

**VILNIAUS UNIVERSITETO  
TEISĖS FAKULTETO  
PRIVATINĖS TEISĖS KATEDRA**

Daumanto Vilniškio  
V kurso, civilinės ir verslo teisės  
studijų šakos studento

**MAGISTRO DARBAS**

**Akcinių bendrovių įstatymo 46<sup>1</sup> straipsnyje numatyto bendrovės  
akcijų išpirkimo instituto teorinės ir praktinės problemos  
Theoretical and Practical Problems of the Company's Share  
Buyback Institute provided for in Article 46<sup>1</sup> of the Law on Companies**

Vadovė: lekt. Ieva Rimavičienė

Recenzentas: partnerystės doc. Gintautas Bartkus

Vilnius, 2024

## ANOTACIJA IR PAGRINDINIAI ŽODŽIAI

Šiame darbe, pasitelkus užsienio šalių teisinio reglamentavimo, susijusio su nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo institutu, ir kitų teisės šaltinių analizę, siekiama identifikuoti Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtinto bendrovės akcijų išpirkimo instituto pagrindines problemas bei pasiūlyti galimus sprendimo būdus. Šiuo tikslu darbe yra nagrinėjamos bendrovės akcijų išpirkimo įgyvendinimui reikalingos prielaidos, vertinamas Akcinių bendrovių įstatymo 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtintas bendrovės akcijų išpirkimo instituto procedūrinis modelis, taip pat pasisakoma dėl teisingos išperkamų akcijų kainos nustatymo.

**Pagrindiniai žodžiai:** bendrovės akcijų išpirkimas, stambusis akcininkas, smulkusis akcininkas, nelistinguojama bendrovė, teisinga akcijų kaina.

The aim of this work is to identify the main problems of the company's share buyback institute established in Article 46<sup>1</sup> of the Law on Companies of the Republic of Lithuania and to propose possible solutions by analysing the legal regulation of foreign countries related to the company's share buyback institute in unlisted companies and other legal sources. To this end, the work examines the prerequisites necessary for the implementation of the company's share buyback, assesses the procedural model of the company's share buyback institute as set out in Article 46<sup>1</sup> of the Law on Companies, as well as discusses the determination of the fair price of the shares to be bought back.

**Keywords:** company's share buyback, majority shareholder, minority shareholder, unlisted company, fair share price.

# TURINYS

<b>IŽANGA</b> .....	<b>2</b>
<b>1. BENDROVĖS AKCIJŲ IŠPIRKIMO ĮGYVENDINIMO PRIELAUDŲ LIETUVOJE PROBLEMINIAI ASPEKTAI</b> .....	<b>9</b>
1.1 Ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių akcijų ribos (ne)pagrįstumas .....	9
1.2 Balso teisių nesuteikiančių akcijų išpirkimas .....	11
1.3 Akcininkų sutarties ir ABĮ 46 <sup>1</sup> straipsnio reglamentavimo santykis.....	13
1.4 Investuotojų, darbuotojų išpirkimo rizika .....	17
1.5 Balso teisę suteikiančių akcijų apskaičiavimas .....	21
1.6 Sutartinai veikiančių asmenų sąvokos dviprasmiškumas .....	23
<b>2. ABĮ 46<sup>1</sup> STRAIPSNYJE NUMATYTO PROCEDŪRINIO MODELIO TRŪKUMAI</b> .....	<b>26</b>
2.1 Akcininkų pareiga informuoti bendrovę apie ketinimą inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą .....	26
2.2 Procedūrinis veiksmas, nuo kurio laikoma, kad bendrovės akcijų išpirkimo procesas yra inicijuotas.....	27
2.3 Terminas ABĮ 46 <sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje numatytam pranešimui pateikti, kai akcijų išpirkimą inicijuoja smulkusis bendrovės akcininkas .....	29
2.4 Smulkiųjų bendrovės akcininkų interesų užtikrinimas.....	30
2.5 Šalių galimybė susitarti dėl teisingos išperkamų akcijų kainos ir atsiskaitymo būdo .....	34
<b>3. SU TEISINGA AKCIJŲ KAINA IR JOS NUSTATYMU SUSIJUSI PROBLEMATIKA</b> .....	<b>38</b>
3.1 Teisingos akcijos kainos sampratos (ne)apibrėžtumas .....	38
3.2 Akcijų vertinimo metodo parinkimas .....	39
3.3 Stambiojo akcininko manipuliavimas akcijų verte.....	45
3.4 Akcijų kainos pokytis nuo proceso inicijavimo iki jo pabaigos .....	49
3.5 Nuolaidos ar priedo (ne)taikymas.....	52
<b>IŠVADOS IR PASIŪLYMAI</b> .....	<b>54</b>
<b>ŠALTINIŲ SĄRAŠAS</b> .....	<b>58</b>
<b>SANTRAUKA</b> .....	<b>67</b>
<b>SUMMARY</b> .....	<b>68</b>

## IŽANGA

**Temos aktualumas.** 2022 m. lapkričio 17 d. buvo priimtas Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo (Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas, 2000) (toliau – ABĮ) Nr. VIII-1835 2, 15, 17, 21, 26, 27, 28, 29, 30, 30-1, 32, 34, 37, 37-2, 40, 42, 45, 47, 47-1, 51, 56 ir 78 straipsnių, priedo pakeitimo ir Įstatymo papildymo 46-1 straipsniu įstatymas (Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo..., 2022) (toliau – ABĮ pakeitimai), kuriuo, be kita ko, į Lietuvos teisinę sistemą buvo įvestas uždarnosios akcinės bendrovės ar akcinės bendrovės, kuri pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymą (Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas, 2007) (toliau – VPI) nėra laikoma vertybinių popierių emitente (toliau – nelistinguojama bendrovė), smulkiesiems akcininkams priklausančių bendrovės akcijų išpirkimo institutas.

Pagal ABĮ pakeitimus, stambusis bendrovės akcininkas, įgijęs ne mažiau kaip 95 procentus balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių bendrovės akcijų, įgavo teisę reikalauti, kad visi kiti tos bendrovės akcininkai privalomai parduotų sau nuosavybės teise priklausančias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas, laikantis ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje nustatytos akcijų išpirkimo tvarkos. Atliepiančią teisę iš stambiojo bendrovės akcininko, įgijusio ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių bendrovės akcijų, pareikalauti jiems priklausančių akcijų išpirkimo įgavo ir smulkieji bendrovės akcininkai, kurių turimos bendrovės akcijos suteikia ne daugiau kaip 5 procentus bendrovės balsų.

Pabrėžtina, jog iki ABĮ pakeitimų įsigaliojimo analogiška teisė, įgyvendinant Europos Parlamento ir tarybos Direktyvą dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir tarybos Direktyva 2004/25/EB..., 2004) (toliau – Direktyva), buvo numatyta tik bendrovių, kurios pagal VPI yra laikomos vertybinių popierių emitentėmis (toliau – listinguojamos bendrovės), akcininkų atžvilgiu.

Teigtina, kad nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo instituto atsiradimas Lietuvoje galėjo būti paskatintas (i) privatizacijos pasekmių, kuomet dėl vienų ar kitų priežasčių kadaise privatizuotų bendrovių akcijos į įpėdinių paveldimą turtą nebuvo įtrauktos (Kramarova, 2021, p. 92); (ii) dėl smulkiųjų akcininkų egzistavimo bendrovėje patiriamų kaštų, kadangi įstatyminis reglamentavimas įpareigoja laikytis tam tikrų procedūrų, kurios, bendrovėje egzistuojant vieninteliui bendrovės akcininkui, būtų nereikalingos; (iii) tarp akcininkų praeityje kildavusių ginčų, kai smulkiojo bendrovės akcininko pastangomis, pastarajam siekiant, kad jam priklausančios akcijos būtų išpirktos, stambiajam bendrovės akcininkui būdavo apsunkinamas bendrovės valdymas ar (iv)

įstatymų leidėjo siekio perimti teisinį reguliavimą ir gerąją praktiką tų Europos Sąjungos valstybių narių, kuriose akcijų išpirkimas nelistinguojamose bendrovėse yra laikomas efektyvia smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos užtikrinimo priemone.

Atsižvelgiant į tai, kad priežastys, kurios galėjo pastūmėti nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo instituto įvedimą į Lietuvos teisinę sistemą, magistro darbo autoriaus vertinimu, yra rimtos ir reikalaujančios sprendimų, bei į nemažą su nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo institutu susijusių publikacijų žiniasklaidoje kiekį (LRT, 2022; Verslo žinios, 2022; Teise.pro, 2022 ir kt.<sup>1</sup>), darytina prielaida, kad nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimas praktikoje turėtų būti gana populiarus institutas, ginantis tiek pačios bendrovės, tiek stambiojo ar smulkiųjų bendrovės akcininkų interesus.

Visgi, derėtų pabrėžti, kad ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnis, reguliuojantis bendrovės akcijų išpirkimą, yra sudarytas net iš 20 dalių ir pagal šį parametą yra vienas ilgiausių visame įstatyme. Natūralu, kad įstatymų leidėjui, siekiant kaip įmanoma detaliau sureglamentuoti šį institutą, kyla rizika, jog tarp tam tikrų ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytų procedūrų gali kilti tarpusavio prieštaravimai, be to, toks platus reglamentavimas gali pasirodyti painus ir dėl šios priežasties bendrovės akcijų išpirkimo proceso šalių iki galo nesuprastas.

Problematiką į šio instituto įgyvendinimą taip pat įneša ir tai, jog iš aiškinamojo rašto dėl ABĮ pakeitimų (AIŠKINAMASIS RAŠTAS dėl Akcinių bendrovių įstatymo..., 2022) (toliau – Aiškinamasis raštas) turinio, ABĮ numatyto reglamentavimo, galima daryti išvadą, jog įstatymų leidėjas didžiąją dalį ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio nuostatų perrašė iš listinguojamų bendrovių akcijų privalomo pardavimo ir pirkimo instituto, numatyto VPĮ 32 straipsnyje. Nors tai galėtų būti laikoma Lietuvoje esančio reguliavimo privalumu, kadangi dažnai nesikeičiantis ir stabilus listinguojamų bendrovių akcijų privalomo pardavimo ir pirkimo teisinis reglamentavimas mūsų teisinėje sistemoje egzistuoja jau daugiau nei 15 metų<sup>2</sup>, pažymėtina, kad objektyviai egzistuojantys listinguojamų ir nelistinguojamų bendrovių skirtumai verčia išskirti nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo specifiką ir atitinkamai aiškinti šį institutą reguliuojančias nuostatas.

Tai, jog ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas institutas ir jo teisinis reglamentavimas nėra be trūkumų, įrodo ir pastabos bei pasiūlymai ABĮ pakeitimų projektui (DĖL LIETUVOS RESPUBLIKOS AKCINIŲ BENDROVIŲ ĮSTATYMO..., 2022). Šiame dokumente savo nuomonę dėl ABĮ pakeitimuose numatyto bendrovės akcijų išpirkimo teisinio

---

<sup>1</sup> Daugiau publikacijų galima rasti magistro darbo šaltinių sąrašė.

<sup>2</sup> VPĮ kartu su jame numatytu privalomu akcijų pardavimu ir pirkimu listinguojamose bendrovėse įsigaliojo dar 2007 m. vasario 8 d.

reglamentavimo pateikė tokios įtakingos institucijos kaip Lietuvos Respublikos teisingumo ministerija ar Lietuvos bankas bei verslo angelų, investavusių į Lietuvos startuolius, interesus atstovaujanti Asociacija LITBAN. Pabrėžtina, kad į didžiąją dalį pasiūlymų Lietuvos Respublikos ekonomikos ir inovacijų ministerija, rengusi ABĮ pakeitimų projektą, neatsižvelgė ar atsižvelgė tik iš dalies.

Be aukščiau įvardinto, darbo autorius, pasisakydamas apie magistro darbo temos aktualumą, išskirtų tai, jog ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas institutas Lietuvos teisinėje sistemoje įsigaliojo 2022 m. lapkričio 30 d., t. y. tik kiek anksčiau nei prieš pusantrų metų, ir iki šiol egzistuoja akivaizdus su instituto įgyvendinimu susijusios teismų praktikos Lietuvoje trūkumas<sup>3</sup>.

Taigi, magistro darbo autoriaus nuomone, egzistuoja objektyvus išsamaus mokslinio tyrimo, kuriame būtų išanalizuota ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytam bendrovės akcijų išpirkimui būdinga problematika, tam, jog teisinėje praktikoje tiek teisę taikantys, tiek ją aiškinantys subjektai tinkamai įgyvendintų šį visai neseniai Lietuvos teisinėje sistemoje atsiradusį institutą, poreikis.

Pabrėžtina, kad šiame magistro darbe išskirti aspektai gali būti aktualūs ir užsienio teisės teorijai bei praktikai, kadangi tam tikra problematika (pvz., dėl teisingos akcijų kainos nustatymo) yra gaji ir kitose jurisdikcijose.

**Darbo tikslas.** Šio darbo tikslas yra, remiantis užsienio šalių teisiniu reglamentavimu bei kitų teisės šaltinių analize, identifikuoti su ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytu bendrovės akcijų išpirkimo institutu ir jo įgyvendinimu susijusias problemas bei pasiūlyti galimus jų sprendimo būdus.

**Darbo uždaviniai.** Siekiant šio darbo tikslo yra svarbu:

- 1) atlikti su nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo institutu susijusių užsienio valstybių teisės aktų, kitų teisės šaltinių analizę;
- 2) nustatyti bendrovės akcijų išpirkimo įgyvendinimui Lietuvoje reikalingas prielaidas, įvertinti šių prielaidų pagrįstumą ir galimą dviprasmiškumą, taip pat

---

<sup>3</sup> Magistro darbo pateikimo vertinimui metu darbo autoriui buvo žinomi tik keli su ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytu bendrovės akcijų išpirkimo institutu susiję teismų sprendimai, iš kurių visi buvo priimti formaliai įpareigojant vertybinių popierių sąskaitas tvarkančius asmenis sąskaitose padaryti įrašus apie akcijų nuosavybės teisės perėjimą akcijas superkančiam stambiajam bendrovės akcininkui (Kauno apylinkės teismo 2023 m. lapkričio 20 d. ir 2023 m. gruodžio 7 d. sprendimai civilinėse bylose Nr. e2YT-14938-1162/2023 ir e2YT-19174-752/2023 bei Alytaus apylinkės teismo 2024 m. vasario 23 d. sprendimas civilinėje byloje Nr. e2YT-759-470/2024).

- išsiaiškinti, ar įstatymų leidėjo numatytos instituto įgyvendinimo prielaidos neprieštarauja instituto tikslams;
- 3) įvertinti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytą bendrovės akcijų išpirkimo procedūrinį modelį, nurodant esminius reglamentavimo trūkumus;
  - 4) išskirti, koku metodu (-ais) remiantis turėtų būti nustatoma teisinga išperkamų akcijų kaina<sup>4</sup>, bei įvertinti veiksnių, galinčių turėti įtakos teisingai akcijų kainai, poveikį;
  - 5) pateikti vertinimą, kaip reikėtų interpretuoti tam tikras bendrovės akcijų išpirkimo instituto įgyvendinimo prielaidas, taip pat pasiūlyti rekomendacijas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio nuostatų tobulinimui.

**Tyrimo objektas.** Nagrinėjant su ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytu nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimu susijusią problematiką, magistro darbas bus suskirstytas į tris esmines struktūrines dalis.

Pirmoje dalyje bus analizuojami su ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytais bendrovės akcijų išpirkimo prielaidomis susiję probleminiai aspektai. Magistro darbo autorius, siekdamas įnešti darbui nuoseklumo, šią problematiką pasirinko nagrinėti darbo pradžioje, kadangi, ketinant pasinaudoti bendrovės akcijų išpirkimo procedūra, asmeniui iš pat pradžių yra aktualu žinoti, ar pagal įstatymus jis turi teisę apskritai tokią procedūrą inicijuoti, taip pat su kokiomis rizikomis inicijuojant bendrovės akcijų išpirkimą pastarasis gali susidurti.

Antroje darbo dalyje bus koncentruojamasi į ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtinto bendrovės akcijų išpirkimo procedūrinio modelio trūkumus.

Trečia darbo dalis išimtinai bus skirta su teisinga akcijų kaina ir jos nustatymu susijusiai problematikai. Atskirą magistro darbo struktūrinę dalį šiai problemai buvo paskirta nagrinėti atsižvelgiant į tai, jog: (i) nei ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnis, nei kiti įstatymai ar teisės aktai nepateikia aiškaus atsakymo, kaip reikėtų apskaičiuoti teisingą išperkamų akcijų kainą; (ii) iš su listinguojamų bendrovių akcijų privalomu pardavimu ir pirkimu susijusios teismų praktikos matyti, kad dažniausiai ginčai tarp bendrovių akcininkų kyla būtent dėl išperkamų akcijų kainos dydžio; (iii) publikacijos žiniasklaidoje (LRT, 2022; Verslo žinios, 2022; Teise.pro, 2022 ir kt.) leidžia susidaryti įspūdį, jog daugiausia klausimų dėl iš ABĮ

---

<sup>4</sup> Pabrėžtina, kad šiame darbe terminas „teisinga akcijų kaina“ reiškia 100 procentų bendrovės akcijų paketo teisingą kainą ar tam tikram bendrovės akcininkui priklausančių akcijų teisingą kainą, o „teisinga akcijos kaina“ – vienos bendrovės akcijos kainą, kuri nustatoma įvertinant visą (t. y. 100 procentų) akcijų paketą ir pagal viso akcijų paketo vertę nustatant vienos bendrovės akcijos kainą. Paprastumo dėlei, šie du terminai magistro darbe yra naudojami kaip sinonimai, išskyrus tuos atvejus, kai šių dviejų terminų skirtumai turi esminę reikšmę magistro darbe išsakytiems teiginiams.

46<sup>1</sup> straipsnyje numatyto bendrovės akcijų išpirkimo instituto įgyvendinimo kelia teisingos akcijų kainos nustatymas.

Apibendrinant, tyrimo objektas, atsižvelgiant į ribotą darbo apimtį bei siekiant visapusiškai atlikti magistro darbo temą, apsiriboja problematikos, susijusios su ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatyto bendrovės akcijų išpirkimu, nagrinėjimu, kartu, remiantis užsienio šalių teisiniu reglamentavimu bei kitų teisės šaltinių analize, pateikiant galimus magistro darbe iškeltų problemų sprendimo būdus. Atitinkamai, šalutiniai klausimai, tiesiogiai nesusiję su magistro darbo tema, kaip, pvz., nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo instituto istorinis vystymasis, šiame darbe nagrinėjami nebus.

**Metodologija.** Rengiant šį darbą, daugiausia buvo naudotasi šiais tyrimo metodais:

- 1) *lyginamasis* – taikant šį metodą buvo lyginamos Danijos, Suomijos, Švedijos, Nyderlandų ir Vokietijos, Europos modelinio bendrovių akto (European Model Companies Act, 2017) (toliau – *EMCA*) nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimą reglamentuojančios nuostatos su ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtintu reglamentavimu. Taip pat, taikant lyginamąjį metodą, buvo gretinamas bendrovės akcijų išpirkimo institutas, numatytas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje, bei privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas, reglamentuotas VPĮ 32 straipsnyje, kartu nustatant šių institutų panašumus bei skirtumus, lemiančius ir atitinkamą ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtinto reglamentavimo vertinimą. Be to, lyginamasis metodas buvo svarbus tiriant galimas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtinto reguliavimo alternatyvas, jų tarpusavio pranašumus bei trūkumus;
- 2) *lingvistinis* – tiriant bendrovės akcijų išpirkimo instituto įgyvendinimo prielaidas, procedūrinį modelį, remiantis ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtintų teisės normų teksto analize;
- 3) *sisteminis* – kadangi magistro darbe, aiškinant tam tikras teisės normas, ypač ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytą procedūrinį bendrovės akcijų išpirkimo modelį, lingvistinio aiškinimo, dėl įstatymų leidėjo įtvirtinto reglamentavimo trūkumų, nepakanka, pasitelkiamas sisteminis metodas, kuriuo remiantis, įvertinus teisės aktų, kitų teisės šaltinių visumą, yra pateikiamos išvados, kaip turėtų būti suprantami ar reglamentuojami tam tikri teisiniai santykiai;
- 4) *teleologinis* – šio metodo taikymas leidžia įvertinti rezultatus, darbe pasiektus pasitelkiant lingvistinį ir sisteminį tyrimo metodus, per įstatymų leidėjo ketinimų ar socialinio, ekonominio konteksto prizmę;



5) *loginis* – apibendrinimo ir dedukcijos būdais yra formuluojami teisės mokslininkų, kitų suinteresuotų asmenų (pvz., asmenų, teikusių pastabas ir pasiūlymus ABĮ pakeitimų projektui) išsakytų minčių apibendrinimai bei pateikiami kritiškai jų vertinimai; taip pat loginis metodas pasitelkiamas formuluojant magistro darbo išvadas.

**Darbo originalumas.** Nors ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtintas bendrovės akcijų išpirkimo institutas įsigaliojo dar 2022 m. lapkričio 30 d., šio magistro darbo autoriui yra žinomas tik vienas mokslinis straipsnis, kuriame yra apžvelgiamas nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo institutas Lietuvoje (Bitė, 2022). Visgi, magistro darbo autorius norėtų pabrėžti, kad minėtas straipsnis iš esmės yra skirtas ABĮ pakeitimuose įtvirtintų reglamentavimo naujovių, tokių kaip akcijų klasių liberalizavimas, uždarytų akcinių bendrovių minimalaus įstatinio kapitalo reikalavimo sumažinimas ir kt., aptarimui, o išimtinai nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimas yra nagrinėjamas tik vienoje iš mokslinio straipsnio dalių, jo analizei skiriant vos 2 puslapius.

Magistro darbo autorius užsienio valstybių, kuriose yra įtvirtintas nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo institutas, teisės doktrinoje, naudodamasis jam prieinamais šaltiniais<sup>5</sup>, taip pat nerado nei vieno mokslinio darbo anglų kalba, kuriame išimtinai būtų aptartas nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimas, įskaitant jo įgyvendinimo procedūrinį modelį ar jo inicijavimui reikalingas prielaidas.

Pabrėžtina, kad, nors užsienio teisės doktrinoje yra tikrai gausu mokslinių darbų, susijusių su listinguojamų bendrovių akcijų išpirkimu<sup>6</sup> ar tokių bendrovių teisingos akcijų kainos nustatymu, magistro darbo autoriui yra žinomas tik vienas mokslinis straipsnis, kuriame yra atkreiptas dėmesys į nelistinguojamų bendrovių teisingos akcijų kainos nustatymo specifiką (Elonen, 2022).

Remiantis aukščiau įvardintu, magistro darbo autorius daro prielaidą, kad šio magistro darbo originalumas yra išskirtinis tiek Lietuvos, tiek ir užsienio valstybių kontekste.

**Svarbiausi šaltiniai.** Rengiant šį darbą buvo panaudoti užsienio valstybių, kuriose yra įtvirtintas nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimas, teisės aktai, kadangi juose esantis

---

<sup>5</sup> Atliekant šaltinių analizę, buvo naudotasi tokiomis duomenų bazėmis kaip Academic Search Complete (EBSCO), Cambridge Journals Online Archive (Cambridge Core), HeinOnline ir kt.

<sup>6</sup> Magistro darbo autorius tokį listinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo instituto populiarumą mokslinėje doktrinoje aiškintų tuo, jog šis institutas, skirtingai, nei nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimas, yra įtvirtintas daugumoje įtakingiausių jurisdikcijų, be to, teisės mokslininkams nagrinėti pastarąjį institutą duoda impulso ir tai, jog principinės Europos Sąjungos valstybėse narėse egzistuojančio listinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo reglamentavimo nuostatos į valstybių narių teisinę sistemą buvo perkeltos įgyvendinant Direktyvą.

reglamentavimas leido įžvelgti ABI 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtinto bendrovės akcijų išpirkimo instituto reglamentavimo trūkumus bei pateikti siūlymus, kaip reglamentavimas galėtų būti tobulinamas.

Taip pat rašant magistro darbą buvo analizuojama Lietuvos teismų praktika, ypač kiek ji susijusi su sutartinai veikiančių asmenų, kaip tai numato VPI, samprata, bei kitų užsienio valstybių ar JAV Delavero valstijos teismų praktika, susijusi su teisingos akcijų kainos nustatymu.

Galiausiai, magistro darbe, o ypač trečioje jo dalyje, aptariant su teisinga akcijų kaina ir jos nustatymu susijusią problematiką, yra analizuojami teisės mokslininkų darbai. Iš Lietuvos mokslininkų, rašiusių apie teisingą išperkamų akcijų kainą, išskirtinas Feliksas Miliutis, iš užsienio teisės doktrinos atstovų – Otto Elonen, Lawrence Hamermesh ir Michael L. Wachter, Vikramaditya Khanna, Rutheford B. Campbell Jr., John. C. Coates, Douglas K. Moll.

# 1. BENDROVĖS AKCIJŲ IŠPIRKIMO ĮGYVENDINIMO PRIELAUDŲ LIETUVOJE PROBLEMINIAI ASPEKTAI

Pradedant nagrinėti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytą bendrovės akcijų išpirkimo institutą ir su juo susijusias teorines bei praktines problemas, magistro darbo autoriaus nuomone, tiksliausia pirmoje magistro darbo dalyje būtų aptarti su įstatymo numatytomis šio instituto įgyvendinimo prielaidomis, t. y. sąlygomis, kurių reikia tam, jog stambūs ar smulkieji bendrovės akcininkai teisėtai galėtų inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimo procesą, susijusią darbo autoriaus identifikuotą problematiką.

