

**VILNIAUS UNIVERSITETAS  
GENTO UNIVERSITETAS**

**PAULIUS MILIAUSKAS**

**BIRŽINĖSE BENDROVĖSE SUDAROMOS AKCININKŲ SUTARTYS:  
BENDROVIŲ TEISĖS ASPEKTAI**

Daktaro disertacijos santrauka  
Socialiniai mokslai, teisė (01 S)

Vilnius, 2014

Disertacija rengta 2009-2013 Vilniaus universitete ir Gento universitete.

**Moksliniai vadovai:**

Prof. dr. Hans De Wulf (Gento universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S)

Doc. dr. Andrius Smaliukas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S)

**Disertacija ginama Vilniaus universiteto Teisės mokslo krypties taryboje:**

**Pirmininkas:**

Prof. dr. Vytautas Mizaras (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

**Nariai:**

Prof. dr. Asta Dambrauskaitė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S)

Prof. dr. Hans De Wulf (Gento universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);

Prof. dr. Christoph Van der Elst (Gento universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04 S);

Doc. dr. Andrius Smaliukas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

**Oponentai:**

Doc. dr. Deividas Soloveičikas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S);

Doc. dr. Agnė Tikniūtė (Vytauto Didžiojo universitetas, socialiniai mokslai, teisė – 01 S).

Disertacija bus ginama viešame Teisės mokslo krypties tarybos posėdyje 2014 m. vasario 7 d. 11 val. Teisės fakulteto JR4 auditorijoje.

Adresas: Saulėtekio al. 9, I rūmai, LT-10222 Vilnius, Lietuva.

Disertacijos santrauka išsiuntinėta 2014 m. sausio 3 d.

Disertaciją galima peržiūrėti Vilniaus universiteto ir Gento universiteto bibliotekose.

**VILNIUS UNIVERSITEIT  
UNIVERSITEIT GENT**

**PAULIUS MILIAUSKAS**

**ASPECTEN VAN HET VENNOOTSCHAPSRECHT M.B.T.  
AANDEELHOUDERSOVEREENKOMSTEN IN BEURSGENOTEERDE  
VENNOOTSCHAPPEN**

Samenvatting van het proefschrift  
Sociale wetenschappen, recht (01 S)

Vilnius, 2014

Het proefschrift is voorbereid en geschreven in de periode 2009-2013 aan de Universiteit Gent en de Vilnius Universiteit.

**Promotors:**

Professor dr. Hans De Wulf (Universiteit Gent, sociale wetenschappen, recht – 01 S);

Hoofddocent dr. Andrius Smaliukas (Vilnius Universiteit, sociale wetenschappen, recht – 01 S).

**Het proefschrift wordt verdedigd voor de Recht Research Council van de Vilnius Universiteit:**

**Voorzitter:**

Prof. dr. Vytautas Mizaras (Vilnius Universiteit, sociale wetenschappen, recht – 01 S).

**Leden:**

Prof. dr. Asta Dambrauskaitė (Mykolas Romeris Universiteit, sociale wetenschappen, recht – 01 S);

Prof. dr. Hans De Wulf (Universiteit Gent, sociale wetenschappen, recht – 01 S);

Prof. dr. Christoph Van der Elst (Universiteit Gent, sociale wetenschappen, economie – 04 S);

Hoofddocent dr. Andrius Smaliukas (Vilnius Universiteit, sociale wetenschappen, recht – 01 S).

**Opponent:**

Hoofddocent dr. Agnė Tikniūtė (Vytautas Magnus Universiteit, sociale wetenschappen, recht – 01S);

Hoofddocent dr. Deividas Soloveičikas (Vilnius Universiteit, sociale wetenschappen, recht – 01 S).

Het proefschrift wordt op 7 februari 2014 om 11u verdedigd in een openbare zitting van de Recht Research Council (JR4 Hall van de rechtsfaculteit van de Vilnius Universiteit).

Adres: Saulėtekio al. 9, Building 1, LT-10222, Vilnius, Litouwen.

Het proefschrift is beschikbaar in de bibliotheken van de Universiteit Gent en de Vilnius University.

**VILNIUS UNIVERSITY  
GHENT UNIVERSITY**

**PAULIUS MILIAUSKAS**

**COMPANY LAW ASPECTS OF SHAREHOLDERS' AGREEMENTS IN  
LISTED COMPANIES**

Summary of the doctoral dissertation

Social sciences, law (01 S)

Vilnius, 2014

The dissertation was prepared during the period of 2009 – 2013 at Ghent University and Vilnius University.

**Dissertation supervisors:**

Professor dr. Hans De Wulf (Ghent University, social sciences, law – 01 S);

Associate professor dr. Andrius Smaliukas (Vilnius University, social sciences, law – 01 S).

**The doctoral dissertation will be defended at the Law Research Council of Vilnius University:**

**Chairman of the Council:**

Prof. dr. Vytautas Mizaras (Vilnius University, social sciences, law – 01 S).

**Members:**

Prof. dr. Asta Dambrauskaitė (Mykolas Romeris University, social sciences, law – 01 S);

Prof. dr. Hans De Wulf (Ghent University, social sciences, law – 01 S);

Prof. dr. Christoph Van der Elst (Ghent University, social sciences, economics – 04 S);

Associate prof. dr. Andrius Smaliukas (Vilnius University, social sciences, law – 01 S).

**Opponents:**

Associate prof. dr. Agnė Tikniūtė (Vytautas Magnus University, social sciences, law – 01S);

Associate prof. dr. Deividas Soloveičikas (Vilnius University, social sciences, law – 01 S).

The dissertation will be defended at the public meeting of the Law Research Council on 7<sup>th</sup> February, 2014 at 11:00 in the JR4 Hall of the Vilnius University Faculty of Law.

Address: Saulėtekio al. 9, Building 1, LT-10222, Vilnius, Lithuania.

The summary of the doctoral dissertation was distributed on 3<sup>rd</sup> of January, 2014.

The doctoral dissertation is available for review at the libraries of Vilnius University and Ghent University.

## **Biržinėse bendrovėse sudaromos akcininkų sutartys: bendrovių teisės aspektai**

Bendrovė, kaip tam tikra bendros veiklos organizavimo forma, yra fenomenas, kuris peržengia teisės ribas. Vien tik teisė negali identifikuoti ir išspręsti įvairių socialinių, ekonominių, istorinių ir net religinių aspektų (kartu ir problemų), kurie yra susiję su bendrovėmis. Nepaisant to, jeigu tokios problemos yra atskleidžiamos ir išaiškinamos kitų mokslų, teisė gali pasiūlyti priimtinus sprendimo būdus.

Šiame kontekste daugiau kaip trisdešimt metų bendrovių teisė buvo įtakojama bendrovių valdymo diskurso (ši įtaka ypač išryškėjo per pastarąjį dešimtmetį). Moksliniai tyrimai bendrovių valdymo srityje praturtino bendrovių teisę įvairiomis įžvalgomis: kaip funkcionuoja bendrovės ir kokia jų vidinė struktūra; kokia turėtų būti bendrovės valdymo organo sudėtis; koks yra akcininkų vaidmuo valdant bendroves; ir daugeliu kitų svarbių įžvalgų. Vienas iš kertinių bendrovių valdymo uždavinių yra subalansuoti su bendrove susijusių teisinių santykių dalyvių (angl. *corporate constituents*), tarp jų ir akcininkų, skirtingus interesus. Kadangi bendrovių teisė taip pat siekia šio tikslo, abi disciplinos neišvengiamai sąveikauja viena su kita. Be to, pasaulyje didėjant tiesioginių (kai akcijos nuosavybės teisėmis asmeniui priklauso tiesiogiai) ir netiesioginių (pavyzdžiui, dalyvaujant pensijų kaupimo fonduose) akcininkų skaičiui, išaugus vertybinių popierių biržų kapitalizacijai, taip pat įvertinus faktą, kad 94 % pasaulio populiacijos gyvena valstybėse, kuriose yra bent viena reguliuojama rinka, uždavinys subalansuoti skirtingus su bendrove susijusių teisinių santykių dalyvių interesus tampa dar svarbesnis.

Disertacijoje analizuojamai problemai yra svarbios dvi interesų konfliktų rūšys (arba kaip detalai analizuojama disertacijoje – atstovavimo problemos (angl. *agency problems*))<sup>1</sup>. Pirmasis interesų konfliktas kyla tarp bendrovės valdymo organo ir akcininkų, kaip vienos iš su bendrove susijusių teisinių santykių dalyvių grupės, interesų. Antrasis interesų konfliktas egzistuoja tarp smulkiųjų ir stambiųjų akcininkų. Šie interesų konfliktai yra dažniausia šiuolaikinių bendrovių skandalų priežastis. Valstybėse, kuriose bendrovių nuosavybės struktūra yra išskaidyta (egzistuoja daug akcininkų, turinčių sąlyginai nedidelius bendrovės akcijų kiekius), yra laikomasi nuostatos, kad bendrovės valdymo organas (ir jo nariai) gali piktnaudžiauti jam suteiktomis teisėmis

---

<sup>1</sup> Trečioji interesų konfliktų rūšis disertacijoje nėra aptariama.

(dažniausiai apgaulingai tvarkant bendrovės apskaitą) ir taip pakenkti akcininkų interesams. Tuo tarpu valstybėse, kuriose bendrovių valdymo struktūra yra sukoncentruota kelių akcininkų rankose, stambieji akcininkai gali pasinaudoti savo kontroliuojančia padėtimi ir siekdami gauti privačios naudos, susijusios su bendrovės kontrole, išnaudoti smulkiuosius akcininkus. Siekiant išvengti bendrovių žlugimo ir suderinti skirtingus su bendrove susijusių teisinių santykių dalyvių interesus, bendrovių teisė kartu su bendrovių valdymo disciplina privalo pateikti efektyvias teises priemones, analizuoti skirtingus institutus ir pasiūlyti atstovavimo problemų sprendimų būdus.

Interesų konfliktų sukeliama neigiamų pasekmių mažinimo problematika yra aktuali visame pasaulyje ir nėra sukoncentruota tik vienoje jurisdikcijoje ar teisinėje sistemoje. Kontinentinėje Europoje šie debatai prasidėjo gana neseniai (tūkstantmečių sandūroje) ir šiuo metu pastebimas itin didelis susidomėjimas bendrovių valdymu. Bendrovių valdymo diskurso svarbą atskleidžia įvairios Europos Sąjungos teisės aktų leidybos institucijų iniciatyvos, ne pelno siekiančių organizacijų aktyvi parama bendrovių valdymo tyrimų srityje bei valstybių narių priimami, keičiami ir tobulinami bendrovių valdymo kodeksai ir geriausios bendrovių valdymo praktikos gairės. Viso šio diskurso metu akcininkai, jų apsauga ir teisės yra pačiame aktyvių diskusijų centre.

Žymiausi bendrovių teisės mokslininkai analizuoja įvairius būdus bendrovėse kylantiems interesų konfliktams spręsti. Siūlomos dvi grupės strategijų: teisinio reglamentavimo strategijos ir valdymo strategijos. Nors šias strategijas sudaro daug teisinių priemonių ir instrumentų, kurie padeda mažinti atstovavimo problemų sukeltą neigiamą pasekmę, tačiau labai mažai dėmesio yra skiriama sutartinėms teisinėms priemonėms, tokioms kaip, pavyzdžiui, akcininkų sutartis. Be to, šiuo metu yra atlikta labai mažai empirinių tyrimų apie akcininkų sutartis biržinėse bendrovėse. Dėl šių priežasčių, atsižvelgiant į aukščiau minėtą bendrovių valdymo diskursą, šioje disertacijoje akcininkų sutartis tyrinėjama kaip sutartinė teisinė priemonė interesų konfliktų sukeliama neigiamoms pasekmėms mažinti. Autoriaus duomenimis, ši disertacija yra pirmasis mokslinis darbas, kuris pateikia lyginamąją analizę ir empirinius tyrimus apie akcininkų sutartis, sudaromas Lietuvos, Belgijos ir Jungtinės Karalystės vertybinių popierių biržose esančiose bendrovėse.



## **Tyrimo tikslai, uždaviniai ir objektas**

Pagrindinis šios disertacijos tikslas yra remiantis atstovavimo teorijos (angl. *agency theory*) suformuluotais postulatais kuo objektyviau išanalizuoti, pakomentuoti ir bendrovių valdymo diskurso kontekste aptarti akcininkų sutarčių teisinį reglamentavimą ir jų sudarymo praktiką biržinėse bendrovėse. Disertacijoje atliekamu moksliniu tyrimu nustatoma, ar teorinės prielaidos, kad akcininkų sutartis yra tinkama sutartinė priemonė atstovavimo problemoms spręsti, koreliuoja (ir kaip) su empirinių tyrimų rezultatais apie Lietuvos, Belgijos ir Jungtinės Karalystės vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse sudaromas akcininkų sutartis.

Disertacijoje keliamam tikslui pasiekti yra atliekamas kokybinis mokslinis tyrimas (angl. *qualitative research*) ir empirinė studija. Kokybinio mokslinio tyrimo pagalba pasirinktose jurisdikcijose yra analizuojami akcininkų sutarčių reglamentavimo panašumai ir skirtumai. Tuo tarpu atliekant empirinius tyrimus atskleidžiamas analizuojamose jurisdikcijose sudaromų akcininkų sutarčių skaičius, priežastys, dėl kurių yra sudaromos akcininkų sutartys, ir akcininkų sutartis sudarančių akcininkų turimos balsavimo teisės. Tiek kokybinis mokslinis tyrimas, tiek ir empirinė analizė pateikta disertacijoje prisideda prie šiuo metu aktualaus diskurso apie teises priemones ir būdus, kurie padėtų išspręsti biržinėse bendrovėse kylančius interesų konfliktus. Tikimasi, kad disertacijoje pateikiamas tyrimas ir jo rezultatai bus ypač naudingi įstatymų leidėjams, vertybinių popierių biržoms bei mokslininkams, kurie tyrimus atlieka teisės ir ekonomikos (angl. *law and economics*) srityje.

Bendrovių valdymo diskurso tarpdisciplininis pobūdis lemia tai, kad moksliniai tyrimai šioje srityje dažniausiai apima ir kai kuriuos ekonomikos mokslo aspektus. Dėl šios priežasties teorinis disertacijos pagrindas yra pagrįstas atstovavimo teorija, kuri, autoriaus nuomone, geriausiai atskleidžia problemas, egzistuojančias tarp skirtingų su bendrove susijusių teisinių santykių dalyvių.

