

OFICIALAUS PASIŪLYMO TEISINIO REGLAMENTAVIMO PROBLEMOS

Doktorantas Rolandas Misius

Mykolo Romerio universiteto Teisės fakulteto Civilinės ir komercinės teisės katedra
Ateities g. 20, Vilnius
Telefonas 271 45 87
El. paštas ckk@ltu.lt

Pateikta 2005 m. birželio 31 d.

Parengta spausdinti 2005 m. gruodžio 16 d.

Pagrindinės sąvokos: oficialus pasiūlymas, bendrovės kontrolės perėmimas, akcija.

S a n t r a u k a

Straipsnyje autorius nagrinėja su oficialiais pasiūlymais susijusius klausimus. Oficialus pasiūlymas suprantamas kaip viešas asmens pasiūlymas įsigyti (nupirkti ar mainyti) tam tikros bendrovės vertybinių popierių, atliktas tiek savanoriškai, tiek vykdant nustatytas pareigas. Straipsnyje išskiriami oficialaus pasiūlymo požymiai, rūšys ir principai. Aptariama privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklė kaip viena iš bendrovių kontrolės perėmimų mechanizmo sudėtinių dalių.

Taikant lyginamąjį ir istorinį metodus aptariamas oficialiųjų pasiūlymų teisinis reglamentavimas JAV. Priimant federacinius oficialiuosius pasiūlymus reglamentuojančius teisės aktus vadovautasi nuostata, kad tik bendrovės akcininkai gali lemti pasiūlymo rezultatus. Federacinis reglamentavimas rėmėsi laisvosios rinkos dvasia, siekdamas tik minimaliai reglamentuoti su oficialiais pasiūlymais susijusius klausimus. Tuo metu valstijose vyravo nuomonė, kad kontrolės perėmimais oficialų pasiūlymą teikiantys asmenys paprastai siekia spekulatyvaus pobūdžio tikslų, o ne bendrovės finansinio stabilumo. Valstijos pradėjo priiminėti prieš kontrolės perėmimus nukreiptus teisės aktus, pagal kuriuos bendrovės valdymo organai turi lemiamos įtakos oficialaus pasiūlymo rezultatams. Valstijų teisės aktai lėmė JAV oficialiųjų pasiūlymų teisinio reglamentavimo sistemą.

Iki oficialiojo pasiūlymo instituto suderinimo Europos Sąjungoje daugumai valstybių narių šis institutas buvo žinomas, tačiau jį reglamentuojančių teisės ir kitų socialinių normų nuostatos buvo labai skirtingos. Straipsnyje aptariami pagrindiniai teisinio reglamentavimo skirtumai Europos Sąjungos valstybėse narėse, analizuojama atskirų valstybių narių teisinė bazė.

Aptariamas oficialiojo pasiūlymo suderinimas Europos Sąjungos teisėje. Tryliktoji bendrovių teisės direktyva dėl kontrolės perėmimų reglamentuoja tik kontrolės perėmimo pasiūlymus. Ši direktyva taikoma tik vertybinių popierių biržose listinguojamiems vertybiniais popieriams. Valstybėms narėms suteikiama teisė taikyti griežtesnius reikalavimus perėmimų pasiūlymams nei numatyta pačioje direktyvoje (Minimaliųjų standartų direktyva).

Viena iš svarbiausių Europos Sąjungos tryliktosios bendrovių teisės direktyvos nuostatų – privalomojo oficialaus pasiūlymo įtvirtinimas ir pagrindinių nuostatų suderinimas. Asmuo, įgijęs bendrovės kontrolę, turi skelbti privalomąjį oficialų pasiūlymą. Šio pasiūlymo kaina nustatoma pagal aukščiausios kainos taisyklę. Privalomojo oficialaus pasiūlymo reglamentavime daug laisvės paliekama valstybėms narėms, pavyzdžiui, nustatant kontrolę suteikiantį balsų procentą ar atvejus, kada aukščiausios kainos prezumpcija netaikoma.

Straipsnyje lyginamas Europos ir JAV oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimo modelis. Europos modeliui būdinga centralizacija, vieningi standartai, ribojama bendrovės valdymo organų galia oficialaus pasiūlymo procedūroje, skatinamas individualių akcininkų aktyvumas.

Taikant loginį, teleologinį ir istorinį metodus aptariama oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimo partitės Lietuvos Respublikoje. Autorius siūlo vengti situacijų, kai poįstatyminiai teisės aktai nustato pareigos skelbti oficialų pasiūlymą išimtis bei iškreipia vienodos akcininkų teisių apsaugos principą. Lietuvos Respublikos nacionalinių įstatymų didžiausia spraga – neįtvirtinta pareiga skelbti privalomąjį oficialų pasiūlymą tais atvejais, kai bendrovė nusprendžia panaikinti savo vertybinių popierių listingavimą vertybinių popierių biržoje. Nacionaliniai teisės aktai, reglamentuojantys oficialius pasiūlymus, iki šiol nesuderinti su Tryliktosios bendrovių teisės direktyvos nuostatomis. Straipsnyje atkreipiamas dėmesys į atskiras derintinas nacionalinių teisės aktų nuostatas.

Ižanga

Oficialaus pasiūlymo institutas gali būti nagrinėjamas įvairiais aspektais: kaip vertybinių popierių įsigijimo būdas arba kaip vienodos akcininkų teisių apsaugos priemonė. Šiam institutui pastaruoju metu, priėmus Tryliktają bendrovių teisės direktyvą dėl bendrovių kontrolės perėmimų, nestinga dėmesio visoje Europos Sąjungoje. Todėl klausimas, kokia yra oficialaus pasiūlymo samprata, šio instituto reikalingumas bei jį reglamentuojančių teisės normų turinys, tapo šio trumpo straipsnio tema.

Straipsnio tikslas – supažindinti skaitytoją su oficialaus pasiūlymo teisiniu institutu, kuris iki šiol visiškai nenagrinėtas mūsų teisės doktrinoje. Straipsnyje keliami šie uždaviniai:

- Atskleisti oficialaus pasiūlymo sampratą, šio instituto pagrindinius požymius ir principus, oficialių pasiūlymų rūšis, privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklės naudingumą.
- Panagrinėti oficialų pasiūlymą reglamentuojančių teisės ir kitų socialinių normų bei teisinės praktikos turinį užsienio valstybėse.
- Išnagrinėti šio instituto reglamentavimo ypatumus Europos Sąjungos teisėje.
- Apibrėžti Lietuvos Respublikos teisinio reglamentavimo pagrindinius principus, kylančias problemas ir galimus jų sprendimo būdus.

Šiuos uždavinius padėjo pasiekti loginiu, sisteminiu, istoriniu ir lyginamuoju metodais atlikta nacionalinės teisės bazės ir užsienio šalių jurisprudencijos analizė.

Oficialaus pasiūlymo samprata

Asmuo bendrovės akcijų gali įsigyti įvairiais būdais. Galimas (su tam tikromis išimtimis¹) slaptas vertybinių popierių įsigijimas, neatskleidžiant savo ketinimų įsigyti didesnę kiekį bendrovės vertybinių popierių ar net perimti bendrovės valdymo kontrolę. Toks akcijų įgijimas gali būti palankus siūlytojui. Nurodoma, kad slaptas bendrovės akcijų įsigijimas prieš oficialaus pasiūlymo paskelbimą yra pagrindinis akcijas įsigijančio asmens pelno šaltinis [1, p. 11]. Tačiau šis būdas turi ir trūkumų. Pirmas trūkumas – pažeidžiami akcininkų interesai. Akcininkams nežinomi akcijas perkančio asmens tikslai ir finansinės galimybės, akcijų įsigijimo kaina, įsigyjamų akcijų skaičius, galimi bendrovės veiklos pasikeitimai ir pan. Todėl akcininkai negali visapusiškai įvertinti informaciją, reikalingą sprendimo parduoti akcijas priėmimui. Antras trūkumas – šis būdas gali būti nepalankus vertybinius popierius įsigyjantiam asmeniui, pavyzdžiui, vertybinių popierių biržoje nėra pakankamos įsigyjamų akcijų pasiūlos.

Todėl daugumos valstybių teisės ar kitos socialinės normos įtvirtina ir kitą akcijų įsigijimo būdą – oficialų pasiūlymą (angl. *bid*). Šiuo atveju akcijas įsigyjantis asmuo savo ketinimus atskleidžia viešai, visiems akcininkams sudaromos vienodos galimybės gauti reikalingą informaciją, suteikiama pakankamai laiko priimti sprendimą dėl vertybinių popierių pardavimo.

Oficialaus pasiūlymo samprata mažai tyrinėta teisės doktrinoje. Tyrinėtojai daugiausiai dėmesio skiria atskiroms su oficialiaisiais pasiūlymais susijusioms problemoms, pavyzdžiui, valdymo organų gynybinėms priemonėms ar privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklės teigiamais ir neigiamais

¹ Pavyzdžiui, JAV asmuo ar asmenų grupė, įsigijusi daugiau kaip 5 procentus balsavimo teisių, privalo atskleisti šį faktą priežiūros institucijai: *The Securities-Corporate Equity Ownership-Disclosure (Williams) Act, Pub. L. No. 90-439, 82 stat. 454 (1968)*; Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo (Valstybės žinios. 2001. Nr. 112-4074) 15 straipsnis nustato asmenų pareigą atskleisti atitinkamo akcijų paketo įsigijimą.

aspektams. Oficialių pasiūlymų sąvokas įtvirtina atskirų valstybių teisės aktai. Pavyzdžiui, Vokietijos 2002 m. Vertybinių popierių įsigijimo ir kontrolės perėmimų pasiūlymų įstatymo [2] 2 straipsnio 1 dalyje nurodyta: oficialus pasiūlymas – viešas asmens pasiūlymas įsigyti (nupirkti ar mainyti) tam tikros bendrovės vertybinių popierių, atliktas tiek savanoriškai, tiek vykdamas šiame įstatyme nustatytas pareigas. Šveicarijos federacinio vertybinių popierių biržų ir prekybos įstatymo [2] 2(e) straipsnyje nurodyta, kad oficialus pasiūlymas – bet kuris siūlymas nupirkti ar mainyti akcijas, pateiktas viešai akcininkams tų bendrovių, kurių popieriai įtraukti į biržos prekybos sąrašus. Oficialaus pasiūlymo sąvoką įtvirtina ir Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo [3] 17 straipsnio 1 dalis.

Norint tinkamai atskleisti oficialaus pasiūlymo sampratą, būtina išskirti pagrindinius oficialaus pasiūlymo požymius. Pirmą, oficialus pasiūlymas – tai vienašalis sandoris. Antra, oficialus pasiūlymas išreiškia pasiūlymą teikiančio asmens (oferento) valią sudaryti akcijų pirkimo ir pardavimo arba mainų sutartį. Jei bendrovės akcininkas, susipažinęs su tinkamai atskleisto oficialaus pasiūlymo turiniu, su juo sutinka, akcijų perleidimo sutartis laikoma sudaryta. Oficialusis pasiūlymas – tai viešoji oferta. Pasiūlymas yra skirtas visiems bendrovės akcininkams. Vienodos akcininkų teisių apsaugos principas reikalauja, kad, jei dalinio pasiūlymo atveju akceptuota daugiau akcijų nei pageidauja pirkti pasiūlymą teikiantis asmuo (*over-subscription of the offer*), akcijos turi būti parduodamos proporcingai akceptuotų akcijų skaičiui [4] (proporcingumo taisyklė). Ketvirta, specifinis oficialaus pasiūlymo objektas – vertybiniai popieriai, suteikiantys balsavimo teises (*equity securities*). Penkta, pasiūlymo paskelbimas gali būti privalomas (*mandatory bid*). Pavyzdžiui, Tryliktosios bendrovių teisės direktyvos [5] 5 straipsnio 1 dalis įpareigoja valstybes nares užtikrinti, kad asmuo, asmeniškai ar kartu su sutartinais veikiančiais asmenimis įgijęs tam tikrą bendrovės balsų dalį, kuri suteikia jam tos bendrovės kontrolę, privalėtų pateikti oficialų pasiūlymą, kuris būtų bendrovės smulkiųjų akcininkų apsaugos priemonė. Šešta, pagrindinis oficialaus pasiūlymo tikslas yra bendrovės akcininkų interesų apsauga. Šis institutas užtikrina vienodas akcininkų galimybes parduoti akcijas, pavyzdžiui, jau minėta proporcingumo taisyklė. Akcininkams turi būti suteikta pakankamai laiko susipažinti su oficialaus pasiūlymo informacija ir priimti sprendimą.

