiųjų akcininkų teisės Lietuvoje – beveik neginamos, o tai daro reikšmingą įtaką šalies kapitalo rinkai.

Kita vertus, kai pripažįstama, jog bent minimali smulkiųjų akcininkų interesų apsauga yra būtina siekiant turėti stiprią vertybinių popierių rinką, taip pat užtikrinti akcininkų lygiateisiškumo principą, įtvirtintą Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo[5] (toliau – „**ABĮ**") 3 straipsnio 2 dalyje (esant toms pačioms aplinkybėms, visi tos pačios klasės akcijų savininkai turi vienodas teises ir pareigas), negalima užmiršti ir to, kad perdėtas smulkiųjų akcininkų interesų saugojimas gali iškraipyti bendrovės dalyvių interesų balansą, kadangi teisių smulkiesiems akcininkams suteikimas neišvengiamai sąlygoja stambiųjų akcininkų bei kitų asmenų padėties kitimą.[6] Tokiu atveju stambieji arba

---

[1] GUILLÉN, M. F.; ir CAPRON, L. *The Value of Protecting Minority Shareholders in the Market* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. sausio 13 d.]. Prieiga per internetą: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-value-of-protecting-minority-shareholders-in-themarket>

[2] MIKALONIENĖ, Lina. *Užd arosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*: monografija. Vilnius: Registrų centras, 2015, p. 7.

[3] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016, p. 6-7.

[4] Investuotojų asociacija prašo netvirtinti nesąžiningos "Klaipėdos baldų" akcijų supirkimo kainos. [interaktyvus]. 2014 m. sausio 6 d [žiūrėta 2019 m. kovo 5 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.investuotoju.lt/pranesimai/investuotoju-asociacija-praso-netvirtinti-nesaziningos-klaipedos-baldu-akciju-supirkimo-kainos/?fbclid=IwAR1k3xfwTJi75dxYGazKJVeQXeOrKdfiLnnIbtMXMUTogJ0ykrKSnDy86Bs>

[5] Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas. *Valstybės žinios*, 2000-07-31, Nr. 64-1914.

[6] BELLOC, Filippo. *Law, finance and innovation: the dark side of shareholder protection* [interaktyvus]. Cambridge Journal of Economics 37: Cambridge, 2013, p. 23 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1452743>

kontroliuojantys akcininkai, kurių investicijos, indėlis į bendrovę yra didžiausias, galimai atsiduria nepageidautinoje padėtyje.

Dėl aukščiau išvardintų priežasčių, autoriaus nuomone, pagrindinis įstatymų leidėjo tikslas nagrinėjamame kontekste yra atrasti tinkamą interesų balansą tarp smulkiųjų ir stambiųjų bendrovės akcininkų bei kitų suinteresuotų asmenų ir sukurti tinkamą bei proporcingą reglamentavimą, užtikrinantį šių teisinių santykių stabilumą bei teisingumą.

Pažymėtina, jog smulkių akcininkų interesų apsaugos kontekste viršnacionaliniu, Europos Sąjungos mastu bene svarbiausią vaidmenį pastaraisiais metais atliko Europos Komisija – 2003 m. paskelbtas komunikatas dėl bendrovių teisės harmonizavimo ir bendrovių valdymo[7]; 2007 m. atlikta studija susijusi su proporcingumu tarp nuosavybės ir valdymo Europos Sąjungos listinguojamose bendrovėse[8], kurioje aptariamos galimybės užtikrinti smulkiųjų akcininkų teises; 2012 m. išleista studija apžvelgianti esmines akcininkų teises ir pareigas[9]; 2016 m. paskelbta ribotos apimties studija[10] dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos reglamento dėl koncentracijų tarp įmonių kontrolės[11] prasme. Naujausia Europos Komisijos studija paskelbta 2018 m. sausio mėn. dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos.[12] Ja buvo siekiama identifikuoti, analizuoti ir palyginti visų Europos Sąjungos valstybių narių teisinę bazę, susijusią su smulkiųjų akcininkų apsauga bei, pasitelkiant valstybių narių teisės praktikus ir mokslo atstovus, įvertinti tokios teisinės bazės efektyvumą svarstant dėl tolesnio Europos Sąjungos bendrovių teisės harmonizavimo. Manytina, jog toks Europos Komisijos aktyvumas smulkiųjų akcininkų apsaugos srityje iliustruoja nagrinėtinos temos svarbą ne tik nacionaliniu mastu, tačiau ir visai Europos Sąjungos vidaus rinkai.

Smulkiųjų akcininkų apsauga šiame magistro darbe analizuojama būtent bendrovių įsigijimų bei susijungimų procesuose dėl kelių priežasčių. Pirma, per pastaruosius

---

[7] Europos Komisija. *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Modernising Company Law and enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Brussels, 2003. Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52003DC0284>

[8] Europos Komisija *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative legal Study* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2007. Prieiga per internetą: <http://www.ecgi.org/osov/documents/study_report_en.pdf>

[9] Europos Parlamentas. *Rights and obligations of shareholders. National regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency: Study* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2012. Prieiga per internetą: <http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL-JURI_ET(2012)462463>

[10] Europos Komisija. *Support Study for impact assessment concerning the review of Merger Regulation regarding minority shareholdings* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2016. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/KD0416839ENN.pdf>

[11] 2004 m. sausio 20 d. Tarybos reglamentas (EB) Nr. 139/2004 dėl koncentracijų tarp įmonių kontrolės (EB Susijungimų reglamentas).

[12] Europos Komisija; TGS Baltic. *Study on Minority Shareholders Protection* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2018. Prieiga per internetą: <https://publications.europa.eu/lt/publication-detail/-/publication/1893f7b8-93a4-11e8-8bc1-01aa75ed71a1>

aštuonerius metus, t.y. būtent pokriziniu laikotarpiu, Baltijos šalių ekonominis augimas yra akivaizdžiai teigiamas ir tai atsispindi rekordiniais bendrovių įsigijimų sandorių rodikliais – sandorių skaičius, lyginant su 2017 metais, išaugo 43%, o sandorių vertė net 320%.[13] Antra, būtent minėtų procesų metu smulkieji bendrovių akcininkai atsiduria pavojuje, kadangi iš esmės kinta arba gali kisti sąlygos, kurioms esant jie tapo akcininkais – pasikeičia jų verslo partneriai, ateities perspektyvos tampa mažiau aiškios, nežinoma kaip bendrovė bus valdoma toliau ir kokios bus jos strateginės kryptis. Kaip šiame darbe bus nagrinėjama toliau, tokiose situacijose atsidūrę akcininkai susiduria su problemomis, susijusiomis su pasitraukimu iš atliktos investicijos ir jo įgyvendinimu, taip pat tokio pasitraukimo sąlygomis ir kitais aspektais, o šių teisinių santykių neapibrėžtumas yra vienas iš veiksnių, lemiančių atitinkamos vertybinių popierių rinkos nepatrauklumą galimiems investuotojams.

Darbo naujumas. Smulkiųjų bendrovių akcininkų tematika Lietuvos Respublikos teisės doktrinoje yra nagrinėta keleto autorių. Smulkiųjų akcininkų padėtis privalomo oficialaus pasiūlymo metu, nors ir epizodiškai, tačiau buvo analizuojama Vytauto Šenavičiaus[14] disertacijoje, taip pat Giedrės Ringienės[15] bei Simonos Miliauskaitės[16] magistriniuose darbuose. Tuo tarpu Feliksas Miliutis savo disertacijoje[17] analizavo privalomojo akcijų pardavimo reglamentavimą akcininkų teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu. Pažymėtina, jog dr. Linos Mikalonienės monografija *„Uždarosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai“*[18] šiame kontekste santykinai yra taip pat aktuali dėl sisteminės akcininkų turimų teisių analizės, šių teisių sampratos bei reikšmės.

Visgi, autoriaus nuomone, visuose aukščiau išvardintuose moksliniuose darbuose arba fragmentiškai apžvelgiami pavieniai bendrovių perėmimų reglamentavimo bei akcininkų turimų teisių ir jų gynimo aspektai, arba, minėtos monografijos atveju, analizuojamos tik uždarųjų akcinių bendrovių, o ne listinguojamų bendrovių (kas, kaip

[13] Mergermarket; Ellex. *Baltic M&A Monitor 2019* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.mergermarket.com/info/baltic-ma-monitor-2019>

[14] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas:* daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016.

[15] RINGIENĖ, Giedrė. *Ar Privalomo Oficialaus Siūlymo Supirkti Visas Emitento Akcijas Priverstinio įgyvendinimo Priemonės, Numatytos Lietuvos Respublikos Teisės Aktuose, Užtikrina Veiksmingą Smulkiųjų Akcininkų Teisių Apsaugą?:* magistro darbas. Kaunas: Vytauto Didžiojo Universitetas, 2015

[16] MILIAUSKAITĖ, Simona. *Oficialus Siūlymas Dėl Nuosavybės Vertybinių Popierių: Lyginamieji Aspektai:* magistro darbas. Vilnius: Vilniaus Universitetas, 2015.

[17] MILIUTIS, F. Privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2014.

[18] MIKALONIENĖ, Lina. *Uždarosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*: monografija. Vilnius: Registrų centras, 2015.

žinia, nulemia ir visai kitų institutų taikymą), akcininkų turimos teisės, taip pat stokojama sisteminės analizės būtent bendrovių įsigijimų ar perėmimų procesų atveju.

Kalbant apie valdymo organų teises bei pareigas akcininkų visumos atžvilgiu bendrovių įsigijimų ar perėmimų procesų kontekstuose, darbo autoriaus žiniomis, minima tematika Lietuvos Respublikos teisės doktrinoje arba nėra aptarta arba yra aptarta fragmentiškai.[19]

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta aukščiau, manytina, jog šio magistro darbo naujumas ir originalumas pasireiškia analizuojant sąlyginai mažai, nesistemiškai arba, vietomis, apskritai Lietuvos teisės mokslininkų netirtą problematiką. Negana to, net tais atvejais, kai Lietuvos teisės doktrinoje ir analizuojama nagrinėtina tematika, kai kurie autoriai pateikia siūlymus, kurie, autoriaus nuomone, yra nepriimtini ir žalingi smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai. Būtent dėl to šia apimtimi yra tikslinga plėtoti akademinį diskursą. Manytina, jog temos atskleidimas prisidėtų prie gilesnės smulkiųjų bendrovių akcininkų teisių analizės, efektyvesnio jų interesų gynimo bei, žinoma, šalies konkurencingumo investicine prasme.

Darbo tikslas yra išnagrinėti ir įvertinti egzistuojančias smulkiųjų bendrovių akcininkų interesų apsaugos galimybes, identifikuoti potencialias problemas, kylančias bendrovių įsigijimų ir perėmimų procesų metų, taip pat, atsižvelgiant į kitų analizuojamų jurisdikcijų praktikas, įvertinti alternatyvius būdus tokioms problemoms spręsti ir paskatinti tolesnę akademinę diskusiją nagrinėjamais aspektais.

Darbo uždaviniai. Atsižvelgiant į keliamus tikslus, darbo autorius išskiria šiuos pagrindinius darbo uždavinius:

1) identifikuoti bendrovių įsigijimų ar perėmimų procesų metu smulkiesiems bendrovių akcininkams kylančias esmines rizikas;
2) ištirti ir identifikuoti poreikį specifinei smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai bendrovių įsigijimų ar perėmimų atveju;
3) ištirti galimus smulkiųjų akcininkų teisių gynimo būdus, jų taikymo efektyvumą bei problematiką pagal Lietuvos Respublikos ir Europos Sąjungos reglamentavimą;
4) išanalizuoti kaip analogiškose situacijose smulkiųjų akcininkų interesai ginami kitose jurisdikcijose, padaryti prielaidas dėl aplinkybių, sąlygojusių reglamentavimo skirtumus tose jurisdikcijose ir Lietuvos Respublikoje;

[19] Jau minėtoje dr. Vytauto Šenavičiaus disertacijoje trumpai aprašomas dabartinis Lietuvos Respublikos teisinis reglamentavimas nagrinėtinu aspektu bei pateikiamos kelios įžvalgos, kurios, be kita ko, taip pat bus vertinamos šio magistro darbo ketvirtajame skyriuje.

5) atsižvelgiant į aukščiau minėtas analizes, įvertinti nagrinėjamų institutų, skirtų smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai bendrovių perėmimų ir įsigijimu atveju, taikymo efektyvumą bei pasiūlyti galimus problemų sprendimo būdus.

Darbo objektas – smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos Lietuvos Respublikoje analizė bendrovių, kurių akcijomis viešai prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, įsigijimų ir perėmimų atveju.

Šiuo darbu nėra siekiama identifikuoti ir įvardinti *visų* potencialių grėsmių smulkiųjų akcininkų interesams bendrovių įsigijimų bei perėmimų procesų metu, taip pat darbe nebus apžvelgiamas baigtinis sąrašas galimų teisių gynimo būdu, kuomet didžiausias dėmesys bus skiriamas esminėms rizikoms bei, darbo autoriaus nuomone, potencialiai veiksmingiausioms teisinėms priemonėms, skirtoms tokių rizikų suvaldymui. Taip pat šiame darbe bus analizuojama tik listinguojamų, t. y. tų bendrovių, kurių akcijomis yra viešai prekiaujama reguliuojamose rinkose, smulkiųjų akcininkų padėtis ir jiems taikomi institutai.

Darbe išsikeltas tikslas bei uždaviniai atspindi šio darbo struktūrą. Pirmojoje magistro darbo dalyje bus analizuojama bendrovių įsigijimų bei perėmimų samprata, taip pat veiksniai, lemiantys tokius procesus bei su tuo susijusios rizikos. Antroje darbo dalyje tiriama smulkiųjų bendrovės akcininkų apibrėžimo problematika, taip pat identifikuojamas poreikis specifinei smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai. Trečiojoje darbo dalyje bus analizuojamas egzistuojantis teisinis reglamentavimas Lietuvos Respublikoje, skirtas smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai užtikrinti. Šiuo tikslu bus tiriami esminiai institutai, kuriuos savo dispozicijoje turi akcijų savininkai bei atskleidžiamas doktrininis požiūris, esminiai jų trūkumai bei taikymo problematika. Ketvirtojoje darbo dalyje bus analizuojamos valdymo organų teisės ir pareigos akcininkų visumos atžvilgiu bendrovių įsigijimų ar perėmimų procesų kontekste. Atsižvelgiant į valdymo organų narių teisių ir pareigų reglamentavimą kitose jurisdikcijose, šioje darbo dalyje bus atliekama atitinkama lyginamoji analizė, vertinamos reglamentavimo skirtybės, jas sąlygoję kontekstai ir vertinamas Lietuvos Respublikos įstatymo leidėjo pasirinkto reglamentavimo pagrįstumas.

Tyrimo metodai. Siekiant kuo išsamiau atskleisti darbo objektą bei pasiekti tyrime išsikeltus tikslus, šiame magistro darbe toliau bus naudojami lingvistinis, lyginamasis, sisteminis, teleologinis bei loginis metodai.

Pasinaudojant *lingvistiniu* metodu siekiama suprasti ir atskleisti teisės aktuose įtvirtintų normų bei teisės doktrinoje išsakytų idėjų esmę. Kadangi reikšminga darbo dalis pasižymi analogiškų teisinių santykių bei atitinkamo jų reglamentavimo užsienio jurisdikcijose analize, *lyginamojo* metodo naudojimas labiausiai pasireikš siekiant suprasti

reglamentavimo skirtybes, jų priežastis bei efektyvumą. Nagrinėjamu aspektu ketvirtojoje darbo dalyje bus atliekama Lietuvos Respublikos bei Jungtinių Amerikos Valstijų, o tiksliau, Delavero valstijos, lyginamoji analizė perėmimų reglamentavimo ir valdymo organų įgalinimo atžvilgiu. Kaip matysime toliau, tokį autoriaus pasirinkimą iš esmės nulėmė tai, jog lyginama jurisdikcija pasižymi gera smulkiųjų akcininkų apsauga, išsivysčiusiomis kapitalo rinkomis bei kardinaliai skirtingu požiūriu į perėmimų reglamentavimą. *Sisteminis* metodas naudojamas vertinant tiek Lietuvos Respublikos, tiek kitų užsienio jurisdikcijų teisės normų bei teismų praktikos visetą, vertinant apibendrintą teisinę smulkiųjų bendrovių akcininkų padėtį bei analizuojant, kaip siūlomi pakeitimai derėtų atitinkamose teisinėse sistemose. *Teleologinio* metodo naudojimas pasireiškė siekiant išsiaiškinti įstatymų leidėjų tikruosius ketinimus bei kontekstus, kuriems esant šiame darbe analizuojami teisės aktai ar sprendimai buvo priimti. Šiame magistro darbe autorius pasitelkė ir naudojo *loginį* metodą formuodamas savo pozicijas analizuojamų aspektų atžvilgiu, aiškindamasis atskirų teisės normų, teismų praktikos sąveiką bei, atsižvelgiant į visą tai, pateikdamas apibendrinimus, išvadas ir pasiūlymus.

Svarbiausi šaltiniai. Darbo autorius, siekdamas išsikelto tikslo, tirdamas darbo objektą bei vykdydamas aukščiau nurodytus uždavinius daugiausiai dėmesio skyrė Europos Sąjungos teisės aktams, harmonizuojantiems valstybių narių bendrovių teisę, juos įgyvendinančius Lietuvos Respublikos teisės aktus, nacionalinei bei užsienio teismų praktikai bei teisės doktrinai. Kaip esminius ir didžiausią įtaką padariusius šaltinius darbo autorius išskiria Europos Komisijos studiją dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos[20], dr. Vytauto Šenavičiaus disertaciją,[21] taip pat Jungtinių Amerikos Valstijų teisės mokslo atstovo William Magnuson mokslinius darbus.[22]

[20] Europos Komisija; TGS Baltic. *Study on Minority Shareholders Protection* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2018. Prieiga per internetą: <https://publications.europa.eu/lt/publication-detail/-/publication/1893f7b8-93a4-11e8-8bc1-01aa75ed71a1>

[21] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas:* daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016.

[22] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>

1. BENDROVIŲ ĮSIGIJIMŲ BEI PERĖMIMŲ APŽVALGA

Atsižvelgiant į tai, jog šio darbo tikslas yra išnagrinėti ir įvertinti egzistuojančias smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos galimybes bei esamą situaciją, identifikuoti potencialias problemas, kylančias bendrovių įsigijimų ir perėmimų procesų metu, manytina, jog minėtų procesų esmės supratimas yra būtinas siekiant tinkamai atskleisti darbo temą.

Dėl aukščiau nurodytos priežasties toliau šiame skyriuje bus analizuojama bendrovių įsigijimų bei perėmimų samprata, taip pat dažniausiai pasitaikantys ir vedantys ekonominiai, socialiniai ir kiti veiksniai, lemiantys subjektų norą įsigyti ar perimti bendroves.

1.1. Bendrovių įsigijimų bei perėmimų samprata

Manytina, jog verslo įsigijimo ar pardavimo sandoriai, dėl savo kompleksiškumo bei poreikio sisteminėms ne tik teisės, bet ir kitų disciplinų žinioms, yra vieni iš sudėtingiausių sandorių, kuriuos asmenys apskritai gali sudaryti.[23] Užsienio teisės doktrinoje pripažįstama[24], jog sprendimai dėl tokių kiekvienos bendrovės „gyvavimo ciklui“ reikšmingų sandorių sudarymo reikalauja ne tik bendrovės akcininkų, kaip dalyvių nuosavybėje, valios ar pritarimo, tačiau ir valdymo organų specialių kompetencijų, visapusiškos analizės atlikimo (apie tai plačiau skaityti šio darbo ketvirtajame skyriuje).

Verslo įsigijimo ar pardavimo būdo bei formos pasirinkimas ir pritaikymas kiekvienu konkrečiu atveju priklauso nuo įvairių teisinių, socialinių, ekonominių ar kitokių faktinių aplinkybių, kaip antai nuo mokestinio sandorio vertinimo, teisinio patikrinimo (angl. *due diligence*) metu paaiškėjusios informacijos ir t. t. Natūralu, jog atitinkamas sandorio formos parinkimas gali nulemti skirtingų prielaidų, leidžiančių pažeisti smulkiųjų akcininkų interesus, (ne)atsiradimą. Atsižvelgiant į tai, jog šiame magistro darbe analizuojama tik listinguojamų bendrovių smulkiųjų akcininkų apsauga bendrovių įsigijimų ar perėmimų procesu metu, įmonės, kaip turtinio komplekso, įsigijimas, bendrovių susijungimas, esminio turto įsigijimas ar kitokios verslo perleidimo sandorių formos ir smulkiųjų akcininkų padėtis tokių sandorių metu nebus tiriamos.