## 1.1 Ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių akcijų ribos (ne)pagrįstumas

Bendrovės akcijų išpirkimo instituto įgyvendinimo prielaidų analizę vertėtų pradėti nuo to, jog ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 1 ir 2 dalys numato, kad bendrovės akcijų išpirkimas gali būti inicijuojamas tik tuomet, kai stambūs bendrovės akcininkas įgyja ne mažiau kaip 95 procentus balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių bendrovės akcijų.

Atsižvelgiant į šį reglamentavimą, gali kilti klausimas, kodėl Lietuvos įstatymų leidėjas pasirinko būtent 95 procentus balsų suteikiančių akcijų ribą. Šis klausimas tampa dar labiau aktualus žinant Skandinavijos šalių reglamentavimą, kuris, remiantis Aiškinamojo rašto nuostatomis, yra laikytinas pavyzdiniu ir dėl kurio šiose šalyse bendrovės akcijų išpirkimo institutas nelistinguojamose bendrovėse yra laikomas efektyvia smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos užtikrinimo priemone.

Atitinkamai, pabrėžtina, kad bendrovės akcijų išpirkimo inicijavimui reikalinga riba, pagal Danijos bendrovių akto (the Companies Act, 2010) 70 straipsnio 1 dalį ir Suomijos ribotos atsakomybės įmonių įstatymo (Limited Liability Companies Act, 2006) 18 skyriaus 1 straipsnį, yra laikoma pasiekta stambiajam bendrovės akcininkui įgijus daugiau kaip 9/10 visų bendrovės akcijų ir balsų, o pagal Švedijos bendrovių akto (Swedish Companies Act, 2005) 22 skyriaus 1 straipsnį – daugiau kaip 9/10 visų bendrovės akcijų. Pažymėtina ir tai, kad, nors rengiant *EMCA* 11.34 straipsnio 1 dalį būta ir kitų minčių (Conac, 2016, p. 309), galiausiai, remiantis Skandinavijos šalių pavyzdžiu, daugiau kaip 9/10 visų bendrovės akcijų ir balsų riba taip pat buvo numatyta ir *EMCA*.

Aiškinantis tokios ribos nustatymo priežastis, derėtų išnagrinėti Aiškinamąjį raštą, kuriame yra įvardinta įstatymo projektą rengusių asmenų argumentacija dėl Seimui siūlytų priimti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio nuostatų.

Visų pirma, Aiškinamajame rašte yra nurodoma, kad ne mažiau kaip 95 procentų balsų riba buvo pasirinkta atsižvelgus į analogišką ribą, įtvirtintą VPI 32 straipsnyje, reglamentuojančiame listinguojamų bendrovių akcijų išpirkimą.

Atkreiptinas dėmesys į tai, kad Aiškinamojo rašto rengėjų argumentacija pasirinkti ne mažiau kaip 95 procentų balsų ribą Aiškinamajame rašte papildoma tuo, kad, vadovaujantis bendrovių valdymą ir veiklą reglamentuojančiais įstatymais Lietuvoje, reikšmingesnes teises bendrovės atžvilgiu (tokias kaip, pvz., teisę inicijuoti visuotinio akcininkų susirinkimo sušaukimą (ABĮ 23 straipsnio 1 dalis) ar teisę kreiptis į teismą dėl bendrovės veiklos tyrimo (Lietuvos Respublikos civilinio kodekso (Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas, 2000) (toliau – CK) 2.125 straipsnio 1 dalies 1 punktas) turi akcininkai, kuriems priklausančios akcijos suteikia ne mažiau kaip 10 procentų visų bendrovės balsų. Anot Aiškinamojo rašto rengėjų, pagal tokį reglamentavimą peršasi išvada, kad akcininkai, kuriems priklausančios akcijos suteikia 5 procentus ar mažiau balsų, bendrovės atžvilgiu yra beteisiai, todėl jiems turėtų būti suteikiama galimybė iš bendrovės valdymo pasitraukti tokia tvarka, kuri užtikrintų jų teisių ir teisėtų interesų apsaugą.

Nors magistro darbo autorius sutinka su Aiškinamajame rašte išreikšta pozicija, kad mažiau nei 5 procentus balsų turintys bendrovės akcininkai iš esmės gali būti laikomi beteisiais (išskyrus tam tikras smulkiųjų akcininkų turimas turtines ir neturtines teises, pvz., teisę gauti bendrovės pelno dalį – dividendą), darbo autorius nepitaria įstatymų leidėjo pozicijai, kad bendrovės akcijų išpirkimo inicijavimo procentinė riba turėtų būti nustatoma ties 95 procentais.

Magistro darbo autoriaus nuomone, atsižvelgiant į tai, kad, kaip pažymi Aiškinamojo rašto rengėjai, reikšmingesnes teises Lietuvoje turi tie bendrovių akcininkai, kuriems priklauso ne mažiau kaip 10 procentų visų bendrovės balsų, manytina, kad bendrovės akcijų išpirkimo riba, kurią pasiekus stambusis bendrovės akcininkas įgytų teisę (pareigą) išpirkti smulkiuosius akcininkus, turėtų būti nustatyta ties daugiau nei 90 procentų balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių bendrovės akcijų. Tokią nuomonę magistro darbo autorius daugiausia grindžia tuo, jog, nustatant bendrovės akcijų išpirkimo inicijavimo ribą ties ne mažiau kaip 95 procentais, nepagrįstai yra diskriminuojami akcininkai, turintys tarp 5 (įskaitant) ir 10 (neįskaitant) procentų visų bendrovės balsų. Taip

yra todėl, kad, nepaisant to, jog ši akcininkų grupė iš esmės turi tiek pat mažai teisių, kaip ir mažiau nei 5 procentus balsų turintys smulkieji bendrovės akcininkai, jie, skirtingai, nei pastarieji, neturi galimybės inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimo ir taip įstatyminiu būdu priversti stambų bendrovės akcininką už teisingą kainą juos išpirkti.

Manytina, kad ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių akcijų riba, reikalinga bendrovės akcijų išpirkimo instituto inicijavimui, galėtų būti pagrįsta tuomet, jei įstatymų leidėjas, priimdamas ABĮ pakeitimus, būtų ištaisęs ir neatitikimą reglamentuojant priverstinį akcijų pardavimą, kuris į CK buvo perkeltas iš Nyderlandų civilinio kodekso (Dutch Civil Code, 1992), kadangi, skirtingai nei Lietuvoje, kur teisė kreiptis į teismą dėl priverstinio akcijų pardavimo suteikiama bendrovės akcininkams, turintiems bent 1/3 įstatinio kapitalo, Nyderlanduose teisė kreiptis dėl priverstinio akcijų pardavimo suteikiama bet kuriam bendrovės akcininkui, nepriklausomai nuo jo turimos kapitalo dalies (Bitė, 2022, p. 203).

Atitinkamai, priėmus ABĮ pakeitimus, susidarė paradoksali situacija, kai akcininkas, turintis akcijų, suteikiančių daugiau negu 5 procentus bendrovės balsų, tačiau sudarančių mažiau negu 1/3 bendrovės įstatinio kapitalo, negalėdamas įgyvendinti savo kaip akcininko teisių dėl netinkamų kito akcininko veiksmų, pasireiškiančių neatitikimu rūpestingo ir apdairaus juridinio asmens dalyvio, neveikiančio priešingai juridinio asmens interesams, standarto (Misius, 2004, p. 91), neturi galimybės pasitraukti iš bendrovės, už jo turimas akcijas gaunant teisingą kainą (Bitė, 2022, p. 203-204).

Atsižvelgiant į aukščiau įvardintą, teigtina, kad įstatymų leidėjo numatyta ne mažiau kaip 95 procentų balsų riba, reikalinga bendrovės akcijų išpirkimo procesui inicijuoti, diskriminuoja bendrovės akcininkus, turinčius daugiau kaip 5 procentus, tačiau mažiau nei 10 procentų bendrovės balsų. Atitinkamai, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatyta balsų suteikiančių akcijų riba turėtų būti pakeista į ne mažiau kaip 90 procentų.

## **1.2 Balso teisių nesuteikiančių akcijų išpirkimas**

Aptarus ABĮ įtvirtintą ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių akcijų ribą, reikalingą bendrovės akcijų išpirkimo proceso inicijavimui, pereitina prie to, kad ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnis stambiajam akcininkui iš smulkiųjų bendrovės akcininkų leidžia išpirkti tik balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas. Atitinkamai, galima kvestionuoti, kodėl

bendrovės akcijų išpirkimo instituto reguliavimas Lietuvoje nenumato galimybės išpirkti ir balso teisių nesuteikiančių smulkiųjų bendrovės akcininkų akcijas.

Pažymėtina, kad panašų klausimą kėlė ir Lietuvos bankas, teikdamas savo pastabas ir pasiūlymus ABĮ pakeitimų projektui. Pastabose ir pasiūlymuose Lietuvos bankas teigė, kad tuo atveju, jei ABĮ pakeitimai būtų priimti, akcijos be balso teisės tam tikrais atvejais galėtų sudaryti iki pusės visų bendrovės akcijų<sup>7</sup>. Tokiu atveju ir po išpirkimo bendrovėje dar galėtų likti daug akcininkų (kuriems priklausytų iki 49 procentų bendrovės akcijų), turinčių balso teisės nesuteikiančių akcijų, kurie neturėtų realios galimybės daryti įtaką bendrovės organų priimamiems sprendimams, galintiems nulemti akcijų vertę. Atitinkamai, Lietuvos bankas ABĮ pakeitimų projekto rengėjams pasiūlė apsvarstyti galimybę įstatyme įtvirtinti stambiojo akcininko teisę reikalauti išpirkti ir balso teisių nesuteikiančias bendrovės akcijas.

Atkreiptinas dėmesys, kad tokia Lietuvos banko pastaba atitinka kitų Europos valstybių teisinį reglamentavimą, kadangi tiek Danijos bendrovių akto 70 straipsnio 1 dalis, tiek Suomijos ribotos atsakomybės įmonių įstatymo 18 skyriaus 1 straipsnis, Švedijos bendrovių akto 22 skyriaus 1 straipsnis, Nyderlandų civilinio kodekso 2:201a straipsnio 1 dalis ir Vokietijos akcinių bendrovių įstatymo (Stock Corporation Act, 1965) 327a straipsnio 1 dalis numato, kad įgyvendindamas bendrovės akcijų išpirkimą, stambusis bendrovės akcininkas privalo išpirkti visas likusias bendrovės akcijas. T. y. pagal šių šalių teisę nėra svarbu, ar tokios išperkamos akcijos suteikia balsavimo teisę, ar ne. Analogiškai šis aspektas yra reglamentuotas ir *EMCA* 11.34 straipsnio 1 dalyje.

Nors pasiūlymas stambųjį bendrovės akcininką priversti supirkti ne tik balso teisę suteikiančias akcijas iš pažiūros galėtų atrodyti tinkamas, kadangi tokiu atveju stambusis akcininkas po akcijų išpirkimo iš tiesų taptų vieninteliu bendrovės akcininku, magistro darbo autoriaus nuomone, toks reguliavimas neatitiktų bendrovės akcijų išpirkimo instituto esmės, kadangi vienas iš instituto tikslų, pagal Aiškinamojo rašto rengėjus, yra sudaryti galimybę smulkiesiems bendrovės akcininkams pasitraukti iš bendrovės, kurioje vyrauja stambusis akcininkas, taip, kad būtų ginami kiekvieno smulkiojo akcininko interesai.

Atsižvelgiant į tai, kad privilegijuotųjų akcijų be balso teisės suteikimas gali būti laikomas tinkamu siekiant patenkinti tiek investuotojų ar bendrovės darbuotojų interesus (tokiems asmenims esant labiau suinteresuotiems bendrovės akcijų vertės prieaugiu ar teise

---

<sup>7</sup> Tai Lietuvos bankas pažymėjo todėl, nes ABĮ pakeitimuose, be kita ko, buvo numatytas ir privilegijuotųjų akcijų, reglamentuotų ABĮ 42 straipsnyje, liberalizavimas, siekiant jų dažnesnio pritaikymo praktikoje.

į bendrovės išmokamus dividendus), tiek bendrovės stambiojo akcininko ir bendrovės poreikius (bendrovei gaunant finansavimą ar lojalų darbuotoją, o stambiajam bendrovės akcininkui dėl šių priežasčių neprireikus atiduoti dalį turimos bendrovės kontrolės) (Conac, 2005, p. 492), į teisinį reguliavimą įtraukus nuostatą, kad priverstinai gali būti išpirktos ir tų asmenų akcijos, kurios yra be balso teisės, kiltų bendrovės investuotojų ar darbuotojų, suinteresuotų bendrovės akcijas laikyti ilgam laikui, aktyviai nedalyvaujant bendrovės valdyme, nepagrįsto išankstinio išpirkimo rizika.

Autorius norėtų pabrėžti, kad, nors darbuotojų ar investuotojų išpirkimo rizika egzistuoja ir esant dabartiniam teisiniam reglamentavimui, kadangi tokiems asmenims dėl neefektyvaus privilegijuotųjų akcijų instituto Lietuvoje iki šiol buvo suteikiamos balsavimo teisę suteikiančios bendrovės akcijos<sup>8</sup>, ABĮ įtvirtinus balso teisę nesuteikiančių akcijų išpirkimą, situacija, magistro darbo autoriaus nuomone, taptų dar blogesnė, kadangi investuotojai ir darbuotojai jiems nuosavybės teise priklausančių akcijų išpirkimo negalėtų išvengti net ir turėdami privilegijuotųjų balso teisę nesuteikiančių bendrovės akcijų.

Apibendrinant, laikytina, jog įstatymų leidėjas, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatydamas, kad gali būti išpirktos tik balsavimo teisę suteikiančios bendrovės akcijos, pasielgė tinkamai, kadangi priešingas reguliavimas nebūtų atitikęs vieno iš bendrovės akcijų išpirkimo institutui keliamų tikslų – sudaryti galimybę smulkiesiems bendrovės akcininkams pasitraukti iš bendrovės taip, kad būtų ginami pastarųjų interesai.

### **1.3 Akcininkų sutarties ir ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio reglamentavimo santykis**

Dar prieš bendrovės akcijų išpirkimo instituto įvedimą Lietuvos teisinėje sistemoje, akcijų išpirkimas nelistinguojamose bendrovėse buvo galimas ne įstatyminiu, bet sutartiniu būdu dėl bendrovės akcininkų akcijų perleidimo ypatumų, pvz., vieno iš bendrovės akcininkų akcijų išpirkimo, susitarus akcininkų sutartyje (Miliauskas, 2012, p. 78).

Atitinkamai, tam tikrais atvejais gali kilti klausimas, ar bendrovėje, egzistuojant akcininkų sutarčiai, kurioje, be kita ko, yra aptartas bendrovės akcininkų akcijų išpirkimo klausimas, tarp bendrovės akcininkų sudaryta sutartis gali pakeisti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas nuostatas. Kitaip tariant, iš dabartinio teisinio reglamentavimo nėra aišku, ar, pvz., akcininkų sutartyje stambiajam bendrovės akcininkui numačius kitokią balso teisę suteikiančių akcijų ribą, kurią pasiekus pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnį gali būti inicijuojamas

---

<sup>8</sup> Taip nurodo Asociacija LITBAN savo pastabose ir pasiūlymuose ABĮ pakeitimų projektui.

akcijų išpirkimas, ar nustačius kitokią išperkamų bendrovės akcijų kainos nustatymo mechanizmą, nei numato ABĮ (pvz., kaina nustatoma ne turto vertintojo, o pačių akcininkų pagal iš anksto numatytą formulę, imant bendrovės audituotose finansinėse ataskaitose pateiktus duomenis), tokios akcininkų sutarties nuostatos galėtų pakeisti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytą reglamentavimą.

Remiantis sutarčių laisvės principu, dabartinis teisinis reglamentavimas nedraudžia akcininkams akcininkų sutartyje numatyti kitą, nei reglamentuota ABĮ, bendrovės akcininkų akcijų išpirkimo tvarką. Visgi, magistro darbo autoriaus nuomone, šios tvarkos numatymas tarp akcininkų sudarytoje sutartyje negali pakeisti ABĮ reglamentavimo. T. y. nors kitokia akcijų išpirkimo tvarka, nei numatyta ABĮ, dėl kurios susitaria bendrovės akcininkai, turi būti laikoma galiojančia, bet kokių atveju bendrovės akcininkams privalo egzistuoti galimybė įgyvendinti ir ABĮ numatytą bendrovės akcijų išpirkimo procedūrą kaip tokią, nepaisant to, kad šios procedūros įgyvendinimo tvarka ir skirtųsi nuo numatytos bendrovės akcininkų sutartyje.

Aukščiau įvardytus teiginius darbo autorius daugiausia grindžia tuo, kad nei ABĮ, nei VPĮ eksplicitiškai nėra numatyta galimybė pakeisti šiuose įstatymuose išdėstytą nelistinguojamų ar listinguojamų bendrovių smulkiųjų akcininkų akcijų išpirkimo tvarką. Priešingai yra priverstinio akcijų pardavimo, kurį reglamentuoja CK 2 knygos IX skyrius, atveju, kadangi CK 2.116 straipsnio 2 dalis numato, kad, jeigu juridinio asmens steigimo dokumentai ar jo dalyvių sudarytos sutartys nustato kitokias priverstinio akcijų (teisių, pajų) pardavimo taisykles, CK numatytos taisyklės yra netaikomos, o taikomos taisyklės, numatytos juridinio asmens steigimo dokumentuose ar jo dalyvių sudarytose sutartyse. Panaši įstatymų leidėjo logika yra ir reglamentuojant pirmumo teisės perleidžiant uždarosios akcinės bendrovės akcijas institutą, kadangi ABĮ 47 straipsnio 9 dalis numato, kad uždarosios akcinės bendrovės įstatuose gali būti nustatyta kitokia, nei ABĮ 47 straipsnio 1–8 dalyse numatyta, akcijų pardavimo tvarka.

Magistro darbo autoriaus nuomone, manytina, kad, jei įstatymų leidėjo valia buvo leisti akcininkams tarpusavio susitarimu pakeisti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas nuostatas, tokią galimybę jis eksplicitiškai būtų numatęs pačiame ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje, kaip tai padarė priverstinio akcijų pardavimo ar uždarosios akcinės bendrovės akcininkams būdingos pirmumo teisės atveju.

Išsiaiškinus, kad akcininkams akcininkų sutartimi negalima pakeisti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatyto reglamentavimo, keltinas klausimas, ar bendrovės akcininkai



apskritai gali tarpusavyje susitarti, jog jų atžvilgiu ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas bendrovės akcijų išpirkimas yra netaikomas.

Šiuo atveju aiškumo gali suteikti LAT praktika, susijusi su pirmumo teisės, numatytos ABĮ 47 straipsnyje, taikymu. Iki pat ABĮ pakeitimų ABĮ 47 straipsnyje įstatymų leidėjas nebuvo eksplicitiškai įtvirtinęs teisės bendrovės akcininkams įstatuose numatyti, jog ABĮ 47 straipsnio 2 dalyje įtvirtinta pirmumo teisė apskritai gali būti netaikoma. Nepaisant to, įstatyminis reglamentavimas bendrovės akcininkams leido bendrovės įstatuose nusistatyti kitokią, nei numatyta ABĮ 47 straipsnyje, akcijų pardavimo tvarką. Atitinkamai, LAT dar 2009 m. nurodė, jog toks reguliavimas jokių būdu nereiškia, kad akcininkai bendrovės įstatuose gali susitarti ne tik dėl kitokios akcijų pardavimo tvarkos, tačiau ir dėl to, jog pirmumo teisė, įtvirtinta ABĮ 47 straipsnio 1 dalyje, apskritai gali būti netaikoma (Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. gruodžio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-587/2009). Tokia LAT praktika iki ABĮ pakeitimų liko nepakitusi.

Atsižvelgiant į tai, kad šioje magistro darbo skyriuje jau buvo prieita prie išvados, kad ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas reglamentavimas yra imperatyvus ir akcininkai tarpusavio susitarimu negali jo keisti, remiantis aukščiau įvardintu LAT išaiškinimu pirmumo teisės taikymo atveju, darytina išvada, kad bendrovės akcininkai taip pat negali susitarti ir dėl to, jog bendrovės akcijų išpirkimas, numatytas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje, ateityje apskritai negalės būti inicijuojamas.

Visgi, nepaisant to, magistro darbo autoriaus nuomone, įstatymų leidėjas, norėdamas išvengti situacijų, aprašytų sekančiame magistro darbo skyriuje, kuomet investuotojai ar darbuotojai, įgiję bendrovės akcijų, nedelsiant stambiojo bendrovės akcininko būtų išperkami, bendrovės akcijų išpirkimo instituto atžvilgiu turėtų numatyti panašų į Nyderlandų teisinį reguliavimą, kadangi pagal Nyderlandų civilinio kodekso 2:201a straipsnio 4 dalį bendrovės akcijų išpirkimas negali būti inicijuojamas tų smulkiųjų bendrovės akcininkų atžvilgiu, dėl kurių stambusis akcininkas yra atsisakęs akcijų išpirkimo teisės.

Siekiant teisinio reglamentavimo sistemiškumo ir nuoseklumo, magistro darbo autoriaus nuomone, aukščiau aprašyto Nyderlandų civiliniame kodekse esančio teisinio reglamentavimo mintis galėtų būti atspindėta įstatymų leidėjui ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje eksplicitiškai numčius bendrovės akcininkų teisę nusistatyti kitokias bendrovės akcijų išpirkimo sąlygas, nei numatytos ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje ir (ar) teisę susitarti, jog bendrovės

akcijų išpirkimas, numatytas ABĮ, apskritai gali būti netaikomas, kaip tai numatyta ABĮ 47 straipsnyje ir CK 2.116 straipsnio 2 dalyje.

Nagrinėjant akcininkų sutarties ir ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio reglamentavimo santykio klausimą, būtų galima atsižvelgti ir į bendrovės akcijų išpirkimo instituto Lietuvoje reguliavimui artimoje Švedijoje 2014 m. priimtą Švedijos Aukščiausiojo Teismo sprendimą, kuriame buvo nustatytas akcininkų sutarties ir Švedijos bendrovių akto 22 skyriaus, reglamentuojančio bendrovės akcijų išpirkimą, nuostatų santykis (Setterwalls, 2014)<sup>9</sup>.

Prieš pradėdant nagrinėti bylą, autoriaus nuomone, svarbu pabrėžti, kad pagal bendrą taisyklę Švedijoje (Setterwalls, 2014), kaip ir Lietuvoje (Miliauskas, 2012, p. 77), akcininkų sutartimi akcininkams leidžiama susireguliuoti tarpusavio santykius, akcininkams nukrypstant nuo nuostatų, ginančių pačių akcininkų teises.

Pereinant prie Švedijos Aukščiausiojo Teismo išnagrinėtos bylos fabulos, pasakytina, kad minimo ginčo atveju bendrovėje egzistavo du akcininkai, turintys po 50 procentų bendrovės akcijų. Akcininkai tarpusavyje buvo sudarę akcininkų sutartį, pagal kurią vienas iš akcininkų, esant tam tikroms sąlygoms, turėjo teisę išpirkti beveik visas kito akcininko akcijas, tokiam akcininkui būtinais paliekant bent vieną bendrovės akciją. Pirmajam iš bendrovės akcininkų įgyvendinus šią akcininkų sutartyje numatytą nuostatą, pastarasis įgijo visas, išskyrus vieną, antrojo akcininko akcijas. Tuomet pirmasis bendrovės akcininkas, remdamasis Švedijos bendrovių akte numatyta bendrovės akcijų išpirkimo institutu, inicijavo akcijų išpirkimo procedūrą, taip nepaisydamas akcininkų susitarimo antrajam akcininkui palikti bent vieną bendrovės akciją. Savo ruožtu antrasis bendrovės akcininkas, dėl kurio vienintelės turimos bendrovės akcijos išpirkimo kreipėsi pirmasis akcininkas, įsitikinęs, kad toks pirmojo akcininko elgesys prieštarauja tarp akcininkų sudarytai sutarčiai, kreipėsi į teismą.

Bylai instancine tvarka atkeliavus į Švedijos Aukščiausiąjį Teismą, pastarasis, išspręsdamas ginčą, priėjo prie išvados, kad akcininkų sutarties nuostatos netrukdyt pirmajam akcininkui pasinaudoti Švedijos bendrovių akte numatyta privalomo išpirkimo teise. Teismas paminėjo, kad viena iš tokio sprendimo priežasčių buvo ta, jog Švedijos bendrovių akto *travaux préparatoires* numatė, kad bendrovės įstatuose negali būti nuostatos, jog teisė ar pareiga privalomai išpirkti akcijas gali būti ribojama arba kad

---

<sup>9</sup> Tekste cituojamas Švedijos advokatų kontoros publikuotas straipsnis, kadangi pats bylos sprendimas anglų kalba nėra prieinamas.

privalomo išpirkimo nuostatos gali būti taikomos kitomis sąlygomis, nei nustatyta Švedijos bendrovių akte. Magistro darbo autorius pažymi, jog Aiškinamajame rašte panašių nuostatų, kaip Švedijos bendrovių akto *travaux préparatoires*, nėra.