Remiantis Lietuvos Respublikos ir užsienio valstybių teisės aktų ir teisės doktrinos analize, galima išskirti šias oficialaus pasiūlymo rūšis:

1. Pagal tai, ar oferentas turi tikslą perimti bendrovės kontrolę, skiriami kontrolės perėmimų pasiūlymai (*takeover bids*) ir pasiūlymai, kuriais nesiekama perimti kontrolės. Išsamesni kontrolės sampratos tyrinėjimai nėra šio straipsnio tyrimo objektas. Kontrolė šiame straipsnyje suprantama kaip teisė valdyti ir paveikti juridinio asmens finansinę ir ūkinę veiklą. Paprastai dalyvis įgyja juridinio asmens kontrolę, kai turi daugiau kaip pusę visų juridinio asmens dalyvių balsų arba būdamas juridinio asmens dalyviu turi teisę paskirti arba atšaukti vienasmenį juridinio asmens organą ar daugumą kolegialaus valdymo organo narių. Įvairių valstybių teisės sistemose oficialaus pasiūlymo institutas dažniausiai laikomas stambesnio bendrovių kontrolės perėmimo instituto dalimi. Pavyzdžiui, kontrolės perėmimų pasiūlymus reglamentuojančios teisės normos įtrauktos į Tryliktają bendrovių teisės direktyvą dėl kontrolės perėmimo. Teisės doktrina oficialiuosius pasiūlymus taip pat dažniausiai analizuoja bendrovių kontrolės perėmimo kontekste.

2. Pagal oferento įsigyjamų vertybinių popierių kiekį skiriami pilnieji (*full*) ir daliniai (*partial*) oficialieji pasiūlymai. Pateikdamas pilnąjį pasiūlymą, oferentas įsipareigoja nupirkti visus bendrovės vertybinius popierius, į kuriuos nukreiptas oficialus pasiūlymas. Dalinio oficialaus pasiūlymo atveju oferentas įsipareigoja nupirkti tik jų dalį, pavyzdžiui, 10 procentų. Jei dalinio pasiūlymo atveju akceptuota daugiau akcijų nei pageidauja pirkti pasiūlymą teikiantis asmuo, taikoma vadinamoji proporcingumo taisyklė. Jei dalinio pasiūlymo atveju nepavyksta įsigyti pageidaujamo kiekio vertybinių popierių, tai dažniausiai nekeičia pasiūlymą akceptavusių asmenų teisių ir pareigų. Tačiau galimos ir išimtys, pavyzdžiui, Prancūzijoje Bendrojo *Conseil des Marchés Financiers* reglamento [6] 5.1.3.1. punktas nustato, kad dalinio pasiūlymo atveju oferentas turi teisę nustatyti minimalų pageidaujamų įsigyti vertybinių popierių kiekį (įstatinio kapitalo dalį); jei šio kiekio įsigyti nepavyktų, vertybinių popierių perleidimo sandoriai nebūtų sudaromi.

3. Pagal tai, ar oficialaus pasiūlymo paskelbimas yra oferento teisė ar pareiga, skiriami privalomi (*mandatory*) ir savanoriški (*voluntary*) oficialūs pasiūlymai. Jau minėta, kad Tryliktoji bendrovių teisės direktyva įpareigoja valstybes nares užtikrinti, kad asmuo, asmeniškai ar kartu su sutartinais veikiančiais asmenimis įgijęs tam tikrą bendrovės balsų dalį, kuris suteikia jam tos bendrovės kontrolę, privalėtų pateikti oficialų pasiūlymą. Privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklė yra išimtis iš sandorio šalies valios autonomijos principo. Ji nustatoma smulkiųjų akcininkų ir bendrovės interesais. Argumentai – už ir prieš šią taisyklę – bus analizuojami toliau.

4. Pagal oferento ryšius su esamais bendrovės valdymo organais skiriami priešiški (*hostile*) ir draugiški (*friendly*) oficialūs pasiūlymai. Įvairiose teisės sistemose nėra vienodo požiūrio, kokių gynybinių veiksnių gali imtis bendrovės valdymo organai priešiško oficialaus pasiūlymo atveju. Europos Sąjungoje laikoma, kad valdymo organai negali imtis prieš oficialų pasiūlymą gynybinės taktikos, kuriai nepritarė akcininkai. Tik akcininkai, remdamiesi viešai atskleista informacija, gali spręsti, ar priimti pasiūlymą. Šis principas būdingas Europos Sąjungos valstybėms narėms. Jis įtvirtintas Tryliktosios bendrovių teisės direktyvos 9 str. 2 d.: valdymo organai negali imtis veiksnių, kurie gali sužlugdyti pasiūlymą, be išankstinio visuotinio akcininkų susirinkimo pritarimo. O JAV valdymo organai gali imtis aktyvių gynybinių veiksnių prieš priešišką oficialų pasiūlymą.

5. Po oficialaus pasiūlymo paskelbimo kitas oferentas gali paskelbti savo oficialų pasiūlymą – paprastai siūlo geresnes sąlygas. Pagal tai skiriami pradiniai ir konkurenciniai oficialūs pasiūlymai. Oficialų pasiūlymą pateikęs asmuo gali pagerinti pasiūlymo sąlygas, t. y. pateikti pagerintą oficialų pasiūlymą.

Galima išskirti tokius pagrindinius oficialiųjų pasiūlymų principus:

- *Skaidrumas*. Bendrovės akcininkų gaunama nauda priklauso nuo oficialaus pasiūlymo ir valdymo organų nuomonės dėl šio pasiūlymo atskleidimo.
- *Vienoda akcininkų teisių apsauga*. Oficialus pasiūlymas nukreiptas į visus bendrovės akcininkus. Visiems akcininkams pasiūlymo sąlygos turi būti vienodos. Akcininkai turi vienodas galimybes parduoti turimas akcijas.
- *Operatyvumas*. Oficialaus pasiūlymo procedūros turi būti vykdomos efektyviai ir operatyviai, kad nebūtų iškreipiama vertybinių popierių kaina ir trikdoma bendrovės veikla.

Savanoriški oficialūs pasiūlymai yra asmens teisių įgyvendinimo forma. Jie yra dispozityvaus pobūdžio, todėl didesnių diskusijų dėl jų reikalingumo neįvyksta. Pats akcininkas gali nuspręsti, ar jam skelbti oficialų pasiūlymą, ar akcijas įsigyti kitokiais būdais. Teisės sistemose, kuriose įtvirtinta privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklė, asmuo, įgijęs bendrovės kontrolę, privalo elgtis imperatyviai: pasiūlyti nupirkti likusias bendrovės akcijas. Kyla klausimas dėl privalomojo oficialaus pasiūlymo instituto naudingumo. Šis klausimas glaudžiai susijęs su bendrovių kontrolės perėmimų naudingumu.

Europos Sąjungoje vyrauja nuomonė, kad bendrovių kontrolės perėmimas yra naudingas ir skatintinas reiškinys [7, p. 19]. Bendrovių kontrolės perėmimas sukuria sinergetinį efektą tarp kontrolės perimančio asmens ir bendrovės, kurios kontrolė perimama. Daugumai Europos bendrovių būtina jungtis, kad galima būtų efektyviai išnaudoti bendrąją rinką.

Bendrovių kontrolės perėmimo pasiūlymai taip pat suteikia akcininkams galimybę parduoti savo akcijas oficialų pasiūlymą pateikusiam asmeniui už aukštesnę kainą nei prieš tai buvusi. Tokia kaina gali būti pasiūlyta tik tuo atveju, jei oficialų pasiūlymą teikiantis asmuo įsitikinęs, kad jam perėmus kontrolę bendrovė bus geriau valdoma ir vystoma.

Galiausiai kontrolės perėmimo pasiūlymai yra svarbus bendrovės, kurioje smulkieji akcininkai valdo didžiąją dalį akcijų, valdymo organus drausminantis faktorius. Jei valdymo organai valdys bendrovę neefektyviai, akcijų kaina bus santykinai žema, todėl tokia bendrovė taps galimu siekiančių perimti kontrolę asmenų taikiniu. Šis drausminantis veiksnys atitinka bendrovės, akcininkų ir visos visuomenės poreikius.

Negalima teigti, kad bendrovės kontrolės perėmimas visais atvejais yra naudingas bendrovei ir jos akcininkams. Bendrovių kontrolės perėmimai gali ir kelti bendrovės bei jos akcijų kainą, ir ją mažinti. Tačiau ši aplinkybė jokiū būdu nepaneigia bendrovių kontrolės perėmimų naudingumo. Todėl *Jaapo Winterio* ekspertų grupės pranešime [7, p. 19] daroma išvada: Europos Sąjungos mastu būtina sukurti mechanizmą, kuris palengvintų bendrovių kontrolės perėmimus.

Įmonės kontrolės perėmimo būtinumas dažnai lyginamas su šeimos įmone. Steigėjas gali būti talentingas įmonės valdytojas, tačiau jo įpėdiniai gali neturėti tokio talento. Bendrovės kontrolės perėmimo mechanizmas leidžia pašalinti netinkamai veikiančius bendrovės valdymo organus. Efektyviai veikianti kontrolės perėmimų rinka drausmina esamus valdymo organus, taip sukurdamą veiksmingą valdymo sistemą. Tačiau kontrolę gali perimti ir prastai veikianti valdyba, susiviliojusi bendrovės valdymo teikiama nauda. Vis dėlto manoma, kad didžiąją kontrolės perėmimų dalį atlieka profesionalų valdomos įmonės [1, p. 8].

JAV vyrauja nuomonė, kad kontrolės perėmimais oficialų pasiūlymą teikiantys asmenys paprastai siekia spekuliatyvaus pobūdžio tikslų, o ne bendrovės finansinio stabilumo. Kontrolės perėmimai iškraipo nusistovėjusius verslo ryšius. Būtina suteikti kuo daugiau teisių bendrovės valdymo organams, kad jie galėtų gintis nuo priešiško oficialaus pasiūlymo [8, p. 665].

Pažiūrų skirtumai lėmė, kad Europos Sąjungoje imtas kurti bendrovių kontrolės perėmimų palengvinimo mechanizmas, kurio svarbus tikslas buvo ir akcininkų teisių apsauga. Todėl privalomojo

oficialaus pasiūlymo taisyklė laikoma neatsiejama šio mechanizmo dalimi. Šios taisyklės teigiami bruožai:

1. Siekiant vienodos akcininkų teisių apsaugos, neleidžiama siūlymą teikiančiam asmeniui pirkti 51 procentą akcijų rinkos kaina, ketinant likusias akcijas įsigyjant vėliau žemesne kaina.
2. Apsunkinamos asmenų, turinčių ribotus finansinius resursus, galimybės perimti bendrovių kontrolę. Tai užtikrina geresnę bendrovių finansavimo perspektyvą.
3. Privalomieji oficialūs pasiūlymai sumažina smulkiųjų akcininkų spaudimą parduoti akcijas jiems nepalankiomis sąlygomis.