Taigi, šiame magistro darbe bus analizuojama smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos padėtis tais atvejais, kai atitinkamas verslas perleidžiamas listinguojamos bendrovės akcijų įsigijimo būdu. Ši sandorio forma, bent iš pirmo žvilgsnio, atrodo ganėtinai nesudėtinga –

[23] REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: fourth edition. A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. McGraw-Hill: United States of America, 2007, p. 1.
[24] ROBINSON, Simon; et al. *The Mergers & Acquisitions Review: Seventh Edition*. The Law Reviews: United Kingdom, 2013, p. 69.

pirkėjas už sutartą atlygį iš pardavėjo įsigyja nuosavybėn atitinkamos bendrovės akcijų ir įgyja su tuo susijusias turtines ir neturtines teises. Bendrąja prasme teisės doktrinoje pripažįstama[25], jog dažniausiai bendrovės akcijų įsigijimas, kaip verslo perleidimo forma, yra pati lanksčiausia ir lengviausiai įvykdoma. Visgi manytina, jog į bendrovės verslo įsigijimo sąvokos apimtį patenka ne visos akcijų pirkimo – pardavimo sutartys, tačiau tik tokios, kurių pagrindu įgyjama akcijų dalis, leidžianti pirkėjui įgyti reikšmingas Bendrovės kontrolės teises. Nagrinėtinu aspektu visuotinio pripažinimo dėl ribos, kurią peržengus akcijų įsigijimo sandoriai tame tarpe laikytini ir verslo įsigijimo sandoriais, nėra. Tai, visų pirma, priklauso nuo to, apie kokią kontrolę kalbama – vienvaldę ar bendrą, pozityvią ar negatyvią. Taip pat aktualūs ir socialinis, ekonominis bendrovės ir reguliuojamos rinkos, kurioje bendrovės akcijomis prekiaujama viešai, kontekstai. Taip yra dėl to, jog egzistuoja atvejų, kuomet, pavyzdžiui, Jungtinių Amerikos Valstijų akcijų biržose listinguotos bendrovės akcininkų susirinkimuose dažnai neatstovaujama net trečdaliui visų turimų balsų bendrovėje – didelė dalis akcijų priklauso smulkiesiems, pasyviu dalyvavimu pasižymintiems, investuotojams. Todėl, dėl tokio itin pasyvaus dalyvavimo net ir subjektai, valdantys 15% balsų visuotiniuose akcininkų susirinkimuose, gali būti pripažįstami kaip turintys reikšmingą bendrovės kontrolę. Visgi, atsižvelgiant į Lietuvos Respublikos listinguojamų bendrovių specifiką, kuomet laisvai rinkoje parduodamų akcijų (angl. *free float*) yra sąlyginai nedaug, o kontrolė dažnai priklauso vienam ar keliems naudos gavėjams,[26] kai apie ¾ bendrovių turi tik vieną akcininką, kuriam priklauso kontrolinis akcijų paketas,[27] daroma prielaida (išskyrus, kur kontekstas reikalautų kitaip), jog akcijų pirkimo – pardavimo sandoriai pripažįstami verslo įsigijimo sandoriais tuomet, kai įsigyjamų akcijų skaičius viršija 1/3 visų bendrovės balsų suteikiančių akcijų ribą.

Manytina, jog smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai daugiausiai potencialių grėsmių kyla tuomet, kai įsigyjama ne 100% bendrovės akcijų ir tokie smulkieji akcininkai jokia forma nedalyvauja šiuose procesuose, tačiau yra atlikę santykinai reikšmingas investicijas ir lieka dalyviais bendrovėje.

[25] DORRESTEIJN, Adriaan; et al. *European Corporate Law: Second Edition*. Kluwer Law International: The Netherlands, 2009, p. 234.
[26] ČIOČYS, Robertas. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos*. Daktaro disertacija, socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilniaus universitetas: Vilnius, 2013, p. 28.
[27] LAURAITYTĖ, Eglė; MILIAUSKAS, Paulius. *Sustainable Companies under the Lithuanian Company Law* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 16 d.], 2013, p. 4. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=2248591>

Remiantis studijos dėl 2018 m. Baltijos šalyse įgyvendintų bendrovių įsigijimų ir susijungimų sandorių aspektų[28] išvadomis, kuriose nurodoma, jog net 85% visų sandorių atžvilgiu buvo pasirinkta įsigyti bendrovių akcijas, galima daryti išvadą, kad ši verslo įsigijimo sandorių forma, dėl įvairių, tarp jų ir aukščiau išvardintųjų, priežasčių pastaruoju laikotarpiu Lietuvos Respublikoje yra dažniausiai pasitaikanti. Natūralu, jog apart aukščiau minėtų priežasčių, tokios verslo įsigijimo formos populiarumas suponuoja ir poreikį šiame darbe ypatingą dėmesį skirti smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai būtent bendrovių akcijų įsigijimų procesuose.

Papildomai paminėtina, jog nagrinėtinų aspektų atžvilgiu neretai doktrinoje galima sutikti ir *bendrovės perėmimo* (angl. *takeover*) sąvoką. Tokiais atvejais neretai kalbama apie priešiškus bendrovės perėmimus (angl. *hostile takeover*), kurie vyksta norimos nupirkti bendrovės vadovybei priešinantis potencialaus pirkėjo teikiamam pasiūlymui. Manytina, jog doktrininio skirstymo prasme, savaime bendrovių perėmimai nepriskirtini atskirai įsigijimo sandorių klasifikacijai, o sąvoka naudotina tikslesnio įsigijimo proceso ir specifikos apibūdinimo tikslais. Kita vertus, pasakytina ir tai, jog priešiško bendrovės perėmimo metu akcininkų, ypač smulkiųjų, teisių pažeidimai yra labiau tikėtini, būtent į ką, *inter alia*, yra atsižvelgiama sprendžiant dėl konkrečios valstybės bendrovių perėmimų reglamentavimo modelio. Specifinis poreikis smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai perėmimo metu toliau bus nagrinėjamas šio darbo antrame skyriuje.

1.2. Priežastys, lemiančios sprendimus įsigyti ar perimti bendrovę

Apžvelgus bendrovių įsigijimų bei perėmimų sampratą, manytina, jog pravartu suprasti ir priežastis bei veiksnius, skatinančius subjektus priimti sprendimus dėl tokių kompleksinių sandorių sudarymo. Apibendrintai galima teigti, jog yra įvairių priežasčių, lemiančių tokių sprendimų priėmimą, keletas iš kurių yra iš esmės naudingos, ar bent nekenkiančios tiek mikroekonominei, tiek makroekonominei suinteresuotų asmenų gerovei, tačiau natūralu, jog egzistuoja ir paskatų, jau vien savo prigimtimi turinčių potencialą būti labiau probleminėmis.[29]

Šio darbo kontekste tas pats pasakytina ir bendrovių smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos atžvilgiu. Viena vertus, bendrovių įsigijimų ar perėmimų atvejais dažniausiai pasiekiami pagrindiniai akcininkų tikslai – atėjus tinkamam laikui pasitraukiama iš atliktos investicijos ir tai atliekama įgijus siektą bei reikšmingą investicinę grąžą – Jungtinių

[28] Estonian Private Equity and Venture Capital Association; et al. *Baltic M&A Deal Points Study 2018* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://tgsbaltic.com/assets/Baltic-MA-Deal-Points-Study-2018.pdf>

[29] WHISH, R.; BAILEY, D. *Competition Law. 7th ed.* Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 813.

Amerikos Valstijų praktika rodo, jog bendrovių perėmimų metu akcininkai jiems priklausančius vertybinius popierius parduoda vidutiniškai 30%, o, kai kuriais atvejais, net 50% virš atitinkamos rinkos kainos.[30] Natūralu, jog tokie atvejai priskirtini prie siektinų pavyzdžių ir turėtų būti skatinami. Kita vertus, kai sprendimai įsigyti ar perimti atitinkamą bendrovę yra priimami remiantis paskatomis, nukreiptomis išimtinai asmeninių interesų tenkinimui bendros ekonominės gerovės bei kitų asmenų sąskaita, natūralu, jog tokie asmenų, tame tarpe, ir smulkiųjų akcininkų, interesams prieštaraujantys veiksmai gali pažeisti jų teises. Būtent dėl šių priežasčių darbo autorius mano, jog tikslinga apžvelgti dažniausiai pasitaikančius ir „tradicinius“ pirkėjų, perėmėjų motyvus, kurie visuotinai pripažįstami kaip natūralus, ekonomiškai pagrįsti bei nekenksmingi, taip pat tuos, kurių pagrindu vykdomi įsigijimai turi didesnį potencialą pažeisti kitų asmenų interesus. Paminėtina ir tai, jog sprendžiant dėl kiekvienos valstybės bendrovių perėmimų reglamentavimo politikos, šie aspektai yra itin svarbūs, kas pastebėtina ir užsienio valstybių įstatymo leidėjų veikloje.[31]

Sinergija. Tai galėtų būti apibūdinama kaip elementarus bendrovių veiklų viena kitos papildymas, sukuriant pridėtinę vertę, kuri neegzistavo iki atitinkamo sandorio įvykdymo. Šis efektas kartais būna apibūdinamas paprasta matematine formule, teigiančia, jog tokiais atvejais gaunamas rezultatas yra didesnis nei tiesiog atskirų dviejų sudedamųjų suma. Pavyzdžiui, gamybinė bendrovė, turinti technologinį pranašumą rinkoje, tačiau neišvystytą logistikos sistemą įsigyja ar susijungia su savo konkurentu, turinčiu stiprią logistiką, tačiau pasižyminčia inovacijų stoka. Tokiu atveju labai tikėtina, jog tokioms bendrovėms veikiant kartu bus išnaudojamas sinergijos efektas vienai kitą papildant ir kartu generuojant geresnius rezultatus nei abejoms atskirai. Manoma, jog tai yra, ar bent jau turėtų būti, esminiu veiksniu, skatinančių bendroves įsigyti ar su jomis jungtis.[32] Akivaizdu, jog sėkmingai pritaikius sinergijos efektą, bendrovėje likusių smulkiųjų akcininkų interesai yra patenkinami, kadangi bendrovės veikla vykdoma efektyviau, pasiekiami geresni rezultatai.[33]

Masto ir apimties ekonomika, rinkos galios siekimas. Masto ir apimties ekonomika yra būtina charakteristika, kuria bendrovė privalo pasižymėti tam tikrose industrijose,

---

[30] JENSEN, Michael C. *The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy* [interaktyvus]. "The Merger Boom", Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, 1987, p. 1 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=350422>

[31] Ibidem, p. 3.

[32] REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: fourth edition. A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. McGraw-Hill: United States of America, 2007, p. 3.

[33] WANG, Cong; XIE, Fei. *Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Review of Financial Studies, Forthcoming. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=987113>

kuriose tam, kad subjektas, besiverčiantis ūkine-komercine veikla, veiktų efektyviai ir bent kiek pelningai, toks subjektas privalo tiekti tam tikrą kiekį prekių ar paslaugų. Žinoma, tokio masto nustatymas yra subjektyvus ir priklauso nuo kiekvieno nagrinėjimo verslo segmento. Kaip ir masto ir apimties ekonomikos siekimas, noras įgyti rinkos galią yra taip pat racionaliai suprantamas. Įgijęs reikšmingą rinkos galią ūkio subjektas gali sėkmingai riboti pasiūlą, nustatyti savo kontrahentams nepalankesnes sąlygas bei kita[34]. Nors kai kuriais atvejais tokių ketinimų vedamas elgesys yra nebūtinai suderinamas su kitų teisės šakų, kaip antai konkurencijos teisės, reikalavimais, tačiau tai iš esmės yra „tradicinės" priežastys, skatinančios vykdyti įsigijimus bei susijungimus, ir, bent jau bendrovės dalyvių atžvilgiu, sąlygojančios teigiamus rezultatus.

Įsitikinimas, jog įsigyjama bendrovė valdoma neefektyviai. Kai kurie įsigijimai yra atliekami dėl to, jog pirkėjas, atlikęs atitinkamos rinkos bei bendrovės galimybių analizę, padaro išvadą, jog konkreti bendrovė galėtų pasiekti kur kas geresnių rezultatų, jei būtų pakeistas jos valdymas, strateginės kryptys ar kiti komercinės veiklos parametrai.[35] Tokių paskatų nulemti įsigijimai yra pakankamai dažni, tačiau, priklausomai nuo to, kaip pirkėjas ketina keisti bendrovės valdymą po įsigijimo, gali atsirasti ir smulkiųjų akcininkų interesų pažeidimų. Tokiais pavyzdžiais galėtų būti istorinės ir stabilios dividendų mokėjimo, informacijos atskleidimo akcininkams politikų nutraukimas, taip pat kitokie valiniai pirkėjo veiksmai. Papildomai pažymėtina ir tai, jog perėmimo grėsmės egzistavimas kaip toks prisideda prie bendrovių veiklos efektyvinimo – net ir nevykstant perėmimui bendrovės vadovybė, suprantanti, jog jei ji veiks neefektyviai, pasikeitus bendrovės kontrolei bus pakeista, įgyja papildomą paskatą siekti geresnių rezultatų ir maksimizuoti bendrovės ir jos akcininkų vertę.

Privati kontrolės nauda. Šis efektas, detaliai analizuotas Jungtinių Amerikos Valstijų mokslininkų Sanford J. Grossman ir Oliver D. Hart darbuose,[36] iš esmės reiškia tai, jog Bendrovės kontrolę įgijęs pirkėjas atsiduria situacijoje, kuomet jis geba išgauti privačios naudos, kuri tampa nepasiekiama kitiems, smulkiesiems, bendrovės akcininkams.[37]

---

[34] WHISH, R.; BAILEY, D. *Competition Law*. 7th ed., Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 813.

[35] JENSEN, Michael C. *The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy* [interaktyvus]. "The Merger Boom", Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, 1987, p. 1 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=350422>

[36] GROSSMAN; Sanford J.; HART, Oliver D. *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation* [interaktyvus]. Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, vol. 11(1), 1980, p. 42-64 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://epge.fgv.br/we/MFEE/FinancasCorporativas/2013?action=AttachFile&do=get&target=Paper2.pdf>

[37] DYCL, I.J. Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison* [interaktyvus]. CRSP Working Paper No. 535; and Harvard PON Working Paper; AFA 2003 Washington, DC Meetings, 2001, p. 1 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=296107 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.296107>

Elementarus to pavyzdys galėtų būti toks: atitinkamos bendrovės kontrolę įgijęs pirkėjas, kaip kontroliuojantis akcininkas, neišvengiamai kartu tiesiogiai ar netiesiogiai įgyja ir galimybes disponuoti didžiausiu informacijos kiekiu, prieinamu bendrovei. Kai kuri informacija gali būti tiesiogiai susijusi su bendrovės veikla, sudaromais sandoriais ir t. t. (labai tikėtina, jog tokia bendrovės informacija bus konfidencialios informacijos apsaugos objektu), visgi įmanoma, jog kita informacijos dalis bus susijusi su potencialiomis verslo galimybėmis. Tokiu atveju, bendrovės kontrolę įgijęs akcininkas tuo pačiu įgauna ir pasirinkimo laisvę, t. y. pasinaudoti šia informacija per, pavyzdžiui, kitą savo susijusią bendrovę, tokiu būdų perkeliant naudą jam palankiu būdu ir nesidalinant tiek su bendrove, kurios kontrolė buvo įgyta, tiek su pastarosios akcininkais. Tokia pirkėjo gautina nauda šiame kontekste laikytina privačia. Atkreiptinas dėmesys į tai, jog tokia gautina nauda ir atitinkamas kontroliuojančių akcininkų elgesys yra gana latentinis, kadangi jį sunku identifikuoti bei dar sunkiau patikimais būdais apskaičiuoti privačios kontrolės naudos ekonominę vertę, kuri, be kita ko, galėtų būti kvalifikuojama ir kaip bendrovės ir / ar jos smulkiųjų akcininkų netiesiogiai patirti nuostoliai.[38]

Pastebėtina, jog teisminių akcininkų tarpusavio ginčų pavyzdžių, kuomet kontroliuojantis akcininkas galimai išgauna privačią kontrolės naudą aukščiau aprašytais būdais, esą ir Lietuvoje.[39] Iš to, kas išdėstyta, akivaizdu, jog darbo temos kontekste potencialus šio tipo motyvų nulemtas elgesys yra itin pavojingas tokios bendrovės smulkiųjų akcininkų interesų atžvilgiu, todėl laikytinas bene problematiškiausiu.

[38] Ibidem, p. 7.
[39] Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2018 m. gegužės 24 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-208-403/2018, R. J. v. uždaroji akcinė bendrovė „Riposta“.

2. SMULKIOJO AKCININKO SAMPRATA

Manytina, jog siekiant tinkamai išnagrinėti ir atskleisti šio magistro darbo temą, centrinės „smulkiojo bendrovės akcininko“ sąvokos, jos sampratos bei, kaip nurodoma toliau, jos reliatyvumo analizė ir atskleidimas yra būtini šio tyrimo elementai. Be to, papildomai šiame skyriuje bus siekiama atskleisti pagrindines priežastis, sąlygojančias specifinės smulkiųjų bendrovės akcininkų interesų apsaugos poreikį.

2.1. Smulkiojo akcininko sampratos problematika

Bendrovės smulkiojo akcininko samprata yra reliatyvi ir kintanti, priklausoma, *inter alia*, nuo akcininkų daugumos apibrėžimo.[40] Todėl nors ir neturime įstatyme įtvirtintos smulkiojo akcininko sąvokos, žvelgiant per šią prizmę galima teigti, jog Lietuvos Respublikos reglamentavimas nagrinėtinu aspektu yra palankus, kadangi pateikia vieną iš galimų atsakymų, ką galima laikyti smulkiuoju akcininku. Štai ABĮ 31 straipsnio 8 dalis nurodo, jog: „*kontroliuojančiam akcininkui nustatyti mutatis mutandis taikomos šio Įstatymo 5 straipsnio* nuostatos[41]“. Taigi, nusprendus, kokie asmenys bendrovėje pasižymi atitiktimi minimiems kriterijams, panaudojant atvirkštinę metodiką galima identifikuoti ir asmenis, kurie šiame kontekste laikytini smulkiaisiais bendrovės akcininkais.

Visgi, pastebėtina, jog taip yra ne visur – Europos Komisijos užsakymu atliktoje studijoje dėl smulkiųjų akcininkų apsaugos[42] galima įžvelgti tendenciją, jog, dėl aukščiau išvardintų priežasčių, ne visų Europos Sąjungos valstybių narių nacionaliniuose teisės aktuose yra įtvirtinta smulkiojo akcininko sąvoka, leidžianti identifikuoti atitinkamus asmenis, o atsakymų tenka ieškoti teismų praktikoje, taip pat analizuojant kiekvieno instituto taikymo specifiką.

Paminėtina ir tai, jog apart bendrovės kontrolės ar akcininkų daugumos kriterijaus, smulkiojo akcininko sąvoka gali būti suvokiama ir pagal atitiktį kriterijams, kurie turi būti išpildomi siekiant pasinaudoti teisėmis, savo prigimtimi iš esmės skirtomis smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai. Natūralu, jog tokiu atveju vieningos sąvokos egzistavimas nėra įmanomas, kadangi skiriasi akcijų skaičius, kurio reikia norint pasinaudoti viena ar

---

[40] PERAKIS, E. *International Congress on Comparative Law: Rights of minority shareholders.* Bruxelles: Bruylant, 2004, p. 17. Cituojama pagal: MIKALONIENĖ, Lina. *Uždarosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*: monografija. Vilnius: Registrų centras, 2015, p. 64.

[41] Nagrinėjamame straipsnyje kaip esminiai (alternatyvūs) kontrolės požymiai išskiriami: (i) tiesioginis ar netiesioginis balsų daugumos turėjimas; (ii) gebėjimas bendrovei daryti lemiamą įtaką.

[42] Europos Komisija; TGS Baltic. *Study on Minority Shareholders Protection* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2018, p. 633. Prieiga per internetą: <https://publications.europa.eu/lt/publication-detail/-/publication/1893f7b8-93a4-11e8-8bc1-01aa75ed71a1>

kita suteikiama teise.[43] Pavyzdžiui, pagal ABĮ 25 straipsnio 3 dalį bei 23 straipsnio 1 dalį, teisė siūlyti papildyti visuotinio akcininkų susirinkimo darbotvarkę priklauso akcininkams, kuriems priklausančios akcijos suteikia ne mažiau kaip 1/20 visų balsų, o visuotinio akcininkų susirinkimo iniciatyvos teisė priklauso akcininkams, disponuojantiems ne mažiau, kaip 1/10 visų balsų. Analizuojant smulkiojo akcininko sąvokos reliatyvumą, akivaizdu, jog šiame kontekste asmenų, kurie būtų pripažįstami smulkiaisiais bendrovės akcininkais, ratas skirtųsi priklausomai nuo to, ar jis identifikuojamas pagal anksčiau nurodytus daugumos, kontrolės ar reikalavimų norint pasinaudoti atitinkamomis teisėmis kriterijus.

Papildomai paminėtina ir tai, jog sutinkama tiek pozicijų, tiek reglamentavimo pavyzdžių,[44] rodančių, jog kartais smulkiaisiais akcininkais laikomi ne tik tie asmenys, kurie neturi kontroliuojančios daugumos, nedaro bendrovei lemiamos įtakos ir neturi net negatyvią kontrolę suteikiančių teisių, tačiau ir tie, kurie turi bent vieną bendrovės akciją. Autoriaus nuomone, principine prasme galima sutikti su šiomis pozicijomis, o įvairių valstybių reglamentavimo pasirinkimus įtvirtinti minimalią procentinę turimų akcijų išraišką būtų galima pagrįsti tai siejant su konkrečių institutų taikymo specifika bei su pernelyg mažu tokių dalyvių interesu bendrovėje laikant, jog jis nepakankamas siekiant pagrįsti specifinės apsaugos poreikį.

Atsižvelgiant į tai, kad: (i) šiame darbe yra analizuojama smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos problematika bendrovių įsigijimų ar perėmimų procesų metu; bei į tai, kad (ii) šių procesų metu dažniausiai yra įsigyjamas akcijų paketas, suteikiantis reikšmingiausias bendrovės kontrolės teises; bendrąja prasme „smulkiaisiais akcininkais“ laikytini visi akcininkai, kuriems priklauso bent viena, tačiau ne daugiau nei 50% + 1 akcija.