Apibendrinant, magistro darbo autorius manytų, jog tais atvejais, kai bendrovės akcininkai akcininkų sutartimi sutaria dėl kitokios akcijų išpirkimo tvarkos nei numatyta ABI, akcininkų sutarta tvarka turėtų galioti, tačiau, bet koku atveju, tokios tvarkos numatymas negalėtų iš bendrovės akcininko atimti galimybės bendrovės akcijų išpirkimą inicijuoti pagal ABI 46<sup>1</sup> straipsnį, kurio nuostatos yra imperatyvaus pobūdžio. Nepaisant to, jog situacija, kai bendrovės akcininkai negali susitarti dėl bendrovės akcijų išpirkimo instituto, numatyto ABI 46<sup>1</sup> straipsnyje, netaikymo, magistro darbo autoriaus nuomone, yra neteisinga, kadangi tai sukuria prielaidas įvykti magistro darbo 1.4 skyriuje aprašytam investuotojams ar darbuotojams priklausančių akcijų išpirkimui, esant dabartiniam teisiniam reglamentavimui, toks akcininkų susitarimas turėtų būti pripažįstamas prieštaraujančiu imperatyvioms įstatymo normoms ir todėl laikomas negaliojančiu.

Pabrėžtina, kad šiame magistro darbo skyriuje išsakytos darbo autoriaus mintys analogiškai galėtų būti pritaikomos ir esant situacijai, kai reikėtų spręsti ginčą dėl bendrovės įstatuose numatytų bendrovės akcininko akcijų išpirkimo nuostatų (tokias nuostatas bendrovės įstatuose numaćius remiantis ABI 7 straipsnio 3 dalimi) bei ABI 46<sup>1</sup> straipsnyje nustatytos bendrovės akcijų išpirkimo tvarkos santykio.

#### **1.4 Investuotojų, darbuotojų išpirkimo rizika**

Toliau darbe pasisakytina apie praėjusiuose magistro darbo skyriuose užsimintą pagal dabartinį teisinį reglamentavimą egzistuojančią bendrovės investuotojams ar darbuotojams priklausančių akcijų išpirkimo riziką. Tokia rizika kyla tuomet, kai investuotojams ar darbuotojams turint ne daugiau kaip 5 procentus balso teisę suteikiančių bendrovės akcijų, bendrovėje yra stambusis akcininkas, kuriam nuosavybės teise priklauso ne mažiau kaip 95 procentai bendrovės balsų, kadangi pagal ABI 46<sup>1</sup> straipsnio 1 dalį pastarasis turi teisę inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą ir tokius investuotojus ar darbuotojus priverstinai išpirkti.

Įdomu tai, jog apie šią problematiką, tiesa, tik pensijų fondams priklausančių listinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo kontekste, rašo ir užsienio teisės doktrina (Uzakova, 2012 cituota Kramarova, 2021, p. 95).

Pabrėžtina, kad ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio reglamentavimo ydingumą numatė ir Asociacija LITBAN, atstovaujanti verslo angelų, investavusių į Lietuvos startuolius, interesams. ABĮ pakeitimams esant dar įstatymo projekto stadijoje, Asociacija LITBAN, teikdama savo pastabas ir pasiūlymus ABĮ pakeitimų projektui, nurodė, kad stambusis bendrovės akcininkas neturėtų turėti teisės išpirkti tų smulkiųjų bendrovės akcininkų, kurie iki ABĮ pakeitimų įsigaliojimo jau bus įgiję balsavimo teisę suteikiančių bendrovės akcijų. Tokį savo pasiūlymą Asociacija LITBAN grindė tuo, kad priešingas reguliavimas pažeistų verslo angelų, taip pat opcionų gavėjų teises, kadangi praktikoje tiek verslo angelų, tiek opcionų gavėjų iki šiol įgytos akcijos daugiausiai yra balsavimo teisę suteikiančios akcijos. Taip, anot Asociacijos LITBAN, yra todėl, nes iki ABĮ pakeitimų įsigaliojimo privilegijuotųjų akcijų klasė, nesuteikianti balsavimo teisės, nebuvo patraukli ir iki šiol, verslo angelams investuojant į startuolius, taip pat opcionų gavėjams buvo suteikiamos paprastosios, t. y. balsavimo teisę suteikiančios bendrovės akcijos.

Nepaisant šių argumentų, kaip matyti iš dabartinio bendrovės akcijų išpirkimo instituto reglamentavimo, į šias Asociacijos LITBAN pastabas įstatymų leidėjo atsižvelgta nebuvo – ABĮ pakeitimų 25 straipsnio 3 dalis numato teisę inicijuoti akcijų išpirkimą ne tik stambiajam bendrovės akcininkui, peržengusiam 95 procentų balso teisę suteikiančių akcijų ribą po ABĮ pakeitimų įsigaliojimo dienos, tačiau ir tuomet, kai akcininkas teisę išpirkti ar teisę reikalauti išpirkti jam nuosavybės teise priklausančias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas įgijo iki ABĮ pakeitimų įsigaliojimo dienos. Tokiu atveju, pagal įstatyminių reglamentavimą, tokios bendrovės akcininkas akcijų išpirkimo iniciatyvos teisę turėjo vienerius metus nuo ABĮ pakeitimų įsigaliojimo dienos (t. y. nuo 2022 m. lapkričio 30 d. iki 2023 m. lapkričio 30 d.).

Pasisakant dėl akcijų, kurios priklauso bendrovės darbuotojams, išpirkimo, pirmiausia atkreiptinas dėmesys į tai, kad ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnis nenumato galimybės stambiajam bendrovės akcininkui išpirkti opcionų, kuriuos pasirašant bendrovės darbuotojams yra suteikiama teisė ateityje įsigyti bendrovės akcijų<sup>10</sup>. Taigi, atitinkamai, darbuotojų išpirkimo rizika kyla tik tuomet, kai tokie darbuotojai po opcione numatyto laikotarpio pasirenka įgyti bendrovės akcijų, suteikiančių balsavimo teisę.

Visgi, magistro darbo autoriaus manymu, situacijos, kai bendrovės darbuotojas, jam realizavus opcioną ir įgijus balso teisę suteikiančių bendrovės akcijų, stambiojo bendrovės

---

<sup>10</sup> Pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 19 dalį, be balso teisę suteikiančių akcijų, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio nuostatos *mutatis mutandis* taikomos išperkant konvertuojamąsias obligacijas, kurios gali būti keičiamos į balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas.

akcininko būtų išpirktas, yra sunkiai tikėtinos, kadangi toks stambiojo akcininko elgesys visiškai neskatintų darbuotojo lojalumo bendrovei, ko įprastai ir yra siekiama darbuotojui su bendrove pasirašant opcioną ir taip tokiam darbuotojui suteikiant galimybę ateityje tapti bendrovės akcininku (Poutsma *et al.*, 2003, p. 855-862). Tikėtina, kad stambiajam bendrovės akcininkui ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio numatyta tvarka priverstinai išpirkus bendrovės darbuotojui priklausančias akcijas, pastarajam to nepageidaujant, toks darbuotojas prarastų bet kokią pasitikėjimą bendrovės vadovybe, taip pat padidėtų jo išėjimo iš bendrovėje užimamų pareigų tikimybė.

Nepaisant aukščiau išdėstyto argumentavimo, neatmestini atvejai, kai toks darbuotojo išpirkimas realybėje galėtų įvykti. Taip pat tikėtina, kad tarp bendrovės darbuotojo ir bendrovės vadovybės, kurią paskyrė stambusis bendrovės akcininkas, kilus konfliktams, perspektyva, kad stambusis bendrovės akcininkas priverstinai išpirks tokiam bendrovės darbuotojui priklausančias akcijas, jei toks darbuotojas nenusileis, galėtų priversti darbuotoją jo užimamos pozicijos bendrovės vadovybės atžvilgiu atsisakyti.

Ne ką mažesnius iššūkius, darbo autoriaus nuomone, kelia investuotojų išpirkimo rizika. Magistro darbo autorius nelaikytų teisingomis situacijas, kai stambiajam akcininkui išpirkus investuotojui priklausančias balso teisę suteikiančias akcijas ar konvertuojamąsias obligacijas, toks investuotojas netektų galimybės pasipelnyti iš akcijų vertės prieaugio, bendrovės akcijas pardavus, pvz., po penkerių metų nuo jų įgijimo, taip pat pažeidžiant tokio investuotojo teisėtą lūkestį gauti sėkmingai veikiančio startuolio pelno dalį, startuoliui išmokant investuotojui dividendus.

Pabrėžtina, kad investuotojų išpirkimo atveju, skirtingai, nei išperkant bendrovės darbuotoją, stambusis bendrovės akcininkas, darbo autoriaus nuomone, gali būti labiau suinteresuotas inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą, kadangi dažnu atveju bendrovė finansinę naudą iš tokio investuotojo bus gavusi dar prieš bendrovės akcijų išpirkimo inicijavimą. Tai galėtų būti tie atvejai, kai, pvz., investuotojas, sudarydamas konvertuojamosios paskolos sutartį su bendrove, bendrovei yra suteikęs paskolą, kuri po kurio laiko yra konvertuojama į bendrovės akcijas, taip padengiant bendrovės įsiskolinimą tokiam investuotojui.

Nepaisant to, kad aukščiau įvardinta investuotojų išpirkimo rizika yra reali ir nepageidautina, pabrėžtina, kad magistro darbo autorius nelaiko tinkamu Asociacijos LITBAN pasiūlymą, jog įstatymas numatytų, kad stambusis bendrovės akcininkas neturėtų turėti teisės išpirkti tų smulkiųjų akcininkų, kurie iki ABĮ pakeitimų įsigaliojimo dienos jau

bus įsigiję balsavimo teisę suteikiančių bendrovės akcijų. Taip yra todėl, kad numčius tokį reglamentavimą, akcijų išpirkimas negalėtų būti inicijuojamas tose bendrovėse, kurių smulkieji akcininkai yra mirę (ir tokių mirusių akcininkų akcijos į įpėdinių paveldimą turtą nebuvo įtrauktos) ar dėl kitų priežasčių ilgą laiką yra nesuinteresuoti bendrovės veikla, neatvyksta į bendrovės šaukiamus akcininkų susirinkimus ir t. t. (Kramarova, 2021, p. 92).

Magistro darbo autoriaus nuomone, investuotojų išpirkimo rizika galėtų būti valdoma tokiems investuotojams įgyjant privilegijuotųjų balso teisių nesuteikiančių bendrovės akcijų, taip pat, tuo atveju, jei investuotojai norėtų įgyti balso teisę suteikiančias bendrovės akcijas ir aktyviai dalyvauti bendrovės valdyme – į ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio nuostatas inkorporuojant magistro darbo 1.3 skyriuje pasiūlytą Nyderlandų civiliniame kodekse ar ABĮ 47 straipsnyje ir CK 2.116 straipsnio 2 dalyje numatytą reglamentavimą. Sekančiai pakoregavus teisinį reglamentavimą, investuotojai ar darbuotojai, investavimo ir (ar) akcininkų ar opciono sutartyse kartu su stambiuoju bendrovės akcininku susitarę dėl draudimo pastarajam jų atžvilgiu įgyvendinti bendrovės akcijų išpirkimą, galėtų būti tikri, kad jų balso teisę suteikiančios bendrovės akcijos stambiojo akcininko išpirktos nebus.

Jei taip įvyktų, kad bendrovės investuotojas ar darbuotojas stambiojo bendrovės akcininko būtų išpirkti, pastarieji galėtų kreiptis į teismą ir teigti, kad toks jų akcijų išpirkimas yra jų nuosavybės teisės ribojimas. Nors įprastai listinguojamų bendrovių akcijų privalomo pardavimo ir pirkimo kontekste teismai laiko, kad akcijų išpirkimo teisė nėra nesuderinama su Europos žmogaus teisių konvencija (Europos žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių apsaugos konvencija, 1950) ar šalių nacionalinių Konstitucijų nuosavybės apsaugos nuostatomis, kol išpirkimo teisė taikoma tik tada, kai bendrovės akcininkų mažuma yra gana nedidelė ir siūloma atitinkama kompensacija (Krohn, 2004, p. 164), magistro darbo autoriaus nuomone, egzistuoja tikimybė, kad teismas, gavęs tokią bylą, remdamasis sąžiningumo, protingumo ir teisingumo principais, puikiai suvokdamas esamo dabartinio teisinio reglamentavimo ydingumą ir norėdamas apsaugoti smulkųjį bendrovės akcininką nuo nepagrįsto jo išpirkimo, bylą išspręstų būtent jo naudai, taip apsaugodamas jo nuosavybės teisę ir neleisdamas stambiajam bendrovės akcininkui tokio smulkiojo akcininko atžvilgiu įvykdyti bendrovės akcijų išpirkimo.

Taigi, darytina išvada, jog, nepaisant to, kad dabartinis teisinis reglamentavimas suteikia prielaidas kilti investuotojams ar darbuotojams priklausančių akcijų išpirkimo rizikai, ši rizika gali būti valdoma suteikiant balso teisių nesuteikiančių bendrovės akcijų, taip pat keičiant teisinį reglamentavimą, kaip *ultima ratio* laikant teismų tokiems investuotojams ar darbuotojams pateiktą palankų išaiškinimą.

## 1.5 Balso teisę suteikiančių akcijų apskaičiavimas

ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatyta, kad bendrovės akcijų išpirkimo institutas gali būti inicijuojamas tik tuomet, kai stambusis bendrovės akcininkas įsigyja ne mažiau kaip 95 procentus balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių bendrovės akcijų. Įdomu tai, kad reglamentavimas, pagal kurį procentų riba, reikalinga bendrovės akcijų išpirkimo inicijavimui, yra skaičiuojama atsižvelgiant į balso teisę suteikiančias akcijas, kaip tai yra numatyta Lietuvoje, nėra dažnas – taip nėra nei Danijoje, nei Suomijoje ar Nyderlanduose, kur akcijų išpirkimui reikalingos ribos pasiekimas vertinamas pagal stambiajam akcininkui priklausančią visų bendrovės akcijų ir balsų dalį (Danijos bendrovių akto 70 straipsnio 1 dalis; Suomijos ribotos atsakomybės įmonių įstatymo 18 skyriaus 1 straipsnis; Nyderlandų civilinio kodekso 2:201a straipsnio 1 dalis), nei Švedijoje ar Vokietijoje, kur ribos nustatymui yra imama tik stambiajam akcininkui nuosavybės teise priklausanti bendrovės akcijų dalis (Švedijos bendrovių akto 22 skyriaus 1 straipsnis; Vokietijos akcinių bendrovių įstatymo 327a straipsnio 1 dalis).

Atitinkamai, kadangi ABĮ numato, kad į stambiojo akcininko peržengiamą 95 procentų ribą turi būti įtraukiamos tik balso teisę suteikiančios bendrovės akcijos, kiekvienu atveju kyla poreikis apskaičiuoti, kokia dalis visų balso teisę suteikiančių bendrovės akcijų nuosavybės teise priklauso stambiajam akcininkui ir ar jo turimų akcijų pakanka tam, kad būtų galima inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą.

Remiantis ABĮ 42 straipsnio 3 dalimi, visos bendrovės paprastosios akcijos suteikia balso teisę. Atsižvelgiant į tai, stambiojo bendrovės akcininko turimos paprastosios bendrovės akcijos visais atvejais yra įtraukiamos skaičiuojant balso teisę suteikiančias akcijas.

Tais atvejais, kai bendrovė yra išleidusi privilegijuotųjų akcijų, tokios privilegijuotosios akcijos, norint nustatyti, ar stambusis bendrovės akcininkas pasiekė ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 1-2 dalyse nustatytą ribą, turi būti įtraukiamos tik tuomet, jei jos suteikia balsavimo teisę. Jei privilegijuotosios akcijos nesuteikia balsavimo teisės, tokių bendrovės akcijų įtraukti, nustatant stambiojo akcininko turimų balso teisę suteikiančių akcijų skaičių, nereikia.

Pasisakant dėl privilegijuotųjų akcijų nesuteikiančių balsavimo teisės, reikėtų paminėti, jog egzistuoja tikimybė, kad pagal ABĮ 42 straipsnio 6 dalį tokios privilegijuotosios akcijos be balsavimo teisės ateityje bus konvertuotos į paprastasias bendrovės akcijas. Taip įvykus,

nustatant stambiojo akcininko pasiektą bendrovės balsų ribą, tokias konvertuotas bendrovės akcijas taip pat reikėtų įtraukti į skaičiavimus.

Atkreiptinas dėmesys, kad pagal teisinį reglamentavimą nėra poreikio atskirai skaičiuoti, kokią dalį tam tikros akcijų klasės turi stambusis bendrovės akcininkas. T. y. nereikia nustatyti, pvz., ar stambusis akcininkas turi 95 procentus visų privilegijuotųjų akcijų su balso teise (kaip pagal VPI 32 straipsnio 2 dalį yra listinguojamų bendrovių atžvilgiu), užtenka, kad tokio stambiojo akcininko turimos balsavimo teisę suteikiančios akcijos (įskaitant privilegijuotąsias su balso teise akcijas) sudarytų ne mažiau kaip 95 procentus visų balso teisę suteikiančių bendrovės akcijų. Pabrėžtina, kad taip pat yra ir Nyderlanduose, tiesa, ten, kaip jau minėta, skaičiuojant 95 procentų ribą, yra imama stambiajam akcininkui priklausanti visų bendrovės akcijų ir balsų dalis (van der Elst, van der Steen, 2009, p. 412).

Kadangi ABI 54 straipsnis suteikia galimybę bendrovei tam tikrais atvejais įgyti savų akcijų, kyla klausimas, ar tokios bendrovės turimos savos akcijos turėtų būti įtraukiamos skaičiuojant stambiojo akcininko turimų balso teisę suteikiančių akcijų ribą, ar ne. Atsižvelgiant į tai, kad pagal ABI 54 straipsnio 7 dalį bendrovė, įsigijusi savų akcijų, neturi teisės naudotis jų suteikiamomis turtinėmis ir neturtinėmis teisėmis, darytina išvada, kad bendrovės turimos savos akcijos neturėtų būti įtraukiamos skaičiuojant stambiojo akcininko pasiektą bendrovės balsų ribą, taip pat bendrovės turimos savos akcijos negali būti tokio stambiojo akcininko išperkamos.

Analogiškai turėtų būti ir tais atvejais, kuomet bendrovės akcijų turi jos dukterinė bendrovė, kadangi pagal ABI 54 straipsnio 9 dalį bendrovės akcijas įgijus jos dukterinei bendrovei, yra aiškinama, kad akcijas įgyja pati bendrovė. Taigi, tokiu atveju yra laikytina, jog bendrovė turi savų akcijų, kurios, kaip jau aptarta aukščiau, bendrovei balsavimo teisės nesuteikia. Tai, kad, skaičiuojant stambiojo bendrovės akcininko turimus balsus, į bendrovės turimas savas akcijas ar dukterinės bendrovės turimas bendrovės akcijas neturėtų būti atsižvelgiama, numatyta ir Suomijoje (Suomijos ribotos atsakomybės įmonių įstatymo 18 skyriaus 1 straipsnis), Nyderlanduose (Hermans, 2002 cituota van der Elst, van der Steen, 2009, p. 411), Vokietijoje (Koppensteiner, 2004 cituota van der Elst, van der Steen, 2009, p. 412).

Galiausiai, skaičiuojant stambiojo bendrovės akcininko turimas balso teisę suteikiančias bendrovės akcijas, reikėtų atkreipti dėmesį į tai, kad kartais, tarp bendrovės akcininkų sudarytoje akcininkų sutartyje, tam tikrų akcininkų atžvilgiu jų balsavimo teisės



atskirais klausimais gali būti praplėstos arba susiaurintos. Atsakymų, kaip tada reikėtų skaičiuoti tokių akcininkų turimus balsus, įstatymas nepateikia.

Magistro darbo autoriaus nuomone, tokiais atvejais, jei smulkiojo bendrovės akcininko balsavimo teisės akcininkų sutartimi būtų praplėstos, pvz., jei jis turėtų veto teisę priimant esminius bendrovei sprendimus, reikėtų laikyti, kad toks akcininkas turi negatyvią bendrovės kontrolę ir, atitinkamai, net jei stambusis bendrovės akcininkas ir turėtų ne mažiau nei 95 procentus visų bendrovės balsų, toks smulkusis bendrovės akcininkas negalėtų būti išperkamas. Jei akcininkų sutartimi akcininko, kuris turi nemažiau nei 95 procentus balsavimo teisę suteikiančių akcijų, balsavimo teisės būtų susiaurintos, magistro darbo autorius manytų, kad toks akcininkas vis dar gali išpirkti kitus smulkiuosius bendrovės akcininkus, jei stambusis bendrovės akcininkas išlaiko bendrovės kontrolę ir gali priimti esminius bendrovei sprendimus vienasmeniškai.

Taigi, nors įprastai skaičiuojant bendrovės akcininkams priklausančių balso teisę suteikiančių akcijų skaičių problemų kilti neturėtų, iššūkių gali kelti tarp bendrovės akcininkų sudaryta sutartis, kurioje akcininkų balsavimo teisės būtų modifikuotos. Tokiais atvejais teismas, gavęs bylą, tikėtina, jog kaip esminį kriterijų, kuris nuspręstų, ar bendrovės akcininkų atžvilgiu gali būti inicijuojamas bendrovės akcijų išpirkimas, laikytų bendrovės vienvaldės kontrolės buvimą, kai visi esminiai bendrovės valdymo klausimai (tokie, kaip, pvz., bendrovės valdymo organų narių skyrimas, bendrovės reorganizavimas ar likvidavimas) stambiojo bendrovės akcininko galėtų būti sprendžiami vienasmeniškai. Tam teismui reikėtų nustatyti tikrą stambiojo ir smulkiųjų akcininkų padėtį bendrovėje, be kita ko, analizuojant akcininkų sutarties nuostatas bei bendrovės įstatus.

## **1.6 Sutartinai veikiančių asmenų sąvokos dviprasmiškumas**

ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnis, kuriuo reglamentuojama, kada gali būti inicijuojamas bendrovės akcijų išpirkimas, nustato, kad bendrovės akcininkas įgyti ne mažiau kaip 95 procentus balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių bendrovės akcijų gali (i) veikdamas savarankiškai arba (ii) kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis.

Jei akcininkas ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių akcijų ribą pasiekia kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 5 dalis numato, kad sutartinai veikiantys asmenys solidariai atsako už pareigos išpirkti smulkiųjų akcininkų akcijas

įvykdymą, o kiekvieno iš jų išperkamų akcijų skaičius yra proporcingas jų turimų bendrovės balsų skaičiui.

Sutartinai veikiančių asmenų institutas, pagal Aiškinamojo rašto rengėjus, šiuo atveju reikalingas tam, kad stambusis bendrovės akcininkas, nenorėdamas vykdyti iš įstatymo išeinančios pareigos išpirkti smulkiųjų bendrovės akcininkų akcijas, šios pareigos neapeitų, dalį jam priklausančių akcijų ar jų suteikiamų balsavimo teisių perleisdamas kitiems asmenims.

Norint nustatyti, ar akcininkas veikia savarankiškai, ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, atkreiptinas dėmesys į ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 5 dalį, kuri nurodo, kad akcininko, veikiančio savarankiškai ar kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis, balsai turi būti skaičiuojami vadovaujantis VPĮ 16 straipsnio nuostatomis.

Pagal VPĮ 2 straipsnio 33 dalį laikoma, kad VPĮ 16 straipsnyje nustatytais atvejais asmenys veikia sutartinai. Remiantis tokiu teisiniu reglamentavimu, būtų galima daryti prielaidą, kad sutartinai veikiančiais asmenimis ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio prasme galėtų būti laikomi ne tik (i) asmuo, su kuriuo akcininkas sudarė balsavimo sutartį dėl ilgalaikės bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo, ir akcininkas, ar (ii) asmuo, kuris įgijo akcijas savo vardu, tačiau dėl akcininko interesų, ir akcininkas, tačiau ir, pvz., (iii) asmuo bei akcininkas, jei asmens akcijos akcininkui yra įkeistos arba kaip finansinis užstatas jam perduotos, ar (iv) asmuo ir akcininkas, kurį asmuo įgaliojo savo nuožiūra balsuoti bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime.

Magistro darbo autoriaus nuomone, suprantama, kad pagal įstatymą sutartinai veikiančiais asmenimis laikomi asmenys, kurie sudarė balsavimo sutartį dėl ilgalaikės bendrovės valdymo politikos įgyvendinimo ar asmenys, iš kurių vienas įgijo akcijas savo vardu, tačiau kito akcininko interesais (pvz., dukterinei bendrovei įgijus jos seserinės bendrovės akcijų, motininė ir dukterinė bendrovė seserinės bendrovės valdyme būtų laikomos veikiančiomis sutartinai). Visgi, kitais, VPĮ 16 straipsnio 1 dalyje įvardintais, atvejais reikėtų kelti klausimą, ar tikrai tie asmenys, kurie, pvz., nuosavybės teise turi kelis procentus balsų suteikiančių bendrovės akcijų, kurios yra įkeistos stambiajam akcininkui ir kuris turi teisę laisvai naudotis tokių akcijų suteikiamomis balsavimo teisėmis, iš tiesų įstatymo turėtų būti įpareigojami solidariai kartu su stambiuoju akcininku išpirkti kitus smulkiuosius bendrovės akcininkus. Tokio klausimo kėlimas akcijų įkeitimo atveju būtų laikomas ypač pagrįstu tuomet, kai sprendimą inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą

stambusis akcininkas (įkaito turėtojas) priimtų vienasmeniškai, t. y. nepasitaręs su smulkiaisiais akcininkais – įkaito davėjais.

Teisinį reglamentavimą aiškinant taip, kad visais, VPĮ 16 straipsnio 1 dalyje išvardintais, atvejais asmenys yra laikomi veikiančiais sutartinai, kaip tai nurodo VPĮ 2 straipsnio 33 dalis, magistro darbo autoriaus nuomone, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje vartojama sąvoka „sutartinai veikiančias asmenys“ netektų prasmės, kadangi dažnu atveju susitarimo tarp VPĮ 16 straipsnio 1 dalyje įvardintų asmenų net ir nebūtų.