Mokslinio tyrimo uždaviniai:

- 1) pateikti pagrindinių ribotos atsakomybės bendrovės charakteristikų ir bendrovių valdymo koncepcijos aprašomąją analizę, kuri būtų naudojama kaip teorinis pagrindas atliekant likusį tyrimą;

- 2) išanalizuoti teisės mokslininkų išplėtotas juridinio asmens teorijas ir nustatyti, kodėl jos yra svarbios teisės mokslui ir ar jos pateikia svarbių išvalgų, susijusių su vidiniais bendrovių teisiniais santykiais;
- 3) jeigu tyrimų metu bus nustatyta, kad teisės mokslininkų pateikiamos teorijos yra nepakankamos, disertacijoje bus analizuojamos ekonomikos mokslo pateikiamos teorijos. Analizės metu atsakoma į tokius klausimus: a) kokios yra ekonominės firmos teorijos (angl. *theory of the firm*), kurios gali būti svarbios teisės mokslui; b) kuo šios teorijos skiriasi nuo teisinių juridinio asmens teorijų; c) kokia yra ekonomistų suformuluotos atstovavimo teorijos svarba bendrovių teisei;
- 4) teorinės analizės pagalba nustatyti pagrindinius akcininkų sutarties bruožus ir tikslus, atsakant į šiuos klausimus: a) kas yra akcininkų sutartis; b) kokios yra pagrindinės akcininkų sutartį kvalifikuojančios charakteristikos; c) kokie yra pagrindiniai akcininkų sutarties tikslai, analizuojant iš atstovavimo teorijos perspektyvos; d) identifikuoti veiksnius, trukdančius sudaryti akcininkų sutartis;
- 5) ištirti akcininkų sutarčių teisinę bazę pasirinktose jurisdikcijose ir pateikti analitinio pobūdžio komentarus pagal Lietuvos ir Belgijos teisę. Disertacijoje bus atsakoma į šiuos klausimus: a) ar akcininkų sutartys yra reglamentuojamos Lietuvos, Belgijos ir Jungtinės Karalystės teisinėse sistemose; b) kokios akcininkų sutarčių rūšys yra reglamentuojamos; c) ar pasirinktose jurisdikcijose egzistuojantis teisinis reglamentavimas yra išsamus ar ribotas; d) kokie yra akcininkų sutarčių reglamentavimo panašumai ir skirtumai;
- 6) atlikti empirinius tyrimus dėl akcininkų sutarčių, sudaromų Lietuvos, Belgijos ir Jungtinės Karalystės vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse. Pagrindiniai klausimai, kuriuos siekiama atsakyti yra: a) ar biržinėse bendrovėse yra sudaromos akcininkų sutartys; b) kokios akcininkų sutartys yra sudaromos biržinėse bendrovėse; c) kokių tikslų yra siekiama sudarant akcininkų sutartis biržinėse bendrovėse; d) kokių skaičių balsavimo teisių turintys akcininkai dažniausiai sudaro akcininkų sutartis; e) kokios bendrovės kontrolės siekia akcininkai, sudarantys balsavimo sutartis; f) ar bendrovių nuosavybės struktūra, egzistuojanti kiekvienoje iš pasirinktų jurisdikcijų, turi įtakos sudaromų akcininkų sutarčių skaičiui ir rūšiai;

- 7) atlikti empirinius tyrimus apie bendrovių, esančių NASDAQ OMX Vilnius vertybinių popierių biržos sąrašuose, nuosavybės struktūrą;
- 8) pateikti mokslines išvalgas ir komentarus, ar akcininkų sutartis gali būti naudojama kaip teisinė priemonė, padedanti išvengti biržinėse bendrovėse kylančių interesų konfliktų sukeliama neigiamų pasekmių.

Disertacijos tyrimo objektai – biržinės ribotos atsakomybės bendrovės, teisiniai santykiai tarp skirtingų su bendrove susijusių teisinių santykių dalyvių (ypač didelis dėmesys skiriamas akcininkams), akcininkų sutartis ir akcininkų sutarčių teisinis reglamentavimas pasirinktose jurisdikcijose.

Nors vienas iš pagrindinių šios disertacijos tyrimo objektų yra sutartis (akcininkų sutartis), tačiau atliekamu moksliniu tyrimu nesiekama atlikti sutarčių teisės problemų analizės. Bendrovių teisė ir su ja susijusių probleminių aspektų tyrimai yra šios disertacijos pagrindas. Dėl šių priežasčių akcininkų sutarties analizė iš sutarčių teisės perspektyvos yra ribota ir ja siekiama tik atskleisti akcininkų sutarties prigimtį ir pagrindinius bruožus. Atskiros sutarties nuostatos, formuluotės, akcininkų sutarties teisėtumo ir priverstinio vykdymo klausimai, taip pat akcininkų sutarties santykis su kitais teisės institutais (pavyzdžiui bendrovės įstatais) nėra iš esmės analizuojami šioje disertacijoje. Taip pat, ši disertacija nepateikia pavyzdinės akcininkų sutarties ir jos nuostatų analizės.

Jungtinės veiklos sutartis ir investavimo sutartis nėra šioje disertacijoje atliekamo tyrimo dalimi. Šios sutartis nepatenka į tyrimo sritį, kadangi jos nėra tiesiogiai susijusios su biržinėmis bendrovėmis. Sutartis dėl akcijų valdymo patikėjimo teise (angl. *voting trust*) yra įtrauktos į empirinius tyrimus tik tais atvejais, kai metinėse bendrovių ataskaitose yra aiškiai nurodyta, kad tokių sutarčių atliekama funkcija atitinka akcininkų sutarčių (balsavimo sutarčių) funkciją. Vertybinių popierių skolinimo sutartis (angl. *securities lending agreement*) šioje disertacijoje yra analizuojamos tik iš lyginamosios funkcinės perspektyvos kaip sutartis, kurios gali sukelti tokias pačias teises pasekmes kaip balsavimo teisių perleidimo sutartis. Akcininkų sutartis disertacijoje taip pat neanalizuojamos kaip teisinė priemonė, kuri gali padėti blokuoti įmonių perėmimus.

Disertacijoje pateikiamas mokslinis tyrimas yra orientuotas į biržines bendroves, tačiau pagrindiniai teoriniai postulatai gali būti taikomi ir privačioms bendrovėms. Interesų konfliktai kylantys tiek tarp smulkiųjų ir stambiųjų akcininkų, tiek ir tarp akcininkų ir valdymo organo biržinėse bendrovėse pasireiškia daug dažniau, todėl jų analizė ir teisinių instrumentų, mažinančių interesų konfliktų neigiamas pasekmes, tyrimai yra itin svarbūs. Be to, biržinės bendrovės dėl savo pobūdžio ir dydžio gali paveikti ne tik tiesiogiai su bendrove susijusius asmenis, bet turėti įtakos ir visai šalies ekonomikai. Galiausiai biržinėms bendrovėms yra nustatyta pareiga viešai atskleisti su jų veikla susijusią informaciją, į kurią įeina ir informacija apie akcininkų sutartis. Privačios bendrovės tokios pareigos neturi, todėl akcininkų sutarčių empiriniai tyrimai tokiose bendrovėse būtų itin sudėtingi dėl informacijos trūkumo.

## **Metodologija**

Atsižvelgiant į tai, kad bendrovių teisė yra stipriai įtakojama teisės ir ekonomikos diskurso, šioje disertacijoje pateikiamas mokslinis tyrimas ir išvados yra pagrįstos atstovavimo teorija. Papildomai buvo pasitelkti žemiau nurodyti teisiniai tyrimų metodai.

*Lyginamasis metodas.* Disertacijos II dalyje pateikiama akcininkų sutarčių analizė yra pagrįsta lyginamuoju metodu. Šis metodas taikomas funkcinio požiūriu, todėl disertacijoje yra lyginami tik tokie teisiniai instrumentai, kurie atlieką tą pačią funkciją nepriklausomai nuo jų teisinio pavadinimo (pavyzdžiui, vertybinių popierių skolinimo sutartys yra analizuojamos kaip galinčios atlikti tokią pačią funkciją kaip ir balsavimo teisių perleidimo sutartys). Lyginamasis metodas pirmiausia yra naudojamas palyginti pasirinktose jurisdikcijose įtvirtintą teisinį akcininkų sutarčių reguliavimą, nustatyti teisinio reguliavimo panašumus ir skirtumus. Lyginamasis metodas taip pat yra naudojamas siekiant palyginti empirinių tyrimų metu gautus rezultatus, kad būtų galima identifikuoti akcininkų sutarčių sudarymo tendencijas bei prieiti prie bendresnių išvadų.

Lyginamojo metodo pagalba disertacijoje lyginamos trys teisinės sistemos: Lietuvos, Belgijos ir Jungtinės Karalystės. Šios valstybės buvo pasirinktos dėl šių priežasčių. Pirma, kiekviena pasirinkta jurisdikcija reprezentuoja skirtingas teises sistemas. Jungtinėje Karalystėje vyrauja bendrosios teisės sistema, taip pat būtent šioje valstybėje buvo priimtas pats pirmasis bendrovių valdymo kodeksas. Belgija šiuo atžvilgiu atspindi standartinę kontinentinės Europos teisės sistemą. Tuo tarpu Lietuva yra

pakankamai nauja valstybė (gyvuojanti tik šiek tiek daugiau kaip 20 metų po nepriklausomybės atgavimo), kurios teisės sistema nėra galutinai susiformavusi. Antra, pasirinktose valstybėse egzistuoja skirtingo dydžio ir kapitalizacijos vertybinių popierių rinkos. Jungtinėje Karalystėje yra didžiausia ir labiausiai išsivysčiusi rinka, kai tuo tarpu Lietuvoje yra gana maža vertybinių popierių birža su šiek tiek daugiau kaip 30 biržinių bendrovių. Belgijoje vertybinių popierių birža yra vidutinio dydžio ir kapitalizacijos. Trečia, pasirinktose jurisdikcijose vyrauja skirtinga bendrovių nuosavybės struktūra. Jungtinės Karalystės vertybinių popierių biržoje esančiose bendrovės vyrauja smulkieji akcininkai, todėl nuosavybės struktūra yra labai išskaidyta (angl. *dispersed ownership*) ir nėra bendrovės valdyme dominuojančių akcininkų. Tuo tarpu Lietuvoje ir Belgijoje bendrovių nuosavybės struktūra yra koncentruota, todėl daugiausiai dominuoja kontroliuojantys akcininkai, valdantys stambius balsavimo teisių paketus.

*Empirinis metodas.* Atsižvelgiant į tai, kad bendrovių valdymas yra orientuotas į praktinius aspektus, tyrimai šioje srityje negali būti atliekami nepasitelkiant empirinio metodo. Empirinis metodas šioje disertacijoje naudojamas ne nustatyti ar interpretuoti teisinį reglamentavimą, tačiau ištirti teisinio reglamentavimo pasekmes, atsirandančias praktikoje. Empirinių tyrimų pagalba disertacijoje yra atsakoma į tokius klausimus kaip: ar akcininkų sutartys yra sudaromos biržinėse bendrovėse; kokių tikslų yra siekiama sudarant akcininkų sutartis biržinėse bendrovėse; kiek balsavimo teisių turintys akcininkai dažniausiai sudaro akcininkų sutartis. Papildomai empirinio metodo pagalba yra nustatoma bendrovių, esančių NASDAQ OMX Vilnius vertybinių popierių biržos sąrašuose, nuosavybės struktūra. Reikia pabrėžti, kad empiriniams tyrimams atlikti reikalinga informacija ir duomenys yra surinkti ir paremti ne tiesiogiai akcininkų sutartimis, bet bendrovių metinėse ir tarpinėse ataskaitose skelbiama informacija.

Į duomenų, pagal kuriuos buvo atliekamas empirinis tyrimas, imtį pateko tik tos bendrovės, kurios yra NASDAQ OMX Vilnius, NYSE Euronext Brussels ir Londono vertybinių popierių biržų sąrašuose ir kurių pagrindinė buveinė yra toje pačioje valstybėje kaip ir pati vertybinių popierių birža. Taip pat šioje disertacijoje buvo tiriamos tik tos akcininkų sutartys, kurios yra sudarytos tarp bendrovės akcininkų arba akcininkų akcininkų (tuo atveju, jeigu bendrovės akcininkai yra juridiniai asmenys). Dėl šios priežasties disertacijoje pateikiamame empiriniame tyrime neatsispindi akcininkų sutartys, kurių šalimi, kaip kitos bendrovės akcininkė, yra bendrovė, pavyzdžiui, jeigu

bendrovė yra tarp dukterinės bendrovės akcininkų sudaromos akcininkų sutarties šalimi. Nepaisant to, akcininkų sutartys, kurių šalimi taip pat yra ir bendrovė, sudarytos tarp bendrovės akcininkų patenka į disertacijoje pateiktą empirinį tyrimą. Detali empirinio tyrimo metodologija yra pateikiama disertacijos III dalyje.

*Interpretaciniai ir analizės metodai.* Disertacijoje yra naudojami keturi interpretaciniai ir analizės metodai: lingvistinis, sisteminis, loginis ir teleologinis. Lingvistinis metodas, kuris remiasi įstatymų leidėjų teisinių formuluočių ir jų sintaksės analize, naudojamas interpretuoti akcininkų sutartis reglamentuojančioms teisės aktų nuostatomis (pavyzdžiui, Lietuvos civilinio kodekso antrosios knygos teisės normoms). Teleologinis metodas disertacijoje naudojamas siekiant nustatyti įstatymų leidėjo *ratio legis* priimant vieną ar kitą teisinę nuostatą, reglamentuojančią akcininkų sutartis. Sisteminio interpretacijos metodo, kuris naudojamas visame moksliniame darbe, pagalba siekiama išaiškinti ne atskiras teisės normas, tačiau išanalizuoti akcininkų sutartį, kaip teisinį instrumentą, įvertinant tiek teorinius postulatus, tiek empirinio tyrimo rezultatus, tiek ir skirtingose jurisdikcijose vyraujančias bendrovių nuosavybės struktūras. Loginis analizės ir interpretacijos metodas taip pat buvo naudojamas viso tyrimo metu, tačiau atsižvelgiant į darbe atliekamą empirinį tyrimą daugiausia buvo remiamasi indukciniumi metodu (pavyzdžiui, išvados dėl akcininkų sutarčių skaičiaus ir rūšių santykio su tiriamoje jurisdikcijoje vyraujančia bendrovių valdymo struktūra).