2.2. Poreikis specifinei smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai

Smulkiųjų akcininkų interesų apsauga nuo nesąžiningų bendrovės organų sprendimų, valdymo organų narių veiksmų ir kontroliuojančio akcininko elgesio grindžiama mokslinių doktrinų įvairove, pavyzdžiui, vadovaujantis akcininkų lygiateisiškumo principu, sąžiningumo ir protingumo principais, draudžiant piktnaudžiauti teise, taip pat taikant

[43] MIKALONIENĖ, Lina. *Uždarosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*: monografija. Vilnius: Registrų centras, 2015, p. 65.
[44] Europos Komisija; TGS Baltic. *Study on Minority Shareholders Protection* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2018, p. 186. Prieiga per internetą: <https://publications.europa.eu/lt/publication-detail/-/publication/1893f7b8-93a4-11e8-8bc1-01aa75ed71a1>

fiduciarinių akcininko pareigų koncepciją.[45] Toks specifinės smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos poreikis yra nulemtas daugeto socialinių, ekonominių, teisinių bei kitokių veiksnių, pagrindiniai iš kurių aptariami toliau.

Smulkiųjų akcininkų teisių apsauga, kaip viešasis interesas. Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas, spręsdamas dėl tuometinio Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio atitikties Konstitucijai, yra konstatavęs[46], jog tokių akcininkų teisių apsauga patenka į viešojo intereso turinį. Pastarasis sprendimas buvo nulemtas to, jog smulkiųjų akcininkų galimybės daryti įtaką įmonės veiklai yra ribotos, todėl jų turimų akcijų vertė gali kristi dėl nuo jų nepriklausančių priežasčių. Tai savo ruožtu patenka į Konstitucijos 23 straipsnio 2 dalies nuostatos, susijusios su nuosavybės teisių apsauga, turinį. Darbo autoriaus nuomone, bendrovių, kurių akcijomis viešai prekiaujama reguliuojamose rinkose, smulkiųjų akcininkų interesų apsauga buvo pripažinta viešuoju interesu dar ir dėl to, kad, kaip bus nagrinėjama toliau, tai yra vienas iš veiksnių, lemiančių stiprios atitinkamos valstybės akcijų rinkos išsivystymą.

Ribotas dalyvavimas sandorio procese. Atkreiptinas dėmesys į tai, jog tam, kad akcijų pirkimo – pardavimo sutartis būtų kvalifikuojama kaip verslo perleidimo arba bendrovės įsigijimo sandoris, įgyjamų akcijų skaičius neretai turi būti ne mažesnis nei 30% viso atitinkamos bendrovės įstatinio kapitalo (*Mergermarket* bendrovių įsigijimų ir susijungimų sandorių duomenų bazės reikalavimai[47]), o kartais turi siekti net 50% + 1 akcijų skaičiaus ribą. Natūralu, jog minėto dydžio akcijų paketus įsigyjantis pirkėjas į sandorio derybų procesą nebūtinai įtraukia visus bendrovės akcininkus, kadangi siekiama įgyti ne visą, tačiau kontrolinį akcijų paketą. Tokiais atvejais atitinkamos bendrovės smulkieji akcininkai (eliminavus *geros valios* atvejį) tinkamu laiku elementariai neturi galimybės susipažinti su esmine sandorio informacija – parduodamų akcijų skaičiumi, tikrąja sandorio kaina, jau net nekalbant apie tai, jog smulkieji akcininkai atsiduria nežinioje dėl to, kokia yra naujojo bendrovės dalyvio įsivaizduojama bendrovės strateginė bei bendradarbiavimo vizija. Kaip toliau aprašoma šio darbo trečiame skyriuje, ribotas smulkiųjų akcininkų dalyvavimas tokiuose sandoriuose suponuoja atitinkamų institutų,

[45] MIKALONIENĖ, Lina. *Uždarosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*: monografija. Vilnius: Registrų centras, 2015, p. 88.
[46] Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas. 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“ byloje 25/04.
[47] Mergermarket. *M&A deal database inclusion and league table criteria, 2018* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.mergermarket.com/pdf/deal_criteria.pdf>

susijusių su savalaikio informavimo, „teisingos kainos“ bei kitais aspektais, reglamentavimo ypatumus.

Pasitraukimo iš atliktos investicijos galimybių trūkumas. Pažymėtina, jog tradiciniai būdai bendrovių akcininkams gauti turtinę naudą iš savo investicijų yra šie: (i) dividendų gavimas; (ii) turimų akcijų pardavimas. Atsižvelgiant į tai, jog pagal galiojantį Lietuvos Respublikos reglamentavimą akcininkai neturi teisės reikalauti privalomų, nors ir minimalių dividendų, manytina, jog akcijų pardavimas yra esminis būdas gauti siektą investicinę grąžą. Nors šiame darbe analizuojama smulkiųjų akcininkų padėtis tik listinguojamose, o ne uždaro tipo bendrovėse, kur dalyvių akcijų likvidumo problematika yra kur kas didesnė[48], manytina, jog investicijų susigrąžinimo realumas biržinėse bendrovėse taip pat vertas dėmesio. Konceptualia prasme, akcinių bendrovių, kurių akcijomis leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, akcininkai turi galimybę susigrąžinti investicijas viešai parduodami akcijas. Visgi, verta paminėti, jog, Baltijos šalių reguliuojamose rinkose listinguotų bendrovių dalyvių koncentracija yra didelė[49], kas sąlygoja tai, jog, pavyzdžiui, vos 10% rinkoje laisvai prieinamų akcijų (angl. *free* float) nėra patrauklios investuotojams dėl to, jog toks akcijų paketas pirkėjui nesuteiks iš esmės jokių bendrovės kontrolės teisių, todėl savo ruožtu tokios akcijos turi mažą vertę net tuo atveju, jei jos apskritai yra perkamos. Taigi, klausimas, ar dalyvių galimybė pasitraukti iš atliktos investicijos listinguojamose bendrovėse yra reali, ar tik hipotetinė, lieka diskusinis. Todėl, kaip detaliau matysime trečiame šio darbo skyriuje, lankstesnio pasitraukimo iš atliktos investicijos galimybės suteikimas bendrovių perėmimo metu yra vienas iš jau egzistuojančių būdų (tiesa, ne visose jurisdikcijose) padėti akcininkams patenkinti savo turtinius interesus. Autoriaus nuomone, tai taip pat galime pagrįsti todėl, kad esmingai keičiasi sąlygos, kurioms esant asmuo tapo akcininku[50] – pasikeičia verslo partneriai, kas neišvengiamai gali nulemti bendrovės strateginės veiklos krypties, dividendų mokėjimo ar kitų bendrovei įprastų politikų nutraukimus.

Smulkiųjų akcininkų interesų apsauga, kaip būtinybė stipriai vertybinių popierių rinkai. Galiausiai paminėtina, jog specifinis dėmesys skiriamas smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai ne vien dėl to, jog tai sudaro viešojo intereso turinį, užtikrina akcininkų lygiateisiškumo principą ar siekiama „apginti silpnesniąją teisinių santykių šalį“. Tai taip

---

[48] MIKALONIENĖ, Lina. *Uždarosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*: monografija. Vilnius: Registrų centras, 2015, p. 232.

[49] LAURAITYTĖ, Eglė; MILIAUSKAS, Paulius. *Sustainable Companies under the Lithuanian Company Law* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 16 d.], 2013, p. 4. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=2248591>

[50] 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir tarybos Direktyvos 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų preambulės 2 punktas.

pat turi reikšmingos makroekonominės naudos. Pripažįstama, jog stipri, patikima ir investuotojams patraukli vertybinių popierių rinka yra vienas iš esminių, vedančiųjų veiksnių, prisidedančių prie kiekvienos valstybės ekonominės gerovės ir augimo.[51] Tuo tarpu teisės ir finansų doktrinoje[52] neretai galime sutikti pozicijų, teigiančių, jog visų labiausiai išvystytų kapitalo rinkų egzistavimas yra nulemtas ir pasižymi gera investuotojų, tame tarpe ir smulkiųjų akcininkų, interesų apsauga, taip išskiriant tokios apsaugos svarbą ir būtinumą.

Objektyvumo dėlei tikslinga pažymėti ir tai, kad egzistuoją garsių bendrovių teisės akademikų, kaip antai prof. Jaap Winter, kurie yra linkę nors ir ne kategoriškai, tačiau kvestionuoti aukščiau aprašytą hipotezę teigiant, jog investuotojų apsaugos ir stiprių kapitalo rinkų ryšys gali būti ir abipusis, kaip vienas kito pasekmė. Viena vertus, tinkama investuotojų apsauga gali nulemti kapitalo rinkų patrauklumą ir sėkmę, o, kita vertus, išsivysčiusiose kapitalo rinkose atsiranda didžiausias poreikis disponuoti tinkama investuotojų apsauga.[53]

Visgi, darbo autorius yra linkęs pritarti šalininkams pozicijos,[54] teigiančios, jog tarp teisinės sistemos suteikiamos tinkamos smulkiųjų investuotojų apsaugos ir ekonominės plėtros egzistuoja priežastinis ryšys, sąlygojantis makroekonominę gerovę. Tose jurisdikcijose, kuriose egzistuoja pakankama investuotojų, smulkiųjų akcininkų apsauga ir, atitinkamai, išsivysčiusios kapitalo rinkos, atitinkamos naudos gauna visos šalys – tiek, visų pirma, smulkieji akcininkai, kurių esminiai interesai yra ginami, tiek ir pačios bendrovės bei jų kontroliuojantys akcininkai, kadangi tokiomis rinkos sąlygomis išorinio kapitalo, reikalingo kiekvienos įmonės veiklai, pritraukimas tampa lengvesniu.

Atsižvelgiant į išdėstytą, darbo autorius laikosi pozicijos, jog smulkiųjų akcininkų interesų apsauga suteikiant tinkamas informavimo, taip pat adekvačias pasitraukimo iš atliktos investicijos bei teisingą atlygį už jų vertybinius popierius nustatančias priemones laikytina tiesiog būtinu ir minimaliu apsaugos standartu, kurį turi atitikti kiekviena valstybė.

---

[51] FERRARINI, Guido; WYMEERSCH, Eddy. *Investor Protection in Europe. Corporate law making, the MiFID and beyond.* Oxford University Press: New York, 2006, p. 62.

[52] LA PORTA, Rafael; et al. *Legal Determinants of External Finance* [interaktyvus]. The Journal of Finance, Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6, 1997, p. 1131 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.jstor.org/stable/2329518?seq=1#metadata_info_tab_contents>

[53] FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 11.

[54] LA PORTA, Rafael; et al. *Law and Finance* [interaktyvus]. The Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6. (Dec., 1998), p. 1152 [2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808%28199812%29106%3A6%3C1113%3ALAF%3E2.0.CO%3B2-W>

3. EGZISTUOJANTIS TEISINIS REGLAMENTAVIMAS, SKIRTAS SMULKIŲJŲ AKCININKŲ INTERESŲ APSAUGAI UŽTIKRINTI

Kaip diktuoja šio skyriaus pavadinimas, toliau bus analizuojamas egzistuojantis reglamentavimas, suteikiantis bendrovių smulkiesiems akcininkams teisinius instrumentus, naudojantis kuriais pastarieji gali ginti savo teisėtus interesus bendrovių perėmimų metu. Pabrėžtina, jog bendrąja prasme bet kokios valstybės įmonių perėmimų reglamentavimo uždaviniai yra sukurti tokią teisinę bazę, kuri leistų maksimaliai didinti vertę akcininkams, tuo pačiu skatinant naudingų ir makroekonominę gerovę didinančių perėmimų egzistavimą ir visa tai atlikti suvaldant rizikas, potencialiai kylančias dėl bendrovių valdymo organų narių, kontroliuojančių akcininkų ar bendroves perimančių asmenų neteisėtų veiksmų.[55] Kaip toliau matysime šiame bei ketvirtajame skyriuose, skirtingos valstybės[56], spręsdamos iš esmės tas pačias, aukščiau aprašytas problemas, priėmė drastiškai skirtingus sprendimus joms spręsti.

Manytina, jog bendrovių įsigijimų bei perėmimų kontekste Europos Sąjungoje bei Lietuvos Respublikoje esminis postūmis tinkamos smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos link įvyko priėmus 2004 m. balandžio 25 d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvą 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų[57] (toliau – „**Perėmimo pasiūlymų direktyva**“) bei inkorporavus šios direktyvos nuostatas į valstybių narių teisines sistemas. Šiuo metu Perėmimo pasiūlymų direktyvos nuostatos yra perkeltos į mūsų nacionalinę teisę pakeitus Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymą[58] (toliau – „**VPĮ**“) bei su tuo susijusius poįstatyminius teisės aktus.

Kaip matysime toliau, Perėmimų pasiūlymų direktyva ir jos rezultatai vertinami nevienareikšmiai – užsienio teisės doktrinoje dažniau sutiksime nuomonių, teigiančių, jog priėmus Perėmimų pasiūlymų direktyvą smulkiųjų akcininkų apsauga Europos Sąjungoje pastebimai padidėjo.[59] Visgi, yra teigiančių, jog pati Perėmimo pasiūlymų direktyva

[55] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 206 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

[56] Nagrinėjamu aspektu esminis dėmesys bus skiriamas atitinkamų institutų ir / ar procesų reglamentavimo lyginamajai analizei tiriant Jungtinių Amerikos Valstijų bei Europos Sąjungos ir Lietuvos Respublikos reglamentavimo ypatumus bei juos sąlygojusius kontekstus.

[57] 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir tarybos Direktyvos 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.

[58] Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas. *Valstybės žinios*, 2007-02-08, Nr. 17-626.

[59] ENRIQUES, Luca; GILSON, Ronald J.; PACCES, Alessio M. *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union).* Harvard Business Law Review 4, 1 (2014): 86. Cituojama pagal: ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas:* daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016, p. 18.

neverta net popieriaus, ant kurio ji parašyta.[60] Kalbant apie Lietuvos teisės doktriną, Dr. Vytauto Šenavičiaus nuomone[61], nors Perėmimo pasiūlymų direktyva pristatyti institutai Lietuvoje laikomi smulkiųjų akcininkų apsaugos priemone pasikeitus bendrovės valdymui, perėmėjui nesant suinteresuotam šių institutų įgyvendinimu, egzistuoja prielaidos, leidžiančios teigti, jog atitinkami tikslai nėra pasiekiami ir institutų įgyvendinimas virsta nuo praktikos atsijusia pareiga.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta aukščiau, toliau šiame skyriuje bus analizuojamos esminės Perėmimo pasiūlymų direktyvos bei jos įgyvendinimo Lietuvos Respublikoje nuostatos, tokį reglamentavimo pasirinkimą sąlygojusios priežastys bei pateikiamos autoriaus įžvalgos dėl tokio pasirinkimo tikslingumo bei galimų alternatyvų.

3.1. Pareiga teikti privalomąjį oficialų siūlymą

Manytina, jog privalomojo oficialaus siūlymo institutas nagrinėjamame kontekste yra centrinė sąvoka, esminė Perėmimo pasiūlymų direktyvos nuostata, skirta smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai užtikrinti. Europos Komisijos nuomone, privalomojo oficialaus siūlymo institutas yra nepakeičiamas ir būtinas adekvačiai smulkiųjų akcininkų apsaugai užtikrinti. Disponavimas pasirinkimu parduoti savo turimas akcijas apsaugo kiekvieną akcininką nuo potencialaus (nors ir netiesioginio) nuosavybės ekspropriavimo, kuris gali įvykti tais atvejais, kai pirkėjas siekia veikti prieš kolektyvinius akcininkų visumos interesus, taip pat užtikrina smulkiųjų akcininkų teisių apsaugą tada, kai privalomo pasiūlymo metu akcijų kaina yra gerokai palankesnė jų atžvilgiu nei toji, būsianti po perėmimo įvykdymo.[62]

Prisimenant, jog antrajame šio darbo skyriuje buvo aptarta akcininkų galimybės pasitraukti iš atliktos investicijos problematika, teisės doktrinoje[63] pripažįstama, jog privalomieji siūlymai leidžia smulkiesiems akcininkams tinkamai pasitraukti iš dalyvavimo bendrovėje pasikeitus jos kontrolei, ir tai padaryti gavus teisingą atlygį netgi tais atvejais, kai potencialus pirkėjas apskritai rinktųsi neįsigyti tokių akcijų.

---

[60] EDWARDS, Vanessa. *The Directive on Takeover Bids - Not Worth the Paper it's Written on?* [interaktyvus]. European Company and Financial Law Review 1, 4 (2004), p. 417 [žiūrėta 2019 m. vasario 21 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.researchgate.net/publication/228156614_The_European_Union_Directive_on_Takeover_Bids_Directive_200425EC>

[61] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas:* daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016, p. 6.

[62] FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 749.

[63] DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON; Sarah. *Principles of Modern Company Law: Tenth Edition*. Thomson Reuters: London, 2016, p. 919.

Perėmimo pasiūlymų direktyvos 5 straipsnyje yra įtvirtinta, jog kai fizinis ar juridinis asmuo, pats arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis įsigyja perimamos bendrovės vertybinius popierius, kurie kartu su jo (jų) turimu vertybinių paketu tiesiogiai arba netiesiogiai suteikia jam nustatytą balsavimo teisių perimamoje bendrovėje procentą, suteikiantį šios bendrovės kontrolę, toks asmuo turi būti įpareigotas teikti privalomąjį oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, akcijas. To paties Perėmimo pasiūlymų direktyvos straipsnio 3 dalis numato, jog balsavimo teisių procentą, kuris suteikia kontrolę (taigi, tuo pačiu sukuria pareigą pirkėjui teikti privalomąjį oficialų siūlymą), taip pat jo apskaičiavimo metodą nustato valstybės narės pagal atitinkamai bendrovei taikytiną teisę.

Kitaip tariant, atsižvelgiant į tai, kad Perėmimo pasiūlymų direktyva laikytina minimalaus harmonizavimo, valstybėms narėms paliekama pakankamai daug laisvės savo nacionaliniuose teisės aktuose nustatyti, kas laikoma „kontrolės suteikimu“, o tai neatsiejamai yra susiję ir su tuo, kokios apimties apsauga taikytina smulkiųjų akcininkų interesų atžvilgiu.

Analizuojant Lietuvos Respublikos reglamentavimo pasirinkimą nagrinėtinu klausimu, pastebėtina, jog VPĮ 36 straipsnio 1 dalyje nustatyta balsavimo teisių dalis, suteikianti atitinkamos bendrovės kontrolę, yra lygi 1/3 bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, balsų suteikiančių akcijų. Tokią kontrolę įgijęs asmuo iš esmės turi du pasirinkimus: (i) teikti privalomąjį oficialų siūlymą likusiems atitinkamos bendrovės akcininkams; arba (ii) perleisti akcijas, viršijančias šią ribą. Neatlikus vieno iš šių elgesio modelių, remiantis VPĮ 36 straipsnio 6 dalimi, asmuo, peržengęs 1/3 ribą, netenka visų balsų atitinkamos bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime tam laikotarpiui, iki kol yra atliekami aukščiau nurodyti veiksmai.

Tęsiant temą dėl kontrolės įgijimo sampratos, paminėtina, jog šiuo klausimu vieningo supratimo nėra ne tik visuotiniu ES lygiu (nors dauguma valstybių narių pasirinko būtent 1/3 variantą, tačiau pasirinkimų yra įvairių[64]), bet net Lietuvos pavyzdys atsikleidžia klausimo nevienareikšmiškumą. Štai jau anksčiau minėtos disertacijos autoriaus nuomone,[65] Lietuvai taip pat būtų tikslinga atsižvelgti į kitų valstybių narių, pasirinkusių 1/2 variantą, praktiką ir reglamentavimą ir priimti atitinkamus VPĮ pakeitimus. Minėtas autorius šią poziciją iš esmės grindžia šiais argumentais – pirma, tokia riba pateisinama dėl

[64] Taip pat vyrauja modelis, pagal kurį akcijų procentas, peržengus kurį pirkėjas laikomas „įgijusiu bendrovės kontrolę“, yra 50%.

[65] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016, p. 49.

to, jog asmeniui ar susijusių asmenų grupei turint daugiau nei 50% balso teisę suteikiančių vertybinių popierių, jis ar jie gali blokuoti visus esminius atitinkamos bendrovės sprendimus. Antra, žinant, kad visuotiniuose dalyvių susirinkimuose absoliutus akcininkų dalyvavimas yra retas, 50% ribos peržengimas praktiškai gali leisti priimti visus sprendimus vertybinių popierių emitento valdyme. Nors autorius to eksplicitiškai neakcentuoja, papildomai galima išskaityti ir kitą argumentą, kaip antai tai, jog pernelyg didelės ribos egzistavimas atgraso investuotojus nuo atitinkamoje jurisdikcijoje veikiančios bendrovės perėmimo, kadangi privalomas oficialus siūlymas turės būti teikiamas visiems likusiems akcininkams įsigijus mažesnį kiekį akcijų. 50% ribos peržengimo modelis gali būti pagrindžiamas klasikine samprata, pasak kurios tik tokį ir ne mažesnį balsų kiekį turintis akcininkas būtų laikomas kontroliuojančiu, su kuo, bent daugumoje atvejų, būtų galima sutikti.

Visgi, atsižvelgiant į šių teisinių santykių specifiką ir kontekstą, šiuo magistro darbu ginama šiek tiek kitokia, t. y. palaikanti egzistuojantį Lietuvos Respublikos teisinį reguliavimą (1/3 balsų daugumos modelį), pozicija remiantis toliau nurodomais argumentais.