Be aukščiau įvardintos problematikos, taip pat kyla klausimas, ar VPĮ 16 straipsnyje pateiktas sutartinai veikiančių asmenų sąrašas yra baigtinis, ar gali būti įrodinėjamas ir kitoks asmenų veiksmų koordinavimas ir derinimas.

Atsakymą, siekdama išsklaidyti reglamentavimo neaiškumą, pateikia teismų praktika. Štai, pvz., Vilniaus apygardos administracinio teismo sprendime dėl privalomo akcijų išpirkimo listinguojamoje bendrovėje AB „Linas“ teisėjų kolegija pasisakė, kad du bendrovės akcininkai negali būti laikomi veikiančiais savarankiškai, nes šiuos asmenis sieja ilgalaikiai komerciniai santykiai, taip pat didelės vertės sutartiniai išpareigojimai, be to, abu šie asmenys yra suinteresuoti bendra AB „Linas“ valdymo politika. Atitinkamai, teisėjų kolegija nustatė, kad šie asmenys veikia numanomo žodinio susitarimo pagrindu (Vilniaus apygardos administracinio teismo 2014 m. balandžio 7 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-665-121/2014). Kitoje byloje Lietuvos vyriausiasis administracinis teismas (toliau – LVAT) akcininkus, kaip sutartinai veikiančius asmenis, identifiko įvertindamas tokių asmenų tarpusavio santykius iki akcijų įsigijimo ir bendradarbiavimą išgyjant bendrovės akcijas, taip pat nurodė, kad nesvarbu, ar šie asmenys bendrą kontrolę panaudojo balsuodami visuotiniame akcininkų susirinkime, ar ne, užteko vien formalaus kriterijaus, kad balsų riba buvo peržengta (Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. spalio 20 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-261-1740-08). Be to, šios bylos pirmoje instancijoje teismas nurodė, kad tai, jog asmenys veikia sutartinai, gali rodyti ir juos siejantys giminystės bei formalūs svainystės ryšiai (Vilniaus apygardos administracinio teismo 2007 m. gruodžio 20 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-7920-121/2007).

Atsižvelgiant į aukščiau įvardintą, teigtina, kad VPĮ 16 straipsnyje pateiktas sąrašas atvejų, kuomet asmenys ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio prasme turėtų būti laikomi veikiančiais sutartinai, neturėtų būti laikomas įpareigojančiu, o kiekvienu atveju, kilus abejonėms, atsižvelgus į visas bylos aplinkybes, faktą, ar asmenys veikė sutartinai, ar ne, turėtų nustatyti teismas.

## **2. ABĮ 46<sup>1</sup> STRAIPSNYJE NUMATYTO PROCEDŪRINIO MODELIO TRŪKUMAI**

Aptarus ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje esančių bendrovės akcijų išpirkimo prielaidų problematiką, pereitina prie paties instituto įstatymų numatyto procedūrinio modelio.

Šioje magistro darbo dalyje bus identifikuojami ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje esantys procedūrinio modelio trūkumai, įvertinama, ar šie trūkumai bendrovės akcininkams trukdo tinkamai įgyvendinti bendrovės akcijų išpirkimą ir, atitinkamai, pasiūlomi modelio tobulinimo būdai, leidžiantys į bendrovės akcijų išpirkimo instituto įgyvendinimą įnešti daugiau aiškumo ir, tikėtina, paversti institutą populiareniu jo taikymo praktikoje prasme.

### **2.1 Akcininkų pareiga informuoti bendrovę apie ketinimą inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą**

Visų pirma, magistro darbo autoriaus nuomone, kvestionuotinas yra ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalies, įpareigojančios bendrovės akcininkus informuoti apie ketinimą pasinaudoti akcijų išpirkimo teise, reglamentavimas.

ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalies formuluotė skamba taip: „Bendrovės akcininkas, ketinantis pasinaudoti išpirkimo teise, ir akcininkas, reikalaujantis, kad būtų išpirktos jam nuosavybės teise priklausančios balsavimo teisę suteikiančios bendrovės akcijos, apie tai raštu informuoja bendrovę“. Iš šios nuostatos lingvistinės formuluotės galima susidaryti įspūdį, kad apie ketinimą pasinaudoti akcijų išpirkimo teise bendrovei būtinai turi pranešti tiek stambusis akcininkas, ketinantis išpirkti smulkiųjų bendrovės akcininkų akcijas, tiek smulkusis bendrovės akcininkas, kuris, remdamasis ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 2 dalimi, reikalauja, kad būtų išpirktos tokiam smulkiajam akcininkui nuosavybės teise priklausančios akcijos (t. y. kad stambusis akcininkas įgyvendintų įstatymo jam numatytą išpirkimo pareigą).

Nors negalima atmesti situacijų, kai bendrovės akcijų išpirkimą inicijuotų tiek stambusis, tiek smulkusis bendrovės akcininkai (kaip tai numatyta ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalies formuluotėje), dažnu atveju gali būti taip, kad, pvz., smulkusis akcininkas pageidauja, stambiajam bendrovės akcininkui įgijus ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių bendrovės akcijų, ir toliau likti bendrovės akcininku. Atitinkamai, būtų nelogiška manyti, kad toks smulkusis bendrovės akcininkas raštu informuotų bendrovę reikalaujant, kad būtų išpirktos jam nuosavybės teise priklausančios bendrovės akcijos,

kaip tai numato ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalis. Tokiu atveju, smulkiąjam bendrovės akcininkui neinformavus bendrovės apie akcijų išpirkimą, pagal dabartinį teisinį reglamentavimą, jį aiškinant lingvistiniu būdu, būtų prieinama prie išvados, kad akcijų išpirkimas, jei apie jį neinformavo tiek stambusis, tiek vienas iš smulkiųjų bendrovės akcininkų, yra negalimas.

Aukščiau įvardintas aiškinimas, darbo autoriaus nuomone, yra netinkamas ir tiesiogiai prieštarauja ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 1-2 dalyse numatytam bendrovės akcijų išpirkimo instituto priverstiniam pobūdžiui. Pagal bendrovės akcijų išpirkimo instituto esmę, stambusis akcininkas turi teisę pareikalauti, kad smulkiojo akcininko akcijos stambiojo akcininko būtų išpirktos nepaisant, ar to pageidauja smulkusis bendrovės akcininkas, ar ne (Savolainen, Saastamoinen, 2016 cituota Elonen, 2022, p. 129). Lygiai tas pats pasakytina ir atvirkštinėje situacijoje, kai smulkusis akcininkas, stambiajam akcininkui įgijus ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių bendrovės akcijų, turi teisę inicijuoti jam priklausančių akcijų išpirkimą nepaisant stambiojo akcininko pozicijos šiuo klausimu.

Apibendrinant, atsižvelgiant į aukščiau išdėstytus argumentus, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalies formuluotę tikslinga būtų keisti pridedant žodį „arba“ ir išdėstyti 6 dalį sekančiai: „Bendrovės akcininkas, ketinantis pasinaudoti išpirkimo teise, ir (arba) akcininkas, reikalaujantis, kad būtų išpirktos jam nuosavybės teise priklausančios balsavimo teisę suteikiančios bendrovės akcijos, apie tai raštu informuoja bendrovę“.

## **2.2 Procedūrinis veiksmas, nuo kurio laikoma, kad bendrovės akcijų išpirkimo procesas yra inicijuotas**

ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 3 dalis nustato, kad bendrovės akcijų išpirkimas gali būti inicijuojamas per tris mėnesius nuo tos dienos, kai bendrovės akcininkas įsigyja ne mažiau kaip 95 procentus balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių bendrovės akcijų. Įdomu tai, kad nei Danijoje, nei Suomijoje, Švedijoje, Nyderlanduose ar Vokietijoje, skirtingai nei Lietuvoje, įstatymų leidėjas neriboja galimybės inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą kokiu nors terminu. Aiškinamojo rašto rengėjų šio termino numatymas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje iš esmės grindžiamas tuo, kad priešingu atveju stambusis bendrovės akcininkas turėtų galimybę manipuluoti akcijų kaina, bendrovės akcijų išpirkimą inicijuodamas tuomet, kai

bendrovės akcijos kaina yra itin žema, taip pakenkiant bendrovės smulkiųjų akcininkų teisei gauti teisingą atlyginimą už priverstine tvarka perleistas bendrovės akcijas<sup>11</sup>.

Nepaisant to, kad trijų mėnesių termino pradžia ABĮ yra reglamentuota pakankamai aiškiai (t. y. nuo tada, kai stambusis bendrovės akcininkas įgyja ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių bendrovės akcijų), iš ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio nuostatų nėra akivaizdu, kada gali būti laikoma, jog bendrovės akcijų išpirkimo procesas buvo inicijuotas. Šis momentas yra itin svarbus, kadangi, inicijavus bendrovės akcijų išpirkimą, nutrūksta ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 3 dalyje numatyto trijų mėnesių termino, kurį praleidus bendrovės akcininkai praranda teisę inicijuoti akcijų išpirkimo procesą, skaičiavimas ir seka kiti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatyti procedūriniai terminai.

Magistro darbo autoriaus nuomone, reikėtų laikyti, kad bendrovės akcijų išpirkimas buvo inicijuotas nuo (i) ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalyje numatyto bendrovės informavimo raštu, jei bendrovės akcijų išpirkimą inicijuoja tik smulkusis bendrovės akcininkas arba ir smulkusis bendrovės akcininkas, ir stambusis bendrovės akcininkas; arba (ii) nuo ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje numatyto pranešimo pateikimo bendrovei, jei bendrovės akcijų išpirkimą inicijuoja tik stambusis bendrovės akcininkas.

Laikant, kad bendrovės akcijų išpirkimo procesas buvo inicijuotas kitu procedūriniu veiksmu, pvz., jog procesas buvo inicijuotas stambiajam akcininkui pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 4 dalį informavus bendrovę apie įgytas ne mažiau kaip 95 procentus balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančias bendrovės akcijas, pagal dabartinį teisinį reglamentavimą, jei akcijų išpirkimo proceso pageidautų tik stambusis akcininkas, toks stambusis akcininkas nebūtų susaistytas trijų mėnesių termino pateikti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje numatytą pranešimą, kuriame, be kita ko, yra nurodoma ir bendrovės akcijos išpirkimo kaina. Atitinkamai, tokį pranešimą stambusis bendrovės akcininkas galėtų teikti, pvz., kad ir po metų nuo ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 4 dalyje numatyto bendrovės informavimo.

Taigi, teigtina, jog ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas bendrovės akcijų išpirkimo procesas turi būti laikomas inicijuotas nuo ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 ar 7 dalyse numatyto bendrovės informavimo raštu. Priešingas aiškinimas duotų prielaidą pažeisti smulčiojo bendrovės akcininko teisėtą interesą per įstatymo aiškiai apibrėžtą terminą žinoti stambiojo akcininko ketinimus dėl bendrovės akcijų išpirkimo, taip pat panaikintų įstatymo leidėjo numatyto trijų mėnesių termino, skirto atimti galimybę stambiajam bendrovės akcininkui

---

<sup>11</sup> Daugiau apie stambiojo akcininko galimas manipuliacijas bendrovės akcijų kaina – magistro darbo 3.3 skyriuje.

manipuliuoti bendrovės akcijų kaina, bendrovės akcijų išpirkimą inicijuojant tuomet, kai bendrovės akcijos kaina yra žemiausiame taške, prasmę.

### **2.3 Terminas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje numatytam pranešimui pateikti, kai akcijų išpirkimą inicijuoja smulkusis bendrovės akcininkas**

ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 8 dalis numato, kad, jei bendrovės akcijų išpirkimas buvo inicijuotas smulkiojo bendrovės akcininko, stambusis akcininkas, turintis ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 2 dalyje numatytą išpirkimo pareigą, privalo ne vėliau kaip per 20 darbo dienų nuo bendrovės pranešimo apie akcininko reikalavimą bendrovei pateikti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje nurodytą pranešimą.

Visų pirma, nėra aišku, kas turima omenyje įstatymų leidėjui referuojant į „bendrovės pranešimą apie akcininko reikalavimą“, kadangi ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje bendrovei nėra numatoma pareiga stambiajam bendrovės akcininkui pranešti apie ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalyje numatytą smulkiojo akcininko bendrovės informavimą raštu išpirkti tokiam smulkiajam akcininkui nuosavybės teise priklausančias bendrovės akcijas.

Atsižvelgiant į tai, kad ABĮ tiesioginio kontakto tarp stambiojo ir smulkiojo bendrovės akcininkų, bendraujant dėl bendrovės akcijų išpirkimo proceso, nenumato, o tarpininko vaidmuo, sistemiškai aiškinant ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio nuostatas, yra priskirtas bendrovei, darytina prielaida, kad bendrovė, gavusi ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalyje numatytą smulkiojo akcininko reikalavimą išpirkti jo akcijas, apie tai privalo informuoti stambųjį bendrovės akcininką.

Darbo autoriaus nuomone, ši reglamentavimo spraga atsirado todėl, kad VPĮ 32 straipsnyje, kurio pagrindu buvo reglamentuotas ir ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas bendrovės akcijų išpirkimas, atskirai nėra numatyta procedūrinė eiga, kai procesą inicijuoja vien tik smulkusis bendrovės akcininkas.

Kadangi toks stambiojo akcininko informavimas turi itin didelę reikšmę (nuo tokio informavimo pradedamas skaičiuoti 20 darbo dienų terminas stambiajam akcininkui parengti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje nurodytą pranešimą), teigtina, kad įstatymų leidėjas turėtų atskirai ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatyti bendrovės pareigą, gavus ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalyje numatytą smulkiojo akcininko reikalavimą išpirkti jo akcijas, informuoti stambųjį akcininką ir tokiai bendrovės informavimo pareigai nustatyti aiškiai apibrėžtą terminą,

pvz., stambųjį akcininką informuoti per ne vėliau kaip kitą darbo dieną nuo smulkiojo akcininko reikalavimo išpirkti jam priklausančias akcijas bendrovėje gavimo.

Antra, pasisakytina dėl ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 8 dalyje numatyto termino stambiajam bendrovės akcininkui pateikti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje nurodytą pranešimą.

Darbo autorius mano, kad tais atvejais, kai akcijų išpirkimą inicijuoja smulkusis bendrovės akcininkas, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 8 dalyje numatytas reikalavimas stambiajam akcininkui per ne vėliau kaip 20 darbo dienų nuo bendrovės pranešimo apie smulkiojo akcininko reikalavimą bendrovei pateikti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje nurodytą pranešimą praktiškai yra sunkiai įgyvendinamas. Taip yra todėl, nes ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalies 4 punktas nustato, jog stambiojo akcininko pranešime bendrovei dėl akcijų išpirkimo inicijavimo turi būti nurodyta pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 10 dalį nepriklausomo turto vertintojo nustatyta teisinga bendrovės akcijos išpirkimo kaina. Atsižvelgiant į tai, kad įprastai akcijų vertinimas užtrunka mažiausiai vieną mėnesį (Delfi, 2023), teigtina, kad tokiu reguliavimu stambiajam akcininkui yra primetama sunkiai pakeliama našta.

Tęsiant pradėtą mintį, pagal dabartinį reglamentavimą, norėdamas nepraleisti įstatymų leidėjo numatytų terminų, stambusis akcininkas, net ir nenorėdamas išpirkti smulkiojo bendrovės akcininko, privalėtų kreiptis į turto vertintojus dar prieš įgydamas ne mažiau kaip 95 procentus bendrovės balsų suteikiančių bendrovės akcijų, kadangi visada egzistuoja tikimybė, kad smulkusis bendrovės akcininkas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalyje numatytą reikalavimą išpirkti jam priklausančias akcijas pateiks per įmanomai trumpiausią laiką, kuris, teoriškai, galėtų būti ta pati diena, kai stambusis bendrovės akcininkas įgijo ne mažiau kaip 95 procentus bendrovės balsų.

Remiantis aukščiau įvardintu, magistro darbo autoriaus nuomone, siekiant smulkiųjų ir stambiojo akcininko interesų pusiausvyros, tikslinga būtų ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 8 dalyje numatytą 20 darbo dienų terminą ilginti iki 2 mėnesių.

## **2.4 Smulkiųjų bendrovės akcininkų interesų užtikrinimas**

ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 13 dalis numato, kad smulkieji bendrovės akcininkai, nesutinkantys su stambiojo akcininko pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalį bendrovei pateiktame pranešime nurodyta akcijos išpirkimo kaina, gali kreiptis į teismą dėl akcijos išpirkimo kainos atitikties teisingumo reikalavimams. Tokiu atveju teismas, remdamasis ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 14 dalimi, turi teisę privalomą akcijų išpirkimo procedūrą sustabdyti iki teismo nutarties



dėl akcijos kainos nustatymo įsiteisėjimo dienos. Kol akcijų išpirkimo procedūra yra sustabdyta, akcininkai neprivalo nei parduoti, nei pirkti akcijų, taip pat yra sustabdomi ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje nustatyti akcininkų įsipareigojimų įvykdymo terminai.

Magistro darbo autorius, remdamasis teisės doktrinoje išsakyta nuomone privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo listinguojamose bendrovėse atvejais (Miliutis, 2014, p. 83-84), laiko, jog ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 14 dalyje numatytas reglamentavimas diskriminuoja smulkiuosius bendrovės akcininkus, kurie, pasinaudodami šioje dalyje numatyta tvarka, užginčijo akcijos kainą, akcijos kainos neužginčijusių ir akcijas stambiajam akcininkui pardavusių akcininkų atžvilgiu.

Tokia mintis grįstina tuo, kad, tais atvejais, kai teismas sustabdo akcijų išpirkimo procedūrą, daliai smulkiųjų akcininkų užginčijus stambiojo akcininko nustatytą bendrovės akcijos kainą, akcijas pardavę kiti smulkieji bendrovės akcininkai gali laisvai disponuoti už perleistas akcijas gautomis lėšomis, o taip pat akcijų vertinimo proceso sėkmingos baigties atveju (t. y. jei teismo nutartimi nustatyta kaina yra aukštesnė už stambiojo akcininko nurodytą akcijos kainą) pastarieji įgyja teisę į stambiojo akcininko jiems sumokėtos ir teismo nustatytos kainos skirtumą (ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 15 dalis). Taigi, darytina išvada, kad dabartiniu reglamentavimu smulkieji bendrovės akcininkai, nenorėdami įsivelti į galimai bevaisį ginčą ir po kelerių metų gauti tą pačią (bet jau nuvertėjusią) pinigų sumą, yra netiesiogiai verčiami parduoti savo akcijas už stambiojo bendrovės akcininko pasiūlytą kainą, tokios kainos neginčydami teismine tvarka.

Šią smulkiųjų bendrovės akcininkų, užginčijusių stambiojo akcininko nurodytą akcijos kainą, diskriminaciją iš dalies galima būtų ištaisyti į instituto teisinį reglamentavimą Lietuvoje įvedus palūkanų skaičiavimą, kaip tai numatyta Švedijos bendrovių akto 22 skyriaus 3 straipsnyje.

Tokiu atveju, palūkanas nuo galutinės teismo nustatytos akcijos išpirkimo kainos skaičiuojant nuo tos dienos, kai kuris nors iš smulkiųjų bendrovės akcininkų, per stambiojo akcininko numatytą terminą neperleidusių akcijų stambiajam akcininkui, paprašė, kad ginčą spręstų teismas, iki tol, kol teismo sprendimas, kuriuo nustatoma akcijos išpirkimo kaina, tampa galutinis, tokiam akcininkui išmokama suma mažų mažiausia nebūtų laikoma nuvertėjusia. Darbo autoriaus siūlymu, tokių palūkanų dydis galėtų būti nustatomas remiantis CK 6.210 straipsnio nuostatomis ar Lietuvos Respublikos mokėjimų, atliekamų pagal komercines sutartis, vėlavimo prevencijos įstatymo (Lietuvos Respublikos mokėjimų, atliekamų pagal..., 2003) (toliau – Mokėjimų vėlavimo prevencijos įstatymas)

3 straipsnio 2 dalies numatyta tvarka.

Magistro darbo autoriaus nuomone, verta pabrėžti, kad, jei palūkanų skaičiavimas į bendrovės akcijų išpirkimo institutą, smulkiesiems akcininkams teismine tvarka ginčijant stambiojo akcininko nustatytą akcijos kainą, būtų įvestas, nepaisant to, kad akcininkai akcijos kainos nustatymo teisme proceso metu išlaikytų savo, kaip bendrovės akcininkų, statusą, visuotiniam akcininkų susirinkimui teismo proceso metu priėmus sprendimą dėl dividendų išmokėjimo, šių dividendų smulkieji akcininkai, ginčiję stambiojo akcininko nurodytą akcijos kainą, gauti neturėtų. Tokią mintį darbo autorius grindžia teisės doktrinoje išreikšta nuomone, jog aptartu atveju asmeniui suteikti teisę gauti ir dividendus, ir palūkanas būtų nesąžininga kitų akcininkų atžvilgiu (Min, 2011 cituota Lee, Ryu, 2012, p. 151). Nepaisant šio teisės doktrinos požiūrio, nėra visiškai aišku, kaip ši klausimą spręstų teismas Lietuvoje, jei jis kiltų ginčo dėl teisingos akcijos kainos nustatymo teisme metu.

Be aukščiau įvardintų palūkanų įvedimo, magistro darbo autoriaus subjektyvia nuomone, dar efektyvesnis smulkiųjų akcininkų, teismine tvarka užginčijusių akcijos kainą, diskriminavimo problemos sprendimas būtų teisiniame reglamentavime numatyti, jog stambusis bendrovės akcininkas, daliai smulkiųjų akcininkų ginčijant stambiojo akcininko numatytą akcijos kainą, daliai – ne, iki teismo proceso dėl teisingos akcijos kainos nustatymo pradžios turi pareigą supirkti visas smulkiųjų bendrovės akcininkų turimas akcijas, jei akcijų išpirkimą inicijavo stambusis bendrovės akcininkas, ar norą dėl jiems priklausančių akcijų išpirkimo pareiškusių akcininkų akcijas, jei procesą inicijavo tik vienas ar keli smulkieji bendrovės akcininkai, už ABI 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje numatytame pranešime stambiojo akcininko nurodytą akcijos kainą (laikant, jog ši bazinė stambiojo akcininko nurodyta akcijos kainą už teismo nustatytą galutinę akcijos išpirkimo kainą gali būti tiek didesnė, tiek mažesnė). Tokiu būdu tiek akcijos kainą užginčijęs, tiek jos neginčijęs smulkusis bendrovės akcininkas atsidurtų vienodoje padėtyje (Miliutis, 2014, p. 83-84).

Pažymėtina, kad tiek Švedijos bendrovių akto 22 skyriaus 12 straipsnis, tiek Suomijos ribotos atsakomybės įmonių įstatymo 18 skyriaus 6 straipsnis stambiojo akcininko atžvilgiu numato galimybę, smulkiesiems akcininkams užginčijus jo nustatytą išperkamos akcijos kainą, įgyti nuosavybės teisę į perleidžiamas akcijas anksčiau nei kompetentinga institucija nustato teisingą akcijos kainą. Tokio išankstinio nuosavybės teisės įgijimo prielaida – stambusis bendrovės akcininkas privalo pateikti tinkamą teisingos išperkamų akcijų kainos ir priskaičiuotų palūkanų užtikrinimą (pvz., banko garantiją ar įkeisti stambiajam akcininkui nuosavybės teise priklausančią turą).

Visgi, darbo autorius laikytų, jog tais atvejais, kai ginčo dėl stambiojo akcininko turimos teisės ar pareigos išpirkti smulkiųjų akcininkų akcijas nėra (toks ginčas galėtų kilti, kai, pvz., dėl balso teisę suteikiančių akcijų skaičiavimo subtilybių nėra iki galo aišku, ar stambiojo akcininko turimi balsai peržengė ne mažiau kaip 95 procentų ribą), labiau bendrovės akcininkų interesų balansą atliepiantis sprendimas būtų toks, jog, stambiajam bendrovės akcininkui įgyjant nuosavybės teisę į perleidžiamas akcijas dar prieš tai, kai teismas nustato teisingą akcijos kainą, pastarasis privalo smulkiesiems bendrovės akcininkams už jų turimą kiekvieną bendrovės akciją sumokėti bent jau bazinę turto vertintojo nustatytą išperkamos akcijos kainą. Laikant, kad stambiajam bendrovės akcininkui užtenka pateikti tik teisingos išperkamų akcijų kainos ir priskaičiuotų palūkanų užtikrinimą, nebūtų visiškai išsprendžiama šiame magistro darbo skyriuje aptarta smulkiųjų bendrovės akcininkų, užginčijusių akcijos kainą ir jos neginčijusių, nevienodos padėties situacija.

Įvedus siūlomą teisinį reglamentavimą, palūkanos turėtų būti skaičiuojamos nuo akcijos kainos, nustatytos stambiojo akcininko, ir akcijos kainos, nustatytos teismo, skirtumo, skaičiuojant nuo tos dienos, kai kuris nors iš smulkiųjų akcininkų pareikalavo, kad teismas spręstų ginčą dėl teisingos išperkamos akcijos kainos, iki tol, kol teismo sprendimas, kuriuo nustatoma aukštesnė, nei nurodė stambusis akcininkas, pirkimo kaina, tampa galutinis. Tik taip būtų padengiamas dėl stambiojo akcininko pasiūlytos per žemos akcijos išpirkimo kainos patirtas smulkiesiems akcininkams iš tiesų priklausiusio akcijos kainos skirtumo nuvertėjimas ir negalėjimas ginčo dėl akcijos kainos metu disponuoti teisingą išperkamų akcijų kainą atspindinčia suma.