Teisės doktrina nagrinėja ir alternatyvius privalomiesiems oficialiems pasiūlymams akcininkų teisių apsaugos modelius. Privalomojo oficialaus pasiūlymo priešininkai nurodo, kad akcininkų mažumos apsaugos tikslai gali būti pasiekiami ir be Vyriausybės įsikišimo [1, p. 5]. Jei tam tikros nuostatos, pavyzdžiui, vienoda akcininkų teisių apsauga, atitinka bendrovės interesus, steigėjai būtinai jas įtvirtins steigimo dokumentuose, kadangi šios nuostatos gali būti svarbios derantis su naujais investuotojais dėl akcijų pardavimo. Steigėjai stengsis įtvirtinti visas akcininkų teises (tiek turitines, tiek susijusias su kontrole), kurios leistų labiausiai padidinti gaunamą pelną. Todėl privalomojo oficialaus pasiūlymo oponentai nurodo, kad kiekvienai bendrovei reikėtų leisti pačiai spręsti, ar tikslinga įtvirtinti šį institutą steigimo dokumentuose.

Šio modelio oponentai pasisako už išsamesnės tvarkos nustatymą [1, p. 5]. Steigėjų ir naujųjų investuotojų susitarimas maksimaliai padidinti pelningumą ne visada būna socialiai lauktinas, kadangi neatsižvelgia į visų asmenų, vėliau dalyvausiančių bendrovės pelno skirstyme, poreikius. Pavyzdžiui, steigėjai ir nauji investuotojai priima taisyklę, kuri padidina jų pelną perėmus bendrovės kontrolę, o socialiai veiksminga taisyklė reikalauja, kad labiausiai turi būti padidinta kontrolės perėmimo nauda bendrovei.

Bendrovės priimtos taisyklės gali būti neveiksmingos, kadangi priimamos prieš bendrovės veiklos pradžią, kai ateities įvykiai dar nežinomi. Todėl įstatuose nustatytas taisyklės tenka keisti. Bendrovėse, kuriose nėra kontroliuojančio akcininko, smulkieji akcininkai tokiais atvejais dažniausiai elgiasi pasyviai, kontrolę *de facto* palikdami valdymo organams ir akcininkui, turinčiam blokuojančią daugumą. Pastarieji steigimo dokumentus linkę keisti tokiu būdu, kad labiausiai padidintų savo asmeninę naudą.

Išsamesnio valstybinio reglamentavimo šalininkai taip pat nurodo kolektyvinių veiksmų problemą [1, p. 6]. Teigiama, kad racionalus individo elgesys nesąlygoja socialiai lauktinų pasekmių.

Burkart ir *Panunzi* taip pat kritikuoja privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklę [1, p. 9–16]. Šie autoriai įrodinėja, kad privalomasis oficialus pasiūlymas papildomai neapsaugo akcininkų teisių nei kai bendrovės kontrolės perėmimo metu akcijų kaina kyla (*value-increasing takeovers*), nei kai kaina krenta (*value-decreasing takeovers*). Pirmuoju atveju privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklė neturi prasmės, nes po kontrolės perėmimo akcijų kaina bus aukštesnė. Antruoju atveju ši taisyklė taip pat neapsaugo akcininkų teisių, nes akcininkams bus pasiūlyta žemesnė kaina nei buvusi iki kontrolės perėmimo pradžios. *Burkart* ir *Panunzi* siūlo alternatyvų akcininkų teisių apsaugos mechanizmą: visi akcininkai visuotiniame susirinkime balsuoja, ar patenkinti oficialų pasiūlymą.

Straipsnio autorius abejoja *Burkarto* ir *Panunzi* išvadų pagrįstumu. Pirmą, pasiūlyta hipotetinė privalomojo oficialaus pasiūlymo analizė remiasi prielaida, kad visiems akcininkams žinoma, kokia bus akcijų kaina po kontrolės perėmimo. Tačiau visuomeniniuose santykiuose to nepavyksta užtikrinti, todėl akcininkas spaudžiamas parduoti akcijas bendrovės kontrolę perimančiam asmeniui. Šį spaudimą pašalina privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklė. Antra, nelabai suprantama, kaip praktiškai įgyvendinti visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimą, tenkinantį arba netenkinantį kontrolės perėmimo oficialų pasiūlymą. Akcijų pardavimas yra individualus kiekvieno akcininko reikalas, o ne kolektyvinė veikla, todėl toks susirinkimo sprendimas negali veikti atskiro akcininko valios.

Oficialaus pasiūlymo reglamentavimas JAV

JAV istorija pasižymėjo gerai išvystyta kapitalo rinka, teisės aktai praktiškai neribojo akcijų perleidimo, todėl oficialius pasiūlymus teikiantys asmenys turėjo labai daug galimybių perimti bendrovės kontrolę [8, p. 665]. Šios aplinkybės lėmė oficialiųjų pasiūlymų paplitimą.

JAV iki 1968 m. nebuvo jokių teisės aktų, reglamentuojančių oficialiuosius pasiūlymus. Teisinio reguliavimo poreikį lėmė tai, kad oficialų pasiūlymą teikiantys asmenys stengdavosi paskelbti oficialų pasiūlymą per kuo trumpesnę laiką, nurodydavo trumpą sutikimo laiką. Priimdami sprendimą akcininkai neturėjo galimybių įvertinti siūlymą teikiančio asmens ketinimų. Bendrovės valdymo organai pa-

prastai imdavosi gynybos priemonių, siekdami apsunkinti siūlytojo galimybes perimti kontrolę. Todėl jau nuo 1968 m. federaciniai ir valstijų įstatymo leidėjai priima teisės aktus, reglamentuojančius oficialius pasiūlymus. Šių aktų pagrindinis tikslas yra akcininkų interesų apsauga.

Priimant federacinius oficialiuosius pasiūlymus reglamentuojančius teisės aktus buvo vadovaujamasi nuostata, kad tik bendrovės akcininkai gali lemti pasiūlymo rezultatus. Buvo siekiama interesų pusiausvyros tarp oficialų pasiūlymą teikiančio asmens ir bendrovės valdymo organų. Federacinis reglamentavimas rėmėsi laisvosios rinkos dvasia, siekdamas reglamentuoti tik būtiniausius su oficialiaisiais pasiūlymais susijusius klausimus, pavyzdžiui, siūlymą teikiančio asmens finansinių ketinimų atskleidimą ar oficialaus pasiūlymo priėmimo terminą.

Priešiški kontrolės perėmimai buvo retas reiškinys. Dauguma autorių palankiai vertino jų pasekmes [8, p. 676]. Tiek federacinius, tiek ir valstijų įstatymų leidėjus jaudino asmenų galimybė įsigyti bendrovės akcijų paketus, neatskleidžiant savo ketinimų bendrovės akcininkams.

1968 m. JAV kongresas priėmė vadinamąjį Williamsso aktą (*Williams act*) [4], kuris papildė Vertybinių popierių prekybos įstatymą [9]. Pagrindinis šio teisės akto tikslas – suteikti akcininkams pakankamai laiko ir informacijos sprendimui apie oficialų pasiūlymą priimti.

Svarbiausia Williamsso akto nuostata įpareigoja asmenį ar grupę asmenų, įsigijusių daugiau kaip 5 procentus balsavimo teisių, pateikti atskleidžiantį pranešimą (*disclosure report*) Vertybinių popierių ir prekybos komisijai (*Securities and Exchange Commission*). Pranešimo terminas – 10 dienų nuo anksčiau minėtos balsavimo teisių procentinės ribos peržengimo. Pranešime turi būti nurodytas oficialų pasiūlymą teikiantis asmuo, lėšos, kurios bus naudojamos akcijų įsigijimui, turimų akcijų kiekis. Turi būti nurodyti akcijų pirkimo tikslai: investiciniai ar kontrolės perėmimo.

Kita Williamsso akto nuostata įpareigoja asmenį arba asmenų grupę, ketinančią paskelbti oficialų pasiūlymą pirkti daugiau kaip 5 procentus bendrovės akcijų, prieš pasiūlymo paskelbimą pateikti Vertybinių popierių ir prekybos komisijai atskleidžiantį pranešimą. Po oficialaus pasiūlymo paskelbimo turi būti nustatytas ne trumpesnis kaip 20 dienų priėmimo terminas. Jei daliniame pasiūlyme akceptuota daugiau akcijų nei pageidauja pirkti pasiūlymą teikiantis asmuo (*over-subscription of the offer*), akcijos turi būti parduodamos proporcingai akceptuotų akcijų skaičiui.

Jei oficialaus pasiūlymo metu buvo pagerintos jo sąlygos, akcininkams, pardavusiems savo vertybinius popierius iki tokio pagerinimo paskelbimo, turi būti sumokama kainos padidinimo dydžio kompensacija.

Williamsso aktas įpareigoja bendrovės valdymo organus pateikti akcininkams savo nuomonę, ar priimti oficialų pasiūlymą.

Valstijose vyravo nuomonė, kad kontrolės perėmimais oficialų pasiūlymą teikiantys asmenys paprastai siekia spekuliatyvaus pobūdžio tikslų, o ne bendrovės finansinio stabilumo. Valstijos rūpinosi federacinės valdžios bendrovių valdymo koncentravimo politika, kuri nedraudė bendrovių kontrolės perėmimų spekuliacijos tikslais [8, p. 681]. Todėl nuo XX amžiaus devintojo dešimtmečio pradžios valstijos pradėjo priiminėti prieš kontrolės perėmimus nukreiptus teisės aktus (*antitakeover statutes*), kurie daugiau teisių suteikė bendrovės valdymo organams [8, p. 665].

Dauguma valstijų įstatymų įpareigojo siūlytoją pranešti apie būsimą oficialų pasiūlymą atitinkamai valstijų priežiūros institucijai, kuri nuspręstų, ar pasiūlymas yra tinkamas. *Edgar v. MITE Corp.* byloje [10] JAV Aukščiausiasis Teismas 1982 m. nusprendė, kad valstijų įstatymai, reikalaujantys pranešti valstijų priežiūros institucijoms prieš oficialaus pasiūlymo paskelbimą (*pre-bid notice*), prieštarauja Williamsso aktui ir yra antikonstituciniai. Tuo metu 37 valstijos buvo numačiusios tokias nuostatas [8, p. 682].

Po šio sprendimo valstijos pradėjo naudoti kitas kontrolės perėmimų slopinimo priemones. Pavyzdžiui, kai kurių valstijų teisės aktai nustatė, kad visuotinis bendrovės akcininkų susirinkimas turi pritarti akcijų perleidimui; nepritarus valdymo organai turi teisę parduoti akcijas ar jas grąžinti buvusiam savininkui [8, p. 682]. Kitose valstijose perėmusiam kontrolę asmeniui buvo draudžiama 3–5 m. parduoti įsigytas akcijas ar keisti bendrovės veiklos pobūdį [8, p. 683]. Delavero valstijos įstatymas [11] leidžia oficialų pasiūlymą teikiančiam asmeniui perimti bendrovės veiklos kontrolę tik tada, jei bendrovės valdymo organai iš anksto pritarė oficialiam pasiūlymui. Visos šios priemonės leido sumažinti priešišku kontrolės perėmimų skaičių valstijose [8, p. 683].

1987 m. JAV Aukščiausiasis Teismas *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America* byloje [12] nusprendė, kad Indianos valstijos įstatymas, nustatantis priemones, ribojančias kontrolės perėmimą, atitinka Konstituciją. Teismas teigė, kad valstija turi teisę kontroliuoti akcijų įgijėjo galimybes balsuoti naujai išleistomis akcijomis, kadangi ginčijamas įstatymas patenka į tradicinę valstijų kompetencijos sritį. Po šio teismo sprendimo dauguma valstijų pakeitė savo teisės aktus, ribojančius kontrolės perėmimą, pagal Indianos modelį.

Kita tendencija valstijų įstatymų leidyboje – sprendimus dėl oficialaus pasiūlymo rezultatų priima ne individualus, o vadinamasis kolektyvinis akcininkas, t. y. valdymo organai [8, p. 685]. Manoma, kad įstatymai, ribojantys kontrolės perėmimą, pagerino jėgų pusiausvyrą tarp pavienių akcininkų ir oficialų pasiūlymą teikiančio asmens derybose dėl oficialaus pasiūlymo sąlygų. Valdymo organai turi teisę veikti kaip kolektyvinių akcininkų interesų atstovai.