### **Disertacijos akademinis aktualumas ir praktinė reikšmė**

Antrojo tūkstantmečio pabaigoje Pasaulio banko prezidentas konstatavo, kad „bendrovių valdymas šiuo metu yra tiek pat svarbus pasaulio ekonomikai kaip ir valstybių valdymas“<sup>2</sup>. Lyg įrodydamas šį teiginį pasaulis trečiąją tūkstantmetį pradėjo besitęsiančiais finansiniais bendrovių skandalais (pradedant nuo Enron), kuriuos sekė pasaulinė finansinė ir ekonominė krizė. Prie šių neigiamų reiškinių kylimo iš dalies prisidėjo gerų bendrovių valdymo standartų bei praktikos trūkumas, nepilnavertis teisinis režimas ir silpnas teisinių būdų, skirtų mažinti atstovavimo kaštus, įgyvendinimo ir vykdymo mechanizmas.

---

<sup>2</sup> Global Corporate Governance Forum, First Review 2003 [interaktyvus]. [žiūrėta 2012-06-19] Prieiga per internetą:<[http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Forum\\_Review\\_2003/\\$FILE/GCGF\\_Annual\\_Review.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Forum_Review_2003/$FILE/GCGF_Annual_Review.pdf)>, p. 5.

Šiame kontekste biržinės bendrovės bendrovių valdymo diskurso centre yra nuo pat pirmųjų bendrovių valdymo kodeksų priėmimo. Toks išskirtinis dėmesys gali būti paaiškinamas bendrovių, kurių akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržose, svarba visai valstybės ekonomikai (pavyzdžiui, bendrovės Anheuser-Busch InBev NV, esančios NYSE Euronext Brussels vertybinių popierių biržos sąrašė, kapitalas sudaro beveik pusė visos vertybinių popierių biržos kapitalizacijos). Todėl vien tik biržinių bendrovių dydis ir jų daroma įtaka rinkai bei ekonomikai yra pakankama priežastis įstatymų leidėjams, priežiūros institucijoms ir netgi nevyriausybinėms organizacijoms aktyviai veikti ir įtakoti bendrovių valdymo diskursą, domėtis įvairiomis su bendrovių valdymu susijusiomis problemomis ir įtvirtinti teisės aktuose įvairias teises priemones, padedančias išvengti galimų problemų. Mažai tikėtina, kad biržinių bendrovių svarba ir daroma įtaka per ateinančius metus sumažės.

Teisės disciplinos mokslininkai yra nustatę, kad bendrovių valdymas yra ypatingai svarbus ne tik valstybėms su pilnai išsivysčiusiomis rinkomis, bet ir toms valstybėms, kurių rinkos dar tik formuojasi. Vertinant iš Lietuvos perspektyvos (kur tyrimai bendrovių valdymo srityje dar tik pradėti vykdyti), signalas mokslinius tyrimus tęsti buvo duotas priėmus bendrovių valdymo kodeksą bei pačiai valstybei užsakius tyrimus dėl valstybinių įmonių valdymo analizės. Valstybės su išsivysčiusiomis rinkomis (tokios kaip Jungtinė Karalystė ar Belgija) jau seniai yra pripažinusios bendrovių valdymo tyrimų svarbą. Jungtinė Karalystė yra nuolat pirmaujanti valstybė šiuolaikinių mokslinių tyrimų bendrovių teisės srityje, o Belgija labai nedaug nuo jos atsilieka. Nepaisant to, moksliniai tyrimai akcininkų sutarčių, sudaromų biržinėse bendrovėse, srityje pasitelkiant atstovavimo teoriją, autorius žiniomis, nebuvo atliekami nei Jungtinėje Karalystėje, nei Belgijoje. Taip pat nėra jokių empirinių duomenų ar atliktų tyrimų apie akcininkų sutartis bendrovėse, kurios yra Lietuvos, Belgijos ir Jungtinės Karalystės reguliuojamų rinkų sąrašuose.

Šiuolaikiniai tyrimai bendrovių valdymo srityje yra pagrįsti BERLE ir MEANS postulatu, kad nuosavybės ir valdymo teisės yra atskirtos (1932 m.). Ši paradigma į naujas aukštumas buvo pakylėta autorių JENSEN ir MECKLING, kurie suformulavo atstovavimo teorijos pagrindus (1976 m.). Nuo šių kertinių darbų iki dabar yra atlikta daugybė mokslinių tyrimų bendrovių valdymo srityje, tačiau dauguma iš jų yra orientuoti išskirtinai į ekonominius tyrimus. Tik pastaruosius dvidešimt metų bendrovių

valdymo diskursas sulaukė didesnio teisės mokslininkų dėmesio ir dar nėra praėję nei dešimt metų po to, kai iškiliausi pasaulio bendrovių teisės mokslininkai suklasifikavo visas teisine strategijas, kurios gali būti naudojamos atstovavimo problemoms spręsti. Vis dėlto, tarpdisciplininiai tyrimai bendrovių teisės srityje Europoje nėra išplėtoti taip, kaip JAV, Kanadoje ar Australijoje. Dėl šių priežasčių šiuo metu egzistuoja didelis teisinių tyrimų bendrovių valdymo srityje poreikis.

Šiame kontekste būtina pabrėžti, kad akcininkų sutartys ir įtaka, kurią jos daro bendrovių kontrolei ir valdymui, yra tema, kuri šiuo metu nėra pakankamai išvystyta. Pagrindiniai moksliniai darbai tyrinėja akcininkų sutartis privačiose bendrovėse, o teisės mokslininkai teigia (dažniausiai nesiremdami jokiais išplėtotais argumentais ar empiriniais duomenimis), kad akcininkų sutartys biržinėse bendrovėse yra nepopuliarios, todėl tyrimai šioje srityje yra nereikalingi. Taipogi, bendrovių valdymo diskursas nepateikia išsamių duomenų apie akcininkų sutartis, sudaromas biržinėse bendrovėse, tokių sutarčių skaičių, sudarymo tikslus, bei akcininkų sutarčių sudarymą įtakojančias priežastis. Autorius šioje disertacijoje minėtas temas analizuoja ir sprendžia iš esmės.

Autoriaus duomenims, šiuo metu nėra išsamių ir aktualių lyginamųjų mokslinių darbų apie akcininkų sutartis bendrovėse, kurios yra Lietuvos, Belgijos ir Jungtinės Karalystės vertybinių popierių biržų sąrašuose. Akademiniai darbai, kurie yra susiję su kiekviena iš analizuojamų jurisdikcijų, daugiausia analizuoja akcininkų sutartis sudaromas privačiose bendrovėse ir nepateikia lyginamosios analizės (arba pateikia ribotą lyginamąjį tyrimą). Papildomai, kaip jau buvo minėta, pasirinktose valstybėse nėra atliktų empirinių tyrimų apie akcininkų sutartis vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse. Autoriui pavyko identifikuoti keturis mokslinius darbus apie akcininkų sutartis biržinėse bendrovėse, kurie buvo atlikti Europoje. BAGLIONI savo darbe *Shareholders' Agreements and Voting Power: Evidence from Italian Listed Firms* pateikė empirinį tyrimą apie akcininkų sutartis Milano vertybinių popierių biržoje ir įrodinėjo, kad akcininkų sutartys turi didelės įtakos balsavimo teisėms ir jų suteikiamai įtakai bendrovėje. Pateiktame moksliniame darbe daroma išvada, kad „egzistuojant mažai nuosavybės koncentracijai, balsavimo teisių perskirstymas daugiausiai naudos suteikia pirmajam pagal dydį akcininkui, kai tuo tarpu esant didelei nuosavybės koncentracijai, toks perskirstymas labiausiai naudingas likusiems akcininkams“. Kitaip tariant, minėtas autorius siekė įrodyti, kad akcininkų sutartys yra sudaromos ir tampa



naudingos dviem atvejais: kai bendrovėje yra kontroliuojantis akcininkas arba kai bendrovės akcininkų yra labai daug ir jie yra smulkūs. Kitame moksliniame tyrime *Shareholder Agreements and Firm Value: Evidence from French Listed Firms*, atliktame autoriaus BELOT, buvo nustatyta, kad iš 301-os bendrovės, esančios Euronext Paris vertybinių popierių biržos sąrašė, 67-iose yra sudarytos akcininkų sutartys. Šiame tyrime buvo prieita prie išvados, kad „akcininkų sutartys gali būti veiksminga teisinė priemonė siekiant išvengti interesų konfliktų tarp kelių stambių bendrovėje veikiančių akcininkų“. BELOT savo darbe nustatė, kad akcininkų sutartys veiksmingiausios tais atvejais, kai yra sudaromos tarp akcininkų, kurie turi gana didelę įtaką bendrovės valdymui. Trečiasis mokslinis tyrimas *Contracting Around Ownership: Shareholder Agreements in France*, kurį atliko MADELON ir THOMSEN, remiasi dokumentinio tyrimo metodu ir jame yra iširtos penkios akcininkų sutartys, sudarytos Euronext Paris vertybinių popierių biržos sąrašuose esančiose bendrovėse. Straipsnio išvadose minėti autoriai nurodė, kad akcininkų sutartys turi didelę įtaką bendrovių nuosavybės struktūrai, taip pat kad akcininkų sutartys dažniau sudaromos bendrovėse, kuriose vyrauja „vidutinė nuosavybės koncentracija, ilgalaikiai ir nefinansiniai tikslai“. Galiausiai, ROTH straipsnyje *Shareholders' Agreements in Listed Companies: Germany* atliko Vokietijoje listinguojamose bendrovėse sudaromų akcininkų sutarčių analizę. ROTH analizuoja akcininkų sutarčių rūšis, teisinę prigimtį ir jų teisėtumą, tačiau nepateikia jokių empirinių duomenų.

Atsižvelgiant į aukščiau pateiktus argumentus, atkreiptinas dėmesys, kad ši disertacija pateikia originalų ir iki šiol dar teisės mokslo atstovų neatliktą lyginamąjį tyrimą ir akcininkų sutarčių teisinio reglamentavimo komentarą, kartu su išsamiais empiriniais tyrimais ir duomenimis apie akcininkų sutartis pasirinktų jurisdikcijų vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse. Dėl šios priežasties mokslinis darbas vertintinas kaip originalus indėlis į bendrovių teisės diskursą.

### **Mokslinio darbo šaltiniai**

Autoriaus pasirinktas tarpdisciplininis tyrimas bei siekis pateikti tiek teorinius, tiek ir empirinius argumentus lėmė labai platų moksliniame darbe panaudotų šaltinių spektrą.

Bendrovių teisės ir akcininkų sutarčių doktrina sudaro fundamentalų šioje disertacijoje panaudotų šaltinių pagrindą. Pasauliniu mastu pripažintų teisės mokslininkų

darbais buvo remiamasi siekiant pateikti teorinius bendrovės ir akcininkų sutarties aspektus. Svarbiausi darbai, kuriais buvo grindžiami disertacijoje suformuluoti teiginiai yra šie: KRAAKMAN, R. *et al. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*; CADMAN, J. *Shareholders' Agreements*; DAVIES, P. L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*; DAVIES, P. *Introduction to Company Law*.

Antroji grupė šaltinių yra ekonomikos mokslininkų suformuluotos doktrinos ir ekonominiai tekstai bendrovių teisės ir bendrovių valdymo srityse. Šiais akademiniais darbais daugiausia buvo remiamasi analizuojant ekonomines firmos teorijas bei pateikiant atstovavimo teorijos pagrindus. Ekonominiais šaltiniais taip pat remtasi ir aiškinant balsavimo teisės svarbą ir kilmę. Keli tokių šaltinių pavyzdžiai: EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. *The Economic Structure of Corporate Law*; WILLIAMSON, O. *The Mechanisms of Governance*; JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*; CLARKE, T. (ed.) *Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance*.

Trečia, siekiant atskleisti ir analizuoti praktines problemas, su kuriomis susiduria suinteresuoti asmenys, buvo remiamasi ir praktikams skirtais darbais, pavyzdžiui, CARTER, C. B.; LORSCH, J. W. *Back to the Drawing Board: Designing Corporate Boards for a Complex World*; GARRATT, B. *The Fish Rots from the Head: Developing Effective Board Directors*.

Lyginamoji akcininkų sutarčių analizė Lietuvoje, Belgijoje ir Jungtinėje Karalystėje yra paremta įmonės reglamentuojančiais teisės aktais kiekvienoje valstybėje. Pagrindiniai norminiai teisės aktai, kuriais buvo remiamasi disertacijoje yra šie: Belgijos Įmonių kodeksas (oland. *Wetboek van Vennootschappen*); Lietuvos Akcinių bendrovių įstatymas ir Civilinis kodeksas; Jungtinės Karalystės 2006 m. Bendrovių įstatymas (angl. *the Companies Act 2006*). Kaip papildomi norminiai šaltiniai buvo analizuojami Europos Sąjungos teisės aktai, pavyzdžiui, 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB; 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų.

Penkta, teismų praktika sudaro gana svarbų šioje disertacijoje analizuojamų teisinių problemų šaltinį, kuris ypač yra svarbus Jungtinėje Karalystėje suformuotai doktrinai akcininkų sutarčių kontekste. Teismų priimtose nutartyse ir sprendimuose šioje disertacijoje buvo analizuojami, pavyzdžiui, siekiant pateikti tam tikrų teisės aktų nuostatų išaiškinimus, nustatyti biržinėse bendrovėse sudarytų akcininkų sutarčių faktą, bei ištirti, ar teismai priverstinai vykdo akcininkų sutartimis prisiimtus šalių įsipareigojimus.

Šešta, įvairios studijos ir ataskaitos, parengtos nacionalinių ir tarptautinių institucijų ir darinių sudaro dalį panaudotų šaltinių. Pats svarbiausias toks šaltinis yra Europos Komisijos užsakymu parengta Ataskaita apie proporcingumo principo taikymą Europos Sąjungoje.

Galiausiai, šioje disertacijoje pateikiami empirinio tyrimo rezultatai yra pagrįsti biržinių bendrovių metinėmis ir tarpinėmis ataskaitomis bei pranešimais apie įgytas ir prarastas balsavimo teises. Dėl šios priežasties minėti šaltiniai sudaro empirinio tyrimo pagrindą.