Pirma, aukščiau minėti argumentai pagrindžia tik tai, jog 50% balsų suteikiančių akcijų riba bendrovėje išties yra reikšminga, leidžianti blokuoti ar priimti daugumą svarbių bendrovei ir jos akcininkams sprendimų, tačiau tai savaime dar nepagrindžia to, jog mažesnis akcijų skaičius, kaip antai 33% ir daugiau, bendrovės dalyviui nesuteikia svarbių kontrolės teisių, kas, manytina, yra tiesiog būtina norint pagrįsti poreikį reglamentavimo keitimui. Manytina, jog disertacijos autorius rėmėsi prielaida, jog kontrolė suprantama tik kaip balsų daugumos bendrovėje turėjimas. Visgi, pabrėžtina, jog tai nėra vienintelė kontrolės samprata, taip pat analogiškai būtų galima kalbėti ir apie kokybinius kontrolės pasikeitimus, kaip antai iš bendros į vienvaldę, iš negatyvios į pozityvią ir atvirkščiai. Šie kontrolės pasikeitimai taip pat traktuotini kaip reikšmingi ir turintys įtaką tolesniam bendrovės valdymui, sprendimų priėmimų procesams. Šiuo atžvilgiu tikslinga būtų atkreipti dėmesį į Perėmimo pasiūlymų direktyvos preambulės 2 punktą, kuriame taipogi pabrėžiama, jog akcininkų interesai turi būti saugomi ypač tais atvejais, kai keičiasi bendrovės valdymas.

Antra, jeigu pasyvus dalyvavimas visuotiniuose akcininkų susirinkimuose ir būtų argumentas, į kurį reikėtų atsižvelgti sprendžiant dėl kontrolės įgijimo ribos nustatymo, autoriaus nuomone, jis būtų tinkamas siekiant pagrįsti nebent žemesnę ribą, kadangi esant pasyviam akcininkų dalyvavimui (galbūt net pakartotinių visuotinių akcininkų susirinkimo atveju, kuriuose, kaip žinia, remiantis ABĮ 27 straipsnio 1 dalimi, kvorumo reikalavimas

apskritai netaikomas) santykinai mažesniu bendrovės akcijų kiekiu disponuojantys subjektai galėtų priimti reikšmingiausius bendrovei sprendimus.

Trečia, nors teigiama, jog reglamentavimas, reikalaujantis teikti privalomąjį oficialų siūlymą peržengus 33% ribą atgraso investuotojus, kadangi tokia pareiga investuotojams atsiranda įgijus mažesnį akcijų skaičių ir potencialiai įsigyjant daugiau akcijų, nei apskritai norėta, atkreiptinas dėmesys į tai, kad: (i) kaip aptarta šio darbo 2 skyriuje dėl specifinio poreikio ginti smulkiųjų akcininkų interesus, pripažintina tendencija yra ta, jog tose jurisdikcijose, kuriose smulkiųjų akcininkų interesų apsauga yra tinkama ir efektyvi, egzistuoja stiprios ir išsivysčiusios kapitalo rinkos ir būtent tai yra svarbus veiksnys investicinės aplinkos patrauklumui; ir (ii) kaip rodo Jungtinių Amerikos Valstijų praktika,[66] netgi tose jurisdikcijose, kuriose nėra privaloma supirkti visas likusias bendrovės akcijas, praktiškai negirdėti atvejai, kuomet potencialus perėmėjas neteiktų perėmimo pasiūlymo likusiems smulkiesiems akcininkams. Tai gali būti daroma kaštų taupymo tikslais (kadangi vien bendrovės atitikties reguliuojamos rinkos reikalavimams palaikymas jau savaime yra pakankamai brangus), nes investuotojai, perėmę atitinkamą bendrovę, galimai siekia jos delistingavimo – išbraukimo iš reguliuojamos rinkos emitentų sąrašų, kam taip pat reikalinga turėti lemiamą balsų daugumą, taip pat, pavyzdžiui, dėl elementaraus siekio turėti mažiau dalyvių bendrovėje, supaprastinti valdymą, taupyti agentavimo kaštus.

Galiausiai, svarbus ir kertinis Perėmimo pasiūlymų direktyvos tikslas – smulkiųjų akcininkų apsauga, kurioje nustatomas bent minimalus pastarųjų interesų apsaugos lygis. Nepaisant to, jog minėtame teisės akte ir suteikiama diskrecija valstybėms narėms perkeliant jos nuostatas į nacionalinę teisę, manytina, jog siekiant, kad įstatymų leidėjas pakeistų savo pasirinktą modelį, o ypač, kai tokie pakeitimai nulemtų smulkiųjų akcininkų apsaugos lygio ir efektyvumo mažinimą, reikėtų rasti svaresnių argumentų, bylojančių apie objektyvią būtinybę riboti pagrindinio Perėmimo pasiūlymo direktyvos tikslo siekimą.

Atsižvelgiant į išdėstytą, šio darbo autorius laikosi nuomonės, jog egzistuojantis Lietuvos Respublikos teisinis reglamentavimas dėl „kontrolę suteikiančių“ akcijų skaičiaus ribos nustatymo privalomojo oficialaus siūlymo kontekste yra tinkamas, suderinamas su analizuojamos direktyvos tikslais, todėl jo keitimas būtų netikslingas.

Papildomai pastebėtina, kad kalbant apie materialiąsias privalomojo oficialaus siūlymo instituto taikymo sąlygas, „kontrolę suteikiančių“ akcijų skaičiaus nustatymas yra ne vienintelė konceptuali problema aktuali Lietuvos Respublikoje. Atsižvelgiant į tai, jog

[66] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 238 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

pareiga teikti privalomąjį pasiūlymą gali atsirasti ne tik perėmėjui asmeniškai įsigijus aukščiau minėtą akcijų paketą, tačiau ir tai padarius kartu su sutartinai veikiančiais asmenimis, tokio sutartinio veikimo samprata tampa itin svarbi, kadangi nuo to priklauso tiek perėmėjų, tiek smulkiųjų bendrovės akcininkų teisėti lūkesčiai – ar kiekvienu atitinkamu atveju sudarius vienokius ar kitokius žodinius ar rašytinius susitarimus kils pareiga teikti oficialųjį siūlymą ir ar smulkieji akcininkai galės pagrįstai tikėtis tokio pasiūlymo. Analizuojant VPĮ 2 straipsnio 50 dalį bei 26 straipsnį, matoma, jog Lietuva yra pasirinkusi modelį, pagal kurį asmenys, sudarę atitinkamus susitarimus, patenkančius į VPĮ 26 straipsnio taikymo apimtį (pavyzdžiui, sudarius akcininkų balsavimo sutartį dėl ilgalaikės bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo), bus preziumuojami kaip veikiantys sutartinai. Kitaip tariant, pagal dabartinį reglamentavimą gali susiklostyti situacija, kuomet nei vienas akcininkas papildomų akcijų nebeįsigyja, tačiau sudaro sutartį dėl tolesnės bendrovės valdymo politikos ir dėl to jiems atsiranda pareiga teikti oficialų siūlymą smulkiesiems akcininkams. Kadangi toks reglamentavimas potencialiai prisideda prie teisinio neapibrėžtumo, o investuotojai kartais turi vadovautis jiems pačiu nepalankiausiu scenarijumi, kuomet itin plačiai suprantamas sutartinis veikimas yra laikomas pagrindu atsirasti pareigai teikti oficialųjį siūlymą, Lietuvos teisės doktrinoje[67] teigiama, jog toks reglamentavimas mažina Lietuvos konkurencingumą. Remiantis Europos Komisijos ataskaita dėl įmonių perėmimo pasiūlymų[68], manytina, jog Perėmimo pasiūlymų direktyvos kontekste „sutartinai veikiančių asmenų koncepcijos“ problematika yra viena esminių ne tik Lietuvos, tačiau ir visos Europos Sąjungos lygmeniu, kadangi pastaruoju metu itin matomas siekis įvesti teisinio aiškumo dėl tokio bendro veikimo ir pareigos teikti oficialųjį siūlymą. Šiuo tikslu Europos Vertybinių Popierių ir Rinkų Institucija š. m. vasario mėn. išleido viešą pranešimą dėl sutartinio veikimo pagal Perėmimo pasiūlymų direktyvą[69], kuriame įtvirtinamas „baltasis sąrašas“ veiksmų ir atvejų, dėl kurių atitinkamų bendrovių akcininkai gali tarpusavyje susitarti ir, nebent atitinkamos valstybės narės priežiūros institucija, turėdama reikšmingos ir tam prieštaraujančios informacijos, nustatytų kitaip, tokie asmenys nebus laikomi kaip veikiantys sutartinai. Prie tokių veiksmų ir atvejų

[67] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas:* daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016, p. 83.

[68] Europos Komisija. *Ataskaita Europos Parlamentui, Tarybai, Europos Ekonomikos ir Socialinių Reikalų Komitetui ir Regionų Komitetui dėl Direktyvos 2004/25 dėl įmonių perėmimo pasiūlymų taikymo [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 31 d.]*. Briuselis, 2012. Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0347:FIN:LT:PDF>

[69] European Securities and Markets Authority. *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive:* Public Statement [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 31 d.], 2019. Prieiga per internetą: <https://www.esma.europa.eu/document/information-shareholder-cooperation-and-acting-in-concert-under-takeover-bids-directive-0>

priskiriamos situacijos, kuomet akcininkai susitaria dėl kreipimosi į valdybą siūlant bendrovės politikos ar veiklos pokyčius, taip pat dėl susitarimų, susijusių su turto įsigijimu, kapitalo keitimu, auditorių paskyrimu ar sandorių su susijusiais asmenimis sudarymu ir kt. Apibendrinant, nors iš pirmo žvilgsnio gali pasirodyti, jog Lietuvos Respublikos modelis, kuomet itin plačiai suprantamas sutartinis veikimas yra laikomas pagrindu atsirasti pareigai teikti oficialųjį siūlymą, turėtų būti naudingas smulkiesiems akcininkams, toks reglamentavimo pasirinkimas gali nulemti teisinį neapibrėžtumą tiek perėmėjams, tiek patiems smulkiesiems akcininkams. Šiuo aspektu aukščiau aprašytos naujausios Europos Vertybinių Popierių ir Rinkų Institucijos iniciatyvos dėl jomis suteikiamo instituto taikymo aiškumo vertintinos pozityviai ir į jas Lietuvos priežiūros institucijoms reikėtų atsižvelgti ypač tais atvejais, kuomet sutartinis veikimas yra preziumuojamas dėl akcininkų susitarimo dėl ilgalaikės bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo egzistavimo bei tada, kuomet papildomos akcijos apskritai neįsigyjamos, o pareiga teikti privalomąjį oficialų siūlymą potencialiai atsiranda dėl pačio susitarimo sudarymo.

Pažymėtina, jog šalia pačio privalomojo oficialaus siūlymo instituto egzistuoja ir tinkamo informavimo reikalavimai. Šiuo aspektu ES ir Jungtinių Amerikos Valstijų požiūris nesiskiria. Visuotinai pripažįstama, jog smulkieji akcininkai privalo disponuoti informacija apie visus esminius faktus ir aplinkybes tam, kad turėtų teisingą bei sąžiningą galimybę priimti vienokį ar kitokį sprendimą.[70] Taigi, Perėmimo pasiūlymų direktyva ir VPĮ numato standartą, reikalaujantį, jog pirkėjas bendrovei, akcininkams, priežiūros tarnybai bei reguliuojamos rinkos operatoriui pateiktų esminę informaciją, susijusią su pasiūlymu (kaip antai esminės pasiūlymo sąlygos, informacija apie finansavimą, patį siūlytoją bei su juo veikiančius asmenis, kt.).[71]

Analizuojant esminę Perėmimo pasiūlymų direktyvos nuostatą tenka pripažinti, jog neatsižvelgiant į šio instituto vien praktinio pritaikymo problemų gausą, kurių analizei ir buvo skirta Dr. Vytauto Šenavičiaus disertacija[72], net konceptualiu požiūriu įvairių valstybių teisės doktrinos atstovai privalomojo oficialaus siūlymo likusiems bendrovės akcininkams instituto egzistavimą vertina nevienareikšmiškai. Pavyzdžiui, visuotinai sutariama, jog teoriškai Jungtinėse Amerikos Valstijose yra neabejotinai ekonomiškiau ir lengviau perimti dominančią bendrovę nei, tarkime, analogišką bendrovę, įsisteigusią pagal bet kurios ES valstybės narės teisę, vien dėl privalomo oficialaus pasiūlymo instituto

[70] Ibidem, p. 10.
[71] Plačiau apie tai skaityti Perėmimo pasiūlymo direktyvos 6 straipsnyje.
[72] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas:* daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016.

egzistavimo.[73] Taip yra dėl to, jog, pavyzdžiui, Delavero valstijoje veikiantys potencialūs pirkėjai yra laisvi spręsti, kiek ir kokių perimamos bendrovės akcijų jiems reikia, o priversti juos įsigyti „nenorimų“ akcijų tiesiog neįmanoma – privalomojo oficialaus pasiūlymo atitikmens ten elementariai nerasime.[74] Galime sutikti, jog tai, bent iš pirmo žvilgsnio, yra suderinama su pagrindiniais ūkinės-komercinės veiklos ir disponavimu savo turima nuosavybe principais, kas, manytina, ir buvo minėto reglamentavimo (nebuvimo) pagrindu. Taip pat doktrinoje aptinkama ir nuomonių, jog bendrasis efektas, kurį sąlygoja privalomojo oficialaus siūlymo likusiems bendrovės akcininkams įtvirtinimas, yra preziumuojamas kaip sumažinantis bendrovių perėmimų skaičius lyginant su situacija, kai tokio instituto apskritai nebūtų.[75]

Visgi, reikėtų pripažinti ir tai, jog kiekvieno asmens teisių ir laisvių ribos, *inter alia*, yra nustatytos atsižvelgiant į atitinkamų teisinių santykių specifiką ir tuos atvejus, kai tokiomis teisėmis ir laisvėmis potencialiai disponuojama kitų asmenų sąskaita.

Manytina, jog Perėmimo pasiūlymų direktyvoje įtvirtintas privalomojo oficialaus siūlymo institutas yra vadovėlinis pavyzdys, skirtas nustatyti „teisingą“ balansą tarp potencialaus perėmėjo ir bendrovėje likusių asmenų, smulkiųjų akcininkų, interesų tais atvejais, kai bendrovės valdymas po atitinkamo perėmimo esmingai pasikeis ir, kai kurių autorių nuomone[76], susidarys prielaidos, leidžiančios net nusavinti nuosavybę.

Atsižvelgiant į išdėstytą, manytina, jog konceptualia prasme privalomojo oficialaus siūlymo institutas yra tiesiog kertinis ramstis, skirtas smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai užtikrinti, o savo ruožtu Lietuvos Respublika iš esmės tinkamai pasinaudojo jai suteikta diskrecija nustatant materialias sąlygas tokio pasiūlymo teikimo privalomumui. Atitinkamai, Lietuvos teisės doktrinoje aptinkami siūlymai[77] pakelti akcijų, kurias įsigijus

---

[73] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 236 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

[74] FINKELSTEIN, Jesse A. *Antitakeover Protection Against Two-Tier and Partial Tender Offers: The Validity of Fair Price, Mandatory Bid, and Flip-Over Provisions Under Delaware Law,* 11 SEC. REG. L.J. 291 (1984). Cituojama pagal: VENTORUZZO, Marco. *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means and Political Economic Ends* [interaktyvus]. Bocconi University: 2006, p. 214 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1284&context=fac_works

[75] SJÅFJELL, Beate. *The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe* [interaktyvus]. University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series No. 2011-22, p. 64 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598298 >

[76] FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 749.

[77] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016., p 49.

reikėtų teikti oficialų siūlymą, ribą, vertintini tik kaip nepagrįstai pabloginantys smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą, todėl nepriimtini.

3.2. Teisingos kainos standartas ir jos mokėjimo reikalavimai

Teisinga kaina. Manytina, jog privalomojo oficialaus siūlymo instituto smulkiesiems akcininkams suteikiama apsauga yra neatsiejamai susijusi ir su *teisingos kainos* koncepcija.[78] Smulkiojo akcininko galimybė pasitraukti iš atliktos investicijos gaunant teisingą kainą už parduodamas akcijas yra pagrindinis turtinis tokio akcininko interesas.[79]

Nepaisant to, kad bylos, susijusios su Perėmimo pasiūlymų direktyva ir jos taikymu, Lietuvos Respublikos teismuose nėra dažnos, tačiau nagrinėtinu klausimu teisingos kainos sampratą yra pateikęs ir Lietuvos Respublikos Konstitucinis Teismas.[80] Pastarasis nutarime konstatavo, jog teisingos kainos taisyklė, kaip ir privalomo oficialaus pasiūlymo institutas apskritai, leidžia smulkiesiems akcininkams 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.

Šalia doktrinoje vyraujančios pozicijos bei Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo išaiškinimų paminėtina ir Europos Sąjungos valstybių narių suinteresuotų grupių bei teisės mokslininkų išreikšta pozicija nagrinėtinu aspektu. Rengiant studiją dėl smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos[81], pastarieji įvardijo du dalykus. Pirma, adekvati ir, žinoma, teisinga kaina pasižyminti galimybė pasitraukti iš padarytų investicijų pasikeitus atitinkamos bendrovės kontrolei priskirtina prie svarbiausių, net fundamentalių teisių, kuriomis privalo disponuoti smulkieji akcininkai bei kiti investuotojai. Antra, valstybių narių ekspertai, paprašyti nurodyti esminius trūkumus, susijusius su ekonominių smulkiųjų akcininkų teisių įgyvendinimu, nurodė, jog viena iš didžiausių problemų yra *teisingos rinkos kainos* nustatymas, ekspertų šiai užduočiai atlikti paskyrimas bei tokios kainos peržiūrėjimo galimybės ir / ar procedūra.

Perėmimo pasiūlymų direktyvos 4 straipsnyje yra nustatyta, jog teisinga kaina laikoma didžiausia kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba

---

[78] Report of The High Level Group of Company Law Experts in Issues Related to Takeover Bids. Brussels [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2002, p. 9. Prieiga per internetą: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322&rec=1&srcabs=819764&alg=1&pos=7>

[79] Ibidem, p. 94.

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

[81] Europos Komisija; TGS Baltic. *Study on Minority Shareholders Protection* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2018, p. 82. Prieiga per internetą: <https://publications.europa.eu/lt/publication-detail/-/publication/1893f7b8-93a4-11e8-8bc1-01aa75ed71a1>

sutartinai su juo veikiantys asmenys per tam tikrą valstybių narių nustatytą ne trumpesnį kaip šešių mėnesių ir ne ilgesnį kaip 12 mėnesių laikotarpį. Jei po pasiūlymo paskelbimo vertybiniai popieriai įsigyjami aukštesne kaina, pasiūlymo kaina atitinkamai padidinama iki tokio lygio. Savo ruožtu Lietuvos Respublikos įstatymų leidėjas VPĮ 39 straipsnio 1 dalyje yra nustatęs maksimalų 12 mėnesių laikotarpį iki atitinkamos ribos peržengimo dienos. Kai aukščiausios kainos nustatyti neįmanoma, tai atliekama pasitelkiant turto vertintoją. Tais atvejais, kai prekiaujama reguliuojamoje rinkoje ir daugiašalėje sistemoje, naudojamas vidutinės svertinės kainos apskaičiavimo metodas. Paminėtina, jog Lietuvos Bankas yra parengęs ir teisingos akcijų kainos nustatymo gaires[82], kuriuose detalizuojamas tokios kainos apskaičiavimas bei pateikiamos rekomendacijos perėmėjo elgesiui.

Analizuojant aukščiau išdėstytas nuostatas matome, jog bendraisiais atvejais nustatomas aukščiausios, kaip teisingos, kainos metodas yra itin palankus smulkiųjų akcininkų interesų atžvilgiu. Nors darbo autorius pritaria *teisingos kainos* reikalavimo įtvirtinimui, objektyvumo dėlei būtina pabrėžti, jog toks požiūris *per se* yra kontraversiškas. Manytina, jog potencialiam pirkėjui palankiausias reglamentavimas būtų toks, kuris leistų jam įsigyti (i) tik tiek akcijų, kiek jam reikia norint įgyti bendrovės kontrolę (to padaryti jam neleidžia privalomojo oficialaus siūlymo institutas); bei (ii) kontrolę suteikiančias akcijas už sąlyginai didesnę kainą (preziuomuojama, jog kontrolinis akcijų paketas, kaip visuma, yra vertingesnis nei analogiško skaičiaus akcijos atskirai), o net jei ir būtų ketinama įsigyti visas bendrovės akcijas, už likusius smulkiųjų akcininkų vertybinius popierius mokėti mažiau. Perskaičius aukščiau aprašytą reglamentavimą akivaizdu, jog toks elgesio modelis potencialiam pirkėjui elementariai nėra leidžiamas. Priešingai, kadangi privalomojo oficialaus siūlymo institutas reikalauja mokėti *teisingą* (aukščiausią) *kainą*, ganėtinai pagrįstai galima teigti, jog smulkieji akcininkai, pardavę savo kontrolės nesuteikiančias akcijas, gauna teisės doktrinoje vadinamą „*kontrolinio akcijų paketo premiją*“.[83] Iš pasakyto galima daryti keletą preliminarių išvadų.

Pirma, toks reglamentavimo pasirinkimas nevisiškai atspindi tikrąją akcijų (ir jų suteikiamų teisių) vertę, kadangi akivaizdu, jog, pavyzdžiui, analizuojant kainą, mokamą už 51% ir 49% balsų bendrovėje suteikiančius akcijų paketus, veikiausiai pastebėtume, jog kainų skirtumas būtų didesnis nei tik proporcingai perkamų akcijų vienetų skaičių

[82] Lietuvos banko valdybos 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/lt/teisesaktai/teisingos-akciju-kainos-nustatymo-gaires>

[83] VENTORUZZO, Marco. *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political Economic Ends* [interaktyvus]. Tex. Int'l L. J. 171 (2006), p. 207 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1284&context=fac_works>

skirtumas, kadangi tokiais atvejais net itin mažai besiskiriantis akcijų paketas gali lemti asmens įsigyjamas kontrolės teises.