Kadangi dauguma JAV valstijų išplėtė valdymo organų fiduciarines pareigas, įtraukdamos ir ne akcininkų interesų ir bendrovės ilgalaikių interesų atstovavimą, valdymo organai gali ignoruoti akcininkų poreikius ir atmesti pasiūlymą, nebijodami sulaukti ieškinio už fiduciarinių pareigų pažeidimą [8, p. 685–686]. Tokiu būdu daugumoje valstijų valdymo organai lemia oficialių pasiūlymų rezultatus, o teisinis reglamentavimas valstijose skiriasi nuo jo pradinių tikslų [8, p. 686].

Taigi federacinė ir valstijų valdžios nesutarė, kurių asmenų interesus pirmiausiai privalo saugoti teisės normos ir kokiais metodais turi būti reguliuojami šie interesai. Federaciniu lygmeniu tik minimaliai reglamentuojant oficialiuosius pasiūlymus, įvyko oficialiųjų pasiūlymų ir bendrovės kontrolės perėmimų institutų decentralizacija iš federacinio į valstijų lygmenį. Valstijose teisinis reguliavimo svarbiausias tikslas yra saugoti kolektyvinius, o ne individualius akcininkų interesus.

Dažniausiais pažymimas [8, p. 686] JAV oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimo sistemos trūkumas – tiek federacinė, tiek valstijų valdžia oficialų pasiūlymą teikiančiam asmeniui suteikia teisę įsigyti 51 procentą akcijų, vėliau likusias akcijas nusiperkant pigiau už rinkos kainą, t. y. nėra privalomojo oficialaus pasiūlymo instituto.

Reglamentavimas Europos Sąjungos valstybėse iki oficialaus pasiūlymo instituto suderinimo

Europos valstybėse oficialieji pasiūlymai pradėti reglamentuoti XX a. 6-jame dešimtmetyje. Tačiau kai kuriose valstybėse, pavyzdžiui, Danijoje ir Graikijoje, šis institutas nebuvo žinomas iki pat XX a. pabaigos. Teisinis reglamentavimas įvairiose valstybėse buvo skirtingas. Tai viena svarbiausių priežasčių, dėl kurių oficialiųjų pasiūlymų institutas ilgą laiką nebuvo įtvirtintas Europos Sąjungos teisėje [13, p. 489].

Daugumoje valstybių narių oficialūs pasiūlymai taikomi tik listinguojamose bendrovėse. Tačiau Didžiojoje Britanijoje šis institutas taikomas tiek listinguojamose, tiek nelistinguojamose bendrovėse, atskirais atvejais – net ir uždaro tipo bendrovėse, pavyzdžiui, jei šios bendrovės prieš 10 metų buvo listinguojamos vertybinių popierių biržoje [14].

Skiriasi oficialiųjų pasiūlymų kontrolės formos. Kai kuriose valstybėse narėse, pvz., Prancūzijoje [2], taikoma leidiminė oficialiųjų pasiūlymų kontrolės forma. Tai reiškia, kad gali būti skelbiamas tik patvirtintas įgaliotoje institucijoje oficialus pasiūlymas. Kitose valstybėse, pavyzdžiui, Portugalijoje [13, p. 490], taikoma *ex-post* kontrolė, t. y. tikrinami jau paskelbti pasiūlymai.

Nustatomos įvairios pasiūlymo paskelbimo procedūros. Belgijoje, Ispanijoje ir Prancūzijoje reikalaujama įgaliotai institucijai atskleisti savo ketinimą pateikti pasiūlymą. Didžiojoje Britanijoje, Olandijoje ir Portugalijoje pirmiausiai turi būti informuojama bendrovė. Vokietijoje reikalaujama, kad būtų informuojama tiek įgaliota institucija, tiek bendrovė [13, p. 490].

Kai kuriose valstybėse, pavyzdžiui, Ispanijoje, Belgijoje ir Prancūzijoje, pasiūlymo paskelbimas sąlygoja prekybos bendrovės vertybiniais popieriais sustabdymą [13, p. 490]. Didžiojoje Britanijoje ir Prancūzijoje valdymo organams draudžiama imtis veiksmų, kurie galėtų sutrikdyti pasiūlymo įgyvendinimą, pavyzdžiui, padidinti įstatinį kapitalą [2]. Olandijoje valdymo organai gali saugotis nuo nepageidaujamo pasiūlymo, pavyzdžiui, išleisti naujas akcijas, kurios parduodamos „draugiškam“ akcininkui [13, p. 490].

Teisinis reglamentavimas taip pat skiriasi dėl oficialaus pasiūlymo dokumento turinio, viešumo reikalavimų, pasiūlymo keitimo tvarkos, konkuruojančio oficialaus pasiūlymo ir jo santykio su pradiniu, kitų dalykų.

Labai skiriasi nacionalinių teisės aktų nuostatos dėl privalomų oficialiųjų pasiūlymų ir juose siūlomoms kainoms dydžio ir pobūdžio. Daugumoje valstybių narių taikoma privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklė. Paprastai nuostatos dėl oficialaus pasiūlymo kainos yra privalomos, tačiau kelios valstybės narės jas tik rekomenduoja¹. Nacionalinių teisės aktų nuostatos labai skiriasi: tiek dėl kainos dydžio, tiek dėl jos pobūdžio.

¹ Pz., Didžiojoje Britanijoje *City Code on Takeovers and Mergers* neturi privalomos teisės akto galios.

Jaapo Winterio ekspertų grupė nurodo, kad keliose valstybėse narėse kainos lygis apibrėžtas bendromis sąvokomis, pavyzdžiui, vienoda akcininkų teisių apsauga. Tačiau daugumoje valstybių narių nustatytos išsamios privalomojo oficialaus pasiūlymo kainos nustatymo taisyklės, tačiau nustatymo kriterijai labai skirtingi [7, p. 47].

Daugumoje valstybių narių pasiūlymuose nustatoma aukščiausia kaina (arba tam tikras jos procentas), kurią per tam tikrą laiką (paprastai nuo 3 iki 12 mėn.) iki oficialaus pasiūlymo už akciją mokėjo oficialų pasiūlymą teikiantis arba su juo susijęs asmuo. Tačiau taikomi ir kitokie kriterijai:

- vidutinė akcijų rinkos vertė per tam tikrą laiką (paprastai nuo 3 iki 12 mėnesių iki oficialaus pasiūlymo);
- kaina, sumokėta už akcijas, kurių pagrindu buvo perimta kontrolė;
- bendrovės grynosios vertės (*net worth*), balansinės aktyvų vertės (*theoretical asset value*), likvidacinės vertės (*liquidation value*);
- „paprastai taikomi objektyvūs bendrovių vertinimo kriterijai“ (*objective valuation criteria usually applied*) ir bendrovės veiklos charakteristikos.

Kai kurios valstybės narės naudoja tik vieną kriterijų, t. y. aukščiausios kainos kriterijų. Tačiau daugumoje valstybių narių naudojami keli kriterijai, paprastai du ar trys, tarp kurių dažniausiai pasitaiko aukščiausios kainos ir vidutinės rinkos vertės kriterijus.

Dauguma valstybių, naudojančių keletą kriterijų, nustato, kad konkrečiu atveju turi būti taikomas tas kriterijus, pagal kurį apskaičiuota kaina yra aukščiausia. Kai kuriose valstybėse skaičiuojama vidutinė kaina. Kitose valstybėse narėse konkretaus kriterijaus taikymas priklauso nuo įstatyme nurodytų aplinkybių.

Kai kurios valstybės narės nustato specialias nuostatas, saugančias akcininkų teises tais atvejais, kai oficialų pasiūlymą teikiantis asmuo geriausiomis sąlygomis akcijas perka prieš terminą, pagal kurį skaičiuojama akcijų kaina, pavyzdžiui, prieš 18 mėn. iki akcijų įsigijimo. Tokiais atvejais kontrolės perėmimas gali būti uždraustas arba galimas oficialiojo pasiūlymo kainos padidinimas [7, p. 48].

Daugumoje valstybių narių oficialų pasiūlymą teikiantis asmuo už akcijas gali pasiūlyti tiek pinigų, tiek vertybinių popierių (paprastai listinguojamų tam tikroje ekonominėje erdvėje). Kai kuriose valstybėse narėse gryniesi pinigai turi būti siūlomi bent jau kaip alternatyva. Keletas valstybių narių reikalauja už akcijas sumokėti pinigais, o vertybiniais popieriais – tik atskirais atvejais [7, p. 48].

Didžioji Britanija. XX amžiaus 9 dešimtmčio pabaigoje Didžiojoje Britanijoje buvo paskelbta daugiau oficialiųjų pasiūlymų nei likusiose valstybėse narėse kartu sudėjus [15, p. 491]. Šalis pasižymi labai išvystyta kapitalo rinka. Kapitalo pritraukimas į bendroves per vertybinių popierių biržą yra gana paprastas. Akcijos labai išskaidytos tarp akcininkų, dažniausiai nėra kontroliuojančio akcininko. Bendrovės turi atitikti aukštus skaidrumo standartus, valdymo organai praktiškai negali kontroliuoti akcininkų sudėties. Tokio pobūdžio bendrovės dažniau tampa asmenų, siekiančių perimti įmonės kontrolę ir skelbiančių oficialius pasiūlymus, taikiniu nei bankų finansuojamos bendrovės.

Perėmimų taryba (*the Takeover Panel*) yra priežiūros institucija, leidžianti Municipalinį perėmimų ir susijungimų kodeksą (*City Code on Takeovers and Mergers*) ir prižiūrinti kodekso taikymą. Šis kodeksas turi užtikrinti aukštus verslo standartus, akcininkų sąžiningumą, sąžiningą ir tvarkingą rinkos funkcionavimą.

Kodeksas neturi privalomosios teisės akto galios. Laikoma, kad neteisinė Kodekso prigimtis leidžia lanksčiai reguliuoti greitai besikeičiančius bendrovių kontrolės perėmimo klausimus. Tačiau perėmimų tarybos veiklą pripažįsta Didžiosios Britanijos teismai, ji turi teisę taikyti sankcijas. Pavyzdžiui, *Guinness* byloje taryba pareikalavo 75 milijonų svarų kompensacijos smulkiesiems akcininkams [2].

Didžiojoje Britanijoje visų pirma siekiama užtikrinti akcininkų interesų apsaugą. Galutinį sprendimą dėl pasiūlymo turi priimti akcininkai. Laikoma, kad niekas negali įgyti bendrovės kontrolės *de facto*, nepasiūlęs visiems akcininkams patrauklios kainos. Akcininkas, įgijęs 30 procentų balsavimo teisių, turi paskelbti oficialų pasiūlymą supirkti visas bendrovės akcijas [14].

Skirtingai nuo Didžiosios Britanijos ir JAV, dauguma Europos žemyno bendrovių, taip pat ir listinguojamos, turi kontroliuojantį akcininką. Kontrolė dažnai sutelkiama per akcijas, suteikiančias keletą balsų (*dual class shares*), piramidės principu veikiančias kontrolės struktūras, draugiškų bendrovių viena kitos akcijų valdymą (*cross-holding*) bei artimus bendrovių ir bankų santykius [1, p. 4]. Šios priemonės apsunkina priešiškus kontrolės perėmimus.

Prancūzija. Oficialiųjų pasiūlymų skaičius mažesnis nei Didžiojoje Britanijoje ar JAV. Prancūzijos bendrovės nepalankios priešiškiems oficialiems pasiūlymams dėl dviejų priežasčių. Pirma, bendrovių kapitalas mažiau išskaidytas, daugumoje bendrovių yra kontroliuojantis akcininkas. Antra, yra teisinių priemonių apsisaugoti nuo priešiškų oficialiųjų pasiūlymų. Pavyzdžiui, bendrovės gali iki įsigyti iki 10

procentų savo akcijų. Nuo 1966 m. bendrovės įstatuose gali numatyti, kad akcijos, to paties akcininko valdomos ilgiau nei metus, suteikia dvigubai daugiau balsų. Taip pat gali būti išleidžiami vertybiniai popieriai, nesusiję su bendrovės valdymu [15, p. 493].