Jei stambusis bendrovės akcininkas aukščiau numatyto kainų skirtumo ir dėl jo susikaupusių palūkanų per teismo numatytą terminą neapmokėtų, remiantis ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 18 dalimi, stambusis akcininkas privalėtų smulkiesiems bendrovės akcininkams mokėti 10 procentų metinių palūkanų nuo sumos, kurios mokėjimo terminas buvo praleistas.

Pridėtina, jog, siekiant visų bendrovės smulkiųjų akcininkų interesų apsaugos, esant baimei, kad tam tikrais atvejais stambusis bendrovės akcininkas gali neturėti lėšų išpirkti smulkiuosius bendrovės akcininkus, svarstyтина teisiniame reglamentavime įtvirtinti galimybę smulkiųjų bendrovės akcininkų išpirkimą finansuoti bendrovei, šiai įsigyjant jos pačios akcijų bei vėliau tas akcijas perleidžiant stambiajam akcininkui ar akcijas anuliuojant (Khanna, 2017, p. 108). Tokiu atveju smulkieji bendrovės akcininkai būtų užtikrinti, kad nustatyta akcijų kainą kartu su priskaičiuotomis palūkanomis jie tikrai gaus

(su sąlyga, kad bendrovė yra moki). Kadangi tokiu būdu bendrovė netiesiogiai finansuotų jos stambųjį akcininką, stambusis akcininkas bendrovės smulkiesiems akcininkams sumokėtą sumą kartu su, pvz., pagal Mokėjimų vėlavimo prevencijos įstatymo 3 straipsnio 2 dalies numatyta tvarka priskaičiuotomis palūkanomis, turėtų grąžinti bendrovei.

Vis dėlto, darbo autoriaus manymu, įstatyme teisę bendrovei finansuoti bendrovės akcijų išpirkimą reikėtų numatyti tik tais atvejais, kai yra išperkami visi bendrovėje esantys smulkieji akcininkai. Priešingu atveju, stambiajam bendrovės akcininkui esant nemokiam ir negrąžinus bendrovei už akcijų išpirkimo finansavimą priklausančių sumų, galėtų kristi likusiems bendrovėje smulkiesiems akcininkams priklausančių akcijų vertė.

Apibendrinant, smulkiųjų bendrovės akcininkų, teismine tvarka užginčijusių akcijos kainą, interesų apsaugos problemą reikėtų spręsti įstatyminiame reglamentavime stambiajam bendrovės akcininkui numačius pareigą dar prieš dėl teisingos išperkamos akcijos kainos nustatymo teisme proceso pradžią supirkti visas smulkiųjų bendrovės akcininkų, pasinaudojusių ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 13 dalyje numatyta teise kreiptis į teismą dėl akcijos išpirkimo kainos atitikties teisingumo reikalavimams, akcijas, kartu numatant palūkanų nuo stambiojo akcininko nurodytos ir teismo nustatytos išperkamų akcijų kainos skirtumo skaičiavimą. Taip pat, siekiant užtikrinti, jog smulkieji bendrovės akcininkai tikrai gaus jų išperkamų akcijų kainą atitinkančią sumą, svarstyтина įstatyme numatyti galimybę bendrovei finansuoti smulkiųjų bendrovės akcininkų akcijų išpirkimą.

## **2.5 Šalių galimybė susitarti dėl teisingos išperkamų akcijų kainos ir atsiskaitymo būdo**

Pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 10 dalį teisingą akcijos vertę, už kurią stambusis bendrovės akcininkas išpirks smulkiesiems bendrovės akcininkams nuosavybės teise priklausančias bendrovės akcijas, privalo nustatyti nepriklausomas turto vertintojas teisės aktu, reglamentuojančių turto vertinimą, nustatyta tvarka.

Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo (Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, 1999) (toliau – Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas) 15 straipsnio 4 dalis turto vertintojui numato pareigą vadovautis Turto arba verslo vertintojų profesinės etikos kodeksu, sąžiningai atlikti pareigas, profesionaliai atlikti vertinimą. Visgi, teisinėje doktrinoje pasigirsta nuomonių, kad turto vertintojų nustatyta akcijos kaina dažnai priklauso nuo to, kas tokius vertintojus

samdė – jei juos samdė stambusis akcininkas, tikėtina, kad akcijos kaina bus mažesnė, jei smulkusis – didesnė (Šeduikytė, 2015, p. 28).

Šių problemų neišvengia net ir pavyzdinėmis laikomos jurisdikcijos. Pvz., nors Jungtinių Amerikos Valstijų Delavero valstijos teismai yra pateikę gaires, kaip reikėtų apskaičiuoti teisingą akcijų kainą, ekspertai tikrąją akcijų vertę dažnu atveju įvertina gana skirtingai, todėl teismui neretai tenka spręsti galimą „ekspertų mūšio“ situaciją (Khanna, 2017, p. 114-115).

Nevertinant aukščiau įvardytų teiginių pagrįstumo, magistro darbo autoriaus nuomone, verta iškelti klausimą, ar tikrai ABI 46<sup>1</sup> straipsnio 10 dalyje numatyta tvarka, kad teisingą išperkamos akcijos kainą turi nustatyti nepriklausomas turto vertintojas, yra tinkamiausia ir labiausiai atliepanti akcininkų interesus?

*EMCA* šiuo klausimu teigia, kad, jei stambiajam ir smulkiesiems bendrovės akcininkams nepavyksta susitarti dėl akcijų išpirkimo kainos, ją nustato teismo paskirtas ekspertas (*EMCA* 11.34 straipsnio 2 dalis). Taigi, šiuo atveju pirmenybė yra teikiama šalių susitarimui, o ne turto vertintojo ar eksperto nustatytai akcijų kainai.

Kaip problemą tai, kad akcininkai tarpusavyje negali susitarti dėl teisingos akcijų kainos ir privalo samdyti turto vertintojus ar apmokėti teismo ekspertų išlaidas, kas tokiems akcininkams ar pačiai bendrovei kainuoja papildomus kaštus, mato ir teisės doktrinos atstovai, nagrinėdami priverstinį akcijų pardavimą, numatytą CK 2 knygos IX skyriuje (Lasauskas, 2016, p. 49; Bimbirytė, 2019, p. 58). Pabrėžtina, kad galimybė susitarti dėl akcijų kainos išperkant smulkiųjų listinguojamų bendrovių akcininkų akcijas yra numatyta Pietų Korėjoje (Lee, Ryu, 2012, p. 138), taip pat, egzistuojant ginčams tarp akcininkų – Nyderlanduose (Nyderlandų civilinio kodekso 2.339 straipsnio 1 dalis).

Išskirtina ir tai, kad kitokį, nei turto vertintojo apskaičiuotą, akcijos kainos nustatymo metodą siūlė ir Lietuvos bankas, teikdamas savo pastabas ir pasiūlymus ABI pakeitimų projektui – „neatmestinas ir variantas, kai patys akcininkai, o ne turto vertintojas, atlieka vertinimą ir nustato kainą, priimtina visiems akcininkams (išperkantiems ir perleidžiantiems). Taip pat galima svarstyti ir akcijos vertės nustatymą derinant skirtingus būdus – turto vertintojų atliekamą vertinimą arba paties akcininko įvertinimą ir pagrindimą, kurį, išperkančiam akcininkui nedalyvaujant balsavime, patvirtintų visuotinis akcininkų susirinkimas“. Kaip pagrindą numatyti alternatyvą turto vertintojo nustatomi akcijos kainai Lietuvos bankas daugiausia grindė tuo, kad turto vertintojo paslaugos stambiajam bendrovės akcininkui atsieina nemažai išlaidų.

Magistro darbo autoriaus nuomone, ABĮ numatytas reikalavimas neturėtų drausti akcininkams tarpusavyje susitarti dėl teisingos akcijos kainos, priimtinos abiem šalims, nesamdant turto vertintojų bei neekvojant laiko ir finansinių resursų, jei šalių sutarta išperkamos akcijos kaina iš pažiūros gali būti laikoma sąžininga ir tokia sutarta kaina tenkina abi šalis.

Visgi, pabrėžtina, kad dėl teisingos išperkamos akcijos kainos privalėtų sutarti visi bendrovės akcijų išpirkimo procese dalyvaujantys akcininkai. T. y. negali būti atvejų, kuomet dėl išperkamos akcijos kainos stambusis bendrovės akcininkas sutaria su vienu iš smulkiųjų bendrovės akcininkų, o kiti smulkieji bendrovės akcininkai, turto vertintojui ar teismui nustačius didesnę bendrovės išperkamos akcijos kainą, už jų stambiojo bendrovės akcininko išperkamas akcijas gautų daugiau, nei būtų gavę kainą sutarus su stambiuoju bendrovės akcininku.

Taip pat kritikuotina ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 10 dalyje numatyta nuostata, kad stambusis bendrovės akcininkas už išperkamas bendrovės akcijas privalo atsiskaityti pinigais. Nors Aiškinamajame rašte įstatymų leidėjas teigia, kad tokią nuostatą numatė norėdamas apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus, kad už išperkamas akcijas su jais nebūtų atsiskaitoma nelikvidžiu turtu, magistro darbo autoriaus nuomone, labiau tikėtina, kad ši nuostata be didesnių pergalvojimų buvo tiesiogiai perrašyta iš VPĮ 32 straipsnio 12 dalies.

Atkreiptinas dėmesys į tai, kad Direktyvoje, kurią įgyvendinus Lietuvos teisinėje sistemoje atsirado VPĮ 32 straipsnyje numatytas privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas listinguojamose bendrovėse, yra numatyta, kad stambusis akcininkas su smulkiaisiais bendrovės akcininkais gali atsiskaityti ne tik pinigais, tačiau ir vertybiniais popieriais. Tiesa, kai stambiojo akcininko siūlomi vertybiniai popieriai yra nelikvidūs, smulkiąjam bendrovės akcininkui kaip alternatyva turi būti siūlomi pinigai (Direktyvos 5 straipsnio 5 dalis). Atsižvelgiant į tai, magistro darbo autoriaus nuomone, ABĮ numatytas reglamentavimas šiuo klausimu nėra tinkamas, nes riboja stambiojo akcininko galimybę su smulkiuoju bendrovės akcininku, jei pastarasis sutinka, atsiskaityti kitu būdu, pvz., listinguojamos užsienio bendrovės vertybiniais popieriais (Jaras, 2015, p. 26).

Taigi, autorius mano, jog ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas procedūrinis reglamentavimas galėtų būti patobulintas numatant bendrovės akcijų išpirkimo proceso šalių galimybę susitarti dėl išperkamos akcijos kainos, taip nešvaistant lėšų apmokant turto vertintojų ar teismo ekspertų darbą. Taip pat svarstyтина suteikti teisę stambiajam bendrovės akcininkui

su smulkiuoju bendrovės akcininku, jei smulkų bendrovės akcininką tai tenkina, atsiskaityti ne tik pinigais, tačiau ir kitu likvidžiu turtu.

### **3. SU TEISINGA AKCIJŲ KAINA IR JOS NUSTATYMU SUSIJUSI PROBLEMATIKA**

Įsigaliojus ABĮ pakeitimams bei Lietuvos teisinėje sistemoje atsiradus bendrovės akcijų išpirkimo institutui, žiniasklaidoje pradėta skelbti daugybė straipsnių apie tai, kaip tinkamai reikėtų įgyvendinti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytą bendrovės akcijų išpirkimą (LRT, 2022; Verslo žinios, 2022; Teise.pro, 2022 ir kt.). Nors teisinių neaiškumų, susijusių su šiuo institutu, yra daug, iš visumos matyti, kad dažniausiai keliama problema – teisingos akcijos išpirkimo kainos, kaip ji apibrėžta ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 10 dalyje, apskaičiavimas.

Kadangi bendrovės akcijų išpirkimas, kurį reglamentuoja ABĮ, ir privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas, numatytas VPI, savo reglamentavimu yra giminingi institutai (Bitė, 2022, p. 202), kaip pamatas šioje magistro darbo dalyje dėstomoms mintims bus imama praktika, būdinga nustatant teisingą listinguojamų bendrovių išperkamų akcijų kainą, žinoma, atsižvelgiant į nelistinguojamų bendrovių specifiką.

#### **3.1 Teisingos akcijos kainos sampratos (ne)apibrėžtumas**

Kaip jau buvo užsiminta magistro darbe, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 10 dalis numato, kad stambiojo akcininko pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalį pateiktame pranešime bendrovei siūloma akcijos išpirkimo kaina turi būti teisinga, be to, teisingą akcijos kainą privalo nustatyti nepriklausomas turto vertintojas teisės aktu, reglamentuojančių turto vertinimą, nustatyta tvarka. Iš šios ABĮ nuostatos visiškai nėra aišku, kas įstatymo leidėjo yra laikoma „teisinga“ akcijos kaina, be to, kaip tokia kaina turėtų būti apskaičiuojama. Atsakymų nepateikia nei ABĮ 46<sup>1</sup> straipsniui giminingas VPI 32 straipsnis, nei Direktyva (Report of The High Level Group, 2002).

Kadangi įstatyminis reglamentavimas yra abstraktus, derėtų pažvelgti į Lietuvos teismų praktiką. LAT listinguojamų bendrovių akcijų privalomo pardavimo ir pirkimo kontekste yra nurodęs, kad privalomas akcijų pardavimas yra priverstinis turto (akcijų) nusavinimas, todėl jis neturi būti tapatinamas su įprastu pirkėjo ir pardavėjo sandoriu, sudarytu tarpusavyje sutarta kaina (Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2022 m. gegužės 23 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-3-144-943/2022). Taip pat šiek tiek daugiau aiškumo įneša ir LVAT praktika, pagal kurią sąvoka „teisinga“, privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo kontekste, yra vertinamojo pobūdžio kategorija, kuri paprastai gali būti konstatuota, kai jai nustatyti yra panaudoti teisėti bei pagrįsti tyrimo metodai, skirti



nustatyti objektyvią tiesą atitinkamoje mokslo, socialinėje, ekonominėje ir kt. veikloje (Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-438-999/2008). Visgi, dėl to, kokie teisėti bei pagrįsti tyrimo metodai, skirti nustatyti objektyviai teisingą akcijų kainą, turėtų būti taikomi, teismas toliau nepasisako.

Nepaisant teisinės teisingos akcijos kainos sampratos vakuumo Lietuvoje, derėtų pabrėžti, kad nei vienoje iš darbo autoriui žinomų jurisdikcijų, kuriose egzistuoja bendrovės akcijų išpirkimo institutas nelistinguojamose bendrovėse, nėra tiksliai apibrėžta, kas yra „teisinga“ išperkamos bendrovės akcijos kaina ar kaip ji turėtų būti apskaičiuojama.

Kompleksiškai situacijai apibūdinti, magistro darbo autoriaus nuomone, puikiai tinka teisinėje doktrinoje išsakyta mintis, kad „teisingos kainos nustatymas akcijų išpirkimo atveju yra paslaptinas“ (Ponka, 2015 cituota Elonen, 2022, p. 126), be to, taip pat pagrįstai atrodo teiginys, kad „teisingos akcijų kainos nustatymas yra problemų sprendimas ir sprendimų priėmimas esant neapibrėžtumui ir neišsamiai informacijai“ (Seppanen, 2020 cituota Elonen, 2022, p. 129).

Taigi, iš aukščiau įvardinto, galima teigti, kad teisinga akcijos kaina yra tokia akcijos kaina, kuri yra apskaičiuojama pasitelkiant tinkamus tyrimo metodus. Atsižvelgiant į tai, jog ABĮ bei Lietuvos teismų praktika nepateikia, kokie tyrimų metodai turėtų būti naudojami nustatant teisingą nelistinguojamų bendrovių akcijos išpirkimo kainą, kuri, anot Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo, yra lemiamas kriterijus smulkiųjų akcininkų norui likti bendrovėje ar ją palikti (Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas), tolesniuose šios magistro darbo dalies skyriuose bus bandoma atsakyti į klausimus, susijusius su teisingos akcijos kainos nustatymu.

### **3.2 Akcijų vertinimo metodo parinkimas**

ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 10 dalis numato, kad akcijos vertę nustato nepriklausomas turto vertintojas teisės aktu, reglamentuojančių turto vertinimą, nustatyta tvarka. Iš šios formulotės natūraliai kyla klausimas, kokie teisės aktai reglamentuoja turto (šiuo atveju – akcijų) vertinimą.

Atsakymo, darbo autoriaus nuomone, derėtų pradėti ieškoti Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme. Pagal Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo 2 straipsnio 11 dalį, turto arba verslo vertė yra nustatoma pagal atitinkamą turto arba verslo vertinimo metodą, kurio taikymo procedūros ir tvarka yra nustatyta Lietuvos Respublikos finansų ministro

įsakyme Dėl Turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo (Dėl Turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo, 2012) (toliau – Metodika).

Nepaisant to, kad Metodikos galiojanti suvestinė redakcija yra datuota 2020 m. rugsėjo 24 d., taigi, Metodikoje nėra atskirai reglamentuojamas 2022 m. lapkričio 30 d. įsigaliojusio ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio pagrindu išperkamų nelistinguojamos bendrovės akcijų kainos nustatymas, magistro darbo autoriaus nuomone, Metodikos II skyriaus VI skirsnyje numatytos instrukcijos, nustatant vertybinių popierių vertę privalomo akcijų pardavimo ir pirkimo listinguojamose bendrovėse atvejais, yra tinkamos tiek, kiek yra atsižvelgiama į nelistinguojamų bendrovių akcijos kainos nustatymo specifiką. Atitinkamai, šioje magistro darbo dalyje, pasisakant dėl teisingos akcijos kainos nustatymo, retkarčiais bus referuojama būtent į šiame Metodikos skirsnyje esančias nuostatas.

Pagal Metodikoje pateiktas taisykles, gali būti vertinamas arba turtas, arba verslas. Atsižvelgiant į tai, kad Metodikoje turto ir verslo vertinimui yra numatyti skirtingi vertinimo metodai, magistro darbo autoriaus nuomone, tikslinga nustatyti, ar bendrovės akcijų išpirkimo, numatyto ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje, atveju išperkamos bendrovės akcijos turėtų būti laikomos turtu, ar verslu.

Pagal Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo 2 straipsnio 9 dalį, turtas yra laikomas materialios, nematerialios ir finansinės vertybės, kurios gali būti rinkos sandorių objektas. Pagal to paties įstatymo 2 straipsnio 23 dalį, verslas yra fizinio asmens, juridinio asmens ar kitos organizacijos arba jų filialų veikla, kuria siekiama gauti pajamų ir pelno naudojant ekonominius išteklius. Vadovaujantis tuo, kad akcijos yra nuosavybės vertybinis popierius, o akcininkas – bendrovės akcijų savininkas, galima daryti išvadą, kad akcininkas yra bendrovės savininkas. Tęsiant mintį, teigtina, kad bendrovės vertę lemia ne tik materialus ir nematerialus bendrovės turimas turtas, tačiau ir bendrovės veiklos ateityje perspektyvos, leidžiančios daryti prielaidą, kad bendrovė ateityje (ir toliau) gaus pelno (Hamermesh, Wachter, 2005, p. 120). Būtent pastarasis požymis ir skiria bendrovę, kaip tokią, nuo ją sudarančio turto. Remiantis šiuo, bendrovė, darbo autoriaus nuomone, turėtų būti laikoma ne turtu, o verslu. Atitinkamai, išperkamų bendrovės akcijų, kurios įrodo akcininko nuosavybės teisę į bendrovę, vertė turėtų būti nustatoma remiantis verslo vertinimo metodais, nurodytais Metodikos 84 punkte<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Pabrėžtina, kad net ir laikantis požiūrio, jog bendrovės akcijos turėtų būti vertinamos remiantis ne verslo, o turto vertinimo metodais, magistro darbo autoriaus nuomone, bendrovės akcijų vertinimo rezultatas nebūtų kitoks, nei bendrovės akcijas vertinant kaip verslą, kadangi vienas iš verslo vertinimo metodų yra turto požiūrio metodų derinys, pagal kurį vertinant bendrovės akcijas jų vertingumą lemia ne tiek bendrovės vykdoma veikla, kiek jos turimas turtas.

Laikant, kad bendrovės akcijos turi būti vertinamos verslo požiūriu, pabrėžtina, kad Metodikos 84 punkte yra įvardyti šie verslo vertinimo metodai: (i) lyginamasis metodas; (ii) pajamų metodas; ir (iii) turto požiūrio metodų derinys.

Egzistuojant verslo vertinimo metodų įvairovei bei atsižvelgiant į tai, kad Metodikos 25 punktas numato, jog išvada dėl akcijų vertės privalomo akcijų pirkimo-pardavimo atvejais vertinimo ataskaitoje privalo būti pateikta tik pagal vieną metodą ir turi būti pagrindžiama, kodėl šiuo metodu nustatyta akcijų vertė yra objektyviausiai atspindinti akcijų vertę, bei laikant, kad nelistinguojamų bendrovių išperkamų akcijų atveju turėtų būti laikomasi tapačios nuostatos, turto vertintojas, gavęs užduotį nustatyti teisingą išperkamos akcijos kainą, privalo pasirinkti tik vieną metodą ir kitus motyvuotai atmesti.

Atsižvelgiant į aukščiau įvardintą, toliau magistro darbe bus pasisakoma dėl kiekvieno iš verslo vertinimo metodų tinkamumo nustatant teisingą akcijos vertę bendrovės akcijų išpirkimo, numatyto ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio, kontekste.

**Lyginamasis metodas.** Taikant lyginamąjį metodą, verslo rinkos vertė yra nustatoma palyginant analogiško arba panašaus verslo sandorių kainas, į pagalbą pasitelkiant palyginamuosius rodiklius – akcijos kainos ir pelno santykį (angl. *PE*), akcijos kainos ir grynojo pelno santykį, bendrovės kapitalizacijos ir *EBITDA* (pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją) santykį ir pan. (Metodikos 105 punktas).

Pagal Metodikos 106 punktą, taikant lyginamąjį verslo vertinimo metodą, naudojami ne mažiau kaip 3 analogiško arba panašaus verslo pardavimo sandoriai, su kuriais lyginamas vertinamas verslas, ir ne mažiau kaip 3 palyginamieji rodikliai. Taigi, taikant šį metodą, turto vertintojui reikia (i) identifikuoti analogiškus ar panašius verslus; (ii) žinoti su šiais verslais susijusių sandorių kainas, (iii) žinoti šių bendrovių palyginamuosius rodiklius.

Atsižvelgiant į tai, kad, skirtingai, nei listinguojamų bendrovių atveju, nelistinguojamoms bendrovėms įstatymai nenumato periodinės ir einamosios informacijos atskleidimo pareigos, atitinkamai, visuomenei informacija apie jas yra ženkliai mažiau prieinama, be to, nelistinguojamų bendrovių vertybiniai popieriai nėra įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje, kur galima stebėti informaciją apie bendrovės akcijų kainų lygmenis bei bendrovės finansinius rodiklius (Pritchard, 2004, p. 83), darbo autoriaus nuomone, šių trijų žingsnių išpildymas teisingos išperkamų akcijų kainos nustatymo ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio kontekste praktiškai yra sunkiai įgyvendinamas. Apie tai, kad nelistinguojamų bendrovių akcijos kainai nustatyti lyginamasis metodas dėl reikiamos

informacijos trūkumo iš esmės yra netinkamas, rašo ir suomių teisės doktrinos atstovai (Savolainen, 2016 cituota Elonen, 2022, p. 136).

Taip pat teigtina, kad lyginamasis verslo vertinimo metodas, nustatant teisingą akcijos kainą, nėra tinkamas, kadangi egzistuoja atvejai, kai analogiško ar panašaus verslo sandorių kainos negalima imti kaip pavyzdžio. Taip yra todėl, kad šiuose sandoriuose visada egzistuoja bendrovės akcijų diskontavimo (t. y. kai vienai akcijai tenkanti bendrovės, kaip veikiančio verslo, vertės dalis yra didesnė, nei už tuo metu buvo atliktas sandoris) arba pervertinimo galimybė (Coates, 1999, p. 1262).

Bendrovės akcijos gali būti diskontuotos tais atvejais, kai, pvz., pirkėjas žino apie tai, jog bendrovės, kurios akcijas jis įsigyja, stambusis akcininkas bendrovę naudoja asmeninei naudai gauti (Bebchuk, Kahan, 2000, p. 247, 250), o pervertintos – tuomet, kai bendrovės akcininkai, siekdami perleisti jiems priklausančias bendrovės akcijas, apie bendrovę paskleidžia gandų, nepagrįstai išpučiančių bendrovės akcijų kainą (Steinmeyer, Hager, 2002 cituota Miliutis, 2014, p. 88). Taigi, pritaikant lyginamąjį akcijų vertinimo metodą ir imant tokius sandorius kaip pavyzdinius, nepagrįstai būtų sumažinta ar padidinta ir akcijų, kurias ruošiamasi išpirkti, nustatyta vertė.

Dar viena priežastis, kodėl akcijų vertė, ją nustatant lyginamuoju metodu, galėtų būti laikoma iškreipta, todėl neatspindinti teisingos, yra ta, kad uždarosiose akcinėse bendrovėse ar nelistinguojamose akcinėse bendrovėse akcijas pašalinis asmuo dažniausiai įsigyja tam, kad įgytų bendrovės kontrolę. Tokių sandorių lyginamieji duomenys paprastai atspindi ir už kontrolę mokamą premiją, todėl imant tokį sandorį kaip pavyzdį pritaikant lyginamąjį verslo vertinimo metodą, šiuo metodu nustatyta vienos bendrovės akcijos kaina galėtų būti laikoma per daug palanki smulkiesiems bendrovės akcininkams (Hamermesh, Wachter, 2009, p. 1037, 1053).

