

Valstybės valdomų įmonių skaidrumo ir valdymo efektyvumo didinimas akcijų biržos svertų pagalba

Klausimų susijusių su VVĮ kotiravimu apžvalga

Matas Mačiulaitis

Vilnius

2018

 Kurk
Lietuvai

Klausimų susijusių su VVĮ kotiravimu apžvalgos (toliau - Apžvalga) pirmoje dalyje pateikiami aktualiausi viešųjų konsultacijų metu ir viešojoje erdvėje užfiksuoti su VVĮ kotiravimu susiję klausimai ir pateikiami galimi jų atsakymai.

Antroje dalyje pateikiamas nebaigtinis sąrašas teisės aktuose nustatytų ir su VVĮ kotiravimu susijusių saugiklių.

Sąvoka	Reikšmė
ABĮ	Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas
Amber Grid	AB „Amber Grid“
ESO	AB „Energijos skirstymo operatorius“
EPSO-G	UAB „EPSO-G“
Gearing	(ilgalaikės skolos + trumpalaikės skolos) / nuosavas kapitalas x 100 %
IPO	Pirminis viešas akcijų siūlymas (angl. initial public offering)
KN	AB „Klaipėdos nafta“
Laisvos akcijos	Akcijos, tiesiogiai ar netiesiogiai nepriklausančios valstybei
LE	„Lietuvos energija“, UAB
LEGA	„Lietuvos energijos gamyba“, AB
Litgrid	LITGRID AB
LJL	AB „Lietuvos jūrų laivininkystė“
SPO	Antrinis viešas akcijų siūlymas (angl. secondary public offering)
VVĮ	Valstybės valdoma įmonė (-ės)



Klausimų susijusių su VVĮ kotiravimu apžvalga

PELNO DALIJIMASIS

Klausimas:

kotiravus dalį įmonės, atitinkamą dalį pelno valstybė turės dalintis su privačiais investuotojais, ar nereikia visą pelną palikti valstybei?

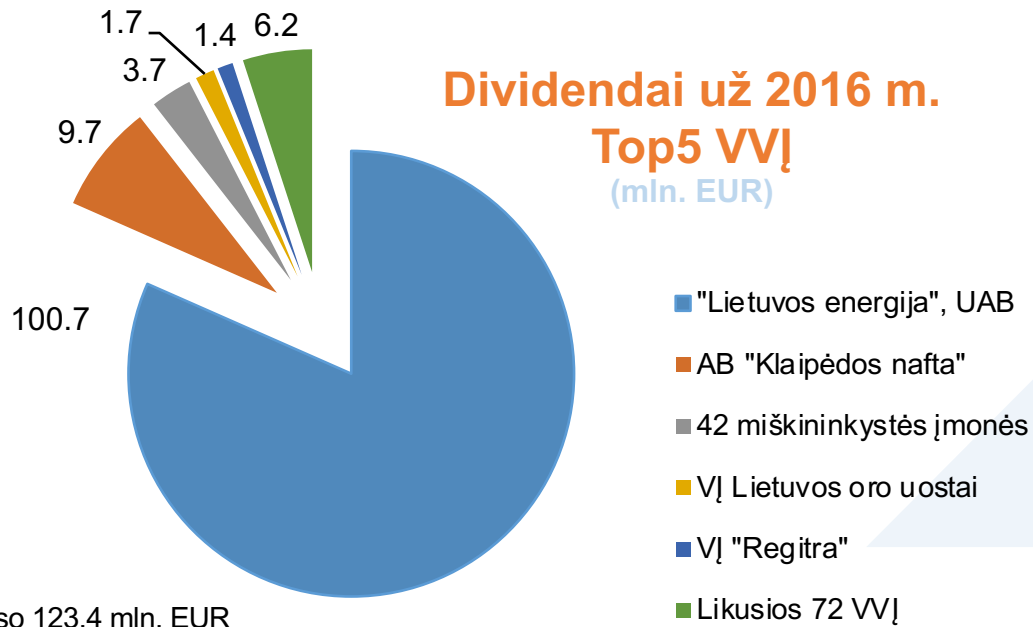
Atsakymas:

2012-2016 m. visos Lietuvos VVĮ kartu valstybei sumokėjo vidutiniškai 68 mln. EUR dividendų ir pelno įmokų kasmet, tačiau valstybės kontrolės vertinimu, pasiekusios Lietuvos įmonių kapitalo gražos vidurkį, šios VVĮ išmokėtų beveik šešiskart tiek, t. y. 350 mln. EUR.