Prancūzijos finansų rinkos taryba (*Conseil des Marchés Financiers*) nustato oficialiųjų pasiūlymų teisinį reglamentavimą [2]. Oficialiam pasiūlymui dėl Prancūzijos bendrovės, kurios popieriais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, pirmiausiai turi pritarti Prancūzijos finansų rinkos taryba. Ši institucija viešai skelbia oficialaus pasiūlymo sąlygas. Per penkias dienas nuo paskelbimo Taryba turi nuspręsti, ar patvirtinti pasiūlymą.

Priimdama sprendimą *Conseil des Marchés Financiers* atsižvelgia į:

- pasiūlymą teikiančio asmens tikslus ir ketinimus;
- pasiūlytą kainą ar akcijų keitimo santykį, remdamasi bendraisiais vertinimo kriterijais ir bendrovės finansiniais duomenimis;
- kitas aplinkybes.

Oficialaus pasiūlymo vykdymo terminas (*open period*) reiškia laiko tarpą tarp oficialaus pasiūlymo pradžios ir pabaigos datų. Šios datos yra viešai skelbiamos. Pavedimai parduoti vertybinius popierius per oficialaus pasiūlymo procedūrą turi būti pateikiami per oficialaus pasiūlymo vykdymo terminą.

Bet kuriuo oficialaus pasiūlymo vykdymo termino metu, iki jo uždarymo likus ne daugiau kaip 5 prekybos dienoms, gali būti pateiktas konkurencinis arba pagerintas pasiūlymas [6]. Konkurencinio ar pagerinto pasiūlymo kaina turi būti ne mažiau kaip 2 procentais didesnė už pradinio pasiūlymo kainą. Jei paskelbiami šie pasiūlymai, vertybinių popierių perleidimo sandoriai pagal ankstesnių oficialiųjų pasiūlymų sąlygas nesudaromi.

Taip pat reglamentuojami privalomi oficialūs pasiūlymai. Bendrojo CMF reglamento [6] 5.5.2 punkte nurodyta, kad fizinis ar juridinis asmuo, veikdamas savarankiškai ar kartu su susijusiais asmenimis, įgijęs daugiau kaip 1/3 bendrovės balsavimo teisę suteikiančių vertybinių popierių arba balsavimo teisių, privalo paskelbti privalomąjį oficialų pasiūlymą.

Vokietija. Oficialūs pasiūlymai mažai paplitę. *Nathalie Basaldua* išskiria kelias mažo oficialiųjų pasiūlymų paplitimo priežastis [15, p. 493]. Pirma, labai mažas listinguojamų bendrovių skaičius. Antra, valdymo organai turi daug teisinių priemonių išlaikyti įmonės kontrolę. Įstatai gali numatyti, kad reikalingas valdymo organų sutikimas akcijų perleidimui. Taip pat galimi apribojimai, kiek akcijų gali valdyti vienas akcininkas. Trečia, pagrindinė kapitalo pritraukimo forma yra bankų paskolos. Bankai taip pat dažnai dalyvauja bendrovių valdyme. Istorškai išskiriama ir kita priežastis – iki Ketvirtosios ir Septintosios bendrovių teisės direktyvų įgyvendinimo Vokietijos įmonių finansinės atskaitomybės duomenys buvo labai skurdūs, kas leisdavo nuslėpti nuo galimų investuotojų tikrąją bendrovės vertę [15, p. 493].

Vokietijoje teisės normos nereglementavo bendrovių kontrolės perėmimo ir oficialiųjų pasiūlymų iki 2002 m. sausio 1 d. Vokietijos vertybinių popierių biržos ekspertų komisija buvo priėmusi taisyklių, reglamentuojančių bendrovių kontrolių perėmimus, rinkinį (vadinamąjį Perėmimų kodeksą). Šis kodeksas neturėjo teisės akto galios, bet jo laikytis savanoriškai buvo įsipareigojusios viešai listinguojamos bendrovės. Du žymiausius Vokietijos kontrolės perėmimus (*Vodafone/Mannesmann* ir *INA Holding/ FAG Kugelfischer*) reglamentavo šis kodeksas [2]. Nepaisant Vokietijos vertybinių popierių biržos pastangų, ne visos viešai listinguojamos bendrovės buvo įsipareigojusios laikytis kodekso. Pvz., 2001 m. gruodžio 31 d. kodeksą buvo priėmusios 802 bendrovės iš 913 [2].

Naujasis Perėmimų įstatymas (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*) įtraukė daugelį ankstesnio kodekso nuostatų, detaliau reglamentuoja viešuosius oficialius pasiūlymus. Įstatymas taikomas visiems vertybiniais oficialiems pasiūlymams, išleistiems viešai listinguojamų Vokietijos bendrovių. Įstatymas taikomas ne tik vadinamiesiems kontrolės perėmimų pasiūlymams, bet ir bet kuriam viešam pasiūlymui įsigyti bendrovės akcijų. Tačiau dauguma akcininkų apsaugos priemonių (pavyzdžiui, minimalios kainos taisyklė) taikoma tik kontrolės perėmimo pasiūlymams. Nustatoma, kad daugiau kaip trisdešimtys procentų balsų įgijimas reiškia kontrolės įgijimą.

Reglamentavimas Europos Sąjungos teisėje

Vieningos kapitalo rinkos sukūrimas yra svarbus Europos Sąjungos tikslas. Dėl valstybių narių nacionalinių teisės aktų ir kitų socialinių normų, reglamentuojančių bendrovių kontrolės perėmimus ir oficialiuosius pasiūlymus, skirtumų nagrinėjamas teisinis institutas ilgai Europos Sąjungos teisėje nebuvo reglamentuotas. Tryliktosios bendrovių teisės direktyvos dėl bendrovių kontrolės perėmimų

projektas buvo pateiktas Tarybai dar 1989 m. sausio mėnesį [16], ši Direktyva (toliau – Direktyva) buvo priimta 2004 m. kovo 30 d. [5].

Lemiamos įtakos Direktyvoje įtvirtintų teisės normų turiniui turėjo bendrovių teisės ekspertų grupės, vadovaujamos *Jaapo Winterio*, 2002 m. sausio mėn. tyrimo išvada [7]. Šiai grupei Komisija 2001 m. rugsėjo mėnesį buvo pavedusi atlikti nepriklausomą tyrimą dėl ES valstybių narių teisinių nuostatų, reglamentuojančių perėmimus, ir pasiūlyti ES bendrovių teisės modernizavimo projektus.

Pagrindiniai oficialiųjų pasiūlymų instituto reglamentavimo Europos Sąjungoje principai:

1. Vienodų veiklos sąlygų (*level playing field*) nustatymas. Oficialiųjų pasiūlymų, ypačingai kontrolės perėmimo pasiūlymų, sėkmės tikimybė įvairiose valstybėse narėse skiriasi. Šiose valstybėse akcininkai neturi vienodų galimybių už palankią kainą parduoti savo akcijas, todėl svarbiausios su oficialiaisiais pasiūlymais susijusios nuostatos turi būti suderintos.
2. Valdymo organų gynybinių priemonių ribojimas. Oficialaus pasiūlymo rezultatus privalo nulemti akcininkai. Direktyvos preambulėje nurodyta, kad vertybinių popierių perleidimo apribojimai, balsavimo teisių, ypačingai paskyrimo teisių ir dauginių balsavimo teisių, apribojimai turėtų būti panaikinti arba sustabdyti tokiam laikui, kuris yra skirtas pasiūlymui priimti, arba kai visuotinis akcininkų susirinkimas nusprendžia taikyti gynybines priemones, pakeisti įstatus arba pašalinti ar paskirti valdybos narius pirmajame visuotiniame susirinkime po pasiūlymo pabaigos.
3. Vienoda visų akcininkų teisių apsauga. Direktyvos preambulėje nurodyta, kad tais atvejais, kai įsigyjama bendrovių kontrolė, valstybės narės turėtų imtis būtinųjų priemonių vertybinių popierių savininkams, ypač smulkiesiems akcininkams, apsaugoti. Oferento sprendimas pateikti pasiūlymą turi būti kuo greičiau paskelbtas, apie jį turi būti pranešta priežiūros institucijai. Vertybinių popierių savininkams apie pasiūlymo sąlygas turėtų būti pranešta atitinkamu dokumentu ir pan.

Pagal Direktyvos 1(1) straipsnį ji taikoma tik tų bendrovių, kurioms taikoma vienos iš ES valstybės narės teisė, vertybiniams popieriams, kurie išleisti prekybai reguliuojamoje rinkoje pagal direktyvos 93/22/EEC reikalavimus. Direktyvos 3(2) straipsnis suteikia valstybėms narėms teisę taikyti griežtesnius reikalavimus perėmimų pasiūlymams nei numatyta pačioje direktyvoje (minimalių standartų direktyva).

Pažymėtina, kad Direktyva reglamentuoja ne visus oficialiuosius pasiūlymus, o tik kontrolės perėmimo pasiūlymus, t. y. tuos, kurie skelbiami po to, kai yra įsigyta bendrovės kontrolė ar siekiant įgyti šios bendrovės kontrolę (2 str. 1 a dalis). Reglamentuojami tiek privalomi, tiek savanoriški pasiūlymai.

Viena svarbiausių Direktyvos nuostatų – privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklė, įtvirtinta 5 straipsnio 1 dalyje: „Kai fizinis ar juridinis asmuo, pats arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis įsigyja ir dėl to turi [...] bendrovės vertybinius popierius, kurie kartu su jo turimu tokių vertybinių popierių paketu arba kartu su kitų sutartinai veikiančių asmenų vertybinių popierių paketu tiesiogiai arba netiesiogiai suteikia jam nustatytą balsavimo teisių toje bendrovėje procentą, kuris suteikia jam tos bendrovės kontrolę, valstybės narės užtikrina, kad toks asmuo privalėtų padaryti pasiūlymą, kuris būtų tos bendrovės smulkiųjų akcininkų apsaugos priemonė“.

Pagal Direktyvos 5 straipsnio 2 dalį, kai bendrovės kontrolė įgyjama, paskelbus pilną savanorišką oficialų pasiūlymą, privalomojo oficialaus pasiūlymo skelbti nebereikia. Balsavimo teisių riba, kuri suteikia kontrolę, ir jos apskaičiavimo tvarką nustato valstybės narės, kurioje registruota bendrovė, taisyklės.

Priimant Direktyvą ilgai diskutuota dėl oficialaus pasiūlymo kainos. 1996 m. Komisija paprasčiausiai nustatė, kad pasiūlymo kaina turi atitikti smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos tikslus. 2000 m. liepą patvirtintoje bendrojoje pozicijoje Taryba pasiūlė vartoti teisingos kainos sąvoką, jos nedetalizavo, taip pat siūlė nustatyti kainos pobūdį (grynieji pinigai – bent jau kaip alternatyva). 2000 m. gruodžio mėn. Parlamento rezoliucijoje buvo nustatyta minimali siūlomos kainos riba ir jos pobūdis. Taikinimo komisijos 2001 m. birželio 6 d. patvirtintas direktyvos projekto tekstas numatė keletą taisyklių, susijusių su privalomojo oficialaus pasiūlymo kaina: teisingos kainos sąvoką ir nuostatas, kad grynieji pinigai turi būti pasiūlyti bent jau kaip alternatyva [7, p. 45–46].

Lemiamos įtakos privalomojo oficialaus pasiūlymo kainai turėjo *Jaapo Winterio* ekspertų grupės nuomonė. Grupė manė, kad teisinga kaina yra svarbiausia sąvoka oficialaus pasiūlymo institute, kad būtų pasiektas tinkamas smulkiųjų akcininkų apsaugos lygis. Tokios kainos neįtvirtinimas atimtų iš akcininko galimybę parduoti akcijas teisingomis sąlygomis. Kartu tai skatintų akcininkus parduoti savo akcijas paskelbus savanorišką dalinį pasiūlymą už kainą, kurios jie nelaiko teisinga [7, p. 45].