Antra, manytina, jog toks modelis yra gan socialinis, skirtas išimtinai smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai, taip užtikrinant akcijų lygiateisiškumą.[84]

Trečia, egzistuoja neišvengiama rizika, jog potencialus pirkėjas, atsižvelgdamas į aukščiausios sumokėtos kainos taikymą visiems akcininkams reikalavimą, vengs mokėti kontroliuojantiems akcininkams tiek, kiek iš tiesų būtų pasiryžęs, dėl to, jog tą pačią kainą turės sumokėti ir visiems likusiems. Dėl šios priežasties, manytina, jog kontrolinį akcijų paketą parduodantys asmenys potencialiai nukenčia, kadangi pirkėjas, įsivertindamas savo planuojamą biudžetą atitinkamai paskirstys jį ne tik kontroliuojančiam, tačiau ir visiems akcininkams tolygiai. Tenka pripažinti, jog egzistuojant politinei valiai įtvirtinti *teisingos kainos* principą, aprašytos rizikos suvaldymui teisinių instrumentų tiesiog nėra. Visgi, autoriaus nuomone, nagrinėtinoje situacijoje iš dalies gelbsti net ne teisiniai instrumentai, o elementarus rinkoje veikiančių dalyvių racionalumas, kadangi racionalus pardavėjas, kuriam priklauso kontrolinis akcijų paktas, nebus linkęs parduoti savo turimų akcijų žemiau rinkos kainos, taigi, tokiu atveju bendrovės perėmimas tiesiog neįvyks. Taigi, paminėtina, jog nepaisant potencialių prieštaravimų dėl pačio *teisingos kainos* reikalavimo įtvirtinimo, darbo autorius laikosi nuomonės, jog toks reikalavimas yra teisingas, užtikrina smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą bei neleidžia perėmėjams bei stambesniems akcininkams piktnaudžiauti savo teisėmis kitų sąskaita.

Konceptualiai išanalizavus teisingos kainos sampratą, pabrėžtina, jog tikslinga identifikuoti ir praktikoje kylančias tokios kainos nustatymo problemas bei analizuoti galimus šių problemų sprendinius. Doktrinoje sutinkama pozicija[85], jog nemažai problemų Lietuvos Respublikoje iškyla dėl to, kad kartais itin ilgą laikotarpį yra vengiama teikti ir įgyvendinti privalomąjį oficialų siūlymą. Manytina, jog tai sukelia bent dvi praktines problemas.

Pirma, atsižvelgiant į akcijų vertės nustatymo kompleksiškumą, ypač tais atvejais, kai slenkant laikui esmingai pasikeičia bendrovės veiklos rezultatai, vengiant tokią pareigą įgyvendinti ilgą laiką tampa itin sunku nustatyti mokėtiną teisingą kainą ir formalus

[84] MIKALONIENĖ, Lina. *Uždarosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*: monografija. Vilnius: Registrų centras, 2015, p. 91.
[85] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016., p. 84.

galiojančių teisės aktų aiškinimas tampa nebepakankamu. Tokių atvejų yra pasitaikę ir Lietuvos Respublikos teismų praktikoje.[86]

Antra, perėmėjo siekimas vilkinti tokių pareigų įgyvendinimą turint omenyje akcijų kainos pokyčius ir siekiant iš to pasipelnyti potencialiai gali būti traktuojamas kaip piktnaudžiavimas teise. Paminėtina, jog Perėmimo pasiūlymo direktyva nustato papildomą reikalavimą pasiūlymą teikiančiam asmeniui. Direktyvos 3 straipsnio 1 dalies e) punktas nurodo, jog siūlytojas paskelbia pasiūlymą tik įsitikinęs, kad jis ar ji yra pajėgus sumokėti visą atlygį grynais pinigais, jei toks atlygis būtų pasiūlytas, ir tik po to, kai yra ėmęsis visų pagrįstų priemonių įvykdyti bet kurio kito tipo atlygį. Akivaizdu, kad šios normos tikslas yra dvejopas, kadangi, pirma, siekiama apsaugoti pasiūlymo gavėjų interesus užtikrinant, kad egzistuoja realios galimybės gauti atlygį už jų turimas likusias akcijas ir, antra, siekiama užtikrinti finansų rinkų stabilumą neiškraipant jos spekuliatyviais pasiūlymais ir taip manipuliuojant akcijų kaina. Pastebėtina, jog nagrinėjamu aspektu Lietuvos Respublikoje teismų praktikos būta pakankamai įdomios. Štai vienoje Kauno apygardos teismo byloje[87] teismas nurodė, jog nepaisant ribos, kurią peržengus reikia teikti privalomąjį oficialų siūlymą, peržengimo fakto, *inter alia*, tais atvejais, kuomet egzistuoja lėšų, reikalingų įgyvendinti savo įstatymines pareigas, trūkumas, toks siūlymas negali būti teikiamas. Nepaisant to, kad veikiausiai toks sprendimas buvo paremtas kitais argumentais,[88] manytina, jog vien lėšų trūkumo aplinkybe paremtas atleidimas nuo įstatyminės pareigos yra pavojingas smulkiųjų akcininkų ir finansų rinkų, kaip tokių, atžvilgiu. Belieka pasidžiaugti, jog Lietuvos Aukščiausiasis Teismas, spręsdamas panašią situaciją nurodė, jog Perėmimo pasiūlymų direktyva tokiais atvejais perėmėjams numato alternatyvias pareigas – arba teikti oficialų siūlymą, arba (*inter alia*, neturint lėšų) perleisti atitinkamą ribą viršijančias akcijas.[89]

[86] Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. rugsėjo 29 d. sprendime administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010, . E. B., AB „Panevėžio keliai“, R. J., R. J., K. B. ir kt. v LR Vertybinių popierių komisija buvo konstatuota, jog, tinkamai neįgyvendinus privalomojo oficialaus siūlymo pareigos net šešerius metus, nustatant teisingą kainą nebepakanka atsižvelgti į prieš šešerius metus (remiantis galiojančiais teisės aktais) nustatytą „teisingą kainą“. Taip yra todėl, kad atsirado esminių ir akcijų kainą reikšmingai pakeitusių aplinkybių, į kurias reikia atsižvelgti nustatant duotuoju momentu mokėtiną kainą. Toks aiškinimas apgynė investuotojų, kaip silpnosios šalies, interesus bei neleido asmenims, tinkamai neįvykdžiusiems savo įstatyminės pareigos, pasipelnyti iš savo neteisėtų veiksmų.

[87] Kauno apygardos teismo civilinių bylų skyriaus 2016 m. vasario 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A- 69-657/2016.

[88] Perėmėja bylos laikotarpiu nebeturėjo bendrovės akcijų, buvo senyvo amžiaus ir tik viena iš solidariosios prievolės vykdytojų.

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

Atsižvelgiant į išdėstytą, autorius pritaria dr. V. Šenavičiaus išsakytai pozicijai[90], teigiančiai, jog asmenys, kurie dėl įvairių priežasčių ir siekdami skirtingų tikslų ilgą laiką vengia pareigos įgyvendinti privalomąjį oficialų siūlymą, greta savalaikio viršijančių ribą akcijų perleidimo papildomai turėtų atlyginti smulkiesiems akcininkams jų patiriamus nuostolius, kilusius dėl tokio vengimo.

3.3. Privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas

Didžiųjų ir smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų santykis yra vienas iš trijų pagrindinių elementų, sudarančių įmonių teisės teorijos nagrinėjamų problemų pagrindą.[91] Kaip jau minėta anksčiau, teisinga pusiausvyra tarp smulkiųjų ir didžiųjų bendrovės dalyvių interesų yra kertinė prielaida, reikalinga ne tik sklandžiam kiekvienos bendrovės funkcionavimui, bet ir visoms valstybėms, norinčioms turėti išsivysčiusią bei dinamišką vertybinių popierių rinką bei patrauklią investicinę aplinką. Nors šio darbo tikslas yra įvertinti egzistuojančią smulkiųjų interesų apsaugos padėtį ir prisidėti prie tokios padėties gerinimo, derėtų paminėti ir tai, jog smulkiųjų akcininkų apsauga neturėtų būti suabsoliutinama, kadangi egzistuoja tyrimų[92], rodančių ir apie „tamsiosios“ perdėtos akcininkų apsaugos pusės egzistavimą, pasireiškiantį kontroliuojančių akcininkų interesų ignoravimu, bendrovės veiklos efektyvumo mažinimu.

Manytina, jog iliustratyviausias siekio nubrėžti tinkamą balansą tarp minėtų subjektų interesų rezultatas geriausiai atsispindi Perėmimo pasiūlymų direktyvos 15 bei 16 straipsniuose, nustatančiuose teises perėmėjams reikalauti parduoti, o smulkiesiems bendrovės akcininkams – reikalauti išpirkti jų turimas likusias akcijas.

Privalomas akcijų pirkimas (angl. *sell-out right*). Perėmimo pasiūlymo direktyvos 16 straipsnis nustato, jog likusiųjų vertybinių popierių savininkas (smulkieji akcininkai) galėtų reikalauti, kad siūlytojas, pateikęs ir įgyvendinęs privalomąjį oficialų siūlymą, iš jo ar jos nupirktų jo ar jos vertybinius popierius sąžininga kaina. Lietuvos įstatymų leidėjas VPĮ 42 straipsnyje numatė, jog tokia teise smulkieji akcininkai gali pasinaudoti: (i) tada, kai perėmėjas įsigijo akcijų, sudarančių ne mažiau kaip 95 procentus balsavimo teises

---

[90] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016., p. 95.

[91] Kraakman R. R.; et al. *"The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*". 2004, Oxford, Oxford University Press, p. 2, 22. Cituojama pagal: MILIUTIS, Feliksas. *Privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas akcininko teisių užtikrinimo požiūriu*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2014, p. 8.

[92] BELLOC, Filippo. *Law, finance and innovation: the dark side of shareholder protection* [interaktyvus]. Cambridge Journal of Economics 37: Cambridge, 2013, p. 23 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1452743>

suteikiančio kapitalo ir ne mažiau kaip 95 procentus visų balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime;[93] ir (ii) tai atlikti per 3 mėnesius nuo privalomo oficialaus siūlymo ar savanoriško oficialaus siūlymo įsigyti visas likusias balsavimo teisę suteikiančias akcijas įgyvendinimo dienos.[94] Pastebėtina, jog privalomojo akcijų išpirkimo institutas yra sutinkamas ir Europos Modeliniame Bendrovių Akte.[95]

Teisės doktrinoje[96] išskiriamos šios privalomąjį akcijų išpirkimo institutą pagrindžiančios priežastys. Pirma, kai bendrovę kontroliuojantys akcininkai peržengia tam tikrą turimų balsų bendrovėje procentą, jie gali piktnaudžiauti savo dominuojančia padėtimi, o smulkieji akcininkai lieka be jokių efektyvių įrankių, naudojantis kuriais galėtų daryti įtaką bendrovės valdymui ar užkardyti tokį piktnaudžiavimą. Antra, suvokiama, jog nepaisant to, kad atitinkamos bendrovės akcijomis yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, ne visos tokios rinkos yra likvidžios, o nelikvidumas potencialiai tampa dar didesniu tuomet, kai konkrečios bendrovės akcininkų struktūra yra itin koncentruota. Tokiu atveju, po privalomojo oficialaus siūlymo likusieji bendrovėje akcininkai praktiškai neturi galimybės patenkinti savo turtinio intereso parduodant savo akcijas, todėl jiems suteikiama „lengvesnio pasitraukimo galimybė“. Trečia, privalomasis akcijų išpirkimo institutas suvokiamas ir kaip savotiškas „svertas“ prieš perėmėją privalomojo oficialaus siūlymo metu, kad pastarasis tinkamai įgyvendintų savo su tuo susijusias pareigas. Egzistuojant šiam institutui, perėmėjas aiškiai suvokia, jog įgijus didžiąją dalį bendrovės akcijų, likusius smulkiuosius akcininkus vis tiek gali tekti išpirkti, o tai atitinkamai sąlygoja jo veiksmus privalomojo oficialaus siūlymo metu.

Atsižvelgiant į išdėstytą, manytina, jog principine prasme privalomojo akcijų išpirkimo institutas yra efektyvus smulkiųjų akcininkų interesų gynimo įrankis bendrovių perėmimo procesuose.

Privalomas akcijų pardavimas (angl. *squeeze-out right*). Šis institutas gali būti laikomas „veidrodiniu“ arba „kontroliuojančio akcininko quid-pro-quo atsaku smulkiojo akcininko teisei reikalauti privalomojo jo akcijų išpirkimo“[97], o analizuojant pastaruosius institutus kartu laikytina, jog jie įtvirtina ir atspindi tinkamą smulkiųjų ir stambiųjų

[93] VPĮ 42 straipsnio 1 dalis.
[94] VPĮ 43 straipsnio 3 dalis.
[95] ANDERSEN, Paul Krüger; et al. *Europos Modelinis Bendrovių aktas* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. 2017, p. 384. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=2929348>
[96] BABAK, Anton. *Adoption of Squeeze-Out and Sell-Out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA. Central European University* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. 2012, p. 6. Prieiga per internetą*:* <http://www.etd.ceu.hu/2012/babak_anton.pdf>

[97] BERGSTORM, Clas*; et al. The Optimality of the Mandatory Bid rule* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. 1997*, p. 433.* Prieinamas per: <https://www.jstor.org/stable/765099?seq=1#metadata_info_tab_contents>

bendrovės akcininkų interesų balansą. Pagal Perėmimo pasiūlymų direktyvos 15 straipsnį ir VPĮ 42 straipsnį (kuriame perkeltos ir detalizuotos minėtos direktyvos nuostatos), asmuo, kuriam po oficialaus pasiūlymo priklauso 95% viso balsavimo teises suteikiančio kapitalo ir balsavimo teises suteikiančių akcijų, turi teisę reikalauti, kad likusių vertybinių popierių savininkai jam šiuos vertybinius popierius parduotų už teisingą kainą. Šis institutas yra pagrindžiamas tuo, jog tokią reikšmingą bendrovės kontrolę įgijęs asmuo turi galėti spręsti dėl tolesnio bendrovės veiklos vykdymo, strateginių krypčių keitimo.[98] Toks institutas taip pat naudingas tokiais atvejais, kai privalomojo oficialaus siūlymo teikėjas tai atlieka siekdamas vėliau delistinguoti bendrovę, o jam įgijus 95% viso balsavimo teises suteikiančio kapitalo, smulkiesiems akcininkams pasilikti bendrovėje, kuri netrukus taps privačia, prasmės praktiškai nėra. Likusių akcininkų priverstinis išpirkimas taip pat padeda spręsti taip vadinamą „nemokančiojo“ (angl. *free rider*) dilemą, su kuria susiduria įmonės perėmėjas. Kitaip tariant, pirkėjas siekia išvengti situacijos, kuomet dėl įmonės valdymo efektyvumo padidinimo ar kitų priežasčių, priskirtinų perėmėjo veiksmams, sukurtą pridėtinę vertę tenka dalytis su smulkiaisiais akcininkais, kurie iš esmės neprisidėjo prie tokios pridėtinės vertės atsiradimo.[99] Savo ruožtu šis institutas tampa labai svarbiu po atitinkamo sandorio vykdomos integracijos įrankiu.[100]

Visgi, akivaizdu, jog privalomo akcijų pardavimo procedūra pasižymi prievartiniu ir teisę į nuosavybę ribojančiu pobūdžiu.[101] Tai savo ruožtu jau sudaro konstitucinio lygio diskusijų turinį. Pavyzdžiui, Jaap Winter vadovaujama įmonių teisės profesionalų grupė savo ataskaitoje dėl su perėmimo pasiūlymais susijusių klausimų pripažino, kad privalomo akcijų pardavimo atveju teisę į nuosavybę apriboti galima tik remiantis viešuoju interesu ir užtikrinant tinkamą kompensaciją.[102] Vėlgi, siekiant tinkamai užtikrinti smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą, teisingos kainos nustatymas ir su tuo susijusios procedūros tampa esminiais veiksniais, lemiančiais minėto tikslo (ne)pasiekimą.

---

[98] ANDERSEN, Paul Krüger; et al. *Europos Modelinis Bendrovių aktas* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. 2017, p. 264. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=2929348>

[99] MILIUTIS, F. Privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2014, p. 25.

[100] VAN DER ELST, Christoph; VAN DEN STEEN, Lientje. *Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out* [interaktyvus]. University of Ghent, 2006, p. 4 [žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. Prieinamas per: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609>

[101] Ibidem, p. 8.

[102] *Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids* [interaktyvus]. Briuselis, 2002, p. 61 [žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322>. Cituojama pagal: MILIUTIS, F. Privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2014, p. 30.

Teisinga kaina. Pažymėtina, jog tokios kainos nustatymas gali būti atliekamas dvejopai. Pirma, VPĮ 42 straipsnio 4 dalies 1 bei 2 punktai nurodo, jog teisinga kaina išperkant likusias akcijas laikoma ta, kurią perėmėjas mokėjo visiems bendrovės akcininkams oficialaus siūlymo metu (kaip tai aptarta anksčiau). Antra, tais atvejais, kai teisinga kaina nustatoma ne pagal oficialaus siūlymo kaina, remiantis VPĮ 42 straipsnio 4 dalies 3 punktu, akcijų kaina nustatoma akcijas superkančio asmens pasirinktu būdu. Manytina, jog toks kainos nustatymo mechanizmas yra problematiškiausias, kadangi akivaizdžiai šališką interesą turinčiam subjektui suteikiama sąlyginai nemažai diskrecijos.

Felikso Miliučio, rašiusio disertaciją apie privalomo akcijų pardavimo teisinį reguliavimą, nuomone,[103] tokia pasirinkimo laisvė bei aiškaus teisinio reglamentavimo nagrinėtinu aspektu nebuvimas prisidėjo dėl teisminių ginčų, susijusių su privalomo akcijų pirkimo ir / ar pardavimo kainos nustatymu, atsiradimu, o teisingos kainos nustatymo Lietuvos Respublikoje problema yra itin aktuali. Matoma tendencija, jog teisingos kainos samprata, tampanti centrine figūra, kuri turi būti suderinta su priešingus interesus turinčiomis šalimis, *per se* suponuoja iššūkių ne tik Lietuvos Respublikoje – vertinimo standartai kiekvienoje valstybėje narėje dramatiškai skiriasi, taip pat skiriasi ir šalys bei institucijos, atliekančios teisingos kainos vertinimą ir tokio vertinimo teisėtumą.[104]

Atkreiptinas dėmesys, jog remiantis VPĮ 42 straipsnio 5 dalimi, teisinga akcijų kaina turi būti pagrįsta ir iš anksto suderinta su priežiūros institucija, t. y. su Lietuvos banku. Lietuvos Respublikoje ilgą laiką buvo susiklosčiusi situacija, kuomet akcininkas, nesutikdamas su jam siūloma neva tai teisinga kaina, iš esmės turėjo atlikti šiuos veiksmus – pirma, apskųsti priežiūros institucijos sprendimą dėl nustatytos ir suderintos „teisingos“ kainos ir, antra, tai atlikus, *inter alia*, teisminiu būdu ginčyti tokios kainos pagrįstumą. Tuo tarpu Lietuvos Vyriausiasis Administracinis Teismas yra nurodęs,[105] jog priežiūros institucijos teisės nagrinėtinu aspektu yra gan ribotos, jos diskrecija turėtų apsiriboti besąlygišku rėmimusi įstatymų ir kitų teisės aktų nuostatomis, o atliekama kainos revizija turėtų apsiriboti formaliais metodais tikrinant kainos teisėtumą ir atsisakyti ją patvirtinti tik tokiais atvejais, kai siūloma kaina akivaizdžiai neatitinka teisingos ir tikrosios akcijų vertės.

Savo ruožtu tokia pozicija kelia abejonių dėl smulkiųjų akcininkų interesų užtikrinimo tinkamo įgyvendinimo. Nustačius, kad teisinga kaina privalo būti *suderinama* su priežiūros institucija, o Lietuvos Respublikos teismams išaiškinus, jog priežiūros

[103] Ibidem, p. 104.
[104] VAN DER ELST, Christoph; VAN DEN STEEN, Lientje. *Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out* [interaktyvus]. University of Ghent, 2006, p. 32 [žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. Prieinamas per: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609>
[105] LVAT 2008 m. kovo 17 d. Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.

institucijos teisės nagrinėtinu aspektu yra ribotos, kyla pagrįstų abejonių dėl to, ar iš tiesų smulkieji akcininkai neatsiduria itin nepalankioje padėtyje. Kaip minėta aukščiau, tokioje padėtyje atsidūrę likusių akcijų savininkai iš esmės turėjo kreiptis į teismą du kartus, ginčijant priežiūros institucijos sprendimą suderinti kainą bei ginčijant pačią siūlytojo nustatytą kainą bendrosios kompetencijos teismuose. Manytina, jog tokia situacija traktuotina kaip itin neefektyvi smulkiojo akcininko teisių užtikrinimo požiūriu.

Atkreiptinas dėmesys į tai, jog Lietuvos doktrinoje šiai problemai spręsti 2014 m. Felikso Miliučio parengtoje disertacijoje jau buvo pasiūlyta galimų sprendimo variantų.[106] Nors šio magistro darbo autorius ir nepritaria tam, jog grupės ieškinio institutas padėtų efektyviai spręsti šias smulkiesiems akcininkams kylančias problemas dėl šio instituto panaudojimo nepopuliarumo, taip pat to, jog tai neišspręstų dviejų teisminių ginčų poreikio klausimo, vienas disertacijos autoriaus pasiūlymas buvo išties vertas dėmesio, o būtent – reglamentavimo keitimas nustatant, jog priežiūros institucijos teikiama išvada dėl teisingos kainos būtų rekomendacinio pobūdžio, taigi, nesukelianti smulkiesiems akcininkams teisinių padarinių ir neskundžiama administracine tvarka.