Šiuo metu didžiąją dalį dividendų (apie 90%) valstybei išmokančios VVĮ ir yra kotiruojamos (KN), arba valdančios kotiruojamas įmonės (LE, EPSO-G).

Todėl geriau gauti dividendus iš įmonės, kurios akcijų turima 72 proc. (KN), negu pilnai kontroliuoti 100 proc. įmonės akcijų, bet dividendų negauti. 2016 m. dividendų visiškai nemokėjo ir nustatyto RoE nepasiekė AB „Lietuvos geležinkeliai“, AB „Lietuvos paštas“, VĮ Klaipėdos valstybinio jūrų uosto direkcija. Visų šių įmonių 100 proc. akcijų valdo valstybė.

Viešas akcijų siūlymas ir kotiravimas prisideda ir prie finansų rinkos augimo, įmonių skaidrumo ir valdymo efektyvumo.



DIDĖSIANČIOS KAINOS

Klausimas:

ar strateginių (monopolinių) įmonių kotiravimas lems didesnes kainas gyventojams, nes privatus kapitalas siekia tik pelno?



Valstybinė
kainų ir
energetikos
kontrolės
komisija

Atsakymas:

Valstybinės kainų ir energetikos kontrolės komisijos (VKEKK) darbas yra nustatyti kainas monopolinėmis sąlygomis veikiantiems ūkio subjektams. Energetikos VVĮ paslaugų kaina yra reguliuojama nepriklausomai nuo jų akcininkų sudėties.

Susisiekimo sektoriaus įmonių paslaugų kainos yra priklausomos nuo konkurencijos rinkoje: tiek geležinkelių, tiek jūrų ir oro uostų valdytojai konkuruoja su kitais keleivių ir krovinių vežėjais Lietuvoje ir (ar) kaimyninėse šalyse.

Per artimiausius metus iš kotiravimo finansinę ir nefinansinę naudą gauti gali tik didžiosios energetikos ir susisiekimo sektoriuose veikiančios įmonės, todėl į kitų sektorių įmonių paslaugų kainų galimo augimo riziką neatsižvelgta.

PIGUS SKOLINIMASIS (i)

Klausimas:

ar kotiravimas yra geriausias būdas lėšoms pritraukti, atsižvelgiant į tai, kad žemos palūkanos leidžia pigiai skolintis?

Atsakymas:

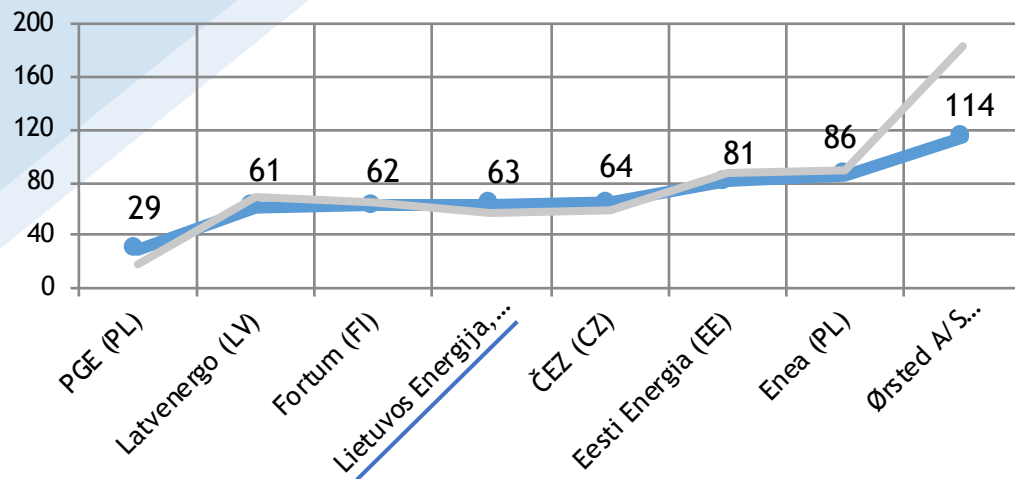
vien tik **skolintų lėšų nepakaks** strateginiams ir kitiems energetikos sektoriaus VVĮ vykdomiems ir planuojamiems projektams finansuoti, kadangi šios įmonės jau turi nemažą skolinto kapitalo dalį. Akcijų pardavimu pritrauktos investicijos ne tik atneša papildomą kapitalą, bet ir suteikia galimybę gauti papildomų lėšų pigiai skolinantis, kadangi išaugęs nuosavas kapitalas sumažina nuosavo kapitalo ir skolos santykį.