## **Disertacijos struktūra**

Tarpdisciplininis ir lyginamasis šios disertacijos pobūdis lėmė tai, kad disertacija yra suskirstyta į keturias dalis (kiekviena dalis padalinta į skyrius ir poskyrius). Pirmojoje dalyje analizuojami teoriniai bendrovių teisės ir bendrovių valdymo pagrindai, teisės ir ekonomikos mokslų pateikiamos bendrovės koncepcijos, atstovavimo teorija, taip pat pateikiami aktualūs moksliniai tyrimai ir jų rezultatai nagrinėjamoje srityje. Antroji disertacijos dalis analizuoja akcininkų sutarčių teisinę prigimtį, pateikia lyginamąją Lietuvos, Belgijos ir Jungtinės Karalystės analizę akcininkų sutarčių srityje. Empirinis tyrimas sudaro trečiąją disertacijos dalį, kurioje pateikiama išsami akcininkų sutarčių, sudarytų NASDAQ OMX Vilnius, NYSE Euronext Brussels ir Londono vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse, analizė. Empirinių duomenų analizė apima akcininkų sutartis sudarytas siekiant ilgalaikių ir trumpalaikių tikslų, akcininkų, kurie sudaro sutartis, skaičiaus bei turimų balsavimo teisių dydžio tyrimus, akcininkų sutarčių rūšis, susitariančių šalių siekiamus tikslus bei kitus aspektus. Ketvirtojoje dalyje apibendrinami disertacijoje pateikiami argumentai ir pateikiama diskusija apie teorinės ir empirinės disertacijos analizės bei jos metu gautų rezultatų santykį. Šioje dalyje

argumentuotai pagrindžiama akcininkų sutarčių svarba bendrovių valdymo diskurso kontekste. Galutinės išvados yra pateikiamos disertacijos pabaigoje. Prie disertacijos yra pridedami keturi priedai: akcininkų sutarčių sąrašas NASDAQ OMX Vilnius vertybinių popierių biržoje; akcininkų sutarčių sąrašas NYSE Euronext Brussels vertybinių popierių biržoje; akcininkų sutarčių sąrašas Londono vertybinių popierių biržoje; ir Lietuvos biržinių bendrovių nuosavybės struktūra.

## **Ginamieji teiginiai**

Disertacijoje yra ginami šie teiginiai:

1. Akademiniai tyrimai bendrovių teisės srityje turėtų ne tik remtis teisės mokslo pateikiamomis juridinio asmens teorijomis, bet taip pat iš dalies atsižvelgti į ekonomikos mokslininkų suformuluotas firmos teorijas, kadangi pastarosios pateikia įvairių išvalgų apie vidinę bendrovės struktūrą bei tarp skirtingų bendrovėse veikiančių suinteresuotų subjektų susiklostančių santykių prigimtį ir pobūdį.
2. Nors akcininkų sutartis yra pagrįsta sutarčių laisvės principu, tačiau šios sutarties dalykas turėtų būti susijęs išskirtinai su bendrove, bendrovės akcijomis ir akcininkų tarpusavio arba tarp akcininkų ir pačios bendrovės kylančiomis teisėmis, pareigomis bei įsipareigojimais.
3. Išsamus ir detalus akcininkų sutarties instituto reglamentavimas teisės aktuose nėra būtinas, kadangi jis apribotų akcininkų galimybes veiksmingai apsaugoti savo interesus ir teises. Nepaisant to, teisės aktuose turėtų būti reglamentuojami šie du aspektai. Pirma, akcininkų sutartis turėtų būti pripažįstama kaip teisėtas ir priverstinai vykdytinas teisinis sandoris. Antra, siekiant išvengti akivaizdžių piktnaudžiavimo atvejų teisės aktuose turėtų būti numatytas baigtinis sąrašas akcininkų sutarties turiniui taikomų apribojimų. Akcininkų sutartis turėtų būti teismo pripažįstama negaliojančia jeigu: 1) ji pažeidžia bendrovės interesus; 2) šalys susitaria balsuoti tam tikru būdu ar susilaikyti už tam tikrą atlyginimą; 3) nustato įsipareigojimus balsuoti pagal pačios bendrovės, jos dukterinių įmonių ar bendrovėje suformuotų organų (ar jų narių) instrukcijas.
4. Biržinių bendrovių, esančių pasirinktų jurisdikcijų vertybinių popierių biržose, akcininkai sudaro akcininkų sutartis, tačiau, priešingai teorinėms prezumpcijoms,

jos yra naudojamos kitiems tikslams pasiekti. Jurisdikcijose, kuriose vyrauja koncentruota bendrovių nuosavybės struktūra, akcininkų sutartys yra naudojamos dar daugiau sukonzentruoti bendrovių valdymą kontroliuojančių akcininkų rankose. Tuo tarpu jurisdikcijose, kuriose bendrovių nuosavybės struktūra yra išskaidyta, akcininkų sutartys daugiausia yra naudojamos smulkiųjų akcininkų interesams ir teisėms apginti. Balsavimo sutartys yra sudaromos tarp vidutinio dydžio akcininkų siekiant įgyti *de jure* ar *de facto* bendrovės kontrolę, tuo pačiu apsunkinant smulkiųjų akcininkų galimybę būti akcininkų sutarties šalimis.

5. Akcininkų sutarčių biržinėse bendrovėse sudarymo galimybes ir dažnumą įtakoja keletas faktorių, įskaitant: atitinkamoje jurisdikcijoje vyraujančią bendrovių nuosavybės struktūrą; galiojančią teisinį režimą; teismų praktiką; akcininkų tikslus; akcininkų skaičių ir balsavimo teisių skaičių, kurio reikia pasiekti akcininkų tikslams; akcininkų sutarties rūšį.

## **Išvados**

1. Teisės mokslininkų suformuluotos juridinio asmens teorijos pilnai neatskleidžia bendrovių egzistavimo priežasčių, šios teorijos nepateikia įžvalgų apie bendrovių vidinę struktūrą ir tarp skirtingų bendrovėse veikiančių subjektų kylančius interesų konfliktus. Norint bendrovių teisės pagalba pateikti efektyvias teisines priemones bendrovėse kylančioms problemoms spręsti būtina atsižvelgti į ekonomikos mokslininkų suformuluotas firmos teorijas. Atsižvelgiant į tai, kad atstovavimo teorija pateikia priimtinausias įžvalgas į tarp bendrovėse veikiančių subjektų susiklostančius santykius, siekiant pateisinti įstatymo leidėjo intervenciją ir efektyviai sureguliuoti tokius santykius, turi būti remiamasi būtent atstovavimo teorija.
2. Akcininkų sutartis – tai rašytinis arba žodinis sandoris tarp atitinkamos bendrovės akcininkų (bent vienas iš akcininkų turi būti sutarties šalimi), kuris atitinka visus bendruosius sutarčių teisės principus. Akcininkų sutartis kvalifikuojama kaip *sui generis* sutartis, kurį išskirtinai pagrįsta sutarčių laisvės principu. Pagrindinis akcininkų sutarties kvalifikuojantis požymis, kuris leidžia akcininkų sutartis atskirti nuo kitų sutarčių, yra jos dalykas, kuris turi būti susijęs su bendrove, bendrovės

akcijomis ir akcininkų tarpusavio arba tarp akcininkų ir pačios bendrovės kylančiomis teisėmis, pareigomis bei įsipareigojimais.

Atstovavimo teorijos kontekste akcininkų sutartis teoriškai gali būti naudojama siekiant dviejų pagrindinių tikslų: sukoncentruoti bendrovės valdymą akcininkų rankose ir taip sumažinti neigiamas pasekmes, kylančias dėl interesų konfliktų tarp akcininkų ir valdymo organo. Kita vertus, akcininkų sutartimi gali būti siekiama apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesus ir teises bei spręsti tarp smulkiųjų ir kontroliuojančių akcininkų kylančius interesų konfliktus. Empiriniai tyrimai patvirtina, kad akcininkų sutartys gali būti sudaromos siekiant aukščiau paminėtų tikslų.

3. Tiek teorinis, tiek ir lyginamasis tyrimas atliktas disertacijoje patvirtina, kad išsamus ir detalus akcininkų sutarties instituto reglamentavimas teisės aktuose nėra reikalingas. Siekiant, kad akcininkų sutartis taptų veiksmingu teisiniu instrumentu, įstatymų leidėjas turėtų pripažinti ją kaip teisėtą ir priverstinai vykdytiną teisinį sandorį. Akcininkų sutarties turinio ribojimai yra reikalingi tik tam, kad būtų išvengta akivaizdžių piktnaudžiavimo atvejų. Akcininkų sutartis turėtų būti teismo pripažįstama negaliojančia jeigu: 1) ji pažeidžia bendrovės interesus; 2) šalys susitaria balsuoti tam tikru būdu ar susilaikyti nuo balsavimo už atlyginimą; 3) nustato įsipareigojimus balsuoti pagal pačios bendrovės, jos dukterinių įmonių ar bendrovėje suformuotų organų (ar jų narių) instrukcijas.

Visos trys šioje disertacijoje analizuotos jurisdikcijos atitinka aukščiau išdėstytus kriterijus. Nepaisant to, autorius žemiau pateikia rekomendacijas Lietuvai ir Belgijai.

Lietuva:

- 1) Lietuvos ABĮ turėtų aiškiai ir nedviprasmiškai pripažinti akcininkų sutartį kaip teisėtą ir priverstinai vykdytiną teisinį sandorį;
- 2) Įstatymų leidėjas turėtų numatyti papildomą ribojimą akcininkų sutarčių turiniui numatant, kad tokios sutartys visais atvejais turi atitikti bendrovės interesus.

Šios bendro standarto įgyvendinimas turėtų būti paliekamas teismams sprendžiant kiekvieną bylą, susijusią su akcininkų sutartimi;

- 3) Akcininkams, teismo prašantiems išspręsti ginčą, susijusį su balsavimo sutarties pažeidimu, turi būti sudaryta galimybė pasirinkti priimtinausią ir jų interesus geriausiai atitinkančią gynybos priemonę: ar perskaičiuoti balsus, ar pripažinti bendrovės akcininkų susirinkimo sprendimą negaliojančiu, jei balsavimas pažeidžiant sutartį turėjo lemiamos įtakos sprendimo priėmimui ar nepriėmimui, ar reikalauti teismo priverstinai įvykdyti akcininkų sutartimi prisiimtus įsipareigojimus;
- 4) balsavimo teisių perleidimo sutarties turiniui taikomi apribojimai taip pat turėtų būti taikomi ir balsavimo sutarties turiniui.

Belgija:

- 1) Belgijos įstatymų leidėjas turėtų apsvarstyti galimybę įtvirtinti papildomą balsavimo sutarties turinio ribojimą: uždrausti balsuoti tam tikru būdu ar susilaikyti nuo balsavimo už tam tikrą atlyginimą;
  - 2) Belgijos teismams turėtų būti sudarytos galimybės kaip vieną iš ginčo, susijusio su balsavimo sutarties pažeidimu, sprendimo būdų taikyti bendrovės akcininkų susirinkimo balsavimo rezultatų perskaičiavimą. Tokia priemonė galėtų būti taikoma tik esant ieškovo prašymui ir tik tais atvejais, kai iš balsavimo sutarties turinio yra aišku, kaip balsai turėtų būti paskirstyti konkrečiame akcininkų susirinkime.
4. Jurisdikcijų, kuriose vyrauja koncentruota nuosavybės struktūra, vertybinių popierių biržose esančių bendrovių akcininkai aktyviai sudarinėja akcininkų sutartis (27,2 % biržinių bendrovių yra sudaryta bent viena akcininkų sutartis). Jurisdikcijose, kuriose bendrovių nuosavybės struktūra yra išskaidyta, akcininkų sutarčių skaičius biržinėse bendrovėse yra ženkliai mažesnis (6,6 % visų biržinių bendrovių turi bent vieną akcininkų sutartį). Empiriniai tyrimai patvirtino ginamąjį teiginį, kad teorinės prielaidos dėl akcininkų sutarčių sudarymo tikslų neatitinka praktikoje susiklosčiusios situacijos. Jurisdikcijose, kuriose vyrauja koncentruota bendrovių nuosavybės struktūra, akcininkų sutarčių pagalba bendrovių kontrolė dar

labiau sustiprinama susitariančių akcininkų rankose. Tuo tarpu jurisdikcijose, kuriose bendrovių nuosavybės struktūra yra išskaidyta, akcininkų sutartys daugiausia yra naudojamos smulkiųjų akcininkų interesams ir teisėms apginti.

Biržinėse bendrovėse sudaromų akcininkų sutarčių skaičius gali būti vienas iš rodiklių, kad jurisdikcijose, kuriose vyrauja koncentruota bendrovių nuosavybės struktūra, akcininkų tarpusavio veiksmų koordinavimo sąnaudos sudarant akcininkų sutartis yra mažesnės negu atstovavimo sąnaudos (pagal atstovavimo teoriją). Nepaisant to, akcininkų sutartys daugiausia yra naudojamos kaip teisinė priemonė vidutinio dydžio akcininkams (turintiems tarp 5 % ir 30 % visų balsavimo teisių) įgyti *de jure* ar *de facto* bendrovės kontrolę. Didžiausia dalis akcininkų sutarčių yra sudaromos tarp 3-4 susitariančių šalių, kurios dažniausiai turi ilgalaikius tikslus, susijusius su bendrove. Susitariančių šalių skaičius mažėja, kai didėja susitariančių šalių kontrolės teisės bendrovėje (kuo daugiau balsavimo teisių turi susitariančios akcininkai, tuo mažiau yra akcininkų sutarties šalių). Disertacijoje atlikto tyrimo rezultatai dėl biržinėse bendrovėse sudaromų akcininkų sutarčių skaičiaus koreliacijos su jurisdikcijose vyraujančia akcininkų teisine apsauga (ir atitinkamai labiau išsivysčiusiomis rinkomis) yra nevienareikšmiški. Vis dėlto, iš darbe pateikto lyginamojo tyrimo galima daryti išvadą, kad sudaromų akcininkų sutarčių skaičius nėra tiesiogiai priklausomas nuo akcininkų teisinės apsaugos lygio.

Smulkiųjų akcininkų galimybės apginti savo teises ir interesus akcininkų sutartimi yra apribotos. Dėl šios priežasties įstatymų leidėjas, kita už viešąjį administravimą atsakinga institucija arba vertybinių popierių birža turėtų imtis priemonių (geriausiai, kad tokios priemonės būtų ne imperatyvaus pobūdžio), kurios sumažintų smulkiųjų akcininkų patiriamus veiksmų koordinavimo kaštus sudarant akcininkų sutartis.

5. Žemiau išvardyti kriterijai ir požymiai įtakoja galimybę biržinių bendrovių akcininkams sudaryti akcininkų sutartis:



- 1) teisės aktai ar teismų praktika nedviprasmiškai pripažįsta akcininkų sutartį kaip teisėtą ir priverstinai vykdytiną teisinį sandorį;
- 2) susitariančios akcininkų grupės turi ilgalaikius tikslus dėl dalyvavimo bendrovės valdyme;
- 3) susitariančios akcininkų grupės bendrai valdo ne mažiau kaip 30 % visų balsavimo teisių, o tokių akcininkų skaičius yra tarp trijų ir penkių;
- 4) bendrovė yra įrašyta į vertybinių popierių biržos, kuri veikia jurisdikcijoje su vyraujančia koncentruota nuosavybės struktūra, sąrašą;
- 5) akcininkų veiksmų koordinavimo kaštai sudarant balsavimo sutartį yra mažesni nei nauda gaunama sudarius tokią sutartį.