Galiausiai, akcijos vertės nustatymui taikant lyginamąjį metodą, atsižvelgiant į tai, kad, nustatant bendrovės akcijos vertę, yra naudojamos istoriniai duomenimis, lyginamuoju metodu apskaičiuojant išperkamų bendrovės akcijų vertę nėra atsižvelgiama į realius įmonės ateities veiklos planus, kas vėlgi neleidžia nustatyti teisingos akcijos kainos (Hamermesh, Wachter, 2009, p. 1037, 1061).

**Pajamų metodas.** Teisingai akcijos vertei nustatyti naudojant pajamų metodą, pagal Metodikos 88 punktą, yra taikomi šie skaičiavimo būdai: diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdas, pagal kurį verslo vertė yra apskaičiuojama kaip laisvųjų būsimųjų pinigų srautų ir tęstinumo vertės dabartinių verčių suma; kapitalizavimo skaičiavimo būdas

(kuomet bendrovės prognozėse nėra numatomas bendrovės pajamų augimas ateityje) ir kiti tarptautinėje praktikoje taikomi skaičiavimo būdai.

Verslo vertę skaičiuojant diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdu, planuojant laisvųjų būsimųjų pinigų srautus, pagal Metodikos 92 punktą yra remiamasi (i) naujausiomis bendrovės vadovybės patvirtintomis finansinėmis sąmatomis, finansinėmis ataskaitomis ir prognozėmis, apimančiomis ne didesnę kaip 5 metų laikotarpį, nebent ilgesnis laikotarpis būtų pakankamai pagrįstas; bei (ii) pagrįstomis ir patvirtintomis prielaidomis, kurios turėtų vyrauti likusį bendrovės veiklos laiką.

Be to, verslą vertinant pajamų metodu yra atliekama jautrumo analizė, kurios tikslas yra nustatyti konkrečius rizikos veiksnius, turinčius didžiausią poveikį bendrai rizikai ir verslo vertei (Metodikos 100 punktas).

Atkreiptinas dėmesys, kad tiek Delavero, tiek kai kurių Europos Sąjungos valstybių narių teismai, norėdami nustatyti tikrąją vertinamų akcijų kainą, vadovaujasi grynujų pinigų srauto diskonto modelio vertinimu (arba kitaip veikiančio verslo vertei) (Campbell, 1999, p. 118), kuris iš esmės yra analogiškas Metodikoje išskirtam pajamų metodui.

Labai svarbu pažymėti tai, kad pagal Delavero teismų praktiką, grynujų pinigų srauto diskonto modelis (Lietuvoje – pajamų metodas), jį taikant verslo vertės nustatymui, leidžia į teisingą verslo (akcijų) vertę įskaičiuoti ir faktorius, kurie, verslo (akcijų) vertę skaičiuojant kitais metodais, nebūtų įtraukti, pvz., taikant pajamų metodą, į teisingą verslo (akcijų) vertę būtų įskaitoma stambiojo akcininko neteisėtai nusavinta bendrovės verslo galimybė, kuri formaliai turėtų būti įtraukta į nematerialųjį įmonės turtą kaip reikalavimo teisė (negautos pajamos) (Cavalier Oil Corp. v. Harnett. 564 A.2d 1137 (Del. 1989)). Taip pat, taikant pajamų metodą, turėtų būti įtraukiamos visos sumos, bendrovės sumokėtos kontroliuojančiam akcininkui pažeidžiant fiduciarines pareigas ar esant interesų konfliktui ir kurios neatitinka sumų, mokamų esant analogiškiems santykiams tarp nesusijusių asmenų, dydžio (Montgomery Cellular Holding Co. v. Dobler. 880 A.2d 206 (Del. 2004)).

Nepaisant akivaizdžių pajamų metodo privalumų, reikėtų pabrėžti, kad egzistuoja ir šio metodo trūkumai. Doktrinoje išskiriama, kad pajamų metodo taikymas yra ydingas, kuomet (i) įmonė turi finansinių metų, kuriais jos apyvarta ir rezultatai labai skiriasi, ir tokiu atveju pelningumo negalima patikimai apskaičiuoti; arba (ii) kai bendrovė tik pradėjo savo veiklą ar kai jos struktūroje įvyko reikšmingų pokyčių (Savolainen, 2016 cituota Elonen, 2022, p. 137-138). Jei, nepaisant aukščiau įvardintų aplinkybių, akcijų vertinimas vis vien būtų atliekamas remiantis pajamų metodu, kiltų rizika, jog skirtingi turto vertintojai, vertindami

tos pačios bendrovės akcijos vertę, ją nustatytų pakankamai skirtingą (Cox *et al.*, 2004, p. 99).

Taip pat, magistro darbo autoriaus nuomone, derėtų išskirti ir tai, kad pajamų metodas yra į ateitį orientuotas verslo vertės skaičiavimo būdas, t. y. verslo vertinimo pajamų metodu metu bendrovės būsimi pinigų srautai yra konvertuojami į esamą kapitalo vertę darant verslo veiklos tęstinumo prielaidą (Savolainen, 2016 cituota Elonen, 2022, p. 137), kuri nebūtinai yra teisinga. Skirtingai yra vertinama verslo vertę nustatant lyginamojo metodo būdu, kai verslo vertei nustatyti yra taikomi istoriniai duomenys, kurių prognozuoti nereikia<sup>13</sup>.

**Turto požiūrio metodų derinys.** Šis metodas (metodų derinys) taikomas tuomet, kai verslo vertingumą lemia ne tiek vykdoma veikla, kiek bendrovės turimas turtas (Metodikos 110 punktas). Tuomet verslo rinkos vertė yra nustatoma taikant įmonės turto, atmetus įsipareigojimus, rinkos vertę nustatančius metodus (Metodikos 109 punktas).

Pagal Metodikos 84.3 punktą, taikant turto požiūrio metodų derinį, yra derinami ne tik du aukščiau įvardinti pajamų ir lyginamasis metodai, tačiau ir trečias – išlaidų (kaštų) metodas, kuris yra būdingas ne verslo, o turto vertinimui bei kuriuo yra nustatoma atkuriamoji turto vertė ir kuris yra taikomas apskaičiuojant specialios paskirties ar retai rinkoje parduodamų objektų vertę, kai lyginamuoju metodu ar pajamų metodu turto rinkos vertės nustatyti neįmanoma (Metodikos 66 punktas).

Magistro darbo autoriaus nuomone, šis metodas yra tinkamas tuomet, kai teisingos verslo (akcijų) vertės negalima nustatyti naudojantis vien pajamų metodu. Pvz., turto požiūrio metodų derinys galėtų būti tinkamas nustatant bendrovės, užsiimančios kontroliuojančiųjų bendrovių veikla (angl. *holding company*), akcijos vertę.

Turto požiūrio metodų deriniu turėtų būti vadovaujama ir tais atvejais, kai šiuo būdu nustatyta akcijos kaina yra didesnė nei pajamų metodu nustatyta akcijos kaina. Taip gali įvykti tuomet, kai bendrovė jos vadovybės nėra tinkamai administruojama. Priešingu atveju, prioritetą suteikiant pajamų metodui, gautųsi absurdiškos situacijos, kai, bendrovei turint tam tikro rinkoje paklausaus turto, bendrovė būtų vertinama mažesne suma, nei tokią bendrovę sudarantis turtas (Miliutis, 2014, p. 90).

---

<sup>13</sup> Visgi, bendrovės akcijos vertei apskaičiuoti taikant lyginamąjį metodą, kaip jau buvo pabrėžta, dažnu atveju egzistuoja duomenų trūkumo problema, dėl ko lyginamasis metodas, vertinant nelistinguojamų bendrovių akcijų kainą, negali būti taikomas.

Amerikietiškas pavyzdys, kuomet teismas klaidingai atsisakė taikyti likvidacinės vertės kriterijų (Metodikoje įvardijamą kaip išlaidų (kaštų) metodą) – *Bell v. Kirby Lumber Corp* byla, kurioje teismas didesne dalimi atmetė likvidacinės vertės vertinimo metodo taikymą. Dėl šio teismo poelgio smulkieji akcininkai už kiekvieną bendrovės akciją gavo po 254,4\$, kai minimali likvidacinė įmonės turto vertė buvo 456\$ vienai akcijai (Case *Bell v. Kirby Lumber Corp.*, 413 A.2d 137 (Del. 1980)).

Apibendrinant, darbo autoriaus nuomone, vertinant išperkamų bendrovės akcijų vertę, pirmiausia turėtų būti taikomas pajamų metodas. Tais atvejais, kai verslo vertingumą lemia ne tiek vykdoma veikla, kiek turimas turtas ar kai taikant pajamų metodą nustatyta bendrovės akcijos vertė yra mažesnė, nei akcijos vertę skaičiuojant naudojantis turto požiūrio metodų deriniu, turėtų būti taikomas pastarasis. Galiausiai, lyginamasis metodas uždarytų akcinių bendrovių ar nelistinguojamų akcinių bendrovių akcijoms vertinti turėtų būti taikomas tik tais atvejais, kuomet yra pakankamai istorinių duomenų ir tokie duomenys vertintojui yra prieinami.

### **3.3 Stambiojo akcininko manipuliavimas akcijų verte**

Atsižvelgiant į tai, kad nustatyta bendrovės akcijos vertė lemia kainą, kurią stambusis bendrovės akcininkas privalės sumokėti smulkiesiems bendrovės akcininkams, stambiajam akcininkui bendrovės akcijų išpirkimo procese gali kilti pagundų elgtis taip, kad turto vertintojų nustatyta bendrovės akcijos vertė būtų kuo žemesnė.

Atitinkamai, magistro darbo autorius išskiria tris pagrindinius būdus, kaip stambusis akcininkas gali manipuluoti akcijų verte: (i) stambusis bendrovės akcininkas gali parinkti jam tinkamą bendrovės akcijų išpirkimo proceso inicijavimo laiką; (ii) stambusis bendrovės akcininkas gali sąmoningai mažinti bendrovės vertę; (iii) stambusis bendrovės akcininkas gali nepateikti reikiamos informacijos turto vertintojui. Remiantis šiuo skirstymu, toliau tekste bus trumpai aptariamas kiekvienas iš šių būdų.

**Stambiajam akcininkui tinkamo momento parinkimas inicijuojant bendrovės akcijų išpirkimą.** Visų pirma, magistro darbo autoriaus nuomone, derėtų priminti, kad, kaip buvo užsiminta magistro darbo 2.2 skyriuje, vienas iš ABĮ numatytų apsaugos mechanizmų, saugantis smulkiuosius akcininkus nuo stambiojo akcininko piktnaudžiavimo, yra fiksuotas terminas, per kurį gali būti inicijuota bendrovės akcijų išpirkimo procedūra.

ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 3 dalis numato, kad bendrovės akcijų išpirkimas gali būti inicijuojamas per tris mėnesius nuo tos dienos, kai bendrovės akcininkas įsigyja ne mažiau kaip 95 procentus balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių bendrovės akcijų. Be to, pagal ABĮ pakeitimų 25 straipsnio 3 dalį, tais atvejais, kai akcininkas iki 2022 m. lapkričio 30 d. yra įgijęs teisę išpirkti ar teisę reikalauti išpirkti jam priklausančias bendrovės akcijas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio numatyta tvarka, toks akcininkas teisę inicijuoti akcijų išpirkimą turi per vienerius metus nuo ABĮ pakeitimų įsigaliojimo dienos (t. y. iki 2023 m. lapkričio 30 d.).

Nors aukščiau numatytas trijų mėnesių terminas iš esmės yra tinkamas apsaugoti nuo situacijų, kuomet stambusis bendrovės akcininkas sąmoningai laukia tinkamo momento, kada bendrovės veiklos rezultatai bus prastesni, o išperkamų akcijų kaina – žemesnė (Ventoruzzo, 2010, p. 886), ši apsauga, magistro darbo autoriaus nuomone, nėra be trūkumų. Taip yra todėl, kad stambusis bendrovės akcininkas tam tikrais atvejais gali kontroliuoti momentą, kada jis pasiekia 95 procentus balsų suteikiančių akcijų ribą, pvz., parinkdamas jam tinkamą akcijų pirkimo-pardavimo sutarties sudarymo momentą (jei akcijas parduodančiam asmeniui iš esmės nėra skirtumo, kada, pvz., vienerių metų laikotarpiu, tokia sutartis bus sudaroma) ar sutartyje numatydamas išankstines sąlygas, kurių įvykimas sąlygoja nuosavybės teisės į akcijas perėjimą.

Siekis kontroliuoti momentą, kada būtų galima inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą, gali atsirasti ne vien dėl stambiojo akcininko pagrįstos prognozės, kad bendrovės veiklos rezultatai tam tikrą laiką bus prastesni, bet priešingai – gali būti ir taip, kad stambiojo akcininko paskirta bendrovės vadovybė veda derybas su kontrahentu dėl didelės vertės ilgalaikės sutarties sudarymo (Po, 2022, p. 23). Tokiu atveju logiška manyti, kad stambusis akcininkas smulkiųjų bendrovės akcininkų akcijas siektų išpirkti dar prieš tokios sutarties sudarymą. Jei apie planuojamą sudaryti sutartį nežinotų ir turto vertintojas, nustatydamas bendrovės akcijos vertę, sėkmės atveju stambusis akcininkas galėtų įgyti 100 procentų bendrovės akcijų, kol bendrovė dar netapo labai pelninga (Khanna, 2008 cituota Khanna, 2017, p. 109). Rezultatas būtų toks, kad stambiajam akcininkui, įgyvendinus bendrovės akcijų išpirkimą dar prieš sudarant tokią sutartį, padidėjusiu bendrovės pelnu nereikėtų dalytis su smulkiaisiais bendrovės akcininkais (Allen *et al.*, 2016).

Pažymėtina tai, kad užsienio valstybių teisinė doktrina pateikia įdomių pavyzdžių, kaip galima apsaugoti smulkiuosius bendrovės akcininkus nuo nesąžiningo stambiojo akcininko elgesio, pastarajam pasirenkant jam tinkamiausią akcijų išpirkimo momentą. Vienas iš jų,



kurį magistro darbo autorius norėtų trumpai apžvelgti, yra aprašytas JAV Mičigano universiteto profesoriaus Vikramadityia Khanna (Khanna, 2017, p. 128-132).

Vikramadityia Khanna siūlo idėją, kad smulkieji akcininkai, šalia pinigų, kuriuos gautų už jiems nuosavybės teise priklausančių akcijų pardavimą stambiajam akcininkui, už kiekvieną jų išperkama akciją įgytų dvi balso teisių nesuteikiančias bendrovės akcijas. Pirmosios iš jų, anot autoriaus, stambiojo akcininko turėtų būti išperkamos lygiai po metų nuo bendrovės akcijų išpirkimo proceso pabaigos, išperkamu balso teisių nesuteikiančių akcijų kainą nustatant pagal šių akcijų išpirkimo metu sudarytas bendrovės finansines ataskaitas bei nelaikant, kad tokios balso teisių nesuteikiančios akcijos turėtų būti įkainojamos žemesne kaina, nei balso teisę suteikiančios akcijos. Atitinkamai, antrosios balso teisių nesuteikiančios akcijos tapačiai turėtų būti išperkamos dar po metų po pirmųjų balso teisių nesuteikiančių akcijų išpirkimo. Jei po metų nuo bendrovės akcijų išpirkimo proceso pabaigos pirmųjų balso teisių nesuteikiančių akcijų kaina pakiltų nuo, pvz., 10\$ už vieną akciją iki 11\$ už akciją, stambusis bendrovės akcininkas už kiekvienos iš pirmųjų akcijų išpirkimą smulkiajam bendrovės akcininkui turėtų sumokėti 1\$. Jei kaina po metų kristų, iki, pvz., 9\$ už vieną bendrovės akciją, tuomet smulkusis bendrovės akcininkas stambiajam akcininkui jam priklausančias balso teisių nesuteikiančias bendrovės akcijas privalėtų perleisti dykai. Tas pats procesas vyktų ir dar po metų, kuomet būtų imama bendrovės akcijų vertė po dvejų metų nuo bendrovės akcijų išpirkimo proceso pabaigos ir smulkiajam bendrovės akcininkui būtų sumokamas skirtumas tarp šios kainos ir kainos, kuri smulkiajam akcininkui buvo sumokėta bendrovės akcijų išpirkimo proceso metu.

Atkreiptinas dėmesys į tai, kad, siekiant suteikti daugiau vietos šalių deryboms, įstatyme būtų galima numatyti, jog smulkieji bendrovės akcininkai turi teisę tarp jų įvykusio balsavimo metu atšaukti šių balso teisių nesuteikiančių akcijų suteikimą smulkiesiems bendrovės akcininkams. Tokia įstatyme numatyta atšaukimo galimybė leistų smulkiesiems akcininkams derėtis su stambiuoju akcininku, smulkiesiems akcininkams už atsisakymą gauti balso teisių nesuteikiančių akcijų iš stambiojo akcininko reikalaujant prie išperkamu akcijų vertės sumokėti smulkiųjų akcininkų išsiderėtą priedą.

Magistro darbo autoriaus nuomone, reikėtų pabrėžti, kad, jei aukščiau išdėstytas modelis būtų įtvirtintas teisiniame reglamentavime, derėtų nepamiršti, kad vienos bendrovės akcijos vertė gali kisti dėl nebūtinai nuo bendrovės veiklos rezultatų priklausančių priežasčių, o, pvz., dėl įstatinio kapitalo didinimo, be to, toks įstatyminis reglamentavimas galėtų būti laikomas pastatančiu smulkiuosius bendrovės akcininkus į privilegijuotą padėtį ir nepagrįstai diskriminuojantis stambųjų bendrovės akcininką.

**Sąmoningas bendrovės vertės mažinimas.** Magistro darbo autorius išskirtas kitas būdas, kuriuo stambusis bendrovės akcininkas gali manipuluoti bendrovės akcijų kaina – prieš bendrovės akcijų išpirkimą stambiojo akcininko atliekamas sąmoningas bendrovės vertės mažinimas (Campbell, 1999, p. 106).

Stambusis akcininkas savo veiksmais bendrovės vertę gali mažinti, pvz., bendrovės vadovybei duodamas instrukcijas neefektyviai valdyti didelės vertės bendrovės kilnojamąjį ar nekilnojamąjį turtą, netinkamai ar žemu lygiu administruoti bendrovę (Campbell, 1999, p. 114-115), priimti blogus verslo sprendimus (Coates, 1999, p. 1316), perduoti didelę bendrovės turto dalį (Weizhen, 2016) ir pan.

Visgi, atsižvelgiant į tai, kad dažnai šiuo atveju būtų reikalinga, jog bendrovę valdytų stambiojo akcininko paskirta ir jam atskaitinga vadovybė, toks bendrovės vadovybės elgesys galėtų būti ginčijamas per fiduciarinių pareigų, numatytų CK 2.82 straipsnyje, pažeidimo prizmę ar, esant nepatenkintiems kreditorių reikalavimams į bendrovę, *actio Pauliana* pagrindu (CK 6.66 straipsnis).

Be to, šiuo atveju savotišką apsaugą smulkiesiems akcininkams suteikia ir tai, kad, kaip buvo minėta magistro darbo 3.2 skyriuje, bendrovės akcijos vertę nustatant pajamų metodu, egzistuojant stambiojo bendrovės akcininko piktnaudžiavimui, pasireiškiančiam, pvz., pasisavinant bendrovės turtą, pasisavinto bendrovės turto vertė turėtų būti laikoma bendrovės reikalavimo teise į stambųjį akcininką ir, atitinkamai, skaičiuojant akcijos vertę pagal pajamų metodą, ši reikalavimo teisė turėtų būti įskaitoma į bendrovės akcijos vertę.

**Reikalingos informacijos turto vertintojui nepateikimas.** Galiausiai, pasisakytina dėl stambiojo akcininko galimo manipuliavimo bendrovės akcijų verte nepateikiant ar iškreipiant informaciją, reikalingą turto vertintojui teisingai bendrovės akcijos kainai nustatyti.

Nepaisant to, kad Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo 14 straipsnio 1 dalies 1 punktą numato, jog turto vertintojas turi teisę gauti iš užsakovo informaciją ir duomenis, kurių reikia turto arba verslo vertinimui atlikti, stambiojo akcininko paskirta ir jam atskaitinga bendrovės vadovybė tam tikrą informaciją, tokią kaip finansinės ataskaitos ar prognozės, kurios yra reikalingos apskaičiuoti išperkamos bendrovės akcijos vertę pajamų metodu, turto vertintojui gali pateikti iškraipytą ir neatitinkančią realybės. Visgi, atsižvelgiant į tai, kad įstatymai bendrovės vadovui numato pareigas, susijusias su tinkamu bendrovės apskaitos organizavimu (Lietuvos Respublikos finansinės apskaitos įstatymas, 2001), be to, apgaulingai ar aplaidžiai tvarkant ir (arba) organizuojant finansinę apskaitą,

galima užsitraukti ir administracinę ar baudžiamąją atsakomybę, pagal, atitinkamai, Administracinių nusižengimo kodekso (Lietuvos Respublikos administracinių nusižengimų kodeksas, 2015) 205 straipsnį ir Baudžiamojo kodekso (Lietuvos Respublikos baudžiamasis kodeksas, 2000) 222 ir 223 straipsnius, darbo autoriaus nuomone, sunkiai įsivaizduotini atvejai, kuomet dėl siekio, kad bendrovės akcijos vertė būtų įvertinta kuo žemiau, bendrovės vadovas rizikuotų teisine atsakomybe.

Magistro darbo autoriaus nuomone, didesnių problemų gali kilti tuomet, kai bendrovė, kurios akcijos vertė yra vertinama, informacijos, kuri reikalinga, pvz., atlikti bendrovės jautrumo analizei, kurios tikslas yra nustatyti konkrečius rizikos veiksnius, turinčius didžiausią poveikį bendrai rizikai ir verslo vertei, ar informacijos, kuri leistų daug tiksliau prognozuoti įmonės ateities perspektyvas ir, atitinkamai, teisingiau apskaičiuoti bendrovės akcijos kainą, turto vertintojui apskritai nepateikia.

Nors anksčiau magistro darbe buvo užsiminta, kad bendrovės akcijos vertę skaičiuojant pajamų metodu, bendrovės perspektyvos į skaičiavimus turi būti įtraukiamos, negalima atmesti atvejų, kai dėl tarp turto vertintojų ir bendrovės vadovybės egzistuojančios informacijos asimetrijos, kai, pvz., turto vertintojui yra nežinoma, jog bendrovė su verslo partneriais planuoja sudaryti itin pelningą, ilgalaikę sutartį, iš tokios sutarties išeinančios perspektyvos nebūtų įtraukiamos į bendrovės akcijos kainą.

Apibendrinant, teigtina, kad, esant dabartiniam teisiniam reglamentavimui, stambiojo bendrovės akcininko galimybės manipuluoti turto vertintojo nustatoma bendrovės akcijos kaina yra ribotos. Nepaisant to, magistro darbo autorius laiko, jog manipuliavimo išperkamų akcijų kaina tikimybė išlieka, ypač tais atvejais, kai turto vertintojui yra pateikiama ne visa teisingai akcijų kainos nustatyti reikalinga informacija.

### **3.4 Akcijų kainos pokytis nuo proceso inicijavimo iki jo pabaigos**

Nepaisant to, kad ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 10 dalis numato, kad akcijos išpirkimo kaina turi būti teisinga, be to, nustatyta nepriklausomo turto vertintojo teisės aktų, reglamentuojančių turto vertinimą, nustatyta tvarka, ABĮ reglamentavimas nepateikia atsakymo, kada turi būti sudaryta turto vertintojo ruošta bendrovės akcijų paketo vertinimo ataskaita.

Pabrėžtina, kad įprastais atvejais ši ataskaita bus pradėta ruošti stambiajam akcininkui įgijus ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių bendrovės akcijų ir pateikta kartu su stambiojo akcininko ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje numatytu pranešimu bendrovei. Visgi,

kaip buvo aptarta magistro darbo 2.3 skyriuje, tais atvejais, kai bendrovės akcijų išpirkimą inicijuoja vien tik smulkusis bendrovės akcininkas (ar jų keletas), egzistuoja problema, kadangi pagal dabartinį reglamentavimą stambusis akcininkas nuo smulkiojo akcininko prašymo inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą turto vertinimo ataskaitą, kartu su joje nustatyta bendrovės akcijos kaina, bendrovei privalo pateikti ne vėliau kaip per 20 darbo dienų nuo tokio smulkiojo akcininko prašymo.

Baiminantis tokių atvejų, taip pat tais atvejais, kai akcijų vertinimo ataskaita yra ruošiama kitais tikslais, nei bendrovės akcijų išpirkimas, pvz., ruošiantis bendrovės reorganizavimui, bendrovę prijungiant prie kitos bendrovės, akcijų vertinimo ataskaita gali būti sudaroma ir daug anksčiau, nei inicijuojamas bendrovės akcijų išpirkimas, pvz., prieš pusmetį. Būtent tokiais atvejais ir yra aktualus bendrovės akcijų vertinimo ataskaitos „šviežumo“ klausimas.