Susiekimo sektoriaus VVĮ, dėl palankesnio nuosavo ir skolinto kapitalo santykio, šiuo metu turi geresnes galimybes pritraukti kapitalą skolintomis lėšomis.

Skolinto ir nuosavo kapitalo santykis (*angl. gearing*) didžiausiose energetikos VVĮ:

Metai	LE	EPSO-G	Amber Grid	Litgrid
2016	63 %	247 %	61 %	81 %
2015	57 %	375 %	101 %	128 %
2014	57 %	314 %	39 %	90 %
2013	38 %	170 %	34 %	41 %

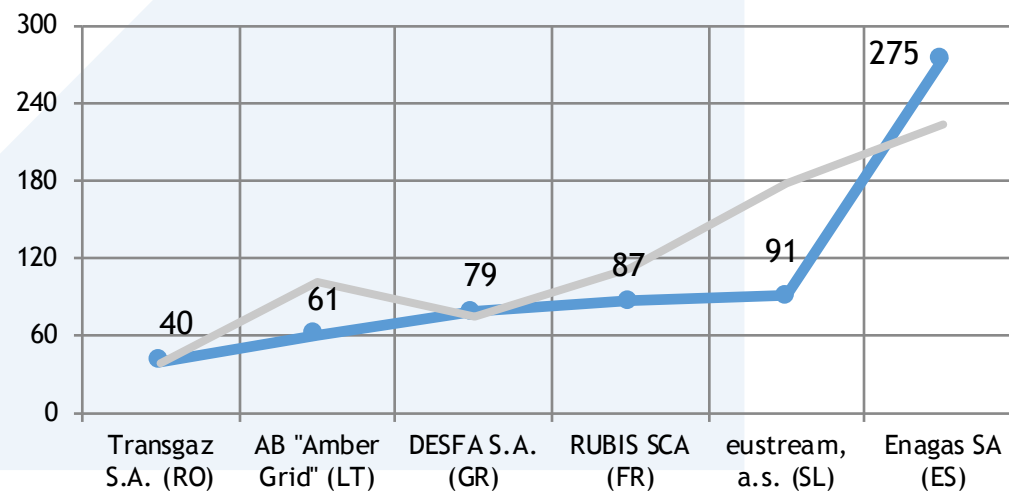
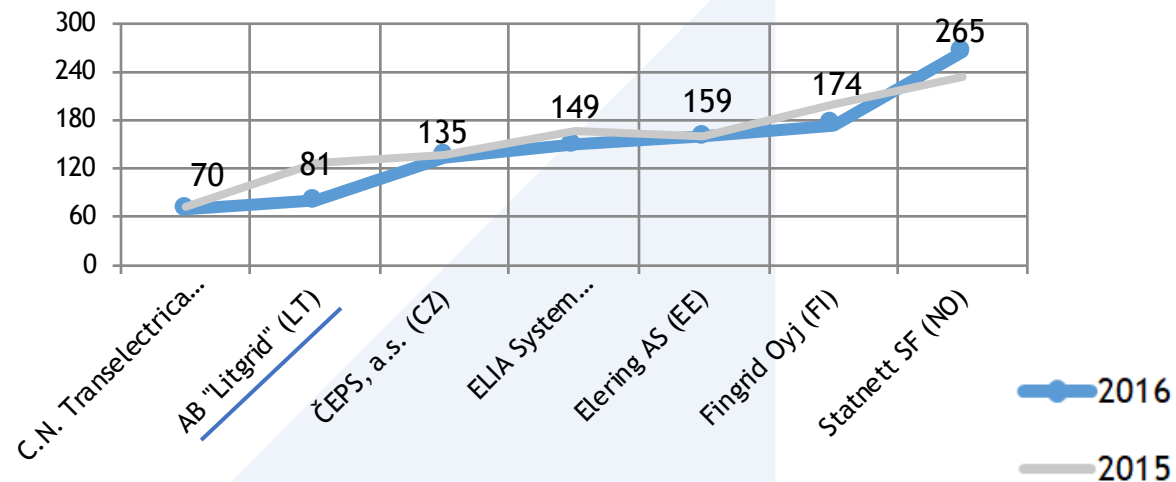
Skolinto ir nuosavo kapitalo santykis (%) palyginus su panašiomis užsienio įmonėmis:



Lyginant su panašiomis įmonėmis užsienyje, LE skolinto ir nuosavo kapitalo santykis jau yra pasiekęs vidutinį, Litgrid ir Amber Grid atitinkami rodikliai yra kiek žemesni negu daugumos panašių užsienio įmonių, tačiau atkreiptinas dėmesys į itin didelį jų motininės bendrovės EPSO-G skolos, lyginant su nuosavu kapitalu, dydį (2016 m. - 247 %).

Iš pateiktų diagramų ir lentelės matyti, kad LE, EPSO-G, Litgrid ir Amber Grid neturi arba turi ribotas galimybes pritraukti papildomą kapitalą skolinantis.

PIGUS SKOLINIMASIS (ii)



NUVERTINTOS AKCIJOS

Klausimas:

ar kotiruodami šiandien mes gautume tikrą (pakankamą) tų įmonių vertę?

Atsižvelgiant į tai, kad valstybė gali įpareigoti įmonę užsiimti nepelningais projektais, apkrauti socialinėmis funkcijomis, taip pat tai, kad jos galimai valdomos ne visai komerciniais pagrindais ir dėl to yra didesnės rizikos.

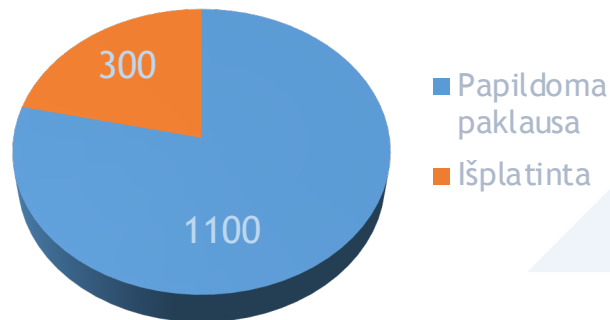
Atsakymas:

Investuotojas negali pats nustatyti naujai išleidžiamų akcijų kainos, jis gali (ne)pirkti akcijas už nustatytą kainą.

2017 m. įvykusi LE obligacijų emisija parodė, kad ir Lietuvos VVĮ leidžiami vertybiniai popieriai sulaukia didelės paklausos, kuri, LE atveju, beveik penkis kartus viršijo pasiūlą. Tai leidžia tikėtis ateityje ir akcijas išplatinti aukšta kaina.

IPO/SPO turėtų būti rengiami tik tam pasiruošusių VVĮ, visų pirma didžiųjų energetikos įmonių (arba jų dukterinių įmonių), vėliau, atlikus reikalingus pasiruošimo darbus, galima būtų svarstyti dėl kitų energetikos, komunalinių paslaugų ir susisiekimo sektoriaus įmonių akcijų siūlymų.