Nuėjus pasirinktu keliu, net ir Lietuvos bankui pateikus rekomendaciją pakeisti perėmėjo siūlomą privalomo akcijų pardavimo (pirkimo) kainą, išpirkimo procedūra galėtų vykti toliau, tačiau, kilus ginčui, juos iniciavęs subjektas turėtų naštą įrodyti jo pasiūlytos kainos pagrįstumą (ir, žinoma, padengti kainos nustatymo ekspertizės išlaidas). Manytina, jog toks reglamentavimas būtų efektyviau užtikrinęs smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą sutaupant laiko (kuris savo ruožtu neišvengiamai suponuoja dar daugiau problemų, kaip antai akcijų vertės pokyčiai ir kt.), kuris yra reikalingas išspręsti net dvejoms byloms, o užuot būtų apsiribojama vieninteliu procesu dėl teisingos akcijų kainos nustatymo.[107]

Pažymėtina, jog ši problema įstatymų leidėjo nebuvo spręsta, kadangi iki šiol galiojanti VPĮ redakcija nagrinėtinu aspektu lieka nepakitusi. Nors tai dalinai galima pateisinti tuo, jog priežiūros institucija laikytina šios srities „autoritetu“, potencialiai turinčiu didžiausią kompetenciją atlikti kainos vertinimą, tačiau, atsižvelgiant į tai, jog teismai linkę tokį vertinimą traktuoti kaip itin formalų, taip pat į tai, jog smulkieji akcininkai nepasižymi aktyvumu ginant savo teises, juolab piktnaudžiaujant jomis, toks nedidelis, tačiau itin reikšmingas pakeitimas būtų užtikrinęs efektyvesnio pastarųjų teisių gynimo mechanizmo sukūrimą.

[106] MILIUTIS, F. Privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2014, p. 81.
[107] Ibidem, p. 82.

Visgi, nagrinėjamą problemą 2017 m. kovo 13 d. nutartimi[108] išsprendė Lietuvos Vyriausiasis Administracinis Teismas. Šioje byloje pareiškėjas iš esmės siekė administracine tvarka nuginčyti priežiūros institucijos sprendimą, kuriuo buvo nuspręsta suderinti privalomojo akcijų išpirkimo metu siūlomą kainą (turėdamas siekį vėliau bendrosios kompetencijos teismuose ginčyti pačios kainos pagrįstumą). Savo ruožtu teismas konstatavo, jog analizuojant VPĮ 42 straipsnį, manytina, kad minėtoje teisės normoje apskritai nėra nustatyta galimybės apskųsti tokio pobūdžio priežiūros institucijos sprendimą, kuris, teismo nuomone, pareiškėjo atžvilgiu nenustatė teisių ir pareigų, o savo teises dėl netinkamos akcijų kainos pareiškėjas gali ginti reikšdamas reikalavimą bendrosios kompetencijos teismui.

Šio magistro darbo autoriaus nuomone, toks teismo aiškinimas gali būti vertinamas prieštaringai, tačiau išimtinai funkcine prasme ši nutartis yra naudinga smulkiųjų akcininkų interesų gynimo efektyvumo požiūriu. Pirma, reikia pripažinti, jog svarstytina ir pozicija, teigianti, jog priežiūros tarnybos sprendimas, kuriuo suderinama akcijų išpirkimo kaina, kurią gaus smulkieji akcininkai, pastarųjų atžvilgiu nustato teises ir pareigas, taigi, skųstinas Administracinių bylų teisenos įstatymo[109] nustatyta tvarka. Antra, analizuojant ankstesnę teismų praktiką,[110] kurioje buvo teigiama, jog akcijų išpirkimo kaina laikytina teisinga tuomet, kai ją suderinęs priežiūros institucijos sprendimas yra nepanaikintas ir galiojantis, buvo galima susidaryti nuomonę, jog tokio administracinio akto teisėtumo nuginčijimas buvo ne tik galimas, tačiau ir privalomas siekiant apginti savo teises dėl galimai neteisingos kainos.

Visgi, nors aukščiausios administracinės instancijos teismo motyvai ir yra kvestionuotini ar bent jau stokojantys sisteminės ankstesnės teismų praktikos analizės ir motyvų, remiantis kuriais derėtų nuo tokios praktikos nukrypti, manytina, jog funkcine prasme tokia teismo nutartis yra sveikintina dėl to, kad ja suteikiama daugiau teisinio aiškumo ir smulkieji akcininkai proceso trukmės atžvilgiu gali efektyviau ginti savo potencialiai pažeistas teises.

[108] Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2017 m. kovo 13 d. nutartis administracinėje byloje Nr. eAS-311-520/2017 pagal reiškėjo S. P. atskirąjį skundą dėl Vilniaus apygardos administracinio teismo 2017 m. vasario 15 d. nutarties administracinėje byloje pagal pareiškėjo S. P. skundą atsakovui Lietuvos banko Priežiūros tarnybai (tretieji suinteresuoti asmenys – Marie Brizard Wine & Spirits ir Marie Brizard Wine & Spirits Polska sp z o o).

[109] Lietuvos Respublikos administracinių bylų teisenos įstatymas. *Valstybės žinios*, 1999-02-03, Nr. 13-308.

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

3.4. Pasiūlymą gaunančios bendrovės valdybos įpareigojimai

Pažymėtina, kad Perėmimo pasiūlymų direktyva yra beveik 15 metų derybinio proceso rezultatas,[111] kuris gan ženkliai skiriasi nuo originalių intencijų, atsispindinčių pirminiuose jos projektuose. Tam, kad šis teisės aktas apskritai būtų priimtas, buvo padaryta daug kompromisų, susitarta direktyvą palikti minimalaus harmonizavimo, o daugelį aspektų palikti spręsti pačioms valstybėms narėms. Paminėtina, jog tarp tokių kompromisinių aspektų priskirtina ir *valdybos neutralumo taisyklė*, kurios taikymo apimtis palikta spręsti kiekvienai valstybei narei, o šia teise pastarosios pasinaudojo gana skirtingai. Papildomai paminėtina ir tai, jog, kaip matysime toliau, valdymo organų narių teisės ir pareigos bendrovių įsigijimo ir perėmimo procesuose yra ta perėmimų reglamentavimo sritis, kurioje skirtingų jurisdikcijų požiūriai skiriasi bene kardinaliausiai. Manoma, jog kompromisas dėl Perėmimo pasiūlymų direktyvos priėmimo buvo rastas tik tada, kai buvo susitarta dėl pasiūlymą gaunančios bendrovės valdybos vaidmens.[112]

Valdybos neutralumo taisyklė. Remiantis Perėmimo pasiūlymų direktyvos 9 straipsniu, pasiūlymą gaunančios bendrovės valdyba, prieš imdamasi bet kurių veiksmų, kurie gali *sužlugdyti* pasiūlymą, išskyrus alternatyvių pasiūlymų ieškojimą, ir visų pirma prieš išleisdama akcijas, dėl kurių atsirastų nuolatinė kliūtis siūlytojui įsigyti pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolę, privalo gauti išankstinį šiam tikslui skirtą visuotinio akcininkų susirinkimo įgaliojimą. Tos pačios direktyvos 11 straipsnyje yra numatyta, jog valstybės narės savo ruožtu gali pasirinkti netaikyti aukščiau aprašytų apribojimų valdymo organų atžvilgiu. Analizuojant VPĮ 40 straipsnį matoma tai, jog Lietuvos įstatymu leidėjas pasirinko nepasinaudoti savo turima teise taikyti išimtį nukrypstant nuo valdybos neutralumo taisyklės.

Taigi, pagal galiojantį teisinį reglamentavimą ir pasirinktą modelį Lietuvos Respublikoje veikiančios bendrovės valdymo organų teisės ir pareigos, susijusius su bendrovių perėmimais yra labai apribotos. Pirma, valdymo organų pritarimas tokių sandorių vykdymui nėra būtinas. Antra, valdymo organai iš esmės turi pateikti tik savo motyvuotą nuomonę dėl oficialaus siūlymo.[113] Trečia, valdymo organai, negavę išankstinio

[111] Pirmosios Europos Komisijos iniciatyvos dėl bendro įmonių teisių reglamentavimo prasidėjo dar 1989 m., o Perėmimo pasiūlymų direktyva priimta 2004 m. balandžio 21 d.

[112] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016., p. 24.

[113] Remiantis VPĮ 40 straipsnio 2 dalimi, bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, valdymo organai per 10 dienų nuo priežiūros institucijos patvirtinto cirkuliaro paskelbimo dienos turi per cirkuliare nurodytą visuomenės informavimo priemonę ir bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, interneto svetainėje paskelbti motyvuotą savo nuomonę apie oficialų siūlymą, įskaitant galimą oficialaus siūlymo įgyvendinimo įtaką tos bendrovės interesams, įdarbinimo sąlygoms, darbuotojų skaičiui, taip pat apie

visuotinio akcininkų susirinkimo pritarimo (kas vien procedūrine prasme suponuoja nemenką problemą, mat, vadovaujantis ABĮ 26 straipsniu, visuotiniam akcininkų susirinkimui sušaukti ir įvykti reikalingos mažiausiai 22 dienos,[114] o per tokį laiko tarpą perėmimo metu gali nutikti aibė įvykių, potencialiai žalingų pačių akcininkų interesams), praktiškai neturi diskrecijos pasirenkant elgesio modelį, jų nuomone labiausiai tinkantį ginant akcininkų interesus, susijusius su oficialiu siūlymu ir jo įgyvendinimu. Kitaip tariant, net jei bendrovės valdymo organai yra turi pagrindo manyti, jog pats privalomasis oficialus siūlymas ar jo vykdymas yra žalingas bendrovei, kaip tokiai, taip pat akcininkų visumai, jie, su praktiškai nereikšmingomis išimtimis,[115] iš esmės negali imtis gynybos nuo tokio įmonės perėmimo veiksmų (angl. *takeover defenses*) priemonių.

Kaip toliau matysime ketvirtame šio magistro darbo skyriuje, toks pasirinkimas apriboti valdymo organų vaidmenį vyrauja tikrai ne visur, taip pat nebūtinai yra pragmatiškas pasiūlymą gaunančios bendrovės bei jos akcininkų atžvilgiu. Štai Jungtinėse Amerikos Valstijose priimtinas kardinaliai skirtingas požiūris, įgalinantis pasiūlymą gaunančios bendrovės valdybą elgtis kur kas laisviau, siekiant užtikrinti jos akcininkų interesus.[116]

Lietuvos teisės doktrinoje[117] esą mokslininkų, palaikančių tokį Lietuvos įstatymų leidėjo pasirinkimą motyvuojant tuo, jog išimčių darymas nulemia fragmentišką reguliavimą Europos Sąjungos mastu, taip pat tuo, jog Lietuvoje apskritai neegzistavo detalus ir modernus bendrovių perėmimų reglamentavimas, todėl jai nebuvo tikslinga formuoti išlygas dėl to, kas Lietuvoje praktiškai neegzistavo.

Manytina, jog aukščiau nurodomi argumentai savaime dar nėra pakankami norint teigti, jog Lietuvos Respublikos įstatymų leidėjas, nepasinaudodamas savo teise dalinai nukrypti nuo valdybos neutralumo taisyklės, iš tiesų pasirinko tinkamą sprendimą.

---

oficialaus siūlymo teikėjo strateginius planus, susijusius su bendrove, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, ir jų įtaką darbuotojų skaičiui ir darbo vietoms.

[114] Atsižvelgiant į listinguojamų bendrovių specifiką, t. y. į tai, jog akcininkų yra kur kas daugiau, nei uždaro tipo bendrovėse, taip pat į tai, jog dalis akcininkų apskritai yra pasyvūs ir nedalyvauja visuotiniuose akcininkų susirinkimuose, daroma prielaida, jog gauti visų akcininkų pritarimą sušaukti susirinkimą nesilaikant įstatyme numatytų terminų yra neįmanoma.

[115] Perėmimo pasiūlymų direktyvos 9 straipsnio 2 dalyje bei VPĮ 40 straipsnio 5 dalyje yra numatyta pasiūlyma gaunančios bendrovės valdymo organų teisė ieškoti alternatyvių siūlymų (angl. *white knight defense*). Manytina, jog tai leidžiama daryti dėl to, kad tokios „gynybos“ priemonės yra mažiausiai kenksmingos pačiam oficialiam siūlymui ir bendrovės akcininkams, tačiau, kita vertus, jų veiksmingumas, ypač atsižvelgiant į Lietuvos Respublikos reguliuojamų rinkų išsivystymą, yra smarkiai abejotinas.

[116] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 206 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

[117] ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas:* daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016., p. 25.

Pirma, negalima neįvertinti to, jog analizuojant valstybių narių pasirinkimus nagrinėjamu aspektu, matoma tendencija yra ta, jog šiuo metu nuo valdybos neutralumo taisyklės nukrypusių šalių skaičius yra ganėtinai panašus lyginant su tuo, kiek valstybių narių pasirinko tokią taisyklę pilnai perkelti į savo nacionalinę teisę. Tai, šio darbo autoriaus nuomone, rodo ne fragmentišką reglamentavimą, tačiau iš esmės tik dviejų klasikinių pozicijų dėl vieno iš kertinių klausimų egzistavimą bei harmonizavimo trūkumą.

Antra, manytina, jog įstatymų leidėjas, spręsdamas dilemą dėl reglamentavimo pasirinkimo, tokį sprendimą turėtų grįsti argumentais už ar prieš, o būtent – ar atitinkamas reglamentavimas labiau apsaugos ar sudarys prielaidas pažeisti smulkiųjų akcininkų teises; jis pernelyg suvaržys perėmėjo veiksmų laisvę ar, atvirkščiai, prisidės prie tokių procesų skaidrumo ir efektyvumo. Savo ruožtu tai, jog Perėmimo pasiūlymų direktyvos perkėlimo laikotarpiu Lietuvoje bendrovių perėmimai buvo retenybė leidžia ne pagrįsti vieną ar kitą modelį, tačiau tik teigti, jog šalies reguliuojama rinka nėra iki galo išsivysčiusi, tuo tarpu įstatymo leidėjo prioritetai turėtų būti nukreipti ties argumentais pagrįsto reglamentavimo, nustatančio tinkamą balansą tarp perėmėjų, bendrovės ir jos akcininkų interesų, taip sudarant prielaidas sveikos investicinės aplinkos bei efektyvios teisinės bazės atsiradimui.

Atsižvelgiant į išdėstytą, manytina, jog išsamesnė analizė dėl valdymo organų teisių ir pareigų bendrovių perėmimuose yra tiesiog būtina siekiant išsiaiškinti dabartinio teisinio reglamentavimo pagrįstumą bei, *inter alia*, efektyvumą smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos atžvilgiu. Būtent tai bus siekiama atlikti sekančiame šio darbo skyriuje.

4. VALDYMO ORGANŲ ĮGALIOJIMAI PERĖMIMŲ PROCESUOSE

Pažymėtina, jog bendrovės teisinės formos specifika pasižymi tuo, kad akcininkų turtas yra perduodamas valdyti profesionaliems vadovams, kuriems įstatymai suteikia valdymo organų kompetenciją, nustato pareigas ir civilinę atsakomybę už šių pareigų pažeidimą.[118] Kasacinio teismo praktikoje nurodyta, kad valdybos narys, kaip ir bet kuris kitas įmonės vadovas, privalo būti maksimaliai atidus bei rūpestingas ir daryti viską, kas nuo jo priklauso, kad būtų užtikrinti įmonės ir jos akcininkų interesai.[119] Pripažįstama, jog valdymo organų nariai privalo užtikrinti ne tik stambiųjų, kontroliuojančių akcininkų, tačiau akcininkų visumos, tame tarpe, žinoma, ir smulkiųjų akcininkų interesus. Valdymo organų nariai laikomi tinkamiausiais subjektais užtikrinti minėtus interesus dėl keleto priežasčių. Pirma, valdymo organų nariai dažniausiai disponuoja kur kas didesniu kiekiu informacijos nei bendrovės dalyviai.[120] Antra, bendruoju atveju įmonės akcininkai neturi specialių kompetencijų, reikalingų priiminėti verslo sprendimus,[121] tuo tarpu valdybos kompetencijai priskiriami didelę reikšmę bendrovei turintys sprendimai būtent dėl to, kad pastarieji tokiomis kompetencijomis pasižymi. Savo ruožtu perėmimo ir bendrovių įsigijimo procesai, dėl poreikio sisteminėms ne tik teisės, bet ir kitų disciplinų žinioms, yra vieni iš kompleksiškiausių,[122] taigi, galima manyti, verti valdybos dėmesio bei intervencijos.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, kyla natūralus klausimas – kodėl, bent iš pirmo žvilgsnio, patys tinkamiausi subjektai (valdymo organų nariai) suvaldyti rizikas, kylančias perėmimo procesų metu, remiantis Perėmimo pasiūlymų direktyvos bendruoju modeliu bei Lietuvos Respublikos įstatymo leidėjo valia nėra įgalinti to atlikti? Tokias abejones sustiprina dar ir tai, jog bene labiausiai išvystytomis kapitalo rinkomis pasižyminti valstybė, Jungtinės Amerikos Valstijos, turi kardinaliai skirtingą požiūrį nagrinėtinu klausimu – kaip matysime toliau, valdyba perėmimo procesuose iš esmės atlieka centrinį vaidmenį siekiant apsaugoti bendrovės interesus bei maksimizuojant akcininkų vertę.[123]

---

[118] 2016 m. lapkričio 23 d. Bendrovės valdymo organų civilinę atsakomybę reglamentuojančių teisės normų taikymą Lietuvos Aukščiausiojo Teismo praktikoje apžvalga. Teismų praktika, 45*:* Vilnius, 2016, p. 3.

[119] Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2006 m. gegužės 25 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 3K-7-266/2006.

[120] FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 632.

[121] 2016 m. lapkričio 23 d. Bendrovės valdymo organų civilinę atsakomybę reglamentuojančių teisės normų taikymą Lietuvos Aukščiausiojo Teismo praktikoje apžvalga. Teismų praktika, 45*:* Vilnius, 2016, p. 18.

[122] REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: fourth edition. A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. McGraw-Hill: United States of America, 2007, p. 1.

[123] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 206 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

Būtent dėl to toliau šiame skyriuje bus analizuojamos esminės rizikos bei dvejonės, susijusios su vieno ar kito modelio pasirinkimu, taip pat Jungtinėse Amerikos Valstijose pripažinto modelio veikimas ir tokio reglamentavimo atsiradimą (*inter alia*¸ skirtumą nuo kontinentinės Europos) sąlygojusios priežastys. Remiantis išdėstytu toliau bus nurodoma kaip, autoriaus nuomone, analogiško reglamentavimo priėmimas Lietuvos Respublikoje būtų (ne)pagrįstas smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos atžvilgiu bei analizuojami galimi kiti sprendimo būdai.

4.1. Esminės rizikos, susijusios su valdybos įgalinimu

Principine prasme galima teigti, jog bendrovių teisės moksle diskursas dėl valdybos teisių ir pareigų bendrovių perėmimuose iš esmės skirstomas į dviejų „minties mokyklų“ pozicijas,[124] kuomet vienos mokyklos atstovai palaiko pasyvios valdybos modelį,[125] o kiti teigia, jog akcininkai, dėl savo ribotos patirties ir disponavimu kur kas mažesniu informacijos kiekiu apie pačią bendrovę nei valdybos nariai, nėra tinkami subjektai spręsti tokius klausimus.[126] Keisčiausia yra tai, jog abiejų pozicijų atstovai teigia, jog atitinkamas jų ginamas valdybos (ne)įgalinimo modelis kuria akcininkams, tame tarpe ir smulkiesiems, daugiau vertės nei kitas.[127] Akivaizdu, jog taip būti tiesiog negali, o akcininkams sukuriama vertė veikiausiai yra priklausoma nuo konkrečių faktinių aplinkybių, jurisdikcijos specifikos ir, žinoma, pačios rinkos. Toks nesutarimas parodo nagrinėtinos temos aktualumą ir poreikį gilesnei analizei. Žemiau pateikiama esminių rizikų, dėl kurių pasirenkamas vienas ar kitas modelis, analizė.

Interesų konfliktas. Lietuvos teisės doktrinoje[128] interesų konfliktas apibrėžiamas kaip situacija, kuomet atstovo asmeninis arba trečiosios šalies interesas kliudo, *inter alia*, juridinio asmens gebėjimui priimti sprendimus ar atlikti veiksmus pagal atstovaujamojo interesus, kurie išreiškiami per tam tikrą atstovaujamojo teisę, atsižvelgiant į tai, kad atstovas turi fiduciarinę pareigą veikti siekiant patenkinti minėtus interesus. Iš to, kas pasakyta, galima teigti, jog bendrovių perėmimo metu valdymo organas neišvengiamai

[124] FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 632.
[125] BEBCHUK, L. A. *The case against board veto in corporate takeovers*. University of Chicago Law Review: 2002, p. 973-1035. Cituojama pagal: FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 632.
[126] WACHTER, M. L. *Takeover defense when financial markets are (only) relatively* efficient. University of Chicago Law Review: 2002, p. 973-1035. Cituojama pagal: FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 632.
[127] FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 632.
[128] MILIAUSKAS, Paulius. *Interesų konfliktas: sąvoka ir galimi sprendimo būdai*. Teisė, 75: Vilnius, 2010, p. 108.

atsiduria situacijoje, kuomet egzistuoja potencialus interesų konfliktas.[129] Taip yra dėl to, jog reikšmingai pasikeitus bendrovės kontrolei tampa labai tikėtina, kad naujieji akcininkai pageidaus pakeisti valdymo organų narius remiantis savo preferencijomis ir pasitikėjimu alternatyviais kandidatais. Tai sudaro fiduciarinių santykių esmę. Būtent todėl akcininkų pasirinkimo teorijos atstovai teigia, jog valdyba, turėdama asmeninį interesą, neturėtų būti įgalinta imtis gynybinių veiksmų.[130]

Taigi, valdymo organo narys, patekęs į tokią situaciją, neišvengiamai susiduria su dilema. Viena vertus, jis turi pareigą siekti bendros naudos bendrovei bei maksimizuoti akcininkų vertę, todėl turėtų siekti priimti bendrovei, akcininkams ir kitiems suinteresuotiems asmenims naudingiausią sprendimą, kad ir koks jis bebūtų nenaudingas pačiam valdymo organo nariui. Kita vertus, net jei perėmimas bendrovei ir akcininkams yra naudingas, tokiu atveju valdymo organo narys dėl aukščiau įvardintų priežasčių veikiausiai praras savo darbą.[131] Būtent tokios asmeninės paskatos egzistavimas yra vienas iš esminių argumentų, remiantis kuriais yra kritikuojamas valdymo organus įgalinantis modelis.[132] Toks argumentas išties yra suprantamas ir neretai pripažįstamas, tačiau tai neišvengiamai sukelia šiokių tokių abejonių dėl pačių valdymo organų fiduciarinių pareigų esmės, kadangi akivaizdžiai matoma, jog „pasitikėjimas“, kaip kertinis santykius tarp valdymo organo narių ir bendrovės, jos akcininkų apibūdinantis žodis, šiame kontekste tampa ganėtinai kvestionuotinu.