Buvo manoma, kad Direktyva turėtų palikti laisvės valstybėms narėms nustatyti vieną ar keletą teisingos kainos nustatymo kriterijų. Dėl didžiulės nacionalinių režimų įvairovės sunku nustatyti vienintelę teisingos kainos privalomajame oficialiame pasiūlyme nustatymo taisyklę, kurios taikymas visoje valstybėje visais atvejais užtikrintų smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą. Specifinės valstybių narių kapitalo rinkų charakteristikos ir atskiros oficialaus pasiūlymo aplinkybės reikalauja, kad būtų taikomi skirtingi kainos nustatymo kriterijai. Todėl teisinis reguliavimas šiuo atveju privalo būti lankstus [7, p. 48–49].

Tačiau grupė pažymėjo, kad efektyviam kapitalo rinkos funkcionavimui Europos Sąjungoje būtinas tam tikras privalomajame oficialiame pasiūlyme siūlomoms kainoms aiškumas. Bendrovių kontrolės įgijimas nebus skatinamas, jei bus privalu skelbti privalomą oficialų pasiūlymą esant nenuspėjamai kainai. Todėl Europos Sąjungos teisėje būtina įtvirtinti stiprią kainos nustatymo prezumpciją, kurią būtų galima lanksčiai taikyti įvairiose situacijose [7, p. 48–49].

Grupė pasisakė už aukščiausios kainos taisyklės įtvirtinimą Direktyvoje. Vienodos akcininkų teisių apsaugos principas reikalauja, kad privalomojo oficialaus pasiūlymo kaina paprastai turi būti lygi aukščiausiai kainai, už kurią siūlymą teikiantis asmuo per tam tikrą terminą iki kontrolės perdavimo įsigijo bendrovės akcijų. Valstybės narėms turi būti leidžiama nustatyti 6–12 mėnesių terminą [7, p. 49].

Aukščiausios kainos taisyklė saugo tiek smulkiųjų akcininkų, tiek ir oficialųjį pasiūlymą teikiančio asmens interesus. Smulkieji akcininkai gauna maksimalią naudą. Pasiūlymą teikiantis asmuo žino, kad paprastai privalomo oficialaus pasiūlymo metu jam nereikės už akciją mokėti brangiau, nei ketino įgydamas bendrovės kontrolę. Kartu šis asmuo gali nusistatyti, už kokią didžiausią kainą jis yra linkęs įsigyti bendrovės akcijų [7, p. 49].

Direktyva oficialaus pasiūlymo kainą nustato pagal aukščiausios kainos taisyklę. Direktyvos 5 straipsnio 4 dalyje nustatyta, kad aukščiausia kaina, kurią už tuos pačius vertybinius popierius moka siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per tam tikrą valstybių narių nustatytą ne trumpesnį kaip 6 mėnesių ir ne ilgesnį kaip 12 mėnesių privalomojo oficialaus pasiūlymo laikotarpį, laikoma teisinga kaina. Jei viešai paskelbus pasiūlymą ir jo dar neužbaigus siūlytojas arba sutartinai su juo veikiantys asmenys perka vertybinius popierius aukštesne nei pasiūlymo kaina, siūlytojas padidina savo pasiūlymą, kad jis būtų ne mažesnis už aukščiausią kainą, mokamą už taip įsigytus vertybinius popierius.

Rengiant direktyvos projektą buvo išsakomos nuomonės, kad teisingos kainos nustatymo taisyklės turėtų būti taikomos ir savanoriškiems oficialiems pasiūlymams. Šis pasiūlymas buvo atmestas teigiant, kad šį klausimą turėtų sureguliuoti pati rinka [7, p. 45].

Aukščiausios kainos taisyklė neužtikrina smulkiųjų akcininkų interesų, jei:

- a) neteisėtai susitariama su pardavėju nurodyti žemesnę įsigyjamų vertybinių popierių kainą;
- b) vertybinių popierių rinkos kainos buvo paveiktos išimtinų įvykių;
- c) buvo manipuliuojama atitinkamų vertybinių popierių rinkos kainomis.

Todėl *Jaapo Winterio* ekspertų grupė pasiūlė nustatyti prezumpciją, jog privalomojo oficialaus pasiūlymo atveju taikoma aukščiausios kainos taisyklė. Tačiau valstybės narės turi teisę nurodyti atvejus, kuriose ši prezumpcija gali būti netaikoma, bei kriterijus, kuriais remdamasi priežiūros institucija nustatytų aukštesnę ar žemesnę kainą [7, p. 50].

Direktyvoje nurodyti atvejai, kai galimas nukrypimas nuo aukščiausios kainos taisyklės. Valstybės narės gali įgalinti savo priežiūros institucijas pakoreguoti kainą, apskaičiuotą pagal aukščiausios kainos taisyklę, aiškiai nustatytomis aplinkybėmis ir pagal aiškiai nustatytus kriterijus. Tuo tikslu jos gali sudaryti sąrašą aplinkybių, dėl kurių aukščiausia kaina gali būti didinama arba mažinama, pavyzdžiui, kai aukščiausia kaina buvo nustatyta pirkėjo ir pardavėjo susitarimu, kai atitinkamų vertybinių popierių rinkos kaina yra manipuliuojama, kai visos rinkos kainoms arba tam tikroms rinkos kainoms įtakos turi išimtiniai įvykiai. Jos taip pat gali nustatyti taikytinus tokiems atvejais kriterijus, pavyzdžiui, tam tikro laikotarpio vidutinę rinkos vertę, likviduojamos bendrovės vertę arba kitus objektyvius vertinimo kriterijus, kurie paprastai yra taikomi finansų analizėje.

Jaapo Winterio ekspertų grupė rekomenduoja argumentuoti sprendimą, jei atskirais atvejais priežiūros institucija nukryptų nuo aukščiausios kainos taisyklės: dėl kokių aplinkybių nukrypta nuo šios taisyklės; nurodyti priežastis, kodėl esant šioms aplinkybėms aukščiausios kainos taisyklės taikymas nebūtų teisingas; taikomas alternatyvus kriterijus turi būti pagrindžiamas [7, p. 51].

Jaapo Winterio ekspertų grupė buvo pasiūliusi įtvirtinti šiuos papildomus kainos nustatymo principus [7, p. 50]:

- Teisingumas. Nuo aukščiausios kainos taisyklės galima nukrypti tik tuo atveju, jei jos taikymas aiškiai reikštų neteisingą kainą.

- Jei nuo taisyklės nukrypstama į žemesnę kainą, šios kainos pagrįstumo įrodinėjimo pareiga tenka pasiūlymą teikiančiam asmeniui. Priežiūros institucija turėtų išsamiai patikrinti šio asmens argumentus.
- Abejojant sprendimas turėtų būti priimtas smulkiųjų akcininkų interesų naudai.

Direktyvos 5 straipsnio 5 dalis reglamentuoja siūlomos kainos pobūdį. Kaip atlygį oferentas gali siūlyti vertybinius popierius, grynuosius pinigus arba jų derinį. Tačiau, kai siūlytojo siūlomas atlygis susideda iš nelikvidžių vertybinių popierių, kuriais leidžiama prekiauti reguliuojamoje rinkoje, turi būti siūloma alternatyva gryniais pinigais. Bet kuriuo atveju siūlytojas siūlo atlygį gryniais pinigais bent kaip alternatyvą, kai jis arba sutartinai su juo veikiantys asmenys per nustatytą laikotarpį už grynuosius pinigus nuperka vertybinių popierių, kurie suteikia 5 proc. ar daugiau balsavimo teisių pasiūlymą gaunančioje bendrovėje. Tačiau valstybėms narėms suteikiama diskrecijos teisė numatyti, kad atlygis gryniais pinigais turi būti siūlomas bent kaip alternatyva visais atvejais.

Direktyvos 6 straipsnis reglamentuoja informacijos, susijusios su kontrolės perėmimo oficialiu pasiūlymu, išviešinimą. Pasiūlymas turi būti nedelsiant viešai paskelbtas. Apie jį turi būti pranešta priežiūros institucijai. Valstybės narės gali reikalauti, kad priežiūros institucijai būtų pranešta apie pasiūlymą prieš jo išviešinimą. Apie pasiūlymą turi būti pranešta darbuotojų atstovams, o jei tokių nėra, patiems darbuotojams. Oferentas taip pat privalo paskelbti pasiūlymo dokumentą (*offer document*), kuriame būtų informacija, reikalinga, kad pasiūlymą gaunančios bendrovės vertybinių popierių savininkai galėtų padaryti pagrįstą sprendimą dėl pasiūlymo. Direktyva detaliai nustato pasiūlymo dokumento turinį. Prieš paskelbdamas šį dokumentą, oferentas privalo jį pateikti priežiūros institucijai (valstybės narės gali reikalauti, kad priežiūros institucija patvirtintų šį dokumentą, t. y. nustatytų oficialaus pasiūlymo leidimų tvarką). Su pasiūlymo dokumentu supažindinami darbuotojai (darbuotojų atstovai).

Direktyvos 7 straipsnis reglamentuoja pasiūlymo priėmimo terminą. Valstybių narių nustatytas pasiūlymo priėmimo terminas negali būti trumpesnis kaip dvi savaitės ir ilgesnis kaip dešimt savaičių nuo pasiūlymo dokumento paskelbimo dienos.

Direktyvos 9 straipsnis įpareigoja bendrovės valdybą prieš imantis bet kurių veiksmų, kurie gali sužlugdyti pasiūlymą, išskyrus alternatyvių pasiūlymų ieškojimą, gauti išankstinį visuotinio akcininkų susirinkimo pritarimą. Valstybėms narėms suteikiama teisė reikalauti, kad ši nuostata būtų taikoma bendrovėms, kurių buveinė yra registruota jų teritorijoje.

Pasiūlymą gavusios bendrovės valdyba privalo parengti ir paskelbti dokumentą, kuriame išdėsto savo nuomonę apie pasiūlymą ir motyvus, kuriais ji pagrįsta.

JAV ir Europos Sąjungos oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimo sistemų palyginimas

Europos Sąjunga (išskyrus Didžiąją Britaniją) turi mažesnę oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimo patirtį nei JAV. Oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimo sistema Europoje ir JAV turi kai kurių panašumų. Pavyzdžiui, sutariama, kad oficialiuosius pasiūlymus būtina reglamentuoti, siekiant ekonominės pažangos. Abejose sistemose oficialiuosius pasiūlymus prižiūri priežiūros institucijos. Sutariama, kad smulkieji akcininkai turi būti ginami nuo ekonominės prievartos parduoti akcijas.

Pagrindiniai reglamentavimo sistemų skirtumai:

1. JAV vykdoma decentralizuota oficialiųjų pasiūlymų priežiūros kontrolė, teisinis reglamentavimas labai skirtingas. Europos Sąjungai po Tryliktosios bendrovių teisės direktyvos priėmimo būdinga centralizacija, vieningų standartų nustatymas. Todėl laikoma, kad Europos Sąjungos sistema ateityje bus palankesnė būsimiems oficialiems pasiūlymams [8, p. 685–691].
2. JAV tikima, kad valstijos privalo pasirūpinti ne tik akcininkų interesais. Gera oficialaus pasiūlymo kaina ne visuomet atitinka bendruomenės interesus. Tokiu būdu pasiūlymo sėkmę lemia plačias fiduciarines pareigas turintys valdymo organai. Europos Sąjungoje ribojama bendrovės valdymo organų galia oficialaus pasiūlymo procedūroje. Trylikta bendrovių teisės direktyva nesaugo valdymo organų ir bendruomenės interesų, skatinamas individualių akcininkų aktyvumas.
3. JAV nėra privalomojo oficialaus pasiūlymo taisyklės. Europos Sąjungoje ši taisyklė privaloma. Taisyklė įgalina tik finansiškai stiprius subjektus teikti oficialius pasiūlymus, kas užtikrina ilgalaikį bendrovės finansavimą.

Oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimas Lietuvos Respublikoje

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinka nepalanki oficialiesiems pasiūlymams. Didžioji dauguma biržoje listinguojamų bendrovių yra dar nuo tarybinių laikų veikiančios privatizuotos įmonės. Naujų akcijų emisijų išleidžiama palyginti nedaug, pagrindinis kapitalo pritraukimo šaltinis yra bankų paskolos. Kaip ir kontinentinėje Europoje, didžioji dauguma bendrovių turi vieną kontroliuojantį akcininką. Dažniausiai oficialieji pasiūlymai skelbiami privatizavus valstybei priklausančių akcijų paketą ar pasikeitus kontroliuojančiam akcininkui.

Oficialiųjų pasiūlymų institutas Lietuvos Respublikoje žinomas nuo 1996 m. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo [17] 10 straipsnis pirmą kartą Lietuvos Respublikos teisės aktuose įtvirtino šį institutą. Buvo įtvirtinta oficialaus pasiūlymo sąvoka, išskirti privalomi ir savanoriški oficialūs pasiūlymai. Nustatytas įpareigojimas visus oficialius pasiūlymus įgyvendinti tik per Vertybinių popierių biržą. Privalomojo oficialaus pasiūlymo kaina turėjo būti ne mažesnė už akcijų, kurias oficialų pasiūlymą pateikęs asmuo įsigijo per 12 mėnesių iki peržengdamas 50 procentų ribą, kainų svertinį vidurkį. Buvo nustatyta, kad oficialius pasiūlymus registruoja bei jų pateikimo ir įgyvendinimo taisyklės nustato Vertybinių popierių komisija. Taigi Lietuvos Respublikoje buvo įtvirtinta oficialių pasiūlymų reglamentavimo leidiminė sistema.

Vėlesnis įstatymo pakeitimas labai apribojo oficialaus pasiūlymo taikymo sritis. Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo įstatymas [18] suteikė teisę Vertybinių popierių komisijai nustatyti išimtis, kada peržengus 50 procentų ribą privalomasis oficialus pasiūlymas neteikiamas. Vertybinių popierių komisija nustatė, kad oficialus pasiūlymas *inter alia* netaikomas, kai asmuo įsigyja daugiau kaip 50 procentų balsų privatizuojant turtą pagal Lietuvos Respublikos įstatymus [19]. Tokiu būdu viešajai nuosavybei buvo nustatytas specifinis teisinis reglamentavimas, nepagrįstai iškreipiant vienodos akcininkų teisių apsaugos principą. Ši išimtis panaikinta 2001 m. birželio mėn. [20].

2001 m. gruodžio 17 d. įstatymu [3] pakeistos nuostatos, reglamentuojančios oficialius pasiūlymus. Įstatymas papildytas keliomis papildomomis teisės normomis, įtvirtinančiomis vienodą akcininkų teisių apsaugos režimą. Akcininkams garantuojamos vienodos galimybės gauti informaciją apie pasiūlymą ir parduoti vertybinius popierius. Pasiūlymo įgyvendinimo laikotarpis negali būti trumpesnis kaip 30 dienų ir ilgesnis kaip 60 dienų. Nustatyta, kad oferentui iki oficialaus pasiūlymo galiojimo pabaigos įsigijus vertybinių popierių, dėl kurių jis pateikė pasiūlymą didesne nei pasiūlymo kaina, oficialaus pasiūlymo kaina turi būti atitinkamai padidinta. Reglamentuojamos bendrovės valdymo organų pareigos. Bendrovės valdyba per 5 dienas nuo Vertybinių popierių komisijoje užregistruoto cirkuliario gavimo dienos turi cirkuliare nurodytoje visuomenės informavimo priemonėje paskelbti savo nuomonę dėl pasiūlymo.

Lietuvos Respublikoje įtvirtintas Europos oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimo sistemai būdingas principas, kad tik akcininkai turi nuspręsti oficialaus pasiūlymo rezultatus. Vertybinių popierių rinkos įstatymo 18 straipsnio 2 dalis valdymo organams uždraudžia atlikti veiksmus, kurie pablogintų bendrovės finansinę būklę ar kitaip kliudytų įgyvendinti oficialų pasiūlymą. Šis draudimas netaikomas, jei tokiems veiksams pritaria po pranešimo apie oficialaus pasiūlymo paskelbimą sušauktas visuotinis akcininkų susirinkimas.

Pakeistos nuostatos, reglamentuojančios privalomąjį oficialų pasiūlymą. Balsų riba, kurią peržengus atsiranda oficialaus pasiūlymo skelbimo pareiga, sumažinta iki 40 procentų. Privalomojo oficialaus pasiūlymo kaina nustatoma pagal aukščiausios kainos taisyklę, t. y. ne mažesnė nei didžiausia vertybinių popierių, kuriuos oferentas įsigijo per 12 mėn. iki peržengdamas 40 procentų ribą. Papildomai nurodoma, kad kiekvienas emitento akcininkas turi teisę kreiptis į teismą reikalaujamas iš oferento, pateikusio oficialų pasiūlymą, padidinti privalomo pasiūlymo kainą taip, kad ji nepažeistų sąžiningumo reikalavimų.

Keletą nuostatų, susijusių su oficialiais pasiūlymais, įtvirtina Akcinių bendrovių įstatymas [21]. Įstatymo 54 straipsnyje nustatyta, kad bendrovė, įsigydama savas akcijas, privalo pateikti savanorišką oficialų pasiūlymą. 72 straipsnio 8 dalyje nustatyta, kad, pertvarkant akcinę bendrovę į kitos teisinės formos juridinį asmenį, iki kitos teisinės formos juridinio asmens steigimo dokumentų įregistravimo turi būti pateiktas ir įgyvendintas oficialus pasiūlymas supirkti akcinės bendrovės akcijas. Oficialų pasiūlymą teikia akcininkai, kurie balsavo už sprendimą pertvarkyti akcinę bendrovę. Teisę parduoti akcijas turi akcininkai, balsavę prieš arba nebalsavę. Oficialaus pasiūlymo kaina apskaičiuojama pagal aukščiausios kainos taisyklę.

Didžiausia Lietuvos Respublikos nacionalinių įstatymų spraga – neįtvirtinta pareiga skelbti privalomą oficialų pasiūlymą tais atvejais, kai organai nusprendė panaikinti bendrovės vertybinių popierių listinguojamą vertybinių popierių biržoje. Bendrovės vertybinių popierių delistingavimas sumažina

akcininko galimybes parduoti turimas akcijas, sumažėja tokių vertybinių popierių paklausa, dėl ko neišvengiamai krinta akcijų kaina. Vilniaus vertybinių popierių biržos praktika rodo, kad vien tik ketinimų delistinguoti bendrovės akcijas viešas paskelbimas sumažina tokių akcijų kainą keliomis dešimtimis procentų. Todėl daugumoje užsienio valstybių priimta, kad vertybinių popierių delistingavimo atveju turi būti paskelbtas privalomasis oficialus pasiūlymas supirkti smulkiųjų akcininkų akcijas (pvz., Latvijos Respublikos finansinių instrumentų rinkos įstatymo [22] 65 straipsnis). Lietuvos Respublikoje reikėtų minėtą spragą užpildyti įstatymų leidybos būdu, nustatant, kad vertybinių popierių delistingavimo atveju būtina paskelbti privalomąjį oficialų pasiūlymą. Taip pat galimas Akcinių bendrovių įstatymo 72 straipsnio 8 dalies taikymas pagal įstatymo analogiją: šią teisės normą taikyti ne tik bendrovių pertvarkymo, bet ir vertybinių popierių delistingavimo atveju¹.

Lietuvos Respublikos teismuose mažai teisminių precedentų, susijusių su oficialaus pasiūlymo institutu. Kai kurie teisininkai praktikai nurodo, kad artimiausiu metu tokių bylų turėtų atsirasti, jos turėtų būti susijusios su privalomojo oficialaus pasiūlymo kainos padidiniu. Lietuvos Konstituciniame Teisme bus nagrinėjama byla dėl specialaus kelių konkrečių įmonių reorganizavimo įstatymo [23] nuostatų konstitucingumo. Ginčijamas įstatymas įtvirtina, kad akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo santykiams netaikomos Vertybinių popierių rinkos įstatymo teisės normos, įpareigojančios skelbti privalomąjį oficialų pasiūlymą. Autoriaus nuomone, pagal normų turinį ginčijamas įstatymas yra ne norminis, o individualaus pobūdžio teisės aktas, nustatantis atskirų bendrovių reorganizavimo tvarką. Reglamentuojamų visuomeninių santykių svarba taip pat abejotina. Šie santykiai buvo visiškai sureglamentuoti galiojusiame Akcinių bendrovių įstatyme. Specialiųjų teisės normų priėmimo būtinybės autorius neįžvelgia. Vienodos akcininkų teisių apsaugos režimas reikalauja, kad pareiga skelbti privalomąjį oficialų pasiūlymą būtų taikoma visais atvejais. Todėl ginčijamo įstatymo konstitucingumas išties yra abejotinas.

Panevėžio miesto apylinkės teismas 2004 m. balandžio 6 d. nutartimi [24] kreipėsi į Konstitucinį Teismą prašydamas ištirti, ar Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnis, nustatantis pareigą perleisti vertybinių popierių dalį arba pateikti pasiūlymą supirkti vertybinius popierius, ir 16 straipsnio 2 dalis, nustatanti, kad emitento vadovas turi ir kitų emitento vadovų balsus, neprieštaruoja Lietuvos Respublikos Konstitucijai. Taigi Panevėžio miesto apylinkės teismas suabejojo privalomojo oficialaus pasiūlymo instituto konstitucingumu. Diskutuotini kreipimosi motyvai: „teisės doktrinoje savininko nuosavybės teisė varžoma tik esant neteisėtiems, neleistiniems savininko veiksams arba stichiniams įvykiams“, kurie iš esmės paneigia socialinę nuosavybės funkciją. Įdomu, kad į Konstitucinį Teismą kreiptasi jau po Tryliktosios bendrovių teisės direktyvos, įpareigojančios valstybes nares įtvirtinti privalomojo oficialaus pasiūlymo institutą, priėmimo. Ši direktyva stojimo į Europos Sąjungą išvakarėse buvo svarbi nacionalinės teisės doktrinos dalis.

Europos Sąjungos teisė tiesiogiai nenustato, ar skaičiuojant 40 procentų balsų ribą bendrovės vadovas turi ir kitų emitento vadovų balsus. Direktyvos 2 straipsnio 1 dalies d punkte pateikta „sutartinai veikiančių asmenų“ sąvoka. Sutartinai veikiančiais asmenimis laikomi fiziniai ir juridiniai asmenys, kurie bendradarbiauja su siūlytoju ar pasiūlymą gaunančia bendrove, remdamiesi aiškiai ar numanoma sudarytu žodiniu ar raštišku susitarimu, kuriuo siekiama įsigyti pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolę arba sužlugdyti sėkmingą pasiūlymo rezultatą. Pažymėtina, kad sutartinai veikiančių asmenų nustatymas praktikoje yra sudėtingas, todėl tokie asmenys gali išvengti pareigos skelbti oficialų pasiūlymą. Bendrovės valdymo organų nariai turi daugiau galimybių bendradarbiauti ir tartis dėl bendrovės valdymo. Todėl įstatymo leidėjas nustatė prezumpciją, kad bendrovės vadovai laikomi sutartinai veikiančiais asmenimis. Tokiu būdu, autoriaus nuomone, Vertybinių popierių rinkos įstatymo 16 straipsnyje įtvirtinta prezumpcija, perkelianti sutartinai veikiančių asmenų įrodinėjimo pareigą, atitinka Konstituciją.