LE obligacijos
(mln. EUR)



STRATEGINIS SAUGUMAS

Klausimas:

ar privatizavimas nėra pavojingas, nes šių įmonių akcijų dalis gali atsidurti Lietuvai nedraugiškų valstybių rankose?



Atsakymas:

LR strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių įstatyme yra sukurta speciali Vyriausybės komisija ir jos instrumentai, kuriuos galima naudoti kilus įtarimui dėl investuotojo galimai keliamos grėsmės nacionaliniam saugumui.

Geroji praktika:

KN įtraukta į vertybinių popierių biržą nuo 1996 m. (Papildomasis sąrašas), 2016 m. perkelta į Oficialųjį biržos sąrašą. KN yra didžiausią laisvų akcijų (*angl. free float*) procentą (27,7%) turinti VVĮ.

KN valdo net keletą strateginę reikšmę turinčių objektų, o 2014 m. sėkmingai įvykdė ir SGD terminalo projektą, todėl akivaizdu, kad VVĮ, kurios kontrolinis akcijų paketas lieka valstybei, kotiravimas nekelia grėsmės ir netrukdo įgyvendinti strateginius projektus.

Taip pat pastebėtina, kad nemažą dalį (10,2%) valstybei nepriklausančių akcijų turi AB "Achema", tačiau ir tai neapriboja valstybės, turinčios 72,3% akcijų, kontrolės įmonėje.

JAUTRIOS INFORMACIJOS NUTEKĖJIMAS (i)

Klausimas:

ar įgiję akcijų investuotojai galėtų siūlyti stebėtojų tarybos arba valdybos narius, kurie jiems galėtų perduoti konfidencialią įmonės arba įmonės žinioje esančią valstybės paslaptį sudarančią informaciją?



Atsakymas:

Valstybės paslapties atskleidimas užtraukia atsakomybę LR baudžiamojo kodekso nustatyta tvarka; neteisėtais veiksmais sukeltos žalos įmonei padarymas, įskaitant konfidencialios informacijos atskleidimą, sukelia civilinę atsakomybę pagal LR civilinį kodeksą.

Norintys nelegaliai perimti tam tikrą informaciją ir dabar gali kėsintis daryti įtaką įmonių valdymo, stebėsenos organams ar darbuotojams, todėl galimas naujų organų narių atsiradimas papildomos rizikos nesukuria.

Asmeninės atsakomybės taikymo galimybė ir atitinkamų saugumo procedūrų įmonėse įdiegimas šią riziką sumažina iki minimalios.

JAUTRIOS INFORMACIJOS NUTEKĖJIMAS (ii)

Užsienio praktika:



Statoil ASA yra didžiausia Norvegijos įmonė, kurios valstybė valdo 67 proc. akcijų;



Telia Company AB yra didžiausia Švedijos telekomunikacijų įmonė, kurios valstybė valdo 41 proc. akcijų;



Fortum Oyj yra viena didžiausių Suomijos įmonių, kurios valstybė valdo 51 proc. akcijų;



Outokumpu Oyj yra viena didžiausių Suomijos įmonių, kurios valstybė valdo 24 proc. akcijų;



PKN Orlen S.A. yra viena didžiausių Lenkijos įmonių, kurios valstybė valdo 28 proc. akcijų;



PGE S.A. yra didžiausia Lenkijos energijos gamybos ir paskirstymo įmonė, kurios valstybė valdo 58 proc. akcijų;

visose minėtose ir daugelyje kitų kotiruojamų užsienio VVĮ, valstybės sugeba užtikrinti įmonės kontrolę ir konfidencialios ar kitos jautrios informacijos apsaugą turėdamos didžiausią akcijų paketą, sudarantį 2/3, 1/2 + 1%, ar tik 1/3 visų akcijų.



SMULKIŲJŲ AKCININKŲ ĮSIGALĖJIMAS

Klausimas:

Ar platesnės akcininkų teisės, ypač susijusios su teise į informaciją, neparalyžiuos kotiruojamų įmonių veiklos?