### **Pasirinktų mokslinių publikacijų sąrašas**

1. MILIAUSKAS, P. Interesų konfliktas: sąvoka ir galimi sprendimo būdai. *Mokslo darbai: Teisė*. Vilnius: Vilniaus universitetas, 2010, Nr. 75, p. 93-110. ISSN 1392-1274;
2. MILIAUSKAS, P. Kai kurie teoriniai akcininkų sutarčių aspektai. *Mokslo darbai: Teisė*. Vilnius: Vilniaus universitetas, 2012, Nr. 82, p. 73-92. ISSN 1392-1274.
3. MILIAUSKAS, P. Kai kurie Akcininkų sutarčių reglamentavimo lyginamieji aspektai: Lietuvos Respublika. *Mokslo darbai: Teisė*. Vilnius: Vilniaus universitetas, 2012, Nr. 83, p. 201-219. ISSN 1392-1274.
4. MILIAUSKAS, P. Kai kurie akcininkų sutarčių reglamentavimo lyginamieji aspektai: Belgijos Karalystė ir Jungtinė Karalystė. *Mokslo darbai: Teisė*. Vilnius: Vilniaus universitetas, 2012, Nr. 85, p. 166-183. ISSN 1392-1274.
5. MILIAUSKAS P. Akcininkų sutartis kaip priemonė išvengti interesų konfliktams bendrovėse (Shareholders' Agreement as a Tool to Mitigate Corporate Conflicts of Interests). *International Journal of Private Law*, 2013, Nr. (6)2, p. 109-131. ISSN 1753-6235.

### **Trumpa informacija apie autorių**

Paulius Miliauskas (gimęs Kaune, 1985 m. spalio 26 d.) 2009-2013 m. studijavo doktorantūrą Vilniaus universitete (Lietuva) ir Gento universitete (Belgija). 2009 m. jis baigė Vilniaus universiteto Teisės fakultetą (komercinės teisės specializacija) ir įgijo teisės magistro laipsnį. Prieš pradėdamas doktorantūros studijas P. Miliauskas dirbo kelių didžiausių teisės kontorų Lietuvoje ir Belgijoje įmonių teisės departamentuose.

Nuo 2009 m. jis atlieka mokslinius tyrimus, skelbia publikacijas įmonių teisės srityje, taip pat dalyvauja nacionalinėse ir tarptautinėse teisės konferencijose. 2011-2013 m. (su pertraukomis) mokslinius tyrimus įmonių teisės srityje atliko Gento universitete, Belgijoje, o 2012 m. stažavosi Makso Planko lyginamosios ir tarptautinės privatinės teisės institute. P. Miliauskas taip pat vedė civilinės teisės seminarus Vilniaus universiteto Teisės fakultete (2010).

Pauliaus Miliausko interesai teisės mokslo srityje apima įmonių teisę, bendrovių valdymą, sutarčių teisę ir teisę ir ekonomiką.

## **Aspecten van het vennootschapsrecht m.b.t. aandeelhoudersovereenkomsten in beursgenoteerde vennootschappen**

De onderneming als organisatievorm is een fenomeen dat de bestaande wetgeving overstijgt. Er zijn verscheidene sociale, economische, historische en zelfs religieuze aspecten (en problemen) die geassocieerd worden met een onderneming waar de wetgeving op zich ontoereikend is om deze aspecten te identificeren en te ondervangen. Wanneer deze problemen echter worden blootgelegd en uitgelegd dan zou het vennootschapsrecht afdoende oplossingen kunnen bieden.

Het is in deze context dat vennootschapsrecht al 30 jaar beïnvloed en gevolgd wordt door het corporate governance discours (met een zeer sterke stijging van de impact ervan gedurende de laatste tien jaar). Onderzoek naar corporate governance heeft het debat rond vennootschapsrecht verrijkt met inzichten over het functioneren en de interne structuur van de vennootschap, de samenstelling van het management, de rol van de aandeelhouders en tal van andere onderwerpen. Een van de kerntaken van corporate governance is een evenwicht vinden tussen de verschillende belangen van de verschillende betrokken partijen in de onderneming, waaronder ook aandeelhouders. Corporate governance en vennootschapsrecht delen deze kerntaak en het is dan ook onvermijdelijk dat deze twee disciplines met elkaar interageren. Het stijgend aantal rechtstreekse (door eigendom van aandelen) en onrechtstreekse (door bijvoorbeeld participatie in pensioenfondsen) aandeelhouders wereldwijd, de toenemende kapitalisatie van de effectenmarkten en het feit dat 94% van de wereldbevolking in landen woont waar tenminste 1 gereguleerde effectenmarkt aanwezig is, doet het belang van een evenwicht tussen de verschillende belangen van 'insiders' van beursgenoteerde vennootschappen enkel toenemen.

Er zijn twee types belangenconflicten (of 'agency problems' zoals in dit proefschrift wordt uitgelegd) die van belang zijn voor het huidige debat. Het eerste conflict speelt tussen het management van de vennootschap en de aandeelhouders die hier beschouwd worden als een eigen klasse. Het tweede conflict speelt tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders. Het zijn deze conflicten die aan de basis liggen van de moderne bedrijfsschandalen. In landen met een gespreide eigendomsstructuur is het management geneigd om haar macht te misbruiken ten nadele van de aandeelhouders (in de meeste gevallen door frauduleuze boekhouding) daar waar

in rechtsgebieden die gekenmerkt worden door een geconcentreerde structuur van mede-eigendom de meerderheidsaandeelhouders geneigd zijn om de minderheidsaandeelhouders te onteigenen om zelf meer controle te verwerven. Om het faillissement van vennootschappen te vermijden en de belangen van de verschillende betrokken partijen in de onderneming op elkaar af te stemmen, dienen het vennootschapsrecht en corporate governance te voorzien in effectieve legale middelen en oplossingen.

Het debat rond het matigen van de negatieve gevolgen van belangenconflicten is niet gebonden aan rechtsgebieden of juridische domeinen maar wereldwijd van toepassing. In Europa is men slechts recent het debat beginnen voeren (rond de eeuwwisseling) en zit men momenteel op het hoogtepunt van de discussie. Een reeks initiatieven op Europees beleidsniveau, non-profit organisaties die actief zijn in het promoten van onderzoek rond corporate governance, het aannemen, amenderen en verbeteren van richtlijnen en best practices rond corporate governance in de Europese lidstaten tonen aan hoe relevant het debat is. De discussies die in kader van dit debat gevoerd worden draaien in de kern rond aandeelhouders en hun rechten, empowerment en bescherming.

In het debat hebben vooraanstaande wetenschappers reeds hun visie gegeven over hoe de bestaande belangenconflicten opgelost kunnen worden. Ze onderscheiden twee verschillende strategieën: regulerende strategieën en beleidsstrategieën. Hoewel beiden een breed gamma aan juridische instrumenten en maatregelen aanreiken om belangenconflicten te ondervangen, is in geen enkele van deze strategieën sprake van contractuele middelen (en meer specifiek de aandeelhoudersovereenkomsten) als mogelijke juridische oplossing voor de twee types van belangenconflicten. Er zijn bovendien slechts enkele empirische studies uitgevoerd rond de beschikbaarheid van aandeelhoudersovereenkomsten in beursgenoteerde vennootschappen. In kader van het hoger genoemde debat rond corporate governance worden in dit proefschrift inzichten ontwikkeld over hoe aandeelhoudersovereenkomsten gebruikt kunnen worden om de negatieve gevolgen van belangenconflicten te matigen. Zoals zal blijken is het antwoord op deze vraag eerder complex omdat de theoretische veronderstellingen vaak niet stroken met de realiteit van de praktijk. Voor zover de auteur van dit proefschrift op de hoogte is van de meest recente ontwikkelingen is dit de eerste wetenschappelijke

bijdrage tot de rechtswetenschappen waarin een vergelijkende, empirische analyse wordt gemaakt van aandeelhoudersovereenkomsten in beursgenoteerde vennootschappen in België, Litouwen en het Verenigd Koninkrijk.

### **Doelstelling en onderweg van het proefschrift**

Het hoofddoelstelling van het proefschrift is het zo objectief mogelijk analyseren, bespreken en bediscussiëren van de rechtsregels en rechtspraktijken met betrekking tot aandeelhoudersovereenkomsten in beursgenoteerde vennootschappen en dit in de context van corporate governance. Het onderzoek en de analyse zijn gestoeld op de conceptuele benadering van de principaal-agenttheorie (agency theory). Dit proefschrift beoogt het verbeteren van de theoretische inzichten over aandeelhoudersovereenkomsten in beursgenoteerde vennootschappen en dit door te analyseren of de theoretische veronderstellingen die stellen dat aandeelhoudersovereenkomsten de negatieve effecten van belangenconflicten kunnen matigen, correleren (en hoe) met de empirische resultaten van aandeelhoudersovereenkomsten in ondernemingen die genoteerd staan op de beurzen in België, Litouwen en het Verenigd Koninkrijk.

De doelstelling van dit proefschrift wordt gerealiseerd door het aandragen van kwalitatief onderzoek en empirisch bewijs voor het matigen van de negatieve gevolgen van belangenconflicten door een van de mogelijke juridische instrumenten. Kwalitatief onderzoek uitgevoerd in geselecteerde rechtsgebieden analyseert de overeenkomsten en verschillen tussen de rechtsregels met betrekking tot aandeelhoudersovereenkomsten enerzijds. Empirische data en empirisch onderzoek resulteren in bevindingen over het aantal aandeelhoudersovereenkomsten die in de geselecteerde rechtsgebieden werden gesloten, de redenen voor het aangaan van dergelijke aandeelhoudersovereenkomsten en het stemrecht van de aandeelhouders die zich engageren in een contractuele verbintenis. Dit kwalitatief onderzoek en deze empirische analyse van aandeelhoudersovereenkomsten in beursgenoteerde bedrijven dragen bij tot het huidige debat over juridische strategieën om, in de context van vergelijkend vennootschapsrecht en corporate governance, belangenconflicten op te lossen. De resultaten die in dit proefschrift gepresenteerd worden zijn van specifiek belang voor de legislatuur, de beurzen en wetenschappers die onderzoek doen binnen het juridische en economische domein.

## **Blauwdruk van het proefschrift en de structuur**

Het interdisciplinair en vergelijkend karakter van het proefschrift vereist een structurele opdeling in 4 delen (met elk hun eigen hoofdstukken en sub-hoofdstukken).

Het eerste deel behandelt de theoretische basis van het vennootschapsrecht en corporate governance. In dit eerste deel wordt state of the art onderzoek gepresenteerd dat van belang is voor dit proefschrift, worden de juridische strategieën uitgelegd die door wetenschappers worden aangereikt om belangenconflicten te matigen en wordt de huidige Europese benadering van de aandeelhoudersovereenkomsten en de rechten van aandeelhouders besproken.

Het tweede deel start met de analyse van de theoretische aspecten van aandeelhoudersovereenkomsten. De hoofdstukken die onder deel twee vallen bespreken en commentariëren de reguleringen met betrekking tot aandeelhoudersovereenkomsten in de drie geselecteerde rechtsgebieden en onderzoeken de verschillen en overeenkomsten van de juridische benaderingen.

Het derde deel omvat de empirische analyse. Het presenteert de data en interpretaties van de bestaande aandeelhoudersovereenkomsten op de NASDAQ OMX beurs van Vilnius in Litouwen, de NYSE Euronext in Brussel (België) en de London stock exchange in het Verenigd Koninkrijk.

Daarnaast worden eveneens verschillende aspecten uit de empirische bevindingen nader geanalyseerd en besproken: de lange- en korte-termijnobjectieven, het aantal verdragsluitende partijen per overeenkomst, de omvang van de verdragsluitende partijen en tot slot de types en doelstellingen van de aandeelhoudersovereenkomsten.

Het vierde deel vat de bevindingen van het proefschrift samen, presenteert een bespreking van de correlatie tussen de theoretische veronderstellingen en de empirische data en stelt sluitende bevindingen voor over de rol van aandeelhoudersovereenkomsten in het corporate governance debat. De eindconclusies worden op het einde van dit proefschrift voorgesteld.

Het proefschrift wordt verder ondersteund door vier bijlagen: Bijlage 1 – Aandeelhoudersovereenkomsten in vennootschappen genoteerd op de NASDAQ OMX beurs van Vilnius; Bijlage 2 – Aandeelhoudersovereenkomsten in vennootschappen genoteerd op de NYSE Euronext beurs in Brussel; Bijlage 3 –

Aandeelhoudersovereenkomsten in vennootschappen genoteerd op de London stock exchange; Bijlage 4 – Eigendomsstructuren Litouwen.

## **Conclusies**

1. Juridische theorieën met betrekking tot ondernemingen (beschouwd als juridische entiteit) zijn ontoereikend om de bestaansreden van ondernemingen te verklaren. Ze bieden geen inzicht in de interne structuur van een onderneming of in de problemen die ontstaan tussen verschillende betrokken partijen in de onderneming wanneer de economische activiteit georganiseerd wordt via de organisatievorm van een onderneming. Om vennootschapsrecht de instrumenten te geven om in efficiënte legale oplossingen en instrumenten te voorzien om de negatieve gevolgen van samenwerking in de context van een onderneming te matigen, dient de economische theorie van onderneming in acht genomen te worden. De principaal-agenttheorie biedt de beste, doch niet meest perfecte, inzichten in de interne relaties tussen de verschillende betrokken partijen in de onderneming die actief zijn binnen een onderneming. Vennootschapsrecht dient de principaal-agenttheorie dan ook te erkennen en te omarmen om te voorzien in een efficiënte legislatuur.
2. De aandeelhoudersovereenkomst is een geschreven of mondelingen contractuele overeenkomst tussen de aandeelhouders van een onderneming (ten minste één van de aandeelhouders dient een contractant te zijn) onderhevig aan de algemene principes van de vennootschapswetgeving. Wat aandeelhoudersovereenkomsten onderscheidt van andere contractuele overeenkomsten is dat het onderwerp dient gerelateerd te zijn aan de vennootschap, de aandelen van de vennootschap en de rechten, plichten of verplichtingen van de aandeelhouders ten aanzien van elkaar of de vennootschap.