Pagal Direktyvos 21 straipsnį Lietuvos nacionalinė teisė turi būti suderinta su Direktyvos nuostatomis iki 2006 m. gegužės 20 d. Lietuvos teisės aktai neatitinka Direktyvos nuostatų, susijusių su oficialiaisiais pasiūlymais, šiose srityse:

1. Direktyvos 5 straipsnio 1 dalyje įtvirtinta nuostata, kad asmuo privalo pateikti oficialų pasiūlymą visais atvejais, kai įgyjamas kontrolę suteikiantis bendrovės akcijų procentas. O Verty-

¹ Po šio straipsnio pateikimo spaudai Biržos prekybos taisyklių pakeitimuose buvo iš dalies išspręsta vertybinių popierių delistingavimo problema (žr. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimą „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2003 m. rugsėjo 25 d. nutarimo Nr. 15 „Dėl akcinės bendrovės „Vilniaus vertybinių popierių birža“ prekybos taisyklių“ pakeitimo“ // Valstybės žinios. 2005. Nr. 65-2348). Biržai suteikta teisė atsisakyti tenkinti valdymo organo prašymą išbraukti bendrovės vertybinius popierius iš biržos prekybos sąrašų, jei dėl vertybinių popierių išbraukimo iš sąrašų gali būti pažeistos daugelio investuotojų teisės ir (ar) teisėti interesai. Autoriaus manymu, ši teisės norma yra pernelyg abstrakti. Vertybinių popierių delistingavimo valdymo organų iniciatyva turėtų būti viena iš sąlygų pilno oficialaus pasiūlymo paskelbimui.

binių popierių rinkos įstatymo 19 straipsnio 1 dalyje įtvirtinta alternatyva: arba perleisti vertybinius popierius, viršijančius kontrolę suteikiančių bendrovės akcijų procentą, arba pateikti privalomąjį oficialų pasiūlymą.

2. Nacionalinėje teisėje neįgyvendinta Direktyvos 5 straipsnio 2 dalies nuostata dėl privalomojo oficialaus pasiūlymo neprivalomumo tais atvejais, kai kontrolė įgyjama pateikus savanorišką oficialų pasiūlymą.
3. Aukščiausios kainos taisyklės koregavimo atvejai ir tvarka. Direktyvos 5 straipsnio 4 dalies nuostatos nacionalinėje teisėje įpareigoja nustatyti aiškius nukrypimo nuo aukščiausios kainos taisyklės kriterijus. Galiojanti Lietuvos Respublikos teisė šių kriterijų nenustato. Aukščiausios kainos taisyklę pagal Direktyvą turi koreguoti priežiūros institucija, o ne teismai (pagal nacionalinės teisės nuostatas kainą koreguoja teismas). Pagal Direktyvos nuostatas kaina gali būti arba padidinama, arba sumažinama, o pagal nacionalinę teisę nuo aukščiausios kainos taisyklės galima nukrypti tik į didesniąją pusę.

Išvados

Apibendrinant galima padaryti šias išvadas:

1. JAV priimant federacinius oficialiuosius pasiūlymus reglamentuojančius teisės aktus vadovautasi nuostata, kad tik bendrovės akcininkai gali lemti pasiūlymo rezultatus. Federacinis reglamentavimas rėmėsi laisvosios rinkos dvasia, siekdamas tik minimaliai reglamentuoti su oficialiais pasiūlymais susijusius klausimus. Tuo metu valstijose vyravo nuomonė, kad kontrolės perėmimais oficialų pasiūlymą teikiantys asmenys paprastai siekia spekuliatyvaus pobūdžio tikslų, o ne bendrovės finansinio stabilumo. Valstijos pradėjo priiminėti prieš kontrolės perėmimus nukreiptus teisės aktus, pagal kuriuos bendrovės valdymo organai turi lemti oficialaus pasiūlymo rezultatus. Valstijų teisės aktai turėjo lemti oficialaus pasiūlymo rezultatus JAV susiklosčiusiai oficialių pasiūlymų teisinio reglamentavimo sistemai.

2. Iki oficialaus pasiūlymo instituto suderinimo daugumoje Europos Sąjungos valstybių narių šis institutas buvo žinomas, tačiau jį reglamentuojančių teisės ir kitų socialinių normų nuostatos buvo labai skirtingos.

3. Tryliktoji Europos Sąjungos bendrovių teisės direktyva dėl kontrolės perėmimų reglamentuoja tik kontrolės perėmimo pasiūlymus. Ši direktyva taikoma tik vertybinių popierių biržose listinguojamiems vertybiniams popieriams. Valstybėms narėms suteikiama teisė taikyti griežtesnius reikalavimus perėmimų pasiūlymams nei numatyta pačioje Direktyvoje (Minimaliųjų standartų direktyva).

4. Viena iš svarbiausių Europos Sąjungos tryliktosios bendrovių teisės direktyvos nuostatų – privalomojo oficialaus pasiūlymo įtvirtinimas ir pagrindinių nuostatų suderinimas. Asmuo, įgijęs bendrovės kontrolę, turi skelbti privalomąjį oficialų pasiūlymą. Nustatoma aukščiausios kainos taisyklės prezumpcija. Privalomojo oficialaus pasiūlymo reglamentavime daug laisvės paliekama valstybėms narėms, pavyzdžiui, nustatant kontrolę suteikiantį balsų procentą ar atvejus, kada aukščiausios kainos prezumpcija netaikoma.

5. Europos oficialiųjų pasiūlymų reglamentavimo modeliui būdinga centralizacija, vieningų standartų nustatymas. Ribojama bendrovės valdymo organų galia oficialaus pasiūlymo procedūroje, skatinamas individualių akcininkų aktyvumas.

6. Lietuvos Respublikoje reikėtų vengti, kad poįstatyminiai teisės aktai nustatytų pareigos skelbti oficialų pasiūlymą išimtis bei iškreiptų vienodos akcininkų teisių apsaugos principą.

7. Didžiausia Lietuvos Respublikos nacionalinių įstatymų spraga – neįtvirtinta pareiga skelbti privalomąjį oficialų pasiūlymą tais atvejais, kai organai nusprendžia panaikinti bendrovės vertybinių popierių listingavimą vertybinių popierių biržoje.

8. Nacionaliniai teisės aktai, reglamentuojantys oficialius pasiūlymus, nėra suderinti su Tryliktosios bendrovių teisės direktyvos nuostatomis.



LITERATŪRA

1. **Burkart M., Panunzi F.** Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process // Law Working Paper. 2003. Nr. 10.

2. **Seminaro medžiaga:** University of Miami School of Law Center for the Study of Mergers and Acquisitions. Special Session for M&A Securities Regulation. February 9, 2002 Miami Beach, Florida. Compilation of Selected Takeover Laws and Related Provisions.
3. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių rinkos įstatymas // Valstybės žinios. 2001. Nr. 112-4074.
4. **The Securities-Corporate** Equity Ownership-Dislosure (Williams) Act, Pub. L. No. 90-439, 82 stat. 454 (1968).
5. **Directive** 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids // [2004] OJ L142/12.
6. 2000 m. gruodžio 18 d. įsakymas // Journal Officiel. 2001 m. liepos 17 d.
7. **Report** of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. – Brussels, 2002.
8. **Does the European Community** Have a Fatal Attraction for Hostile Takeovers-A Comparison of the European Commission's Proposed Directive on Takeover Bids and the United States Experience, Cooke, Vinyard V. III // Wash. & Lee L. Rev. 663 (1990).
9. The Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. No. 73-291, 48 stat. 881 (1934).
10. 457 U.S 624 (1982).
11. El. Code Ann. Tit. 8 (Supp. (1988).
12. 481 U.S. 69 (1987).
13. **Towards the Harmonization** of EC-Member States' Regulations on Takeover Bids: The Proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law, Basaldua, Nathalie // Northwestern Journal of International Law and Business. No. 9 J. Int'l L. & Bus. (1988-1989).
14. **City Code** on Takeovers and Mergers // Seminario medžiaga: University of Miami School of Law Center for the Study of Mergers and Acquisitions. Special Session for M&A Securities Regulation. February 9, 2002 Miami Beach, Florida. Compilation of Selected Takeover Laws and Related Provisions.
15. **Thirteenth Council** Directive on Company Law, Basaldua, Nathalie // Northwestern Journal of International Law and Business. No. 9 J. Int'l L. & Bus. (1988-1989).
16. **COM** (88) 823 final, 1989 m. vasario 16 d. [1989] OJ C64/8.
17. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas // Valstybės žinios. 1996. Nr. 16-412.
18. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas // Valstybės žinios. 1998. Nr. 33-873.
19. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių komisijos nutarimas „Dėl atvejų, kad privalomas oficialus pasiūlymas neteikiamas“ // Valstybės žinios. 1998. Nr. 54-1512.
20. **Lietuvos Respublikos** vertybinių popierių komisijos 2001 m. birželio 22 d. nutarimas Nr. 19 „Dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimo „Dėl atvejų, kad privalomas oficialus pasiūlymas neteikiamas“ pakeitimo“ // Valstybės žinios. 2001. Nr. 54-1938.
21. **Lietuvos Respublikos** akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios. 2000. Nr. 64-1914.
22. Law on the Financial Instruments Market // <http://www.fktk.lv/law/securities/laws/article.php?id=16278>. Žiūrėta: 2005-05-01.
23. **Lietuvos Respublikos** akcinių bendrovių „Būtingės nafta“, „Mažeikių nafta“ ir „Naftotiekis“ reorganizavimo įstatymo 3 ir 4 straipsnių pakeitimo ir papildymo įstatymas // Valstybės žinios. 2002. Nr. 56-2231.
24. **Panevėžio miesto** apylinkės teismo 2004 m. balandžio 6 d. nutartis c. b. Nr. 2-90-2-2004 m. // http://www.lrkt.lt/Prasymai/29_2004.htm. Žiūrėta: 2005-05-02.



Legal Regulation Problems of Official Suggestion

*Doctoral Candidate Rolandas Misius
Mykolas Romeris University*

Keywords: bid, takeover bid, share.

SUMMARY

In the article the author analyzes a problem related to the bid. The word “bid” can be understood as a person’s official offer to obtain (buy, exchange) securities of a certain company; this offer can be made both voluntarily and in pursuance of settled obligations. Attributes, types and principles of a bid are marked out in the article. The rule of the mandatory bid is mentioned as one of the essential parts in the process of company takeovers.

The legal regulation of a bid in the USA is disputed in the article by employing a comparative and historical method. In legislating federal laws that regulate bids the principle was established that only company shareholders can govern results of the offer. The Federal regulation refers to the spirit of free market in attaining minimum regulation for bid related questions. Meanwhile, at the state level, the opinion dominated that persons who render a bid are seeking speculative purpose, but not financial stability of the company. The states began to legislate against takeover specific laws whereby the company board has final influence on the bid results. The laws of the states mainly determine the system for legal regulation of bids in the USA.

Before its harmonization in the European Union, the institution of the bid was well known in most Member States, but the provisions of legal and social rules which regulates it were too various. The difference between legal regulations in Member States of the European Union is disputed in the article and the legal base of several Member States is analyzed.

The article speaks about the harmonization of bid in EU law. The Thirteenth directive of company law concerning takeovers regulates only the takeover bid. This directive is applied only to securities listed in the securities exchange. Member States have the right to invoke a stricter regimentation for takeover bids than is provided in the directive (directive of minimum standards).

One of most important provisions of the Thirteenth directive of EU company law is the institution of the mandatory bid and the harmonization of basic provisions. A person who obtained control of a company must notify other shareholders of his mandatory bid. There is a presumption that the price of this bid would be set under the highest price rule. Member States have considerable discretion when regulating the mandatory bid, for example, by instituting the percentage of control rendering votes or circumstances when the highest price rule is not applied.

The European and USA models of regulation of bid are compared in the article. Centralization and institution of homogeneous standards is specific to the European model. The power of a company's board in the bidding procedure is restricted and the activity of individual shareholders is stimulated.

The experience of bid regulation in the Republic of Lithuania is disputed in the article by employing of a comparative, teleological, and historical method. The author suggests avoiding situations, when by law (decisions of Lithuanian securities commission) exceptions are instituted for the obligation to make a bid; thereby torturing the principle for the equal protection of shareholders' rights. The biggest gap in the law of the Republic of Lithuania is that there's no obligation to make a mandatory bid when the company decides to delist its securities in the securities exchange. National laws, which regulate bid, to date are not harmonized with provisions of the Thirteenth directive of company law. Several national laws which need to be harmonized are made note of in the article.