Atsižvelgiant į tai, kad EBPO stojimo taisyklėse akcentuojama nuostata stiprinti smulkiųjų akcininkų teises.

Atsakymas:

pagal ABĮ, visi sprendimai akcininkų susirinkimuose yra priimami 1/2 arba 2/3 balsų dauguma (išskyrus 3/4 dėl akcijų įsigijimo pirmumo teisės atšaukimo).

Viešojo akcijų siūlymo metu šimtams, o gal net tūkstančiams investuotojų išplatinus net ir 1/3 visų akcijų ir jiems visiems balsuojant prieš (įmanoma tik teoriškai) strateginiai sprendimai vis tiek negalėtų būti blokuojami.

Pagal naująją ABĮ redakciją, bet kuris akcininkas gali reikalauti pateikti informaciją, jei ji būtina vykdyti įstatyme numatytus reikalavimus ir bus užtikrintas informacijos konfidencialumas. Kas yra įstatymuose numatyti reikalavimai ABĮ nepaaiškinama, tuo tarpu įmonei palikta teisė atsisakyti suteikti konfidencialią informaciją kitais atvejais, tad kilus ginčui jį turės spręsti teismas.

Pastebėtina, kad smulkiųjų akcininkų apsauga ir įsitraukimas naudingi pačiai įmonei nes prisideda prie vadovų priežiūros, didina spaudimą skaidriam valdymui.

PROJEKTŲ SUSTABDMAS

Klausimas:

ar kotiravimas gali sudaryti sąlygas strateginių energetikos projektų sustabdymui; neigiamai paveikti VVĮ pertvarkas?



Atsakymas:

„Nasdaq OMX Vilniaus“ vertybinių popierių biržoje yra prekiaujama strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių VVĮ - Litgrid, Amber Grid, LEGA, ESO ir KN akcijomis.

Akcijų kotiravimas biržoje Litgrid nesutrukdė įgyvendinti, pavyzdžiui, elektros jungčių su Švedija ir Lenkija projektus, o KN - SGD terminalo Klaipėdoje projektą.

Praktika rodo, kad valstybė, nusprendusi viešai pasiūlyti 20-30 proc. kurios nors iš valstybės bendrovių akcijų, nepraranda savo įtakos įmonėje.

Tuo tarpu pertvarkoma VVĮ neatitiks vertybinių popierių biržos reikalavimų, todėl negalės būti kotiruojama.

LIETUVOS DUJOS

Klausimas:

AB „Lietuvos dujų“ privatizavimo metu kalbėta, kad pardavus įmonę kris kaina, paspartės plėtra, tačiau atėjus „E. On“ ir „Gazprom“ mokėjome daugiausiai Europoje, ar nepasikartos šis scenarijus?



Atsakymas:

Didelę dujų kainą iki 2015 m. Lietuvoje lėmė alternatyvių šaltinių dujoms įsigyti (konkurencijos) nebuvimas.

AB „Lietuvos dujų“ atveju įvykdyta privatizacija, po kurios valstybė valdė tik 17,70 proc. visų įmonės akcijų, taigi perleido kontrolinį akcijų paketą. 2009 m. 38,9 proc. įmonės akcijų priklausė „E.ON Ruhrgas International AG“, 37,1 % OAO „Gazprom“, todėl šios įmonės akcijų pardavimo negalima lyginti su VVĮ kotiravimu.

Kotiravimo metu pritraukiamas papildomas kapitalas neperleidžiant valstybės kontrolės (valstybė išlaiko bent 1/2 - 2/3 visų akcijų), akcijas išplatinant dideliame skaičiui akcininkų, kurie neturi galimybės daryti įtaką esminiams sprendimams.

LIETUVOS JŪRŲ LAIVININKYSTĖ (i)

Klausimas:

LJL buvo kotiruojama vertybinių popierių biržoje, tačiau bankrutavo; ar kotiravimas gali prisidėti prie efektyvumo ir skaidrumo didinimo ir ar nepasikartos LJL scenarijus?