Į klausimą, kiek laiko gali praeiti nuo akcijos vertės nustatymo iki proceso inicijavimo, dalinai atsakymą pateikia Lietuvos banko priimtos teisingos akcijų kainos nustatymo gairės (Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės, 2013) (toliau – Gairės), reglamentuojančios listinguojamų bendrovių akcijų vertės nustatymą. Pagal Gairių 23.3 punktą, nuo vertinimo, kurio metu buvo nustatyta teisinga bendrovės akcijų vertė, atlikimo dienos, iki dokumentų su prašymu suderinti teisingą privalomo akcijų pirkimo ir pardavimo kainą pateikimo priežiūros institucijai dienos, turi būti praėjęs ne daugiau kaip vienas mėnuo. Nepaisant to, kad, kaip minėta, šis reguliavimas taikomas listinguojamoms bendrovėms, magistro darbo autoriaus nuomone, vieno mėnesio terminas nuo akcijų vertinimo ataskaitos sudarymo iki ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje numatyto bendrovės stambiojo akcininko pranešimo pateikimo bendrovei yra tinkamas ir nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo atveju.

Aptarus klausimą, kiek laiko gali praeiti nuo išperkamų bendrovės akcijų kainos nustatymo iki bendrovės akcijų išpirkimo proceso inicijavimo, reikėtų nepamiršti ir to, kad tam tikrais atvejais, akcijos vertė, nuo jos nustatymo iki bendrovės akcijų išpirkimo proceso pabaigos, gali kisti. Taip įvykti gali, pvz., tuomet, kai bendrovės akcijų išpirkimo proceso metu numatomi bendrovės akcinio kapitalo struktūros pokyčiai (akcijų emisijos išleidimas, įstatinio kapitalo mažinimas, akcijos nominaliosios vertės pasikeitimas ir pan.); bendrovės reorganizavimas ar visuotinio akcininkų susirinkimo, kuriame bus sprendžiami itin reikšmingi klausimai (pvz., pelno paskirstymas, dividendų išmokėjimas ir pan.), sušaukimas ir sprendimų priėmimas. Atitinkamai, Gairės bendrovės akcijų išpirkimo proceso metu siūlo susilaikyti nuo aukščiau įvardintų veiksmų atlikimo tam, kad tai neturėtų įtakos turto vertintojo jau nustatytai bendrovės akcijos kainos vertei.

Visgi, jei įvyktų taip, jog bendrovės akcijos vertė, dėl vienu ar kitu priežasčių, nuo turto vertinimo ataskaitos sudarymo iki bendrovės akcijų išpirkimo proceso pabaigos pakistų, manytina, kad smulkiųjų bendrovės akcininkų interesai nenukentėtų. Tokioms situacijoms yra numatyta ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 13 dalis, pagal kurią per stambiojo bendrovės akcininko pranešime nurodytą terminą, kuris negali būti trumpesnis nei 6 savaitės, smulkieji akcininkai, jei jie mano, kad turto vertintojo nustatyta akcijos kaina yra per maža, gali ginčyti turto vertinimo ataskaitoje nustatytą akcijos kainą, prašydami ją teismo perskaičiuoti.

Neatmestini ir tie atvejai, kai bendrovės akcijos vertė nuo akcijos vertės nustatymo dienos jau iniciuoto bendrovės akcijų išpirkimo proceso metu sumažėja. Tokiu atveju, interesas perskaičiuoti anksčiau nustatytą akcijos kainą atsiranda stambiajam bendrovės akcininkui. Čia egzistuoja tam tikras ypatumas, kadangi lingvistiškai aiškinant ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 13 dalį, stambusis akcininkas negali kreiptis į teismą, prašant teismo perskaičiuoti stambiojo akcininko pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalį bendrovei pateiktame pranešime numatytą akcijos kainą. Darbo autoriaus nuomone, tokią įstatymų leidėjo logiką būtų galima paaiškinti tuo, jog stambusis bendrovės akcininkas turi lemiamą balsą renkant bendrovės valdymo organus, jų narius, nuo kurių veiklos ir kompetencijų dažniausiai ir priklauso bendrovės akcijų vertės padidėjimas ar sumažėjimas.

Atitinkamai, jei, pvz., įvyktų taip, kad bendrovės akcijų išpirkimo proceso metu, visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimu, bendrovė savo akcininkams išmokėtų iš anksto neplanuotus (t. y. turto vertintojo neįtrauktus į akcijų vertę) dividendus vietoj to, kad bendrovės pelną finansiniais metais paliktų nepaskirstytą, dėl ko bendrovės akcijos vertė kristų, pagrįsta būtų laikyti, jog tai buvo stambiojo bendrovės akcininko prisiimta rizika, kadangi jis, turėdamas absoliučią bendrovės kontrolę, kontroliavo tokių dividendų išmokėjimą.

Papildant reikėtų pažymėti, kad, jei bendrovės akcijos vertė bendrovės akcijų išpirkimo proceso metu reikšmingai sumažėtų, dėl ko stambiajam bendrovės akcininkui nebeapsimokėtų išpirkti bendrovės akcijų už akcijų vertinimo ataskaitoje nustatytą kainą, stambusis bendrovės akcininkas pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 18 dalį turi opciją neišpirkti smulkiųjų bendrovės akcininkų, jiems proporcingai pagal jų turimų bendrovės akcijų kiekį sumokant 10 procentų metinių palūkanų nuo sumos, kurios mokėjimo terminas buvo praleistas. Tiesa, taip elgdamasis, remiantis ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 17 dalimi, stambusis akcininkas visam laikui prarastų ABĮ numatytą bendrovės akcijų išpirkimo galimybę. Be to, tokią teisę stambusis bendrovės akcininkas turėtų tik tais atvejais, kai bendrovės akcijų

išpirkimą inicijavo tik jis pats. Jei bendrovės akcijų išpirkimą inicijavo smulkieji bendrovės akcininkai ir stambusis bendrovės akcininkas ar tik smulkieji bendrovės akcininkai, smulkiesiems bendrovės akcininkams to pareikalavus, stambusis akcininkas privalėtų juos išpirkti, o vėluodamas tai daryti – mokėti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 18 dalyje numatytas palūkanas.

Apibendrinant, laikytina, jog, siekiant, kad turto vertintojo nustatyta išperkamų akcijų kaina atlieptų teisingą akcijų kainą, nuo akcijų vertinimo ataskaitos sudarymo iki bendrovės akcijų išpirkimo proceso inicijavimo pradžios neturi praeiti daugiau kaip vienas mėnuo. Tais atvejais, kai akcijos vertė nuo akcijų išpirkimo proceso inicijavimo pradžios iki jo pabaigos pakito, laikytina, jog įstatyminis reglamentavimas bendrovės akcininkams suteikia užtektinai priemonių savo teisėtiems interesams apginti.

### **3.5 Nuolaidos ar priedo (ne)taikymas**

Metodikos 101 punktą numato, jog, vertinant verslo (akcijų) vertę pajamų metodu, gali būti taikomos nuolaidos arba priedai. Šio magistro darbo autoriaus nuomone, mažumos diskonto, suprantamo kaip sumos, atimamos iš akcijos rinkos vertės dėl to, kad nedidelis turimų akcijų skaičius nesuteikia jokios įtakos įmonės sprendimų priėmimo (Miliutis, 2014, p. 97) ir (ar) kainos priedo taikymas, vertinant išperkamų bendrovės akcijų vertę, yra itin svarbus klausimas, kadangi jis tiesiogiai lemia stambiojo bendrovės akcininko už išperkamas akcijas smulkiesiems bendrovės akcininkams mokamą sumą. Štai, pvz., tam tikrais atvejais, taikant mažumos nuolaidą, smulkiojo bendrovės akcininko akcijų vertė gali sumažėti net 30 procentų (Emory, 1995, Bahls, 1990 cituota Moll, 2004, p. 326).

Pagal Metodikos 23.1 punktą, turto vertintojas, nustatydamas vertybinių popierių vertę privalomo akcijų pirkimo–pardavimo atvejais, privalo vertinti visą (t. y. 100 procentų) akcijų paketą ir pagal viso akcijų paketo vertę nustatyti vienos bendrovės akcijos kainą. Magistro darbo autoriaus nuomone, nėra jokios priežasties šios taisyklės nesilaikyti vertinant ir uždarnosios akcinės bendrovės ar nelistinguojamos akcinės bendrovės akcijas. Pagal aukščiau įvardintą principą nustatant vienos bendrovės akcijų kainą, nėra pagrindo laikyti, jog smulkiojo bendrovės akcininko, kuriam priklauso, pvz., 3 procentai balso teisę suteikiančių bendrovės akcijų, turimoms akcijoms turėtų būti taikomas mažumos diskontas (Moll, 2004, p. 313).

Dar vienas stiprus argumentas, kodėl, nustatant teisingą akcijos kainą bendrovės akcijų išpirkimo atveju, neturėtų būti taikoma mažumos nuolaida, yra tas, jog mažumos nuolaidos taikymas logiškai yra pagrįstas tais atvejais, kai tokių akcijų pirkėjas po jų įsigijimo neturės bendrovės kontrolės (t. y., pvz., turės tik 15 procentų bendrovės akcijų) (Pratt *et al.*, 1996, p. 45). Visgi, atsižvelgiant į tai, kad bendrovės akcijų išpirkimo atveju stambusis akcininkas jau turi bendrovės kontrolę, išperkamos smulkiojo akcininko akcijos, jas įsigyjant stambiajam akcininkui, ne tik kad nepasižymi kontrolės trūkumu, tačiau priešingai – padeda stambiajam akcininkui dar labiau įtvirtinti savo kontrolę ir netgi tapti vieninteliu bendrovės akcininku (Bahls, 1990, p. 302).

Taip pat pabrėžtina, kad šiuo atveju neturėtų būti taikoma ir akcijų nelikvidumo nuolaida, nes stambiajam nelistinguojamos bendrovės akcininkui tapus vieninteliu bendrovės akcininku, šis akcijas gali parduoti įdėdamas ženkliai mažiau pastangų, nei tai darytų, pvz., smulkusis akcininkas, norėdamas parduoti jam priklausantį 3 procentų balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiantį akcijų paketą (Thompson, 1988, p. 235).

Pažymėtina, jog Lietuvos teismų praktikoje yra buvę atvejų, kuomet listinguojamų bendrovių atžvilgiu stambusis akcininkas nuo apskaičiuotos akcijos vertės teismo prašė taikyti nuolaidą, remiantis tuo, kad privalomas akcijų pardavimas ir pirkimas, numatytas VPI, yra prievartinis veiksmas. Visgi, teismas konstatavo, kad „nuolaida dėl priverstinio akcijų pirkimo stambiojo akcininko atžvilgiu netaikytina, nes galimybė ją taikyti teisės aktuose nenustatyta” (Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2014 m. lapkričio 19 d. nutartis civilinėje byloje 3K-3-370/2014).

Pasisakant dėl kainos priedo taikymo, magistro darbo autoriaus išskirtina tai, kad, akcijų vertę nustatant pajamų metodu, kainos priedas galėtų būti taikomas tuomet, jei stambusis akcininkas piktnaudžiautų savo padėtimi bendrovėje. Visgi, toks kainos priedas smulkiesiems bendrovėms akcininkams turėtų būti mokamas ne atskirai, o įtraukiamas į akcijų vertę (Miliutis, 2013, p. 788), kaip tai numatyta magistro darbo 3.2 skyriuje.

Taigi, magistro darbo autorius pasisakytų už poziciją, kad nustatant smulkiesiems bendrovės akcininkams už jų perleidžiamas bendrovės akcijas stambiojo akcininko mokėtiną sumą, mažumos nuolaida ar akcijų kainos priedas neturėtų būti taikomas.

## IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Dėl pirmoje darbo dalyje išskirtų ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio įgyvendinimo prielaidų pasisakytina, jog:
  - 1.1 ne mažiau kaip 95 procentus balsų suteikiančių akcijų riba, kurią stambiajam bendrovės akcininkui pasiekus pastarasis įgyja teisę inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą, yra nepagrįsta, kadangi diskriminuoja akcininkus, kuriems nuosavybės teise priklauso bendrovės akcijos, suteikiančios daugiau negu 5 procentus, tačiau mažiau nei 10 procentų bendrovės balsų. Atitinkamai, siūlytina akcijų ribą, kurią bendrovės akcininkui pasiekus galėtų būti įgyvendinamas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas institutas, nustatyti ties ne mažiau kaip 90 procentų balso teisę suteikiančių akcijų;
  - 1.2 įstatymų leidėjas tinkamai pasirinko, jog ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio numatyta tvarka gali būti išperkamos tik balso teisę suteikiančios bendrovės akcijos. Priešingu atveju, numaćius, jog gali būti išperkamos ir balso teisės nesuteikiančios bendrovės akcijos, toks teisinis reglamentavimas sudarytų prielaidas smulkiesiems bendrovės akcininkams pasitraukti iš bendrovės neginant pastarųjų teisėtų interesų;
  - 1.3 ABĮ nuostatos nenurodo, kaip turėtų būti sprendžiami atvejai, kai tarp akcininkų sudarytos sutarties ir įstatyminio bendrovės akcijų išpirkimo reglamentavimo egzistuoja prieštaravimai. Laikytina, kad, nors akcininkai gali susitarti dėl kitokios bendrovės akcijų išpirkimo tvarkos, nei nustatyta ABĮ, bendrovės akcijų išpirkimo teisinis reglamentavimas, numatytas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje, yra imperatyvus, todėl akcininkai bet koku atveju, jei egzistuoja įstatyme įtvirtintos sąlygos, turi teisę inicijuoti bendrovės akcijų išpirkimą ir, atitinkamai, toks akcijų išpirkimas kitų bendrovės akcininkų atžvilgiu yra privalomai vykdytinas;
  - 1.4 dabartinis bendrovės akcijų išpirkimo instituto teisinis reglamentavimas suteikia prielaidas įvykti situacijoms, kuomet nepagrįstai gali būti išperkami bendrovės akcijų turintys investuotojai ar darbuotojai. Norint valdyti šią riziką, patartina bendrovės investuotojams ar darbuotojams suteikti balsavimo teisę nesuteikiančių bendrovės akcijų. Sprendžiant šią problemą keičiant teisinį reglamentavimą, pageidautina, jog įstatymų leidėjas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytą nuostatą, kad bendrovės akcininkai tarpusavio sutarimu gali nusistatyti kitokias akcijų išpirkimo sąlygas, kurios pakeistų ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnyje esantį teisinį reglamentavimą, taip pat susitarti, jog bendrovės akcijų išpirkimas, numatytas ABĮ, jų atžvilgiu apskritai negali būti inicijuojamas;



- 1.5 skaičiuojant balso teisę suteikiančias bendrovės akcijas, norint įsitikinti, ar teisėtai gali būti inicijuojamas bendrovės akcijų išpirkimas, į skaičiavimus visais atvejais turėtų būti įtraukiamos bendrovės paprastosios akcijos, taip pat privilegijuotosios akcijos, jei jos suteikia balso teisę, neįtraukiamos – bendrovės turimos savos akcijos ar dukterinės bendrovės turimos bendrovės akcijos. Tais atvejais, kai tarp bendrovės akcininkų sudaryta sutartimi tam tikrų akcininkų atžvilgiu jų balsavimo teisės yra praplėstos ar susiaurintos, nustatant, ar bendrovėje gali būti inicijuojamas bendrovės akcijų išpirkimas, esminis kriterijus turėtų būti tai, ar stambusis bendrovės akcininkas išlaiko vienvaldę bendrovės kontrolę;
- 1.6 nepaisant to, jog sutartinai veikiančių asmenų institutas yra reikalingas tam, kad stambusis bendrovės akcininkas neišvengtų jam priklausančios bendrovės akcijų išpirkimo pareigos, tam tikri VPĮ 16 straipsnyje numatyti atvejai, kuomet įstatymų leidėjas laiko, jog asmenys veikia sutartinai, ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio taikymo kontekste yra laikytini netinkamais. Atitinkamai, kiekvienu atveju nuspręsti, ar asmenys veikia sutartinai, ar ne, atsižvelgus į faktines aplinkybes, diskreciją turi turėti teismas.
2. Nors įprastais atvejais procedūrinis bendrovės akcijų išpirkimo modelis neužkerta kelio sėkmingai įgyvendinti bendrovės akcijų išpirkimą, todėl gali būti laikomas iš esmės tinkamu, norint institutą paversti dar efektyvesne bendrovės akcininkų teisėtų interesų gynimo priemone bei perimti kitų užsienio valstybių gerąją praktiką, teiktini šie pasiūlymai:
- 2.1 atsižvelgiant į tai, kad, pagal bendrovės akcijų išpirkimo esmę, šis institutas gali būti inicijuojamas priverstine tvarka tiek stambiojo bendrovės akcininko, tiek smulkiųjų bendrovės akcininkų, siūlytina ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalį išdėstyti sekančiai: „Bendrovės akcininkas, ketinantis pasinaudoti išpirkimo teise, ir (arba) akcininkas, reikalaujantis, kad būtų išpirktos jam nuosavybės teise priklausančios balsavimo teisę suteikiančios bendrovės akcijos, apie tai raštu informuoja bendrovę“;
- 2.2 pagal ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 8 dalį, stambusis bendrovės akcininkas ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje nurodytą pranešimą bendrovei turi pateikti per 20 darbo dienų nuo bendrovės informavimo apie smulkią akcininko inicijuotą akcijų išpirkimą. Atsižvelgiant į tai, jog 20 darbo dienų terminas yra pradedamas skaičiuoti nuo bendrovės informavimo, o ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnis nenumato, jog bendrovė apskritai turi apie tai informuoti smulkų bendrovės akcininką, siūlytina nustatyti bendrovei pareigą, gavus ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 6 dalyje numatytą smulkią akcininko

reikalavimą išpirkti jo akcijas, apie tai per ne vėliau kaip kitą darbo dieną informuoti stambųjį bendrovės akcininką;

2.3 įstatymų leidėjui derėtų ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 8 dalyje nustatytą terminą, per kurį stambusis bendrovės akcininkas privalo pateikti ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio 7 dalyje numatytą pranešimą, kuriame, be kita ko, yra nurodoma išperkamų bendrovės akcijų kaina, ilginti nuo 20 darbo dienų iki 2 mėnesių. Priešingu atveju gali susidaryti situacijos, kai smulkiąjam bendrovės akcininkui inicijavus bendrovės akcijų išpirkimą, turto vertintojas dėl objektyvių priežasčių nespėtų nustatyti išperkamų akcijų kainos;

2.4 siekiant išvengti smulkiųjų bendrovės akcininkų, užginčijusių stambiojo bendrovės akcininko nurodytą išperkamų akcijų kainą, diskriminavimo kainos neužginčijusių akcininkų atžvilgiu, siūlytina ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnį papildyti stambiojo akcininko pareiga prieš teisingos akcijų kainos nustatymo teisme procesą supirkti visas bendrovės akcijų išpirkimo procese dalyvaujančių smulkiųjų bendrovės akcininkų turimas akcijas. Taip pat, norint, kad dėl neteisingos stambiojo bendrovės akcininko nurodytos išperkamų akcijų kainos nenukentėtų smulkiųjų bendrovės akcininkų interesai, derėtų teisiniame reglamentavime, remiantis Švedijos pavyzdžiu, nuo teismo proceso dėl teisingos akcijų kainos pradžios iki galutinio teismo sprendimo įsigaliojimo įvesti palūkanų skaičiavimo institutą. Galiausiai, tais atvejais, kai stambiojo bendrovės akcininko yra išperkami visi smulkieji bendrovės akcininkai, svarstyтина įstatyme įtvirtinti galimybę bendrovės akcijų išpirkimą finansuoti pačiai bendrovei;

2.5 taip pat verta dėmesio galimybė teisiniame reglamentavime numatyti bendrovės akcininkų teisę susitarti dėl teisingos išperkamų akcijų kainos, kadangi tokiu būdu nebūtų švaistomi šalių kaštai, skirti atlyginti turto vertintojo paslaugas. Pridurtina, jog ABĮ 46<sup>1</sup> straipsnio reglamentavime būtų galima numatyti nuostatą, kad, jei smulkusis bendrovės akcininkas sutinka, stambusis bendrovės akcininkas su juo gali atsiskaityti ne tik pinigais, tačiau ir kitu likvidžiu turtu (pvz., listinguojamos užsienio bendrovės vertybiniais popieriais).

3. Nelistinguojamų bendrovių akcijų kaina absoliučioje daugumoje atvejų turi būti nustatoma remiantis pajamų metodu, kadangi jis labiausiai atliepia nelistinguojamų bendrovių akcijoms būdingą specifiką, taip pat dažnai leidžia įvertinti galimą stambiojo bendrovės akcininko manipuliavimą akcijų verte. Nepaisant to, tam tikrais atvejais, kai, pvz., akcijų kaina, nustatoma pasitelkiant pajamų metodą, yra mažesnė, nei akcijų kainą nustatant turto požiūrio metodu deriniu, ar kai bendrovė užsiima kontroliuojančiųjų

bendrovių veikla, teisingai akcijų kainai nustatyti turėtų būti pasitelkiamas turto požiūrio metodų derinys. Pabrėžtina, jog akcijų kainą nustatant bet kuriuo iš metodų, į ją neturėtų būti įtraukiama mažumos nuolaida ar kainos priedas.

4. Tam, jog turto vertintojo nustatyta išperkamų akcijų kaina bendrovės akcijų išpirkimo proceso metu galėtų būti laikoma teisinga, siūlytina įstatymų leidėjui numatyti, jog turto vertintojo paruošta akcijų paketo vertinimo ataskaita negali būti sudaryta anksčiau nei vienas mėnuo iki bendrovės akcijų išpirkimo proceso iniciavimo. Nepaisant to, jog egzistuoja tikimybė, kad net ir tokiu atveju, akcijų kaina nuo tada, kai ją nustatys turto vertintojas, iki bendrovės akcijų išpirkimo proceso pabaigos, pakis, teigtina, jog įstatymas tinkamai gina smulkiųjų bendrovės akcininkų interesus, pastariesiems leisdamas bet kuriuo momentu iki akcijų perleidimo stambiajam bendrovės akcininkui ginčyti išperkamų akcijų kainą teisme.

## ŠALTINIŲ SĄRAŠAS

### Teisės norminiai aktai

#### *Tarptautiniai teisės aktai*

1. Europos žmogaus teisių ir pagrindinių laisvių apsaugos konvencija (1950). *Valstybės žinios*, 1995, 40-987.

#### *Europos Sąjungos teisės aktai*

2. Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. *OJ L 142*, p. 12.

#### *Lietuvos Respublikos teisės aktai*

3. Lietuvos Respublikos Konstitucija (1992). *Valstybės žinios*, 33-1014.
4. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (2000). *Valstybės žinios*, 74-2262.
5. Lietuvos Respublikos baudžiamasis kodeksas (2000). *Valstybės žinios*, 89-2741.
6. Lietuvos Respublikos administracinių nusižengimų kodeksas (2015). TAR, 11216.
7. Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas (1999). *Valstybės žinios*, 52-1672.
8. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (2000). *Valstybės žinios*, 64-1914.
9. Lietuvos Respublikos finansinės apskaitos įstatymas (2001). *Valstybės žinios*, 99-3515.
10. Lietuvos Respublikos mokėjimų, atliekamų pagal komercines sutartis, vėlavimo prevencijos įstatymas (2003). *Valstybės žinios*, 123-5571.
11. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (2007). *Valstybės žinios*, 17-626.
12. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo Nr. VIII-1835 2, 15, 17, 21, 26, 27, 28, 29, 30, 30-1, 32, 34, 37, 37-2, 40, 42, 45, 47, 47-1, 51, 56 ir 78 straipsnių, priedo pakeitimo ir Įstatymo papildymo 46-1 straipsniu įstatymas (2022). TAR, 24190.
13. Lietuvos Respublikos finansų ministro 2012 m. balandžio 27 d. įsakymas „Dėl Turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo“. *Valstybės žinios*, 50-2502.
14. Lietuvos Respublikos finansų ministro 2012 m. balandžio 27 d. įsakymas „Dėl Turto arba verslo vertintojų profesinės etikos kodekso patvirtinimo“. *Valstybės žinios*, 50-2503.
15. Lietuvos banko valdybos 2013 m. rugsėjo 24 d. sprendimas „Teisingos akcijų kainos nustatymo gairės“. *Paskelbta institucijos*, LB-20130924.

#### *Užsienio valstybių teisės aktai*

16. Stock Corporation Act, Germany (1965), as last amended by Article 7 of the Act of 22 February 2023 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.gesetze->

- im-internet.de/englisch\_aktg/englisch\_aktg.html [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
17. Dutch Civil Code, the Netherlands (1992) [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <http://www.dutchcivillaw.com/civilcodegeneral.htm> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  18. Swedish Companies Act, Sweden (2005), as amended by SFS 2005:836 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://studylib.net/doc/8708592/swedish-companies-act> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  19. Limited Liability Companies Act, Finland (2006), amendments up to 660/2022 included [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.finlex.fi/en/laki/kaannokset/2006/en20060624.pdf> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  20. Act on Public Limited Liability Companies and Private Limited Liability Companies (the Companies Act), Denmark (2010), consolidated as of 11 October 2021 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: [https://danishbusinessauthority.dk/sites/default/files/2023-10/consolidating-act-public-private-limited-liability-companies-11102021\\_wa.pdf](https://danishbusinessauthority.dk/sites/default/files/2023-10/consolidating-act-public-private-limited-liability-companies-11102021_wa.pdf) [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].

### **Modeliniai teisės aktai**

21. Model Business Corporation Act (MBCA), updated through April 28, 2023 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: [https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business\\_law/corplaws/mbca-202304.pdf](https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/mbca-202304.pdf) [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
22. European Model Company Act (EMCA), First Edition (2017) [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=346086103074019116098115073123116096014062039067032088087075109109127030088004122029100103062122015051018102070119124112123108030078070086003125004072006090015108029032022019006002065082109098113122089076019113121105107008116076064083010076027104006117&EXT=pdf&INDEX=TRUE> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].