Potencialus perėmimo gynybos priemonių žalingumas. Sprendimo dėl valdybai suteiktinų teisių ir pareigų priėmimo procese derėtų atsižvelgti ir į dažniausiai pasitaikančių perėmimo gynybai skirtų priemonių pobūdį. Nors tokių priemonių išskiriama net keliolika, prie labiausiai paplitusių perėmimo gynybos būdų priskirtina „akcijų praskiedimo“ strategija (angl. *poison-pill*), kuomet vienokiu ar kitokiu būdu išleidžiama naujų akcijų, taip reikšmingai padidinant perėmėjo planuojamą biudžetą, kadangi natūraliai padidėja įsigyjamų akcijų skaičius, taip jį atgrasant, taip pat esminio bendrovės veiklai turto, be kurio ji tampa kur kas mažiau paklausi, perleidimas susijusiam asmeniui (angl. *crown jewel*

---

[129] *Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issuses Related to Takeover Bids* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. Briuselis, 2002, p. 21. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322.>

[130] BEBCHUK, L. A. *The case against board veto in corporate takeovers*. University of Chicago Law Review: 2002, p. 973-1035. Cituojama pagal: FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 632.

[131] BEBCHUK, L. A. *The case against board veto in corporate takeovers*. University of Chicago Law Review: 2002, p. 973-1035. Cituojama pagal: FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004, p. 632.

[132] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 206 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

defense). Pripažintina, jog šios ir kitos priemonės yra pakankamai drastiškos, nebūdingos bendrovės įprastai vykdomai veiklai, galima teigti, jog tokie kontraversiški valdymo organo narių sprendimai kartais gali būti žalingesni bendrovės ir jos akcininkų atžvilgiu net už patį perėmimą. Nenuostabu, jog teisės doktrinoje ir užsienio teismų praktikoje dėl tokiomis priemonėmis sukeliamų padarinių ir pačių priemonių tikslingumo vienareikšmiško sutarimo nėra. Viena vertus, teigiama, jog daugumos bendrovių, kurių vadovybės ėmėsi gynybinių veiksmų, akcininkai vėliau pardavė savo akcijas reikšmingai brangiau, kita vertus, dažnai sutinkama nuomonė, jog tokie gynybiniai veiksmai kenkia akcininkų vertei.[133] Manytina, jog savaime teisės mokslas atsakyti į klausimą dėl tokių veiksmų žalingumo tiesiog negali, todėl reikia remtis atitinkamose rinkose prieinamais empiriniais duomenimis. Tokios pačios krypties istoriškai laikosi ir Delavero valstijos teismai, formuojantys bendrovių perėmimų teisės praktiką, kuri laikoma atskaitos tašku visoms Jungtinėms Amerikos Valstijoms,[134] o dauguma sėkmingiausių šalies bendrovių yra įsteigtos būtent šioje valstijoje.[135]

4.2. Delavero valstijos pavyzdys ir Europos Sąjungos perėmimų reglamentavimas

Reikšmingiausia praktika, susijusi su valdymo organų teisėmis ir pareigomis bendrovių perėmimų metu Jungtinėse Amerikos Valstijose pradėjo formuotis nuo 1985 m. Sprendime *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co*[136] Delavero Aukščiausiasis Teismas konstatavo, jog perėmimo metų bendrovių valdymo organų nariai neišvengiamai atsiduria interesų konflikto situacijoje, kadangi sėkmingai perėmus bendrovę pastarieji veikiausiai bus pakeisti. Atsižvelgiant į pasakytą, minėtas teismas įtvirtino dviejų dalių testą, kurio sąlygų patenkinimas yra būtinas norint pritaikyti perėmimo gynybos priemones be išankstinio akcininkų pritarimo. Pirma, valdymo organų nariai privalo turėti pagrįstą pagrindą manant, jog bendrovės perėmimas yra žalingas pačiai bendrovei. Antra, naudojamos gynybinės priemonės turi būti proporcingos potencialiai žalai.

---

[133] BEBCHUK, L. A.; COATES, J. C.; SUBRAMANIAN, Guhan, *The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and* Policy. Stanford Law Review: 2002, p. 887. Cituojama pagal: MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 237 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

[134] REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: fourth edition. A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. McGraw-Hill: United States of America, 2007, p. 789.

[135] Daugiau nei 50% listinguojamų bendrovių Jungtinėse Amerikos Valstijose savo registruotas buveines yra pasirinkę būtent Delavero valstijoje.

[136] Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero Aukščiausiojo Teismo 1985 m. birželio 10 d. sprendimas byloje *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co*. Prieiga per internetą*: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/493-a-2d-946-9.html>*

Vėlesnėje byloje *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*[137] teismas nurodė, jog tuo metu, kai akcijų pardavimas jau vyksta, apart valdymo organo nario įprastinių pareigų, esminė pareiga, nulemianti kiekvieną jo tolesnį veiksmą, turi būti susijusi su aukščiausios vertės akcininkams pasiekimu.[138] Kitoje byloje[139] Delavero teismas įtvirtino svarbią taisyklę, nurodydamas, jog valdymo organo narys, siekdamas aukščiau aprašytų tikslų, gali atsižvelgti į kitokius faktorius, nei vien akcininkams už jų vertybinius popierius siūloma kaina, kaip antai akcininkams prieinamos informacijos apie pasiūlymą kiekis ir patikimumas, savalaikiškumas bei kitos su pasiūlymu susijusios sąlygos, o, atsižvelgiant į jas ir siekiant maksimalios vertės akcininkams, gynybinės priemonės laikytinos pateisinamomis.[140] Byloje *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*[141] teismai toliau vystydami savo praktiką savotiškai praplėtė valdybos veiksmų laisvę imantis gynybinių priemonių ir nurodė, jog laikantis aukščiau įtvirtintų sąlygų gynybinės priemonės, kurioms pritaria nepriklausomi valdybos nariai, yra leistinos tol, kol jos savo prigimti nėra „drakoniškos“ ir neišplaukia iš protingumo bei pagrįstumo rėmų.

Analizuojant aukščiau minėtus sprendimus matoma, jog teismo logika buvo ganėtinai paprasta ir nuosekli. Pirma, Delavero valstijos precedentinėje teisėje buvo nustatyta, jog verslo sprendimų priėmimo taisyklė (angl. *business judgement rule*), kuri, be kita ko, pripažįstama ir Lietuvoje nuo 2014 m.,[142] nustatanti valdymo organų veikimo geros valios ir surinkta informacija paremtų sprendimų priėmimo teisėtumo prezumpciją, yra taikoma ir bendrovių perėmimo atvejais. Antra, pripažintina, jog valdymo organų nariai iš tiesų susiduria su potencialia interesų konflikto dilema. Trečia, atsižvelgiant į minėtą interesų konfliktą buvo priimtas aukščiau aprašytas valdymo organų veiksmų, vykdomų perėmimo gynybos kontekste, teisėtumo vertinimo standartas.[143]

---

[137] Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero Aukščiausiojo Teismo 1985 m. lapkričio 1 d. sprendimas byloje *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* Prieiga per internetą: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1986/506-a-2d-173-1.html>

[138] Ibidem, para. 182 D. III.

[139] Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero Aukščiausiojo Teismo 1990 m. vasario 26 d. sprendimas byloje *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time, Inc.* Prieiga per internetą: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1990/571-a-2d-1140-5.html>

[140] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 215 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

[141] Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero Aukščiausiojo Teismo 1996 m. vasario 11 d. sprendimas byloje *Unitrin, Inc. v. American General Corp*. Prieiga per internetą: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1995/418-1994-3.html>

[142] 2016 m. lapkričio 23 d. Bendrovės valdymo organų civilinę atsakomybę reglamentuojančių teisės normų taikymą Lietuvos Aukščiausiojo Teismo praktikoje apžvalga. Teismų praktika, 45*:* Vilnius, 2016, p. 37.

[143] MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 225 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

Taigi, iš išdėstyto galime įžvelgti tendenciją, jog tais atvejais, kai patenkinamos atitinkamos sąlygos, Delavero Aukščiausiasis Teismas bendrovių perėmimo metu valdybai suteikia daug diskrecijos siekiant užtikrinti akcininkų, o, ypač smulkiųjų, interesus.

Vertinant dvi itin skirtingas jurisdikcijas – Europos Sąjungą ir Jungtines Amerikos Valstijas, o tiksliau, Delavero valstiją, siekiančias iš esmės tų pačių perėmimo reglamentavimo tikslų, t. y. sąžiningos perėmimų rinkos, kurioje būtų apsaugotos akcininkų teisės ir suderinti suinteresuotų asmenų interesai, tampa aišku, jog šios jurisdikcijos pasirinko ganėtinai skirtingus būdus šiems tikslams pasiekti.

Analizuojant tokių atitinkamų reglamentavimų pasirinkimo priežastis ir kontekstą, matoma, jog Jungtinėse Amerikos Valstijose įsitvirtinęs modelis buvo sukurtas iš esmės teismų, kurie, atsiremdami į stiprią fiduciarinių pareigų tradiciją bei empirinius duomenis, nustatė bendrovių perėmimo gaires, kuriuose centrine figūra laikoma bendrovės valdyba. Tuo tarpu Perėmimo pasiūlymų direktyvos priėmimo procesas buvo visai kitoks – galutinė šio teisės akto versija vertinama kaip reikšmingai pakitusi nuo pradinių pasiūlymų. Nors patys pasiūlymai buvo ruošiami tiek Europos Komisijos, tiek Jaap Winter vadovaujamos grupės, tačiau buvo ženkliai kritikuojami įvairių interesų grupių, kas trukdė jų įgyvendinimui priimant naująją direktyvą, o didžiausia dalis kritikos buvo skirta būtent anksčiau analizuotai valdybos neutralumo taisyklei.[144]

Minimų dviejų jurisdikcijų skirtingi požiūriai iš esmės bandomi aiškinti dviem būdais. Pirmajai, palaikančiai institucinį požiūrį, grupei priskirtini teisės doktrinos atstovai kaip William Magnusson, teigiantys, jog toks reglamentavimo ir praktikos skirtumas yra nulemtas skirtingų veikiančių subjektų, kaip antai Jungtinėse Amerikos Valstijose – teismų, o Europos Sąjungoje – mokslininkų ir institucijų, žinoma, neužmirštant ir itin Perėmimo pasiūlymų direktyvos priėmimo procesą vilkinusių ir keitusių interesų grupių intervencijos.

Šio magistro darbo autoriaus nuomone, pirmosios grupės atstovai teisingai identifikuoja esminius faktorius, lėmusius bendrovių perėmimų reglamentavimo susiformavimą, tačiau nepakankamas dėmesys skiriamas paties reglamentavimo pagrindimo analizei. Nors pagrindinės konfrontacijos, susijusios su Perėmimo pasiūlymų direktyvos priėmimu ir buvo sukeltos valstybių narių ar jose veikiančių subjektų (kaip antai koncerno *Volkswagen*), tačiau tokie prieštaravimai iš esmės buvo reiškiami dėl nesuderinamumo su nacionalinės teisės normomis. Savo ruožtu tai dar nepatenka į diskusijos dėl to, ar valdymo organų nariai yra tinkamiausi subjektai užtikrinti smulkiųjų akcininkų bei kitų suinteresuotų asmenų teises, turinį. Antroji grupė doktrinos atstovų, ginančių vyraujantį požiūrį, teigia, jog skirtingas jurisdikcijų bendrovių perėmimų

[144] Ibidem, p. 233.

reglamentavimo matymas yra tiesiog loginė skirtingose jurisdikcijose veikiančių bendrovių akcininkų struktūrų išraiška.[145] Tai grindžiama pripažįstama tendencija, rodančia, jog Europos Sąjungos valstybėse listinguotų bendrovių akcijų nuosavybės koncentracija yra kur kas didesnė, o akcininkų bei laisvai reguliuojamoje rinkoje perkamų akcijų skaičius mažesnis nei Jungtinėse Amerikos Valstijose.[146] Todėl nors ir teigiant, jog bendrovių perėmimo kontekste sprendimų priėmimas turi būti perduotas į rankas tų asmenų, kurie yra ne tik labiausiai kompetentingi, tačiau ir suinteresuoti[147], reikia pripažinti, jog esant itin dideliam bendrovės smulkiųjų akcininkų skaičiui, labiau tikėtina, jog jų interesus efektyviausiai gins juos visus vienijantis bendrovės valdymo organas, o ne smulkieji investuotojai, neretai pasižymintys pasyviu dalyvavimu ir mažesniu informuotumu.

Taigi, sprendžiant dėl to, kokios apimties įgalinimai turėtų būti suteikiami valdymo organų nariams ryšium su bendrovių perėmimais, manytina, jog esminę reikšmę turi atitinkamos akcijų rinkos specifika, bendrovių, kurių akcijomis prekiaujama tokiose reguliuojamose rinkose, akcijų nuosavybės koncentracija, galų gale jau egzistuojanti teisinė sistema bei korporatyvinio valdymo tradicija.

4.3. Apibendrinimas

Kaip minėta anksčiau, įgyvendindama Perėmimo pasiūlymų direktyvą, Lietuvos Respublika buvo viena iš nedaugelio valstybių narių, kuri nepasinaudojo nei viena iš šiame teisės akte numatytų diskrecinių sąlygų, leidžiančių nukrypti nuo kontraversiškų nuostatų. Toliau bus pateikiamas tokio šalies įstatymo leidėjo pasirinkimo pilnai taikyti Perėmimo pasiūlymų direktyvoje įtvirtintą valdybos neutralumo taisyklę ir jo pagrįstumo smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos atžvilgiu vertinimas.

Pirma, kaip ne kartą minėta šiame magistro darbe, Lietuvos Respublikos reguliuojamoms rinkoms būdinga didelė akcijų nuosavybės koncentracija.[148] Savo ruožtu

---

[145] VENTORUZZO, Marco. *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means and Political Economic Ends* [interaktyvus]. Bocconi University: 2006, p. 78 [žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. Prieiga per internetą: <https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1284&context=fac_works>

[146] BECHT, Marco; ROELL, Ailsa. *Blockholdings in Europe: An International Comparison*. European Economic Review, Vol. 43, No. 4-6, 1999, p. 1049. Cituojama pagal: YAN, Wenjia. *The Role of Representatives of Minority Shareholders in the System of Corporate Governance in the Context of Corporate Governance in the US, EU and China*. European University Studies: Hamburg, 2016, p. 15.

[147] VENTORUZZO, Marco. *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means and Political Economic Ends* [interaktyvus]. Bocconi University: 2006, p. 78 [žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. Prieiga per internetą: <https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1284&context=fac_works>

[148] ČIOČYS, Robertas. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos*. Daktaro disertacija, socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilniaus universitetas: Vilnius, 2013, p. 28.

nedidelis tiek kontroliuojančių, tiek smulkiųjų akcininkų skaičius byloja keletą dalykų. Manytina, jog esant tokiai akcininkų struktūrai, didžiausią suinteresuotumą dėl atitinkamų sprendimų bendrovės perėmimo metu turi būtent patys akcininkai,[149] o mažumos akcininkus vienijantis ir jų interesus saugantis valdymo organas sąlyginai praranda savo svarbą, kadangi smulkiųjų investuotojų skaičius yra sąlyginai mažas. Kita vertus, sutarus, jog stipri ir išsivysčiusi, pasižyminti mažesne akcijų nuosavybės koncentracija bei didesniu smulkiųjų investuotojų skaičiumi reguliuojama rinka turėtų būti Lietuvos Respublikos siekiamybe bei to pagrįstai tikintis artimoje ateityje, šis klausimas turėtų būti peržiūrimas naujoje šviesoje.

Antra, diskusijoje dėl to, ar atitinkami sprendimai taikyti perėmimų gynybos veiksmus apskritai priskirtini išimtinei valdybos kompetencijai, galimas ir alternatyvus požiūris. Teisės doktrinoje[150] aptinkama pozicijų, palaikančių akcininkų savarankiškumo kryptį nurodant, jog atitinkami sprendimai laikytini kaip investiciniai, o ne verslo valdymo sprendimai, kurie pateisintų valdybos veikimą ir jų išimtinę kompetenciją. Valdymo organų įgalinimas kartais doktrinoje vadinamas ir ironišku, kadangi listinguojamose bendrovėse perėmimų metu svarbiausius sprendimus priima tie asmenys, kurių po įvykdyto perėmimo bendrovėje apskritai nebeliks.[151] Tokia pozicija, akcininko naudos maksimizavimo požiūriu, yra tikrai suprantama, kadangi tai sudaro elementaraus disponavimo savo nuosavybe turinį – parduoti akcijas ar ne, ir, jei taip, tai už kokią kainą. Nors perėmimų gynybos veiksmai neretai būna nukreipti apsaugoti pačią bendrovę ar ja suinteresuotus asmenis bei kreditorius, visgi manytina, jog smulkiųjų akcininkų interesų požiūriu tokių sprendimų kvalifikavimas investiciniais jiems yra naudingiausias.

Trečia, nors duotuoju momentu konsensusas dėl perėmimų gynybos priemonių efektyvumo nėra sutinkamas ir empiriniai duomenys yra prieštaringi, dauguma atliktų tyrimų parodė, jog tokios priemonės iš esmės mažina akcininkų vertę ir dažniausiai yra naudojamos apsaugoti pačią vadovybę bei suinteresuotus asmenis.[152]

---

[149] VENTORUZZO, Marco. *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means and Political Economic Ends* [interaktyvus]. Bocconi University: 2006, p. 78 [žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. Prieiga per internetą: <https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1284&context=fac_works>

[150] GERNER-BEUERLE, Carsten; KERSHAW, David; SOLINAS; Matteo. *Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation* [interaktyvus]. London School of Economics: London, 2011, p. 3 [žiūrėta 2019 m. kovo 8d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799291>

[151] REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: fourth edition. A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. McGraw-Hill: United States of America, 2007, p. 788.

[152] BEBCHUK, L. A.; COATES, J. C.; SUBRAMANIAN, Guhan, *The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and* Policy. Stanford Law Review: 2002, p. 887. Cituojama pagal: MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*

Ketvirta, vertinant valdybos įgalinimo potencialą, dera atsižvelgti ir į jau galiojančią Lietuvos Respublikos bendrovių teisės sistemą bei kaip joje pagal savo pobūdį būtų kvalifikuojamos perėmimų gynybos priemonės. Kaip aptarta anksčiau, bene dažniausiai pasitaikančios priemonės yra susijusios su įstatinio kapitalo didinimu bei akcijų suteikiamų teisių pakeitimu. Tai suponuoja dar didesnių, net konceptualių iššūkių, kadangi analizuojant ABĮ 20 straipsnio nuostatas matoma, jog tokio pobūdžio sprendimai priskirtini išimtinei visuotinio akcininkų susirinkimo kompetencijai, o, atsižvelgiant į valdymo organų įgalinimo kontraversiškus vertinimus, manytina, jog esminio bendrovės organo kompetencijų ir su jomis susijusių nuostatų persvarstymas nebūtų tikslingas.

Penkta, žvelgiant iš smulkiųjų akcininkų perspektyvos, tuo atveju, jei bendrovės perėmimo metu akcininkas nusprendžia pasitraukti iš dalyvavimo bendrovėje dėl kontrolės pasikeitimo, esminis jo interesas yra apskritai parduoti savo turimus vertybinius popierius, taip pat gauti už juos teisingą kainą. Atsižvelgiant į tai, manytina, jog skirtingai, nei aprašytame Delavero valstijos pavyzdyje, Lietuvos Respublikoje tokia rizika yra bent dalinai suvaldoma pasitelkiant kitus institutus, pavyzdžiui, jau anksčiau analizuotą privalomojo oficialaus siūlymo institutą bei taikant teisingos kainos reikalavimus. Tol, kol šie institutai veikia efektyviai, manytina, jog smulkiųjų akcininkų turtiniai interesai yra tinkamai apsaugomi.