Lietuvos jūrų laivininkystė

Atsakymas:

LJL teikė išimtinai komercines paslaugas, ne monopolio sąlygomis, todėl turėjo būti privatizuota iki dar iki patiriant finansinius sunkumus.

LJL pradėta kotiruoti dar 2001 m., kuomet priėmimo į akcijų biržą sąlygos buvo kur kas paprastesnės, kotiruojamų įmonių ir finansų rinkų priežiūra mažiau išvystyta, o smulkiųjų akcininkų teisės neužtikrintos.

Nuo 2008 m. prastus LJL veiklos rodiklius iš dalies lėmė ir dėl objektyvių priežasčių sumažėjęs uždarbis iš krovinių gabenimo paslaugų.

LJL bankroto bylos metu nagrinėtos detalės dėl nepalankios ir ne iki galo pagrįstos taikos sutarties su kreditoriumi sudarymo, kitų galimai nesąžiningų ir ūkiškai nepagrįstų sprendimų priėmimo įmonėje.

LJL bankrotą lėmė eilė priežasčių: nuo nepakankamų standartų įmonės veiklos priežiūrai taikymo ir netinkamų su įmonės veikla susijusių sprendimų priėmimo iki ekonominės krizės ir politinių interesų įtakos įmonės veiklai.

LIETUVOS JŪRŲ LAIVININKYSTĖ (ii)



2008 m. buvo pasiūlytas planas parduoti likusią valstybei priklaususią LVL akcijų dalį ir tokiu būdu:

- (i) padidinti galimybę išsaugoti įmonės veiklą, jos valdymą pilnai perduodant srities profesionalams ir užkertant kelią politinių interesų kišimuisi į verslo sprendimų priėmimą;
- (ii) apsaugoti valstybę nuo žmogiškųjų ir finansinių išteklių eikvojimo į sudėtingą situaciją patekusios įmonės gelbėjimui;
- (iii) gaunant pakankamą grąžą už akcijas, 2008-2009 m. akcijų kaina rinkoje buvo pakilusi po žymaus kritimo 2007 m. pabaigoje.

Šis planas, valstybei galėjęs išsaugoti milijonus, nebuvo įgyvendintas sprendimų priėmėjams neradus konsensuso.

Atsižvelgiant į išdėstytą, LVL pavyzdys šiandien neaktualus nes: šiuo metu VVĮ gali būti kotiruojamos tik su patikima veiklos istorija, geru nuosavo ir skolinto kapitalo santykiu ir aukščiausio lygio vadovų komanda, sudaryta ir iš nepriklausomų narių, LVL bankrotą lėmė ir pašaliniai veiksniai, o kotiravimas tuo metu nesuteikė tiek skaidrumo, kaip dabar (tačiau 2008 m. galėjo padėti iš esmės sumažinti valstybės patiriamus nuostolius).



Saugikliai VVĮ kotiravimui

SAUGIKLIS I

Akcininkų patikra

Vyriausybė sudaro potencialių investuotojų-akcininkų (dalyvių) atitikties nacionalinio saugumo interesams įvertinimo komisiją (toliau - Komisija).

Potencialus dalyvis yra tikrinamas Komisijos, jei siekia įgyti 5% ar daugiau balso teisę suteikiančių akcijų strateginę reikšmę turinčioje VVĮ.

Neatitinkantis šių interesų dalyvis negali tapti strateginę reikšmę turinčios VVĮ akcininku.

Dėl potencialaus dalyvio įvertinimo į Komisiją privalo kreiptis VVĮ valdymo organai. Įvertinimą taip pat gali inicijuoti Vyriausybė ir akcininko teises VVĮ įgyvendinančios institucijos.

Atlikdami potencialių dalyvių atitikties nacionalinio saugumo interesams įvertinimą, Komisijai išvadas pagal savo kompetenciją, teisės aktų nustatyta tvarka, teikia VSD, URM, VRM, PD prie VRM.