### **Specialioji literatūra**

23. Allen, W. T., Kraakman, R. & Subramanian, G. (2016). *Commentaries and Cases on the Law of Business Organisation*. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer.
24. Bahls, S. C. (1990). Resolving Shareholder Dissension: Selection Equitable Remedy. *The Journal of Corporation Law*, 15, p. 285-301.
25. Bakanauskas, E. (2017). *Įmonių grupės: Europos modelinio bendrovių akto (EMCA) ir Lietuvos kontekste*. Vilnius: Vilniaus universitetas.
26. Bebchuk, L. A. & Kahan, M. (2000). Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts, in concentrated corporate ownership. *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck, ed.), p. 247-261.
27. Bimbirytė, A. (2019). *Priverstinis akcijų pardavimas teismų praktikoje: materialieji ir procesiniai teisiniai aspektai*. Vilnius: Vilniaus universitetas.

28. Bitė, V & Kiršienė, J. (2008). Akcininkų išankstinio atsisakymo pirmumo teisės įsigyti parduodamas akcijas teisinis vertinimas. *Jurisprudencija*, 5(107), p. 61-70 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://ojs.mruni.eu/ojs/jurisprudence/article/view/2584> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
29. Bitė, V. (2022). Bendrovių reglamentavimo pokyčiai: ar atėjo startuolių aukso amžius? *Lietuvos teisė 2022: esminiai pokyčiai*, p. 191-209 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://cris.mruni.eu/server/api/core/bitstreams/04e9297a-faa5-4ac7-9337-44462c97ec66/content> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
30. Campbell, R. B. Jr. (1999). Fair value and fair price in corporate acquisitions. *North Carolina Law Review*, 78, p. 101-152 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: [https://uknowledge.uky.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1050&context=law\\_fac\\_pub](https://uknowledge.uky.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1050&context=law_fac_pub) [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
31. Chang, M. (2012). A Korean Takeover Panel – A Look at the Australian Model. *Asian Business Lawyer*, 9, p. 57-72.
32. Coates, J. C. (1999). “Fair value” as an avoidable rule of corporate law: minority discounts in conflict transactions. *University of Pennsylvania Law Review*, 147(6), p. 1251-1359.
33. Conac, P. (2005). The New French Preferred Shares: Moving towards a More Liberal Approach. *European Company and Financial Law Review*, 2(4), p. 487-511.
34. Conac, P. (2016). The Chapter on Groups of Companies of the European Model Company Act (EMCA). *European Company and Financial Law Review*, 13(2), p. 301-321.
35. Cox, J. D. et al (2004). *Securities Regulation – Cases and Materials*. 4th ed. Gaithersburg: Aspen Publishers.
36. Davidovic, D. (2019). Squeeze out - Regional and EU Approach with Special Reference to the FBiH Law. *South East European Law Journal*, 7, p. 56-73.
37. Eisenhofer, J. W & Reed, J. L. (1997). Valuation Litigation. *Delaware Journal of Corporate Law*, 22(37), p. 37–87 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/VALUATION-LITIGATION.pdf> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
38. Elonen, O. (2022). Redemption of Minority Shares and Related Fair Price Determination in the Finnish Legal System. *Udayna Journal of Law and Culture*, 6(2), p. 125-142 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://ojs.unud.ac.id/index.php/UJLC/article/view/85688/45631> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
39. Emory Jr., J. D. (1995). Comment, The Role of Discounts in Determining "Fair Value" Under Wisconsin's Dissenters' Rights Statutes: The Case for Discounts. *Wisconsin Law Review*, 1155.
40. Gordon, J. N. & Kornhauser, L. A. (1985). Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research, *N.Y.U. L. Rev.*, 60(761), p. 761-849 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: [https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4145&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4145&context=faculty_scholarship) [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
41. Hamermesh, L. & Wachter, M. L. (2005). The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law. *All Faculty Scholarship*, 72, p. 119-166 [interaktyvus].

- Prieiga per internetą:  
[https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1071&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1071&context=faculty_scholarship) [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
42. Hamermesh, L. & Wachter, M. L. (2009). Rationalizing appraisal standards in compulsory buyouts. *Boston College Law Review*, 50, p. 1021–1068 [interaktyvus]. Prieiga per internetą:  
<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=279084110120111022017087104070084023058053048001058058104066077081068093127013008006110097020008029017007030125025116072072091012047023016072118071013077108097011014005063119103116093096025121005120106010095116005080067093080096118100123065114117013&EXT=pdf&INDEX=TRUE> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  43. Hermans, R. (2002). Uitkoop en het recht om uitgekocht te worden onder de dertiende EG-Richtlijn. *Ondernemingsrecht*, 2002-16/17, p. 497-503.
  44. Jaras, O. (2015). *Ar priverstinis akcijų išpirkimas nepažeidžia didžiojo akcininko teisių, kai yra reikalaujama išpirkti akcijas?* Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas.
  45. Khanna, V. (2008). The Growth of the Fiduciary Duty Class Actions for Freeze Out Mergers: *Weinberger v. UOP, Inc.* In: Macey, J. (2008). *The Iconic Cases in Corporate Law*. St. Paul: West Academic Publishing.
  46. Khanna, V. (2017). *Comparative Takeover Regulation: Global and Asian Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press.
  47. Kolohoida, O. et al. (2019). The Squeeze-out of Minority Shareholders: The Case of Ukraine. *Hungarian Journal of Legal Studies*, 60(3), p. 260-280.
  48. Koppensteiner, H. (2004). *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz: § 327a AktG*. Köln: Heymanns.
  49. Kraakman, R. et al. (2004). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press.
  50. Kramarova, K. (2021). The Concept of the Right of Squeeze-out according to the Legislative Framework of the Slovak Republic. *Economic and Social Development, International Scientific Conference on Economic and Social Development*, 71, p. 88-98.
  51. Krohn, M. (2004). Minority Squeeze-Outs and the European Convention on Human Rights'. *European Business Law Review*, 15(2), p. 159-182.
  52. Lasauskas, M. (2016). *Priverstinis uždarosios akcinės bendrovės akcininko akcijų pardavimas ir nupirkimas: lyginamieji aspektai*. Vilnius: Vilniaus universitetas.
  53. Lee, T. G. & Ryu, M. H. (2012). Squeeze-out through Compulsory Acquisition under the Amended Korean Commercial Code - Will Compulsory Aquisitions Work in Practice. *Asian Business Lawyer*, 10, p. 137-156.
  54. Miliauskas, P. (2012). Kai kurie teoriniai akcininkų sutarčių aspektai. *Teisė*, 82, p. 73-92.
  55. Miliutis, F. (2009). *Privalomas akcijų pardavimas ir jo problematika*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.
  56. Miliutis, F. (2013). Fair price in squeeze-out transaction. *Social sciences studies: research papers*, 5(3), p. 769-792.

57. Miliutis, F. (2014). *Privalomo akcijų pardavimo teisinis reguliavimas akcininko teisių užtikrinimo efektyvumo požiūriu*. Daktaro disertacija, socialiniai mokslai, teisė (01S), Mykolo Romerio universitetas. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.
58. Min, J. S. (2011). Legal Nature of Appraisal Right Granted to Dissenting Shareholders Opposing a Merger and Timing at Which Default Interest Accrues on Share Purchase Price Supreme Court Decision 2009Da72667. *Center for Financial Law*, 7.
59. Misius, R. (2004). Privalomo smulkiųjų akcininkų akcijų pardavimo problematika. *Jurisprudencija*, 55(47), 90-101.
60. Moll, D. K. (2004). Shareholder Oppression and "Fair Value": Of Discounts, Dates, and Dastardly Deeds in the Close Corporation. *Duke Law Journal*, 54(2), p. 293-383.
61. Po, N. (2022). Regulating Squeeze-outs in Singapore: A Case for Imposing Fiduciary Duties on Controlling Shareholders. *Singapore Law Review*, 39, p. 21-57.
62. Pönkä, V. (2015). *Osakkeen lunastaminen: Osakeyhtiö- ja sopimusoikeudellinen tutkimus*. Helsinki: Talentum.
63. Poutsma, E., de Nijs, W., Poole, M. (2003). The Global Phenomenon of Employee Financial Participation. *International Journal of Human Resource Management*, 14(6), p. 855-862.
64. Pratt, S. P., Reilly, R. F., Schweih, R. P. (1996). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Indiana: Irwin Professional Pub.
65. Pritchard, A. C. (2004). Tender offers by controlling shareholders: the spectre of coercion and fair price. *Berkeley Business Law Journal*, 1:83, p. 83-111.
66. Rho, H. J. (2011). New Squeeze-Out Devices as a Part of Corporate Law Reform in Korea: What Type of Device is Required for a Developing Economy? *Boston University International Law Journal*, 29, p. 41-77 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://ssrn.com/abstract=2217488> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
67. Savolainen, H. (2016). OYL 18:7 mukaisen käyvän hinnan määrittäminen noteeraamattomissa yhtiöissä. *Edilex* 33, p. 1–37.
68. Savolainen, H. & Saastamoinen, J. (2016). OYL 18:7:n mukainen käypä hinta – tilastollinen analyysi noteeraamattomien yhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymisestä. *Lakimies* 2, p. 245–268.
69. Sedlakova, I., Kramarova, K., Vagner, L. (2019). Discussion of theoretical-practical aspects of squeeze-out. *Littera Scripta*, 12(1), p. 1-20.
70. Seppänen, H. (2020). OYL 18 Vähemmistöosakkeiden lunastushinta: käyvän hinnan käsitteen määrittelemine. *Defensor Legis*, 2, p. 199- 214.
71. Steinmeyer, R. & Häger, M. (2002). *WpÜG: Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Minderheitenausschluss nach §§327a ff AktG*. Berlin: Schmidt, Erich.
72. Šeduikytė, J. (2015). *Ar Lietuvos teisės aktuose, privalomojo akcijų pardavimo/ pirkimo metu, nustatytas teisingos kainos institutas, garantuoja teisingą kainą?* Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas.



73. Thompson, R. B. (1988). Corporate Dissolution and Shareholders' Reasonable Expectations. *Washington University Law Quarterly*, 66, p. 193-238 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/article/7169/galley/24002/view/> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
74. Uzaková, V. (2012). Constitutional and Legal Aspects of Squeeze-out of Minority Shareholders. *Mil'niky prnva v stredoeurópskom priestore 2012: Zborník príspevkov z medzinárodnej konferencie*, p. 962-970.
75. van der Elst, C. & van den Steen, L. (2009). Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights. *European Company and Financial Law Review*, 6(4), p. 391-439.
76. Van der Grinten, W. C. L. et al. (1991). *Uitkoop En Geschillenregeling*. Arnhem: Gouda Quint.
77. Ventrizzo, M. (2010). Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and reform proposals. *Virginia Journal Of International Law*, 50(4), p. 842-917.

### **Teismų praktika**

#### ***Europos Žmogaus Teisių Teismo sprendimai***

78. *Kind v. Germany* [ECHR], No. 44324/98, [20.2.2003]. ECLI:CE:ECHR:2003:0220JUD004432498.
79. *Sovtransavto Holding v. Ukraine* [ECHR], No. 48553/99, [02.10.2003]. ECLI:CE:ECHR:2003:1002JUD004855399.
80. *Freitag v. Germany* [ECHR], No. 71440/01, [19.1.2007]. ECLI:CE:ECHR:2007:0719JUD007144001.
81. *Blumberga v. Latvia* [ECHR], No. 70930/01, [14.10.2008]. ECLI:CE:ECHR:2008:1014JUD007093001.
82. *Chadzitaskos a Franta v. the Czech Republic* [ECHR], No. 7398/07, 31244/07, 11993/08, 3957/09, [27.09.2012]. ECLI:CE:ECHR:2012:0927JUD000739807.

#### ***Lietuvos Respublikos teismų sprendimai***

83. Lietuvos Respublikos Konstitucinio Teismo 2006 m. sausio 17 d. nutarimas. *Valstybės žinios*, 8-284.
84. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-438-999-08.
85. Lietuvos vyriausiojo administracinio teismo 2008 m. spalio 20 d. nutartis administracinėje byloje Nr. A-261-1740-08.
86. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2009 m. gruodžio 22 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-587/2009.
87. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2014 m. birželio 20 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-336/2014.
88. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2014 m. lapkričio 19 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-370/2014.
89. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2015 m. sausio 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-66/2015.

90. 2019 m. gegužės 22 d. *Lietuvos Aukščiausiojo Teismo praktikos dėl akcininko teisių įgyvendinimo ir jų gynimo būdų apžvalga (Teismų praktika Nr. 50)*.
91. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2020 m. lapkričio 12 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-3-298-611/2020.
92. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2021 m. rugsėjo 29 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-3-236-611/2021.
93. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2022 m. gegužės 23 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-144-943/2022.
94. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo 2023 m. vasario 9 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-11-969/2023.
95. Lietuvos apeliacinio teismo 2011 m. gruodžio 8 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-2521/2011.
96. Lietuvos apeliacinio teismo 2022 m. kovo 29 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2A-167-450/2022.
97. Lietuvos apeliacinio teismo 2023 m. vasario 2 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e2-118-464/2023.
98. Lietuvos apeliacinio teismo 2023 m. rugsėjo 8 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 2-795-910/2023.
99. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2007 m. gruodžio 20 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-7920-121/2007.
100. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2010 m. balandžio 29 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-623-473/2010.
101. Vilniaus apygardos administracinio teismo 2014 m. balandžio 7 d. sprendimas administracinėje byloje Nr. I-665-121/2014.
102. Kauno apylinkės teismo 2023 m. lapkričio 20 d. sprendimas civilinėje byloje Nr. e2YT-14938-1162/2023.
103. Kauno apylinkės teismo 2023 m. gruodžio 7 d. sprendimas civilinėje byloje Nr. e2YT-19175-752/2023.
104. Alytaus apylinkės teismo 2024 m. vasario 23 d. sprendimas civilinėje byloje Nr. e2YT-759-470/2024.

#### ***Užsienio šalių teismų sprendimai***

105. Bell v. Kirby Lumber Corp. [Supreme Court of Delaware], 413 A.2d 137 [1980 m. vasario 20 d.].
106. Cavalier Oil Corp. v. Harnett [Supreme Court of Delaware], 564 A.2d 1137 [1989 m. rugsėjo 5 d.].
107. Montgomery Cellular Holding Co. v. Dobler [Supreme Court of Delaware], 880 A.2d 206 [2004 m. rugsėjo 30 d.].

#### **Kiti šaltiniai**

108. Lietuvos Respublikos ekonomikos ir inovacijų ministerijos AIŠKINAMASIS RAŠTAS dėl Akcinių bendrovių įstatymo Nr. VIII-1835 2, 15, 17, 21, 27, 28, 29, 30, 30(1), 32, 34, 37, 37(2), 40, 42, 45, 47, 47(1), 51 ir 78 straipsnių, priedo

- pakeitimo ir Įstatymo papildymo 46(1) straipsniu įstatymo projekto (2022) [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAK/25521d90f24011ecbfe9c72e552dd5bd?jfwid=-qj5rahsaz> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
109. Lietuvos Respublikos ekonomikos ir inovacijų ministerijos LIETUVOS RESPUBLIKOS AKCINIŲ BENDROVIŲ ĮSTATYMO NR. VIII-1835 2, 15, 17, 21, 27, 28, 29, 30, 30<sup>1</sup>, 32, 34, 37, 37<sup>2</sup>, 40, 42, 45, 47, 47<sup>1</sup>, 51 ir 78 STRAIPSNIŲ, PRIEDO PAKEITIMO IR ĮSTATYMO PAPILDYMO 46<sup>1</sup> STRAIPSNIU ĮSTATYMO PROJEKTO DERINIMO PAŽYMA (2022) [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAK/bbc812f0db5411ecb1b39d276e924a5d?positionInSearchResults=22&searchModelUUID=0d401fc6-363a-4ad8-885c-948f7fc8bdc1> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  110. Pastabos ir pasiūlymai DĖL LIETUVOS RESPUBLIKOS AKCINIŲ BENDROVIŲ ĮSTATYMO NR. VIII-1835 2, 15, 17, 21, 27, 28, 29, 30, 30<sup>1</sup>, 32, 34, 37, 37<sup>2</sup>, 40, 42, 45, 47, 47<sup>1</sup>, 51 ir 78 STRAIPSNIŲ, PRIEDO PAKEITIMO IR ĮSTATYMO PAPILDYMO 46<sup>1</sup> STRAIPSNIU ĮSTATYMO PROJEKTO (2022) [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAK/bbc812f0db5411ecb1b39d276e924a5d?positionInSearchResults=22&searchModelUUID=0d401fc6-363a-4ad8-885c-948f7fc8bdc1> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  111. Lietuvos Respublikos teisingumo ministerijos išvada DĖL LIETUVOS RESPUBLIKOS AKCINIŲ BENDROVIŲ ĮSTATYMO NR. VIII-1835 2, 15, 17, 21, 27, 28, 29, 30, 30<sup>1</sup>, 32, 34, 37, 37<sup>2</sup>, 40, 42, 45, 47, 47<sup>1</sup>, 51 ir 78 STRAIPSNIŲ, PRIEDO PAKEITIMO IR ĮSTATYMO PAPILDYMO 46<sup>1</sup> STRAIPSNIU ĮSTATYMO PROJEKTO (2022) [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAK/8a86c7c0782311ecb2fe9975f8a9e52e?positionInSearchResults=24&searchModelUUID=0d401fc6-363a-4ad8-885c-948f7fc8bdc1> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  112. Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (2002) [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=373087070022101014080101120126006018049088025072063003074022127067030117126019000099033010008087071103109000022057053037008035088000104100082093094111117096010037044110066098082085097075067066081010073095076123115011103026088081108085094071072&EXT=pdf&INDEX=TRUE> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  113. Tan Weizhen (2016). Drama aplenty as SMRT shareholders vote yes on Temasek buyout [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.todayonline.com/singapore/smrt-shareholders-vote> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  114. LRT. *Sabina Izokaitienė. Bendrovės akcijų išpirkimo teisė ir pareiga* [interaktyvus] (modifikuota 2022 m. gruodžio 6 d.). Prieiga per internetą: <https://www.lrt.lt/naujienos/verslo-pozicija/692/1838281/sabina-izokaitiene-bendroves-akciju-ispirkimo-teise-ir-pareiga> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
  115. LRT. *Antanaitis. Kiznė. Bendrovės akcijų išpirkimas Lietuvoje ir Europoje: kokie iššūkiai laukia jį įgyvendinant?* [interaktyvus] (modifikuota 2023 m. balandžio 24 d.). Prieiga per internetą: <https://www.lrt.lt/naujienos/verslo>

- pozicija/692/1969748/antanaitis-kizne-bendroves-akciju-ispirkimas-lietuvoje-ir-europoje-kokie-issukiai-laukia-ji-igyvendinant [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
116. Verslo žinios. *Ar naujasis Akcinių bendrovių įstatymo pakeitimas įneš daugiau stabilumo ir ramybės?* [interaktyvus] (modifikuota 2022 m. lapkričio 18 d.). Prieiga per internetą: <https://www.vz.lt/izvalgos/2022/11/18/ar-naujasis-akciniu-bendroviu-istatymo-pakeitimas-ines-daugiau-stabilumo-ir-ramybes&cea4eb244d6508> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
117. BNS. *Smulkiųjų akcininkų išpirkimas: ką turi žinoti verslas?* [interaktyvus] (modifikuota 2023 m. birželio 14 d.). Prieiga per internetą: <https://sc.bns.lt/view/item/464440> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
118. 15min. *Teisininkai ragina suskubti bendrovių akcininkus: baigiasi svarbus terminas* [interaktyvus] (modifikuota 2023 m. rugsėjo 26 d.). Prieiga per internetą: <https://www.15min.lt/verslas/naujiena/finansai/teisininkai-ragina-suskubti-bendroviu-akcininkus-baigiasi-svarbus-terminas-662-2117076> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
119. Delfi. *Mindaugas Baniulis. Priverstinis akcijų išpirkimas – daugybė akcininkų gali nespėti pasinaudoti šia teise* [interaktyvus] (modifikuota 2023 m. spalio 25 d.). Prieiga per internetą: <https://www.delfi.lt/verslas/nuomones/mindaugas-baniulis-priverstinis-akciju-ispirkimas-daugybe-akcininku-gali-nespeti-pasinaudoti-savo-teise-94873755> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
120. Teise.pro. *Akcinių bendrovių įstatymo pakeitimai kaip papildoma inercija smulkiajam ir vidutiniam verslui* [interaktyvus] (modifikuota 2022 m. rugpjūčio 2 d.). Prieiga per internetą: <https://www.teise.pro/index.php/2022/08/02/akciniu-bendroviu-istatymo-pakeitimai-kaip-papildoma-inercija-smulkiajam-ir-vidutiniam-verslui/> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
121. Glimstedt. *Privalomas akcijų išpirkimas: teisingos kainos nustatymas* [interaktyvus] (modifikuota 2024 m. sausio 29 d.). Prieiga per internetą: <https://www.glimstedt.lt/naujienos/privalomas-akciju-ispirkimas-teisingos-kainos-nustatymas/> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
122. Glimstedt. *Privalomas smulkiųjų akcininkų akcijų išpirkimas* [interaktyvus] (modifikuota 2023 m. lapkričio 14 d.). Prieiga per internetą: <https://www.glimstedt.lt/naujienos/akcininku-akciju-ispirkimas/> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
123. Hopt, K. J. (2000). *Modern Company Law Problems: A European Perspective Keynote Speech* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857275.pdf> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].
124. Setterwalls. *Validity and enforcement of minority protection rights in shareholders' agreements* [interaktyvus] (modifikuota 2014 m. rugpjūčio 16 d.). Prieiga per internetą: <https://setterwalls.se/en/article/validity-and-enforcement-of-minority-protection-rights-in-shareholders-agreements/> [žiūrėta 2024 m. balandžio 14 d.].

## SANTRAUKA

### **Akcinių bendrovių įstatymo 46<sup>1</sup> straipsnyje numatyto bendrovės akcijų išpirkimo instituto teorinės ir praktinės problemos**

**Daumantas Vilniškis**

Magistro darbe analizuojama su 2022 m. lapkričio 30 d. įsigaliojusių ir Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtintu nelistinguojamų bendrovių akcijų išpirkimo institutu susijusi problematika. Problemų identifikavimui, taip pat galimiems sprendimo būdams rasti, yra pasitelkiama užsienio valstybių – Danijos, Suomijos, Švedijos, Nyderlandų ir Vokietijos – teisinis reglamentavimas, teisės mokslininkų padarytos išvados doktrinoje, taip pat tiek užsienio, tiek Lietuvos teismų praktikoje pateikti išaiškinimai.

Pirmoje darbo dalyje dėmesys yra teikiamas su Akcinių bendrovių įstatymo 46<sup>1</sup> straipsnyje įtvirtintų prielaidų, kurių reikia tam, jog bendrovės akcijų išpirkimas galėtų būti inicijuotas, susijusiems probleminiams aspektams. Antroje darbo dalyje yra nagrinėjamas įstatyme įtvirtintas bendrovės akcijų išpirkimo procedūrinis modelis, identifikuojami jo trūkumai, bendrovės akcininkams neleidžiantys kaip įmanoma efektyviau įgyvendinti bendrovės akcijų išpirkimo. Galiausiai, trečioje darbo dalyje yra pasisakoma dėl teisingos išperkamų akcijų kainos ir jos nustatymo.

Darbo išvadose, be teiginių, atspindinčių darbo autoriaus atlikto tyrimo rezultatus ir susiformuotą poziciją apie atitinkamą iškeltą problemą, yra pateikiamos rekomendacijos, adresuotos tiek teisę taikantiems, tiek ją aiškinantiems asmenims, kaip turėtų būti sprendžiama tam tikra magistro darbe išskirta su bendrovės akcijų išpirkimu susijusi problema, taip pat įstatymų leidėjui yra teikiami konkretūs pasiūlymai, kaip turėtų būti koreguojamas Akcinių bendrovių įstatymo 46<sup>1</sup> straipsnyje numatytas teisinis instituto reglamentavimas.

## **SUMMARY**

### **Theoretical and Practical Problems of the Company's Share Buyback Institute provided for in Article 46<sup>1</sup> of the Law on Companies**

**Daumantas Vilniškis**

This master thesis analyses the issues related to the company's share buyback institute in unlisted companies, which came into force on 30 November 2022 and which is established in Article 46<sup>1</sup> of the Law on Companies of the Republic of Lithuania. The legal regulation of foreign countries – Denmark, Finland, Sweden, the Netherlands and Germany, the conclusions drawn by legal scholars, as well as the interpretations given in both foreign and Lithuanian case law are used to identify the problems and provide possible solutions.

The first part of the work focuses on the problematic aspects of the prerequisites for the initiation of a company's share buyback, as set out in Article 46<sup>1</sup> of the Law on Companies. The second part of the thesis examines the procedural model of the company's share buyback as provided for in the law and identifies its weaknesses, which do not allow the company's shareholders to implement the company's share buyback in the most efficient way. Finally, the third part of the thesis discusses the fair price of the shares to be bought back and its determination.

In addition to presenting the findings of the author's research and articulating author's stance on the issues discussed, the conclusions of the thesis contain recommendations addressed both to the persons who apply and interpret the law as to how a certain problem related to the company's share buyback should be approached, and also proposals to the legislator, suggesting in which way the legal regulation of the institute provided by the Article 46<sup>1</sup> of the Law on Companies should be amended.