Beschouwd vanuit de principaal-agent theorie kunnen aandeelhoudersovereenkomsten in theorie voor twee doeleinden gebruikt worden: voor het concentreren van de controle in de handen van de aandeelhouders of voor het beschermen van de belangen van de minderheidsaandeelhouders. In het eerste geval worden de negatieve gevolgen van het belangenconflict tussen managers en



aandeelhouders gematigd, in het tweede geval wordt het belangenconflict tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders ingeperkt. De empirische resultaten bevestigen de dat aandeelhoudersovereenkomsten voor beide doeleinden kunnen aangewend worden.

3. De theoretische en vergelijkende analyse uitgevoerd in kader van dit proefschrift ondersteunt de conclusie dat een extensieve en gedetailleerde interventie van de legislatuur in aandeelhoudersovereenkomsten onnodig is. Indien aandeelhoudersovereenkomsten beschouwd worden als een haalbare oplossing voor belangenconflicten, dient in de wettelijke bepalingen voorzien te worden dat aandeelhoudersovereenkomst de waarde krijgen van een geldig contract dat kan afgedwongen worden in de rechtbank. Restricties met betrekking tot het onderwerp van de overeenkomst zijn enkel nodig om mogelijke wanpraktijken van de verdragsluitende aandeelhouders te beperken en expropriatie van andere betrokken partijen in de onderneming te vermijden. De wettelijke bepalingen moeten ten minste restricties toelaten met betrekking tot: 1) het ondermijnen van de belangen van de vennootschap, 2) het stemmen of het afzien van stemmen voor compensaties, 3) het stemmen volgens de instructies van de vennootschap, de dochterondernemingen of elke vorm van juridisch entiteiten binnen de vennootschap.

Alle van de geanalyseerde rechtsgebieden voldoen aan bovenstaande criteria. Rekening houdend met het onderzoek dat uitgevoerd werd in kader van dit proefschrift formuleert de auteur desalniettemin enkele aanbevelingen voor Litouwen en België.

Litouwen:

- 1) Het Litouwse ABI zou een algemene clausule moeten bevatten met betrekking tot de geldigheid en de uitvoerbaarheid (met inbegrip van specifieke resultaten) van aandeelhoudersovereenkomsten.
- 2) De Litouwse legislatuur zou een bijkomende richtlijn moeten aannemen waarin gestipuleerd wordt dat alle aandeelhoudersovereenkomsten in het belang dienen

te zijn van de vennootschap. De beoordeling van het al dan niet naleven van deze richtlijn is een taak van de rechtbank. Zij beoordeelt elke zaak afzonderlijk.

- 3) Aandeelhouders die zich tot de rechtbank wenden voor het rechtzetten van een inbreuk op de afspraken m.b.t. de stemming moeten de mogelijkheid krijgen om te kiezen voor een hertelling van de stemmen, een nietigverklaring van de beslissingen van de algemene vergadering van de aandeelhouders (enkel en alleen in die gevallen waar de inbreuk een beslissende impact had op het aannemen van voorstellen en beslissingen) of voor de bescherming van hun belangen aan de hand van het vooropstellen van specifieke resultaten.

België:

- 1) De Belgische legislatuur zou een bijkomende restrictie moeten overwegen met betrekking tot de stemafspraken om het stemmen of het afzien van stemmen voor compensaties te vermijden.
  - 2) De Belgische rechtbanken zouden de mogelijkheid moeten krijgen om een hertelling van de stemmen op te leggen in gevallen waar een beslissing van de algemene vergadering van de aandeelhouders aangenomen is op basis van een stemming die een inbreuk is op de bepalingen m.b.t. de stemming. Een hertelling van de stemmen op verzoek van de eisende partij moet mogelijk zijn en alleen in die gevallen waar de stemafspraken duidelijke richtlijnen formuleren over hoe er gestemd dient te worden.
4. Aandeelhouders in rechtsgebieden met een geconcentreerde eigendomsstructuur zijn erg actief in het afsluiten van aandeelhoudersovereenkomsten (27,2% van al de beursgenoteerde bedrijven). In rechtsgebieden die gekenmerkt worden door een gespreide structuur van mede-eigendom zijn aandeelhoudersovereenkomsten in mindere mate gemeengoed (6,6% van alle beursgenoteerde bedrijven). In tegenstelling tot wat de theoretische veronderstellingen doen vermoeden, worden aandeelhoudersovereenkomsten in rechtsgebieden met geconcentreerde eigendomsstructuren gebruikt voor het concentreren van controlemacht. In rechtsgebieden met overwegend gespreide structuur van mede-eigendom worden

aandeelhoudersovereenkomsten hoofdzakelijk gebruikt om minderheidsaandeelhouders te beschermen en de mogelijkheden op wanpraktijken door de meerderheidsaandeelhouders te beperken.

Het aantal aandeelhoudersovereenkomsten in beursgenoteerde ondernemingen kan een indicatie zijn van het feit dat in rechtsgebieden met geconcentreerde eigendomsstructuren de coördinatiekost voor de aandeelhouders lager ligt dan de principaal-agentkost. Aandeelhoudersovereenkomsten worden echter hoofdzakelijk gebruikt als controle bevorderend mechanisme door de middelgrote aandeelhouders ( van 5% tot 30% van de totale stemgerechtigden) om *de jure* of *de facto* controle te verkrijgen over de vennootschap. De meerderheid van de aandeelhoudersovereenkomsten worden afgesloten tussen drie tot vier partijen die allen lange-termijndoelstellingen nastreven binnen de vennootschap. Voorts daalt het aantal verdragsluitende aandeelhouders naarmate hun controle in de vennootschap toeneemt. De onderzoeksresultaten met betrekking tot het aantal aandeelhoudersovereenkomsten in rechtsgebieden met een beter beschermingsrecht voor aandeelhouders (en dus sterker ontwikkelde effectenmarkten) zijn niet eenduidig. Er zijn voor de geanalyseerde landen echter wel indicaties dat het aantal aandeelhoudersovereenkomsten minder afhankelijk is van het niveau van wettelijke bescherming van de aandeelhouders.

Minderheidsaandeelhouders in de geanalyseerde rechtsgebieden verkeren niet in de mogelijkheid om hun belangen via een aandeelhoudersovereenkomst doeltreffend te beschermen. De legislatuur en andere deskundige regelgevende instanties – of zelf-regulerende organen zoals bijvoorbeeld de beurs – zouden de coördinatiekost voor minderheidsaandeelhouders moeten beperken (het liefst via 'zachte' wetgeving) om het afsluiten van aandeelhoudersovereenkomsten te stimuleren.

5. De aannemelijkheid van het afsluiten van aandeelhoudersovereenkomsten tussen aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen wordt beïnvloed door de volgende criteria en kenmerken:

- 1) de wettelijke bepalingen en jurisprudentie moeten de geldigheid en uitvoerbaarheid van aandeelhoudersovereenkomsten duidelijk erkennen;
- 2) De aandeelhouders hebben lange-termijndoelstellingen en perspectieven met betrekking tot de activiteiten van de vennootschap en hun participatie hierin;
- 3) Er zijn drie tot vijf middelgrote aandeelhouders wiens gecombineerd stemrecht ten minste 30% van alle stemmen vertegenwoordigt;
- 4) De vennootschap is beursgenoteerd in een rechtsgebied met een geconcentreerde eigendomsstructuur;
- 5) Aandeelhouders zijn bereid om hun stemrecht uit te oefenen op basis van een overeenkomst met betrekking tot het stemproces (kosten zijn lager dan de voordelen).

## **Company law aspects of shareholders' agreements in listed companies**

The company, as a form of organisation, is a phenomenon that transcends the law. There are various social, economic, historical and even religious aspects (and problems) associated with the company that the law alone is incapable of identifying and tackling. However, if these problems are revealed and explained, company law might be able to provide feasible solutions.

In this context, company law has been influenced and accompanied by the corporate governance discourse for more than thirty years (with a rapidly increasing impact over the last ten years). Corporate governance research has enriched company law debate with insights into the functioning and internal structure of the company, the composition of the management body, the role of the shareholders, and many other issues. One of the key tasks of corporate governance is to balance the diverse interests of various corporate constituents, including shareholders. This key task is shared with the company law, and thus the two disciplines unavoidably interact with each other. Furthermore, with the growing number of direct (by owning the shares) and indirect (for example, through participation in pension funds) shareholders throughout the world, increasing capitalisation of securities markets and the fact that 94 % of the world population live in countries with at least one regulated securities market, the task to balance different interests of the “insiders” of listed companies becomes even more crucial.

There are two types of conflicts of interest (or agency problems, as will be explained in this dissertation) that are significant for the current debate<sup>3</sup>. The first conflict of interests arises between the management body of the company and the shareholders as a class. The second type exists between the majority and minority shareholders. These conflicts of interest are the cause of most of the modern corporate scandals. In countries with a dispersed ownership structure, the management body tends to abuse its powers to the detriment of the shareholders (most of the times through fraudulent accounting), while in jurisdictions with a concentrated structure of share ownership, the majority shareholders are likely to expropriate minority shareholders in order to gain private benefits of control. To prevent corporate failures and align the

---

<sup>3</sup> There is also a third type, but it will not be addressed in this dissertation.

interests of different corporate constituents, company law, together with corporate governance, must provide effective legal measures, tools and solutions.

This debate on the mitigation of the negative consequences of conflicts of interest is relevant throughout the world and is not limited to one jurisdiction or one legal family. In Europe this debate started only recently (at the turn of the millennia) and is at its peak. The relevance of the debate is revealed by various initiatives at the EU legislative level, by non-profit associations being active in promoting corporate governance research, and by corporate governance codes and best practices being adopted, amended and improved in every Member State. Throughout the debate, shareholders and their rights, empowerment and protection are at the core of the discussions.

During this discourse, prominent corporate scholars have offered their view on how to solve the existing conflicts of interest. They identified two types of strategies in dealing with the agency problems: regulatory strategies and governance strategies. Although these strategies offer various legal tools and measures to tackle conflicting interests, none of them address contractual tools (and in particular shareholders' agreements) as a possible legal solution for the two agency problems. Furthermore, there are only few empirical studies on the availability of shareholders' agreements in listed companies. Therefore, in light of the above mentioned corporate governance debate, this dissertation develops insights into whether shareholders' agreements can be used in order to mitigate negative consequences of conflicts of interest. As will be explained, the answer to this question is complicated as theoretical assumptions often fail against the reality of practice. To the best knowledge of the author, this dissertation is the first scholarly contribution to legal science comprising a comparative, empirical analysis of shareholders' agreements concluded in listed companies in Belgium, Lithuania and the UK.

### **Purpose and object of the research**

The principal purpose of this dissertation is to analyse, comment and discuss, as objectively as possible, the legal regulation and practice of shareholders' agreements in listed companies from the context of corporate governance, using the conceptual approach formulated by agency theory. This research is to improve the theoretical view on shareholders' agreements in listed companies by analysing whether theoretical

assumptions that shareholders' agreement could mitigate agency problems correlate (and how) with the empirical results on shareholders' agreements concluded in listed companies on stock exchanges in Belgium, Lithuania and the UK.

The aim of the dissertation is reached by providing qualitative research and empirical evidence on one of the possible legal tools to mitigate negative consequences of the agency problems. On the one hand, qualitative research in selected jurisdictions analyses the similarities and differences of legal regulation of shareholders' agreements. On the other hand, empirical data and research reveal findings on the number of shareholders' agreements concluded in the analysed jurisdictions, the reasons for entering into shareholders' agreements and voting power of shareholders entering into contractual relations. This qualitative research and empirical analysis on the shareholders' agreements in publicly listed companies contributes to the contemporary discussion on legal strategies to solve agency problems in context of comparative company law and corporate governance. The results presented in this dissertation will be especially useful for legislature, stock exchanges and scholars conducting research in the law and economics field.

Due to the interdisciplinary nature of corporate governance, academic research in this field usually includes some aspects of economics. Therefore, the theoretical foundation of this dissertation is based on agency theory, which exposes problems that exist in the relationships between various corporate constituents. As agency problems are considered to be at the core of corporate governance, this dissertation develops insights whether negative consequences of conflicts of interest could be mitigated using contractual tool, *id est*, the shareholders' agreement.

The sub-objectives of the research are as follows:

- 1) to provide a descriptive analysis of the main characteristics of limited liability company and corporate governance, which will provide theoretical foundation for the rest of the dissertation;
- 2) to analyse whether theories of legal personality developed by legal scholars explain the internal relations between different corporate constituents. The question is how are legal personality theories important and why do they fail to provide insights into internal relations within the company?

- 3) if legal theories are insufficient, the dissertation is to analyse the existing economic theories that best explain the internal relations of the company. Analysis on the state of the art encompasses the following questions: a) what are the economic theories of the firm; b) how these theories differ from the theories of legal personality; and c) what is the significance of agency theory for company law?
- 4) to provide a theoretical analysis on the characteristics and purposes of the shareholders' agreement. This sub-objective aims at answering: a) what is shareholders' agreement; b) what are the main qualifying characteristics of the shareholders' agreement; c) what are the main purposes of shareholders' agreement from agency theory perspective; d) what are the obstacles for conclusion of shareholders' agreements?
- 5) to analyse regulation of shareholders' agreements in the selected jurisdictions and to provide comments from the perspective of Lithuanian and Belgian law. This objective aims to answer these questions: a) are shareholders' agreements regulated in Lithuania, Belgium and the UK?; b) what types of shareholders' agreements are regulated? c) is regulation of shareholders' agreements extensive or limited?; d) what are the differences and similarities of regulation shareholders' agreements in the selected jurisdictions?
- 6) to carry out an empirical analysis on the shareholders' agreements in companies listed on stock exchanges in Belgium, Lithuania and the UK. The main questions to be answered are: a) are shareholders in listed companies concluding shareholders' agreements?; b) what type of shareholders' agreements are concluded; c) what is the purpose of shareholders' agreements concluded in listed companies?; d) what is the size of contracting shareholders (in terms of voting rights)?; e) what level of control are shareholders aiming to achieve by entering into voting agreements; and f) does ownership structure prevailing in a particular jurisdiction have an effect on the number and type of shareholders' agreements?;
- 7) to conduct empirical analysis on the ownership structure dominant in the companies listed on the NASDAQ OMX Vilnius stock exchange;



8) to provide insights based on agency theory whether shareholders' agreement could be used as a legal tool to mitigate negative consequences of conflicts of interest in publicly listed companies.

Objects of this dissertation are a publicly traded limited liability company, relationships between different corporate constituents active in such a company (special emphasis and most attention is devoted to shareholders (both minority and majority) and members of the management board), shareholders' agreements concluded between these constituents and regulation of shareholders' agreements in selected jurisdictions.