LIETUVOS
RESPUBLIKOS
VYRIAUSYBĖ



VIDAUS REIKALŲ
MINISTERIJA



Įtvirtinta: Lietuvos Respublikos strateginę reikšmę nacionaliniam saugumui turinčių įmonių ir įrenginių bei kitų nacionaliniam saugumui užtikrinti svarbių įmonių įstatyme



Įmonės ir informacijos kontrolė

Visi sprendimai akcininkų susirinkimuose yra priimami 1/2 arba 2/3 balsų dauguma (išskyrus 3/4 dėl pirmumo teisės atšaukimo), todėl, valstybei išlaikant bent 2/3 visų akcijų, smulkieji akcininkai negali vieni priimti ar blokuoti jokių sprendimų.

Bet kuris akcininkas gali reikalauti pateikti ir viešai neskelbtiną informaciją, jei ji būtina vykdyti teisės aktuose numatytus imperatyvius reikalavimus ir bus užtikrintas informacijos konfidencialumas.

Kas yra teisės aktuose numatyti imperatyvūs reikalavimai įstatyme nepaaiškinama.

Įmonei palikta teisė atsisakyti suteikti konfidencialią informaciją visais kitais atvejais, todėl praktiškai ši informacija smulkiesiems akcininkams yra nepasiekiamo.



Organų atsakomybė ir kontrolė dėl informacijos apsaugos

Įmonės organų pareigos įmonės atžvilgiu: sąžiningumas ir protingumas, lojalumas, konfidencialumas, interesų konfliktų vengimas, turto atskyrimas (Lietuvos Respublikos civilinio kodekso 2.87 str.).

Teismų praktikoje suformuota pozicija, kad organai turi atlyginti visą įmonės ir/ar akcininko patirtą žalą, kilusią dėl neteisėtų jų veiksmų (LAT praktikos apžvalga 47/2017, LAT 3K-3-388/2006).

Valstybės paslapties atskleidimas užtraukia atsakomybę numatytą Lietuvos Respublikos baudžiamajame kodekse.

Akcininkai, kurių interesai gali nesutapti su šalies nacionalinio saugumo interesais, neturi galimybės įgyti daugiau negu 5 proc. akcijų (*Saugiklis I*), todėl negali skirti VVĮ organų.



Nasdaq skaidrumo reikalavimai

Kotiruojamos įmonės biržai turi pateikti informaciją apie:

- akcininkų skaičių;
- **akcininkus kurie valdo daugiau kaip 5% visų akcijų** (identifikuoti, nurodyti akcijų ir balsų skaičių procentais);
- organų narius (identifikuoti, nurodyti turimą akcijų ir balsų skaičių procentais, **dalyvavimą kitų įmonių veikloje**);
- priimtą sprendimą keisti organų narius;
- esminius įvykius (verslo derybos, organų struktūros keitimas, sutarties su audito įmone nutraukimas, investicijos, verslo trukdymai, pokyčiai rinkose, kita);
- kita.

SAUGIKLIS V

SNAIGĖ

Pavyzdys: AB „Snaigė“ pažeidė VPI ir neįvykdė Lietuvos banko nurodymo ištaisyti finansinių ataskaitų trūkumą - neatitikimą TAS. Už tai 2018-02-01 bendrovei skirta 207 250 Eur bauda ir įpareigojimas pašalinti trūkumus.

Lietuvos banko priežiūra

Lietuvos bankas yra finansų rinkų priežiūros institucija, kuri turi teisę kotiruojamos įmonės atžvilgiu:

- reikalauti, kad būtų paskelbta įstatyme numatyta informacija arba jei vengiama tai atlikti, pats ją paskelbti;
- reikalauti, kad įmonė ar jos auditoriai pateiktų bet kokią informaciją, išsikviesti, reikalauti duoti paaiškinimus;
- įpareigoti ištaisyti netikslią ar klaidingą informaciją;
- **atlikti tyrimus**, patikrinimus vietoje;
- **taikyti atsakomybę**: (i) pažeidimo išviešinimas (žala reputacijai), (ii) įspėjimas, (iii) bauda.