Kita vertus, pastebėtina, jog Perėmimo pasiūlymų direktyvos 9 straipsnio 4 dalyje yra numatyta, jog visuotinis akcininkų susirinkimas, kuriame turėtų būti sprendžiama dėl pritarimo valdybos siūlomiems perėmimo gynybos veiksmams, turi įvykti ne anksčiau kaip per dvi savaites nuo pranešimo apie jo sušaukimą. Tuo tarpu vadovaujantis ABĮ 26 straipsniu, visuotiniam akcininkų susirinkimui sušaukti ir įvykti reikalingos mažiausiai 22 dienos. Akivaizdu, jog tuo atveju, jei visgi akcininkai ir norėtų įgalinti valdybą, efektyviai ir savalaikiškai to padaryti negalėtų, todėl šiuo aspektu lankstesnis Jungtinių Amerikos Valstijų reglamentavimas laikytinas pranašesniu.[153] Visgi, toks trūkumas darbo autoriaus nuomone laikytinas mažareikšmiu, kadangi dauguma perėmimo gynybos veiksmų savo prigimtimi yra susiję su įstatinio kapitalo dydžio keitimu, o remiantis ABĮ tai nepriklauso valdybos kompetencijai, taip pat tokių veiksmų savalaikiškai atlikti tiesiog nepavyktų.[154]

[interaktyvus] S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 237 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

153 MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus]. S.l., 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009, p. 225 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>.

154 Remiantis ABĮ 49 straipsniu, bendrovės įstatinis kapitalas didinamas visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimu, o dokumentas, patvirtinantis sprendimą padidinti įstatinį kapitalą, per 10 dienų nuo sprendimo priėmimo turi būti pateiktas juridinių asmenų registro tvarkytojui. Tuomet įstatinio kapitalo didinimo dokumentų projektai teikiami notariniam tvirtinimui ir vėl turi būti pateikiami juridinių asmenų registro tvarkytojui.

Apibendrinant tai, kas išdėstyta, darbo autorius laikosi pozicijos, jog Jungtinėse Amerikos Valstijose pripažinto valdymo organų narių įgalinimo bendrovių perėmimo metu modelio perkėlimas į Lietuvos Respublikos teisę pasinaudojant Perėmimo pasiūlymų direktyvos 12 straipsnyje suteikiamomis diskrecinėmis sąlygomis nebūtų buvęs tinkamiausias sprendimas smulkiųjų akcininkų interesų užtikrinimo požiūriu. Tokia išvadą autorius iš esmės daro atsižvelgdamas į mūsų reguliuojamos akcijų rinkos specifiką, perėmimo gynybos veiksmų pobūdį bei jų efektyvumą ir, galiausiai, į jau egzistuojančią bendrovių teisės sistemą.

IŠVADOS

1. Bendrovių įsigijimų ar perėmimų procesų metu iškylančios rizikos iš esmės yra susijusios su reikšmingu bendrovės kontrolės pasikeitimu, su pasitraukimo iš atliktos investicijos galimybių efektyvumu bei su teisingo atlygio už savo nuosavybę gavimu. Sprendžiat dėl perėmimų reglamentavimo modelio, minėtos priežastys suponuoja poreikį atkreipti ypatingą dėmesį į smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą.
2. Pripažintina, jog tinkama smulkiųjų akcininkų interesų apsauga bendrovių įsigijimo ir perėmimo atveju reikalinga ne tik siekiant apginti silpnesniąją teisinių santykių šalį, kadangi tai sudaro viešojo intereso turinį, tačiau ir išsivysčiusių kapitalo rinkų egzistavimui. Tampa aišku, jog tarp teisinės sistemos suteikiamos tinkamos smulkiųjų investuotojų apsaugos ir ekonominės plėtros egzistuoja priežastinis ryšys, o iš to naudos gauna visi šių teisinių santykių dalyviai.
3. Smulkiųjų akcininkų apsauga Lietuvos Respublikoje atitinka minimalios apsaugos standarto reikalavimus, kadangi egzistuoja esminiai institutai, skirti tokiai apsaugai. Visgi, manytina, jog esminiai iššūkiai yra susiję su šių institutų taikymo problematika, kaip antai pareigos teikti privalomąjį oficialų siūlymą sąlygų neaiškumas dėl sutartinai veikiančių asmenų koncepcijos, šios pareigos vengimas bei vilkinimas, taip pat ginčai, susiję su teisingos kainos samprata, galiausiai procesiniai aspektai, susiję su nukentėjusių asmenų teisių gynimo efektyvumo stoka.
4. Lietuvos teisės doktrinoje sutinkamus siūlymus keisti sąlygas, kuomet perėmėjui atsiranda pareiga teikti privalomąjį oficialų siūlymą, darbo autorius vertina kaip nepagrįstai bloginančius smulkiųjų akcininkų padėtį bei jų interesų apsaugos apimtį, todėl nepriimtinus.
5. Nors Perėmimo pasiūlymų direktyva ir yra minimalaus harmonizavimo teisės aktas, suteikiantis valstybėms narėms daug laisvės perkeliant jos nuostatas į nacionalinę teisę, Lietuvos Respublika buvo viena iš nedaugelio šalių, nepasinaudojusių tokia laisve. Vertinant mūsų įstatymo leidėjo poziciją dėl valdybos neutralumo taisyklės, darbo autorius, atsižvelgdamas į mūsų reguliuojamos akcijų rinkos specifiką, perėmimo gynybos veiksmų pobūdį bei jų efektyvumą ir, galiausiai, į jau egzistuojančią bendrovių teisės sistemą, laikosi nuomonės, jog toks pasirinkimas smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos požiūriu yra pagrįstas.

ŠALTINIŲ SĄRAŠAS

Norminiai teisės aktai

Nacionaliniai teisės aktai

1. Lietuvos Respublikos administracinių bylų teisenos įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*, 1999-02-03, Nr. 13-308.
2. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*, 2000-07-31, Nr. 64-1914.
3. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). *Valstybės žinios*, 2007-02-08, Nr. 17-626.
4. Lietuvos banko valdybos 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimu Nr. 241-200 patvirtintos Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės.

Europos Sąjungos teisės aktai

5. 2004 m. sausio 20 d. Tarybos reglamentas (EB) Nr. 139/2004 dėl koncentracijų tarp įmonių kontrolės (EB Susijungimų reglamentas).
6. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir tarybos Direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.

Specialioji literatūra

Spausdintinės monografijos (knygos ar brošiūros)

7. DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON; Sarah. *Principles of Modern Company Law: Tenth Edition*. Thomson Reuters: London, 2016.
8. DORRESTEIJN, Adriaan; et al. *European Corporate Law: Second Edition*. Kluwer Law International: The Netherlands, 2009.
9. FERRARINI, Guido; et al. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press: New York, 2004.
10. FERRARINI, Guido; WYMEERSCH, Eddy. *Investor Protection in Europe. Corporate law making, the MiFID and beyond.* Oxford University Press: New York, 2006.
11. MIKALONIENĖ, Lina. *Uždarosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*: monografija. Vilnius: Registrų centras, 2015.
12. PERAKIS, E. *International Congress on Comparative Law: Rights of minority shareholders.* Bruxelles: Bruylant, 2004.

13. REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: fourth edition. A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. McGraw-Hill: United States of America, 2007.
14. ROBINSON, Simon; et al. *The Mergers & Acquisitions Review: Seventh Edition.* The Law Reviews: United Kingdom, 2013.
15. WHISH, R.; BAILEY, D. *Competition Law. 7th ed.* Oxford: Oxford University Press, 2012.
16. YAN, Wenjia. *The Role of Representatives of Minority Shareholders in the System of Corporate Governance in the Context of Corporate Governance in the US, EU and China*. European University Studies: Hamburg, 2016.

Straipsniai

17. ANDERSEN, Paul Krüger; et al. *Europos Modelinis Bendrovių aktas* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. 2017. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=2929348>
18. BABAK, Anton. *Adoption of Squeeze-Out and Sell-Out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA. Central European University* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. 2012. Prieiga per internetą*:* <http://www.etd.ceu.hu/2012/babak_anton.pdf>
19. BEBCHUK, L. A. *The case against board veto in corporate takeovers*. University of Chicago Law Review: 2002.
20. BEBCHUK, L. A.; COATES, J. C.; SUBRAMANIAN, Guhan, *The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and* Policy. Stanford Law Review: 2002.
21. BECHT, Marco; ROELL, Ailsa. *Blockholdings in Europe: An International Comparison*. European Economic Review, Vol. 43, No. 4-6, 1999.
22. BELLOC, Filippo. *Law, finance and innovation: the dark side of shareholder protection* [interaktyvus]. Cambridge Journal of Economics 37: Cambridge, 2013 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1452743>
23. BERGSTORM, Clas*; et al. The Optimality of the Mandatory Bid rule* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. 1997. Prieinamas per: <https://www.jstor.org/stable/765099?seq=1#metadata_info_tab_contents>

24. DYCL, I.J. Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison* [interaktyvus]. CRSP Working Paper No. 535; and Harvard PON Working Paper; AFA 2003 Washington, DC Meetings, 2001 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=296107 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.296107>
25. EDWARDS, Vanessa. *The Directive on Takeover Bids - Not Worth the Paper it's Written on?* [interaktyvus]. European Company and Financial Law Review 1, 4 2004 [žiūrėta 2019 m. vasario 21 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.researchgate.net/publication/228156614_The_European_Union_Directive_on_Takeover_Bids_Directive_200425EC>
26. ENRIQUES, Luca; GILSON, Ronald J.; PACCES, Alessio M. *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union*). Harvard Business Law Review 4, 1 2014.
27. FINKELSTEIN, Jesse A. *Antitakeover Protection Against Two-Tier and Partial Tender Offers: The Validity of Fair Price, Mandatory Bid, and Flip-Over Provisions Under Delaware Law,* 11 SEC. REG. L.J. 291, 1984.
28. GERNER-BEUERLE, Carsten; KERSHAW, David; SOLINAS; Matteo. *Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation* [interaktyvus]. London School of Economics: London, 2011 [žiūrėta 2019 m. kovo 8d.]. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799291>
29. GROSSMAN; Sanford J.; HART, Oliver D. *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation* [interaktyvus]. Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, vol. 11(1), 1980 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://epge.fgv.br/we/MFEE/FinancasCorporativas/2013?action=AttachFile&do=get&target=Paper2.pdf>
30. JENSEN, Michael C. *The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy* [interaktyvus]. "The Merger Boom", Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, 1987 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=350422>
31. KRAAKMAN, R. R.; et al. *"The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*". 2004, Oxford, Oxford University Press.

32. LA PORTA, Rafael; et al. *Law and Finance* [interaktyvus]. The Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6., 1998 [žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808%28199812%29106%3A6%3C1113%3ALAF%3E2.0.CO%3B2-W>
33. LA PORTA, Rafael; et al. *Legal Determinants of External Finance* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. The Journal of Finance, Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6, 1997. Prieiga per internetą: <https://www.jstor.org/stable/2329518?seq=1#metadata_info_tab_contents>
34. LAURAITYTĖ, Eglė; MILIAUSKAS, Paulius. *Sustainable Companies under the Lithuanian Company Law* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 16 d.], 2013, p. 4. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=2248591>
35. MAGNUSSON, William. *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.] S.l., 21 Pace International Law Rev. 205, 2009. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2636922>
36. MILIAUSKAS, Paulius. *Interesų konfliktas: sąvoka ir galimi sprendimo būdai*. Teisė, 75: Vilnius, 2010.
37. SJÅFJELL, Beate. *The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series No. 2011-22. Prieiga per internetą: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598298 >
38. VAN DER ELST, Christoph; VAN DEN STEEN, Lientje. *Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 8 d.]. University of Ghent, 2006. Prieinamas per: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609>
39. VENTORUZZO, Marco. *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means and Political Economic Ends*. Bocconi University: 2006. Prieinama per: <https://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1284&context=fac_works>
40. WACHTER, M. L. *Takeover defense when financial markets are (only) relatively* efficient. University of Chicago Law Review: 2002, p. 973-1035.

41. WANG, Cong; XIE, Fei. *Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Review of Financial Studies, Forthcoming. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=987113>

Disertacijos ir magistro darbai

42. ČIOČYS, Robertas. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos*. Daktaro disertacija, socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilniaus universitetas: Vilnius, 2013.
43. MILIAUSKAITĖ, Simona. *Oficialus Siūlymas Dėl Nuosavybės Vertybinių Popierių: Lyginamieji Aspektai:* magistro darbas. Vilnius: Vilniaus Universitetas, 2015.
44. MILIUTIS, F. Privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2014.
45. RINGIENĖ, Giedrė. *Ar Privalomo Oficialaus Siūlymo Supirkti Visas Emitento Akcijas Priverstinio įgyvendinimo Priemonės, Numatytos Lietuvos Respublikos Teisės Aktuose, Užtikrina Veiksmingą Smulkiųjų Akcininkų Teisių Apsaugą?:* magistro darbas. Kaunas: Vytauto Didžiojo Universitetas, 2015.
46. ŠENAVIČIUS, V. *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2016.

Teismų praktika

Nacionalinių teismų praktika

47. Lietuvos Respublikos 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“ byloje 25/04.

48. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2005 m. gruodžio 12 d. nutarimas Nr. 20/02 Dėl AB „Mažeikių nafta“ reorganizavimo įstatymo, *Valstybės žinios*, 146, 5332, 2005.
49. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2018 m. gegužės 24 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-208-403/2018, R. J. v. uždaroji akcinė bendrovė „Riposta“.
50. 2016 m. lapkričio 23 d. *Bendrovės valdymo organų civilinę atsakomybę reglamentuojančių teisės normų taikymą Lietuvos Aukščiausiojo Teismo praktikoje apžvalga.* Teismų praktika, 45: Vilnius, 2016.
51. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2011 m. lapkričio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-455/2011, Vertybinių popierių komisija *v.* L. L., R. L., BUAB „Nordic investicija“, E. L., P. J.
52. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2006 m. gegužės 25 d. nutartis, priimta civilinėje byloje Nr. 3K-7-266/2006.
53. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2017 m. kovo 13 d. nutartis administracinėje byloje Nr. eAS-311-520/2017 pagal reiškėjo S. P. atskirąjį skundą dėl Vilniaus apygardos administracinio teismo 2017 m. vasario 15 d. nutarties administracinėje byloje pagal pareiškėjo S. P. skundą atsakovui Lietuvos banko Priežiūros tarnybai (tretieji suinteresuoti asmenys – Marie Brizard Wine & Spirits ir Marie Brizard Wine & Spirits Polska sp z o o).
54. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo 2008 m. kovo 17 d. Nutartis Administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008.
55. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. rugsėjo 29 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010, . E. B., AB „Panevėžio keliai“, R. J., R. J., K. B. ir kt. v LR Vertybinių popierių komisija.
56. Kauno apygardos teismo civilinių bylų skyriaus 2016 m. vasario 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A- 69-657/2016.
57. Klaipėdos apygardos teismo Civilinių bylų skyriaus 2008 m. spalio mėn. 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-189-123/2008.

Užsienio teismų praktika

58. Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero Aukščiausiojo Teismo 1996 m. vasario 11 d. sprendimas byloje *Unitrin, Inc. v. American General Corp*. Prieiga per internetą: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1995/418-1994-3.html>

59. Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero Aukščiausiojo Teismo 1990 m. vasario 26 d. sprendimas byloje *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* Prieiga per internetą: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1990/571-a-2d-1140-5.html>
60. Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero Aukščiausiojo Teismo 1985 m. lapkričio 1 d. sprendimas byloje *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* Prieiga per internetą: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1986/506-a-2d-173-1.html>
61. Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero Aukščiausiojo Teismo 1985 m. birželio 10 d. sprendimas byloje *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* Prieiga per internetą*:* <*https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/493-a-2d-946-9.html*>

Kiti dokumentai

62. Estonian Private Equity and Venture Capital Association; et al. *Baltic M&A Deal Points Study 2018* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://tgsbaltic.com/assets/Baltic-MA-Deal-Points-Study-2018.pdf>
63. European Securities and Markets Authority. *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive:* Public Statement [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 31 d.], 2019. Prieiga per internetą: <https://www.esma.europa.eu/document/information-shareholder-cooperation-and-acting-in-concert-under-takeover-bids-directive-0>
64. Europos Komisija; TGS Baltic. *Study on Minority Shareholders Protection* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2018. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/KD0416839ENN.pdf>
65. Europos Komisija. *Support Study for impact assessment concerning the review of Merger Regulation regarding minority shareholdings* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2016. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/KD0416839ENN.pdf>
66. Europos Komisija. *Ataskaita Europos Parlamentui, Tarybai, Europos Ekonomikos ir Socialinių Reikalų Komitetui ir Regionų Komitetui dėl Direktyvos 2004/25 dėl įmonių perėmimo pasiūlymų taikymo [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 31 d.]*. Briuselis, 2012. Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0347:FIN:LT:PDF>

67. Europos Komisija *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative legal Study* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2007. Prieiga per internetą: <http://www.ecgi.org/osov/documents/study_report_en.pdf>
68. Europos Komisija. *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament Modernising Company Law and enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Brussels, 2003. Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52003DC0284
69. Europos Parlamentas. *Rights and obligations of shareholders. National regimes and proposed instruments at EU level for improving legal efficiency: Study* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2012. Prieiga per internetą: <http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL-JURI_ET(2012)462463>
70. GUILLÉN, M. F.; ir CAPRON, L. *The Value of Protecting Minority Shareholders in the Market* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. sausio 13 d.]. Prieiga per internetą: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-value-of-protecting-minority-shareholders-in-themarket>
71. Investuotojų asociacija prašo netvirtinti nesąžiningos "Klaipėdos baldų" akcijų supirkimo kainos [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 5 d.]. 2014. Prieiga per internetą: <http://www.investuotoju.lt/pranesimai/investuotoju-asociacija-praso-netvirtinti-nesaziningos-klaipedos-baldu-akciju-supirkimo-kainos/?fbclid=IwAR1k3xfwTJi75dxYGazKJVeQXeOrKdfiLnnIbtMXMUTogJ0ykrKSnDy86Bs>
72. Mergermarket; Ellex. *Baltic M&A Monitor 2019* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.mergermarket.com/info/baltic-ma-monitor-2019>
73. Mergermarket. *M&A deal database inclusion and league table criteria, 2018* [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.mergermarket.com/pdf/deal_criteria.pdf>
74. Report of The High Level Group of Company Law Experts in Issues Related to Takeover Bids. Brussels [interaktyvus, žiūrėta 2019 m. kovo 7 d.]. 2002. Prieiga per internetą: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322&rec=1&srcabs=819764&alg=1&pos=7>

SANTRAUKA

Tinkamas smulkiųjų ir stambiųjų bendrovės akcininkų interesų balansas yra esminė sąlyga, reikalinga ne tik sklandžiam kiekvienos bendrovės funkcionavimui, bet ir išsivysčiusių, dinamiškų ir stiprių vertybinių popierių rinkų bei patrauklia investicine aplinka. Darbo autorius laikosi nuomonės, jog tarp teisinės sistemos suteikiamos tinkamos smulkiųjų investuotojų apsaugos ir ekonominės plėtros egzistuoja priežastinis ryšys, sąlygojantis makroekonominę gerovę. Būtent dėl to šiame magistro darbe atliekama smulkiųjų bendrovių, kurių akcijomis viešai prekiaujama reguliuojamose rinkose, akcininkų interesų apsaugos analizė, identifikuojant ir vertinant esamą padėtį, smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimo problematiką bei analizuojant potencialius tokių problemų sprendimo būdus.

Pirmojoje ir antrojoje darbo dalyse esminis dėmesys skiriamas pagrindinių priežasčių, lemiančių norą įsigyti ar perimti bendroves, analizei, taip pat identifikuojamos esminės rizikos, su kuriomis susiduria smulkieji akcininkai nagrinėtinų procesų metu bei tiriamas specifinės smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos poreikio egzistavimas.

Trečiojoje darbo dalyje analizuojamas egzistuojantis teisinis reglamentavimas, skirtas smulkiųjų akcininkų interesams ginti, identifikuojamos svarbiausios tokio reglamentavimo nuostatos, jų taikymo problematika bei pateikiamas autoriaus vertinimas dėl jų pagrindimo bei efektyvumo.

Ketvirtojoje darbo dalyje esminis dėmesys skiriamas valdymo organų teisių ir pareigų bendrovių įsigijimo ar perėmimo procesų metu analizei, taip pat, atsižvelgiant į kitų jurisdikcijų gerąsias praktikas, reglamentavimo skirtumus bei juos sąlygojusias priežastis, pateikiamas autoriaus vertinimas dėl to, koks modelis nagrinėtinu aspektu yra tinkamiausias smulkiųjų akcininkų teisių užtikrinimo požiūriu Lietuvos Respublikoje.

SUMMARY

The proper balance between the interests of minority and majority shareholders is the condition precedent not only for the smooth functioning of every company, but also for the existence of developed, dynamic and robust securities‘ markets and attractive environment for investments. The author of this master thesis takes the view that there is a causal link between the economic growth and the protection of investors that is provided for by the respective legal system. It is one of the main reasons why the author chose to carry out the analysis of protection of listed companies‘ minority shareholders‘ interests, while identifying and evaluating the state of the art, the problematics of assuring rights of the minority shareholders as well as analyzing potential solutions to solving such problems.

The main focus in the first and second part of the thesis is directed towards analysis of main factors driving the company acquisition and takeover activity, as well as towards identifying the main risks with which the minority shareholders are faced during the concerned processes. Moreover, the existence of need for specific protection of minority shareholder interests is also being investigated.

The third part of the thesis contains analysis of existing legal regulations directed towards protection of minority shareholders‘ rights while identifying the main provisions of such legislation and the problematics of their enforcement. The author then provides its own assessment as regards the justification and efficiency of such provisions.

The main focus in the fourth parth of the thesis is paid to the analysis of rights and obligations of the companies‘ management bodies during the takeover or acquisition processes. Moreover, taking into consideration the best practices of other jurisdictions, different approaches and disparities in the respective regulations and the causes behind such differences, the author provides his assessment with respect to the question as to which model concerning the competences of management bodies would be most suitable solely from the perspective of protection of minority shareholders‘ interests in the Republic of Lithuania.