Although the main object of the dissertation is a contract (shareholders' agreement), contract law is not at the centre of this dissertation. Company law and all problems associated with its scope of application is the driving force behind this scholarly work. Therefore, the analysis of shareholders' agreement from the perspective of contract law is limited and is primarily aimed at revealing the nature and characteristics of shareholders' agreement. Different possible clauses, their formulation, impact on the validity of the agreement and their enforceability questions are not dealt with in this scholarly work. This dissertation is not aimed at providing and does not provide an example of shareholders' agreement.

Furthermore, joint venture agreement and investment agreement do not constitute part of this research. These agreements do not fall in the scope as they are not considered to be relevant for publicly listed companies. Voting trusts have been included in the data only in those cases where the annual report of the company expressly states that such voting trusts are considered to be as shareholders' agreements (voting agreements) in their function. Securities lending agreements are analysed only from a functional comparative perspective as contractual instruments that might create similar legal consequences as the transfer of voting rights agreement. Securities lending agreements are not analysed as separate financial instruments used by the capital market participants.

Lastly, shareholders' agreements are not analysed as a mechanism that provides defence from takeovers. In other words, shareholders' agreements are analysed as coordination tools and not as mechanisms preventing takeovers and entrenching the management body. Takeover regulations are touched upon in as much as they provide

for requirements to disclose any restrictions on transfer or exercise of voting rights (which in most cases also means disclosure of shareholders' agreement).

The research is limited to listed companies only, although basic assumptions and theoretical analysis could be applied to private companies as well. In listed entities, both the conflict between majority and minority shareholders and between shareholders and the management body is often sharper than in non-listed companies. Furthermore, due to their nature and scale publicly traded companies affect not only the private interests of the constituents of the company, but public interests as well. Companies, which have their shares traded on stock exchanges, have a huge impact on the economies of the states and they also affect the interests of private investors (present and future). Due to these reasons, the possibility of failure of these companies has to be reduced to a minimum. Lastly, listed companies have an obligation to publicly disclose inside information, which also includes shareholders' agreements. Private limited liability companies do not have an obligation to reveal restrictions on voting rights, and thus empirical research would be extremely hindered.

## **Methodology**

Taking into account influence of the law and economics discourse on the analysis of company law, the research and conclusions in this dissertation are drawn from agency theory perspective. This approach is being accompanied by the following legal methods.

*Comparative method.* The research on shareholders' agreements in Part II of this dissertation is based on the comparative legal method. This method is used from a functional approach, and therefore this dissertation compares only those legal instruments that fulfil the same function (for example, it is presumed that securities' lending agreement might be used for the same function as the transfer of voting rights agreement). There are two main reasons for using the comparative legal method. First, to compare regulation of shareholders' agreements in the selected jurisdictions in order to identify any similarities or differences. Second, to compare empirical results on shareholders' agreements in different stock exchanges in each of the analysed countries in order to identify any patterns and induce more general rules from the observations.

Analysis of applicable legislation and empirical data of companies listed on the stock exchanges is provided from three jurisdictions: Lithuania, Belgium and the UK.

There are three main reasons why these countries were selected. Firstly, each of them represents very different legal systems. The UK represents a common law system and was one of the first to introduce corporate governance codes for publicly listed companies. Belgium in this regard has a standard system of corporate governance common to most continental states in Europe. Lithuania has a relatively young legal system (with just over 20 years of experience after the independence was restored) in North and Central Europe (also it represents a quite new Member State in the European Union). Secondly, the above countries were chosen due to different size and capitalisation of their securities markets. The UK has the most sophisticated and biggest stock exchange, while Lithuanian stock exchange is very small with just over 30 listed companies. In Belgium the stock exchange is of a relatively medium size. Thirdly, selected jurisdictions have different shareholding structures. The UK has a widely dispersed shareholding structure with no dominant shareholders, while Lithuania and Belgium have more concentrated ownership structures with controlling shareholders. This characteristic is especially important while analysing the correlation of number and type of shareholders' agreements to the ownership structure in each jurisdiction.

*Empirical method.* Taking into account the fact that 'corporate governance is of enormous practical importance'<sup>4</sup>, research dealing with the agency problems cannot be complete without an empirical inquiry. Empirical method in general is used not to determine or interpret the law, but to analyse the consequences of law in action. Empirical method throughout this dissertation is used in order to identify, for example, whether shareholders' agreements are concluded in listed companies, what types of shareholders' agreements are concluded, what is the main purpose of the shareholders' agreements, what is the ownership structure dominant in the companies listed on the NASDAQ OMX Vilnius stock exchange. It should be emphasized that the empirical analysis is based on the annual and interim reports of the companies and not on the shareholders' agreements.

The empirical analysis includes companies that have their primary listing on the NASDAQ OMX Vilnius stock exchange in Lithuania, the NYSE Euronext Brussels in Belgium and the London stock exchange in the UK, and are incorporated in the same

---

<sup>4</sup> SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, p. 737.

jurisdiction as the stock exchange in which they are listed. Empirical research represents only shareholders' agreements that have shareholders of the company or shareholders of the shareholders of the company (if shareholders of the company are legal entities) as parties to the agreement. Thus, the empirical research does not include shareholders' agreements where the listed company is contracting as a shareholder of another company (for example, one of its subsidiaries). However, shareholders' agreements related to the internal structure or management of the company that have company itself joined as a party are included in the analysis. An extensive explanation of the data and methodology in analysing shareholders' agreements in listed companies is presented in Part III.

*Interpretation and analysis methods.* There are four main types of interpretation and analysis methods that are used in this dissertation: linguistic, systematic, logical and teleological. Linguistic interpretation method that focuses on the wording and syntax of legal provisions is used to interpret different statutory acts regulating certain aspects of shareholders' agreements (for example, Belgian Companies Code (W.Venn.) or Lithuanian Civil Code (CC) provisions). Teleological interpretation method is used in order to distinguish the *ratio legis* and the policy aim under the particular legal rule (for example, this method is especially relied on when analysing the voting agreement under Lithuanian CC). Systematic interpretation method in this research is not limited only to the interpretation of different statutory provisions, but is also aimed at analysing certain legal concepts from a broader perspective (for example, the author systemically looks at the theoretical propositions, empirical results and ownership structure in each of the analysed jurisdictions). From the logical analysis mainly the inductive analysis is used in order to build a more general pattern from the specific observations presented in this dissertation (for example, the observations provided regarding the correlation between the number and type of shareholders' agreements and the ownership structure of the jurisdiction is based on the inductive analysis).

### **State of the art and relevance of the research**

At the end of the second millennium it was stated that '[t]he governance of the corporation is now as important to world economy as the government of countries'<sup>5</sup>. In

---

<sup>5</sup> This statement was made by the former World Bank president James D. Wolfensohn. See: Global Corporate Governance Forum, First Review 2003 [interactive]. [Accessed on 2012-06-19] Available online at:

order to prove this point the world has started the third millennium with a continuation of financial scandals (starting with Enron) followed by a financial and economic crisis that was partially caused by the lack of good corporate governance standards, insufficient regulatory regime and weak implementation of strategies for reducing agency costs.

Publicly listed companies have been at the centre of the corporate governance debate since the enactment of the first corporate governance codes. This can be explained by the significance that companies traded on the stock exchanges have on the economy of the state and even continents of the world (for example, the single largest company on the NYSE Euronext Brussels stock exchange accounts nearly for half of the total market capitalization). This reason alone is enough for the legislature, governmental bodies responsible for the supervision of publicly listed companies and even non-governmental organizations to be interested in and influence the corporate governance debate, various problems stemming from government of the companies and the role of law in providing possible solutions for such problems. It should be stressed that the importance of the publicly listed companies is not likely to diminish over the upcoming years.

Furthermore, it has been established by legal scholars that corporate governance is relevant for both developed economies and countries that do not yet have strong markets. From Lithuanian point of view (a country where corporate governance research is still in its embryo stage), the relevance of corporate governance and the need for research in this field has been signalled by the enactment of the corporate governance code and by a recently carried study on the governance of the state owned enterprises<sup>6</sup>. Countries with much more sophisticated markets (the UK and Belgium) have long since recognized the importance of corporate governance. The UK has been on the pinnacle of the contemporary corporate governance research since 1992 and Belgium is not far behind. However, analysis on shareholders' agreements in listed companies from agency theory perspective has not been carried out neither in Belgium, nor the UK. There is also no

---

<[http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Forum\\_Review\\_2003/\\$FILE/GCGF\\_Annual\\_Review.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Forum_Review_2003/$FILE/GCGF_Annual_Review.pdf)>, p. 5.

<sup>6</sup> Ministry of Economics of the Republic of Lithuania. Study on the exercise of the ownership rights in the state owned enterprises, Ministry of Economics of the Republic of Lithuania, 2011[interactive]. [Accessed on 2012-08-11] Available online at: <<http://vvi.ukmin.lt/index.php?r=document/view&id=1069>>.

empirical data available on the actual existence of shareholders' agreements in listed companies in Belgium, Lithuania and the UK.

The current state of the research in context of corporate governance is indebted to the postulate by Berle and Means that ownership is separated from control. This paradigm was elevated to a new level by Jensen and Meckling who introduced agency theory. Since then there have been numerous studies on various aspects of corporate governance, but most of them have been carried out through the lens of the economist. During the past twenty years more and more research on corporate governance has been done from the legal point of view and recently one of most authoritative academic works classified all legal strategies that can be used in order to address the agency problems<sup>7</sup>. Despite of the above, the interdisciplinary scholarship in the company law context in continental Europe is not as developed as compared to the U.S., Canada or Australia. Thus, there is a great need for additional academic research in the field of corporate governance.

Moreover, the topic on shareholders' agreements and the influence they have on the control of listed companies is currently underdeveloped in corporate governance discourse. The research that is available mostly focuses on privately held companies. There are a number of reasons provided by legal scholars as to why shareholders' agreements are not found in listed companies (usually not supported by any evidence and data), and thus require no further research. However, these reasons are most of the times unfounded. Corporate governance debate does not provide well founded and reasoned arguments as to how many shareholders' agreements are concluded in listed companies, what are the factors that influence the existence of shareholders' agreement, what impact the conclusion of the shareholders' agreement has on the control of the company. The author in this dissertation tackles and analyses these topics in detail.

To the best knowledge of the author, currently there are no in-depth, up-to-date comparative studies on shareholders' agreements in listed companies in Lithuania, Belgium and the UK. Academic works that are available for each of the countries deal mainly with shareholders' agreements in private companies and do not provide any comparative aspects of the regulation (although theoretical legal analysis on the concept

---

<sup>7</sup> An overview of different strategies to mitigate agency costs is introduced in Part I Chapter 4 of this dissertation.

of shareholders' agreement is provided)<sup>8</sup>. In addition, there are no empirical data on the actual usage of shareholders' agreements in the selected jurisdictions. The author was able to identify four studies concentrating on the shareholders' agreements in listed companies in Europe. In the first study Baglioni provided empirical data on the shareholders' agreements in Milan stock exchange and argued that shareholders' agreements severely affect the link between the voting rights and voting power<sup>9</sup>. Furthermore, he provided empirical analysis from which he concluded that 'for low levels of ownership concentration, the reshuffling of voting power favours the first owner, while for high levels of ownership concentration it favours the other participants'. In other words, he tried to prove that shareholders' agreements are effective and are concluded only in two extreme cases: when there is a large majority shareholder or if the ownership inside the company is very dispersed. Another study by Belot identified 67 shareholders' agreements in 301 companies listed on the Euronext Paris stock exchange<sup>10</sup>. This research concluded that 'shareholder agreements tend to mitigate conflict that could arise from a large dispersion of powers across large shareholders'. Thus, Belot's research concluded that shareholders' agreements are feasible only between large shareholders who share the power to control the company. The third study by Madelon and Thomsen applies a case analysis approach and they study five selected shareholders' agreements concluded in companies listed on the Euronext Paris stock exchange<sup>11</sup>. In their article Madelon and Thomsen conclude that

---

<sup>8</sup> For Belgium see: NIEUWDORP, R. Overeenkomsten tussen aandeelhouders. In BRAECKMANS, H.; WYMEERSCH, E. *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991: Het nieuwe recht van de N.V., B.V.B.A. en coöperatieve vennootschap na de wetten van 18 en 20 juli 1991*. Antwerpen: Maklu Uitgevers, 1992, p. 254-270; NELISSEN GRADE, J. M. De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales. *Revue Critique de Jurisprudence Belge*, 1991, Vol. 45, p. 214-257 ; HELLEMANS, F. Stemovereenkomsten naar Belgisch recht. In KLUIVER, H. J.; WOUTERS, J. *Beginselen van vennootschapsrecht in binationaal perspectief: Vergelijkende beschouwingen naar Belgisch en Nederlands recht*. Tilburg: Intersentia, 1998, p. 185-203. For Lithuania see: MIKALONIENĖ, L. Uždarosios akcinės bendrovės akcininkų sutarties teisinė kvalifikacija. *Teisės problemos*, 2011, No. 71, p. 5-27. For the UK see: CADMAN, J. *Shareholders' Agreements*. 4<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2004; HOLLINGTON, R. *Shareholders' rights*. 6<sup>th</sup> edition. London: Sweet & Maxwell, 2010; THOMAS, K. R.; RYAN, Ch. *The Law and Practice of Shareholders' Agreements*. 3<sup>rd</sup> edition. London: LexisNexis, 2009.

<sup>9</sup> BAGLIONI, A. Shareholders' Agreements and Voting Power: Evidence from Italian Listed Firms. *Applied Economics*, 2011, Vol. 43, No. 27, p. 4043-4052.

<sup>10</sup> BELOT, F. Shareholder Agreements and Firm Value: Evidence from French Listed Firms. *AFFI/EUROFIDAI, Paris December 2008 Finance International Meeting AFFI – EUROPIDAI*, 2008 [interactive]. [Accessed on 2012-01-28] Available online at: <<http://ssrn.com/abstract=1282144>>.

<sup>11</sup> MADELON, C.; THOMSEN, S. Contracting Around Ownership: Shareholder Agreements in France. In *Modern Firm, Corporate Governance and Investment*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2009, p. 253-291.

shareholders' agreements have a huge influence on the formal ownership structure of the company. Moreover, they argue that shareholders' agreements are more likely in companies with specific ownership patterns: 'intermediate concentration of ownership, long time horizons and non-financial goals'. The fourth research conducted by Roth discusses shareholders' agreements in listed companies in Germany<sup>12</sup>. The article deals with the types, validity and legal nature of shareholders' agreements in Germany. However, it does not provide any empirical data.

Taking into account the arguments provided above, this dissertation presents comparative analysis and interpretation of shareholders' agreements together with empirical evidence from publicly listed companies in the selected jurisdictions in a way that has never been done before, and therefore should be considered as an original contribution to legal science.

### **Sources of the research**

The interdisciplinary approach provided in this dissertation coupled with the aim to offer both theoretical and empirical insights are the cause of a wide array of sources used for the research.

Firstly, legal doctrine of company law and shareholders' agreements form one of the most important sources for this dissertation. These sources were relied upon when analysing theoretical foundations of the company and theoretical aspects of the shareholders' agreements. The most influential doctrinal works are, for example: KRAAKMAN, R. *et al. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*; CADMAN, J. *Shareholders' Agreements*; DAVIES, P. L. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*; DAVIES, P. *Introduction to Company Law*.

Secondly, academic texts in economics form a considerable part of the sources used in this research. They were mainly used to explain different economic theories of the firm and provide economic arguments and justifications for legal intervention. In addition, theoretical economic works were used to explain rationale behind different legal concepts and rights (for example, the voting right). The examples of such sources include: EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. *The Economic Structure of*

---

<sup>12</sup> ROTH, M. *Shareholders' Agreements in Listed Companies: Germany*, 2013 [interactive]. [Accessed on 2012-05-21] Available online at: <<http://ssrn.com/abstract=2234348>>.



*Corporate Law*; WILLIAMSON, O. *The Mechanisms of Governance*; JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*; CLARKE, T. (ed.) *Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance*.

Furthermore, in order to gain better understanding into corporate governance issues and their implications in actual management of companies, more practice oriented works on corporate governance were studied, for example: CARTER, C. B.; LORSCH, J. W. *Back to the Drawing Board: Designing Corporate Boards for a Complex World*; GARRATT, B. *The Fish Rots from the Head: Developing Effective Board Directors*.

Fourthly, the comparative analysis of regulation of shareholders' agreements in Belgium, Lithuania and the UK relied on the company laws of each country. The most important statutory acts analysed are: Companies Code of Belgium (*Wetboek van Vennootschappen*); Law on Companies of Lithuania (*Akcinių bendrovių įstatymas*); Civil Code of Lithuania (*Civilinis kodeksas*); the Companies Act 2006 of the UK. In addition, EU legislation was taken into account, especially the directives that require disclosure of issues related to shareholders' agreements, for example, Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC (OJ 2004 L 390/39-57); Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (OL 2004 L 142/12-23).

Fifthly, law formulated by the courts was used as a source in this dissertation. This is especially important for the UK, which as a common law country relies on the case law. Decisions of the courts were analysed, for example, in order to understand the functioning of the statutory provisions, identify shareholders' agreements concluded in the listed companies or to determine whether shareholders' agreements are enforceable in practice.

Sixthly, various studies and reports conducted by national or international institutions were used as sources for the research. The most important report for this scholarly work is considered to be the *Report on the Proportionality Principle in the European Union*.

Lastly, the empirical results presented in this dissertation are based on the annual and interim reports and transparency declarations provided by the companies listed on the NASDAQ OMX Vilnius stock exchange in Lithuania, the NYSE Euronext Brussels in Belgium and the London stock exchange in the UK (together with other information provided in various online information sources, newspapers and magazines). All the sources used for gathering empirical data can be referred to in the references section of this dissertation.

### **Outline of the Dissertation and Structure**

The interdisciplinary and comparative character of this dissertation requires adoption of a structure divided into four parts (each part divided into chapters and sub-chapters). The first part tackles theoretical foundations of company law and corporate governance. This part presents the state of the art research in context of the dissertation. It continues with explanation of legal strategies offered by legal scholars to mitigate agency problems and provides current EU approach to the shareholders' agreements and rights of shareholders. The second part starts with the analysis of theoretical aspects of shareholders' agreements. The subsequent chapters discuss and comment on regulations of shareholders' agreements in all three selected jurisdictions and examine differences and similarities of legal approach. The third part is the empirical analysis. It presents data and interpretations on the existence of shareholders' agreements on the NASDAQ OMX Vilnius stock exchange in Lithuania, the NYSE Euronext Brussels in Belgium and the London stock exchange in the UK. Furthermore, different aspects of the empirical findings, including the long term and short term goals, number of contracting parties per agreement, size of contracting parties, types and purpose of the shareholders' agreement, are analysed and commented. The fourth part summarizes the findings of the dissertation, provides a discussion on the correlation of theoretical presumptions and empirical data and offers conclusive remarks on the role of shareholders' agreements in context of corporate governance debate. Final conclusions are presented at the end of the dissertation. The dissertation is also accompanied by four annexes: Annex 1: Shareholders' agreements in companies listed on NASDAQ OMX Vilnius stock exchange; Annex 2: Shareholders' agreements in companies listed on NYSE Euronext

Brussels stock exchange; Annex 3: Shareholders' agreements in companies listed on London stock exchange; Annex 4: Ownership structure in Lithuania.

### **Statements defended in the dissertation**

The research, data and arguments provided in this dissertation are aimed at defending the following statements:

1. Academic research in the field of company law should partially rely on the economic theories of the firm and not only on the legal theories of legal personality, because the former provide insights into the nature and character of the relations between various corporate constituents and internal organization of the company.
2. Although the shareholders' agreement is based on the principle of freedom of contract, its subject matter should be limited to the company, the shares of the company and rights, duties and obligations of shareholders towards each other or towards the company.
3. Extensive and detailed regulation of shareholders' agreements is undesirable as it would prevent shareholders from effectively protecting their rights and interests. However, the legislature should address two issues. First, the validity and enforceability of shareholders' agreements should be clearly and unambiguously stipulated in the statutory acts. Second, statutory acts should provide a limited number of restrictions on the scope and subject matter of the shareholders' in order to prevent any misuse of the contractual tool or abusive behaviour. Statutory restrictions should at least stipulate that shareholders' agreements must not: 1) undermine the interests of the company; 2) contain provisions on voting or refraining from voting for consideration; 3) allow voting according to the instructions of the company, its subsidiaries or any of the legal bodies (or their members) formed within the company.
4. Shareholders' agreements are used in practice by companies listed on the regulated markets in the selected jurisdictions. However, in contrast to theoretical assumptions and arguments, shareholders' agreements in jurisdictions with the concentrated ownership structure are used to further concentrate control, while in jurisdictions with dispersed ownership structure they are used to protect the

interests of minority shareholders. Voting agreements are mostly concluded amongst medium sized shareholders in order to gain *de jure* or *de facto* control of the company, while minority shareholders are prevented from contracting effectively.

5. The availability of shareholders' agreements in listed companies depends on a number of factors, including: the ownership structure prevailing in the jurisdiction, available legislation, case law and statutory provisions, per cent of voting rights that shareholders of a particular company have, goals of the shareholders, number of contracting parties needed to achieve the goals and type of the shareholders' agreement.

## **Conclusions**

1. Legal theories of the company (legal entity) are insufficient to explain the reasons for which companies exist. They do not provide insights into the internal structure of the company and problems that arise between different corporate constituents when economic activity is organized through a legal form of a company. In order to enable company law to provide efficient legal remedies and tools to mitigate negative consequences of cooperation through a company, theories of the firm provided by economics are to be taken into account. As agency theory provides the best workable insights (although not perfect) on the internal relations between different corporate constituents active within a firm, corporate law has to recognise and embrace agency theory in order to provide efficient legislation.
2. Shareholders' agreement is a written or oral contract between the shareholders of a company (at least one of the shareholders has to be a party), which is governed by the general principles of contract law. Shareholders' agreement is a *sui generis* contract and primarily on the freedom of contract principle. The defining characteristic which allows shareholders' agreement to be distinguished from other contractual relationships is that its subject matter has to be related to all of the following: the company, the shares of the company and rights, duties or obligations of shareholders towards each other or towards the company.

From the perspective of agency theory, shareholders' agreements can theoretically be used for two main purposes: to concentrate control in the hands of the shareholders, which would reduce negative consequences of the managers-shareholders conflict of interests; or to protect interests of the minority shareholders, which would address the minority-majority agency problem. Empirical results also confirm that shareholders' agreements are used for the above purposes.

3. The theoretical and comparative analysis provided in this dissertation supports the conclusion that extensive and detailed intervention from the legislature in the context of shareholders' agreements is unnecessary. In order for shareholders' agreements to be a feasible solution for dealing with agency problems, statutory acts have to provide that shareholders' agreement is a valid contract, which can be enforced in courts. Restrictions on the subject matter of the agreement are necessary only to limit possible abusive behaviour of contracting shareholders and expropriation of other corporate constituents. The statutory provisions should at least contain restrictions to: 1) undermine the interests of the company; 2) vote or refrain from voting for consideration; 3) vote according to the instructions of the company, its subsidiaries or any of the legal bodies formed within the company.

All of the analysed jurisdictions follow the above criteria. However, in light of the research provided in this dissertation the author offers certain recommendations for Lithuania and Belgium.

Lithuania:

- 1) The Lithuanian ABI should contain a general clause on the validity and enforceability (including specific performance) of shareholders' agreements;
- 2) The Lithuanian legislature should adopt an additional standard that all shareholders' agreements have to be in the interests of the company. The enforcement of this standard should be left to courts to decide on a case by case basis;

- 3) Shareholders asking for remedies from the court for breach of the voting agreement should be allowed to choose whether they require recalculation of votes, annulment of the decisions of the general meetings of shareholders (only in cases where voting of the shareholders in breach had decisive influence on the adoption of the decisions) or they want to protect their interests by specific performance;
- 4) The restrictions that are applicable to the voting agreement should be also applied to the transfer of voting rights agreement.

Belgium:

- 1) The Belgian legislature should consider adding additional restriction to the subject matter of the voting agreement in order to prohibit voting or refraining from voting for consideration;
  - 2) Belgian courts should be enabled to apply re-calculation of votes as a legal remedy in cases where the decision of the general meeting of shareholders was adopted by the votes cast in breach of the provisions of the voting agreement. Re-calculation of votes should be available by the request of the claimant and only when voting agreement provides detailed rules on how the votes should be exercised.
4. Shareholders in jurisdictions with concentrated ownership structure are very active in concluding shareholders' agreements (27.2 % of all the listed companies). In jurisdictions with dispersed ownership structure shareholders' agreements are less common (6.6 % of all the listed companies). Contrary to the theoretical assumptions, shareholders' agreements in concentrated ownership jurisdictions are used to concentrate control. In dispersed ownership jurisdictions shareholders' agreements are mostly used to protect minority shareholders and limit possible abusive behaviour of the majority shareholder.

The number of shareholders' agreements in listed companies might indicate that in jurisdictions with concentrated ownership structure coordination costs amongst shareholders are lower than agency costs. However, shareholders' agreements are

mainly used as a control enhancing mechanism by the medium sized shareholders (from 5 % to 30 % of total voting rights) to gain *de jure* or *de facto* control of the company. Most of the shareholders' agreements are concluded between 3-4 parties that have long term goals in the company. Furthermore, the number of contracting shareholders decreases as their control rights in the company increase. The research results on the number of shareholders' agreements in jurisdictions with better shareholder protection laws (and thus more sophisticated securities markets) are mixed. However, from the countries analysed there might be indications that the number of shareholders' agreements is less dependent on the level of shareholder protection.

Minority shareholders in the analysed jurisdictions are prevented from effectively protecting their interests using shareholders' agreements. Therefore, legislature, other competent regulatory authority, or self-regulatory organization, for example, the stock exchange, should reduce the coordination costs for minority shareholders (preferably through soft law) in order to stimulate shareholders' agreements.

5. The following criteria and characteristics influence the likelihood for the shareholders' agreement to be concluded amongst the shareholders of a listed company:
  - 1) The statutory acts or case law clearly recognise the validity and enforceability of shareholders' agreements;
  - 2) The shareholders have long term goals and perspective regarding the business of the company and their participation in it;
  - 3) There are three to five medium sized shareholders whose voting rights combined represent at least 30 % of all the voting rights;
  - 4) The company is listed in the jurisdiction with a concentrated ownership structure;
  - 5) Shareholders are willing to coordinate the exercise of their voting rights through a voting agreement (costs are lower than benefits).

### **List of selected publications in legal journals:**

1. MILIAUSKAS, P. Interesų konfliktas: sąvoka ir galimi sprendimo būdai (Conflict of Interests: Definition and Possible Solutions). *Mokslo darbai: Teisė*. Vilnius: Vilnius University, 2010, No. 75, p. 93-110. ISSN 1392-1274;
2. MILIAUSKAS, P. Kai kurie teoriniai akcininkų sutarčių aspektai (Some Theoretical Aspects of Shareholders' Agreements). *Mokslo darbai: Teisė*. Vilnius: Vilnius University, 2012, No. 82, p. 73-92. ISSN 1392-1274.
3. MILIAUSKAS, P. Kai kurie Akcininkų sutarčių reglamentavimo lyginamieji aspektai: Lietuvos Respublika (Some Comparative Aspects of Regulation of Shareholders' Agreements: the Republic of Lithuania). *Mokslo darbai: Teisė*. Vilnius: Vilnius University, 2012, No. 83, p. 201-219. ISSN 1392-1274.
4. MILIAUSKAS, P. Kai kurie akcininkų sutarčių reglamentavimo lyginamieji aspektai: Belgijos Karalystė ir Jungtinė Karalystė (Some Comparative Aspects of Regulation of Shareholders' Agreements: The Kingdom of Belgium and the United Kingdom). *Mokslo darbai: Teisė*. Vilnius: Vilnius University, 2012, No. 85, p. 166-183. ISSN 1392-1274.
5. MILIAUSKAS P. Shareholders' Agreement as a Tool to Mitigate Corporate Conflicts of Interests. *International Journal of Private Law*, 2013, Vol. 6, No. 2, p. 109-131. ISSN 1753-6235.



### **About the author**

Paulius Miliauskas (born in Kaunas on October 26, 1985) during 2009-2013 was a PhD candidate at Vilnius University in Lithuania and Ghent University in Belgium. In 2009 he graduated from Vilnius University Law Faculty (commercial law specialisation) and obtained his master of laws degree. Before starting his PhD studies P. Miliauskas worked in company law departments of several leading law firms in Lithuania and in Belgium.

Since 2009 he has been researching, publishing in the field of company law and presenting in various legal conferences. In 2011-2013 (with some gap periods) he was doing research at Ghent University, Belgium, and in 2012 he stayed as a researcher at Max Planck Institute for Comparative and International Private Law, Hamburg, Germany. P. Miliauskas taught Civil law seminars at Vilnius University Law Faculty (2010).

His current research interests include Company Law, Corporate Governance, Contract Law and Law and Economics.