

**Vilniaus universiteto Teisės fakulteto  
Civilinės teisės ir civilinio proceso katedra**

Pauliaus Miliausko,  
V kurso, komercinės teisės  
studijų atšakos studento

**Magistro darbas**

**Teisinės priemonės mažinančios neigiamas pasekmes,  
atsirandančias dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo,  
vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse**

Vadovas: doc. dr. Andrius Smaliukas

Recenzentas: lekt. dr. Tomas Kontautas

Vilnius, 2009

## TURINYS

IŽANGA .....	4
1 BENDROVIŲ VALDYMAS IR SU VALDYMU SUSIJUSIOS PROBLEMOS .....	8
1.1 Bendrovė ir jos valdymas.....	8
1.1.1 Bendrovė .....	8
1.1.2 Bendrovių valdymas .....	10
1.2 Problemos kylančios dėl bendrovių valdymo .....	11
1.2.1 Nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimas .....	11
1.2.2 Atstovavimo teorija.....	14
1.2.3 Interesų konfliktai .....	15
2 PRIEMONĖS MAŽINANČIOS INTERESŲ KONFLIKTĄ IR JŲ TEISINIS REGLAMENTAVIMAS .....	17
2.1 Bendrovių kontrolės rinka ir bendrovių perėmimas .....	17
2.1.1 Apibrėžimai.....	17
2.1.2 Teisinis reguliavimas .....	18
2.1.3 Privalomas bendrovės perėmimo pasiūlymas .....	19
2.1.4 Bendrovės valdymo organo neutraliteto taisyklė.....	20
2.1.5 Prasiveržimo taisyklė .....	22
2.1.6 Volkswagen byla.....	23
2.1.7 Direktyvos įvertinimas.....	24
2.1.8 Galimos alternatyvos .....	25
2.2 Informacijos atskleidimas .....	26
2.2.1 Teisinis reguliavimas .....	27
2.2.2 Bendrovės prospektas .....	27
2.2.3 Informacijos skaidrumas .....	29
2.2.4 Metinė bendrovių atskaitomybė.....	31
2.2.5 Piktnaudžiavimas rinka .....	33
2.2.6 Informacija apie bendrovių valdymą .....	37
2.3 Finansinės priemonės skirtos valdymo organo nariams skatinti.....	41
2.3.1 Valdymo organo narių užmokesčio struktūra .....	42
2.3.2 Užmokesčio skyrimo tvarka .....	45

2.3.3	Informacijos apie užmokestį atskleidimas .....	47
2.4	Bendrovės valdymo organo struktūra .....	48
2.4.1	Anglosaksų tipo valdymo organo struktūra .....	48
2.4.2	Germaniško tipo valdymo organo struktūra .....	50
2.4.3	Valdymo organo struktūra Lietuvoje .....	51
2.4.4	Galimos teisinio reguliavimo alternatyvos .....	52
2.5	Bendrovės akcininkų teisių stiprinimas .....	54
2.5.1	Balsavimas visuotiniame akcininkų susirinkime asmeniškai jame nedalyvaujant .....	55
2.5.2	Informacija apie visuotinį akcininkų susirinkimą ir jo darbotvarkę .....	57
	IŠVADOS .....	60
	LITERATŪROS SĄRAŠAS .....	62
	Teisės norminiai aktai .....	62
	Specialioji literatūra .....	64
	Praktinė medžiaga .....	68
	SANTRAUKA .....	71
	SUMMARY .....	72

## IŽANGA

Bendrovės šiais laikais yra neatskiriama ekonomikos, valstybės ir netgi žmonijos (ne)gerovės dalis. Didžioji pasaulio kapitalo dalis yra sukaupta milžiniškų bendrovių, valdančių šimtus mažesnių dukterinių įmonių, rankose. Tačiau neretai atsitinka taip, kad dešinė ranka (bendrovės akcininkai) nežino, ką daro kairė (bendrovės valdymo organas), o gal visgi kairė tik to ir siekia, kad apie jos veiksmus niekas nežinotų? Bendrovių valdymas būtent ir yra tas tarpdisciplininis institutas, kuris verčia abi rankas dirbti kartu, suderintai ir siekiant bendrų interesų.

*Nagrinėjamos temos aktualumas ir naujumas.* Interesų konfliktai kylantys tarp akcininkų ir bendrovės valdymo organo dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo bei jų sprendimų būdai teisiniu aspektu pradėti nagrinėti visai neseniai. Iki XX a. pradžios šia tema išskirtinai domėjosi ekonomikos ekspertai (pradedant nuo *Adam Smith*), kurie tiek patį interesų konfliktą, tiek ir teisinius sprendimo būdus stengėsi išspręsti remdamiesi vien tik ekonomikos teorijomis. Tačiau po šio dešimtmečio nuvilnijusių itin stambių bendrovių bankrotų (pvz.: JAV bendrovės *Enron*, Italijos bendrovės *Parmalat*) buvo padaryta išvada, kad vien tik rinkos teorijomis pasikliauti negalima, turi būti efektyvus teisinis reguliavimas, kuris užtikrintų ekonomikos stabilumą. Daugelio pasaulio valstybių teisės aktai bendrovių valdymo srityje buvo priimti arba iš esmės atnaujinti tik po pastarųjų skandalų, todėl tema yra dar labai nauja.

Ši tema yra ne tik nauja, bet ir aktuali. Esanti ekonominė situacija yra labai palanki įvairiems interesų konfliktams tarp akcininkų ir valdymo organo atsirasti, tad dabar yra tinkamas metas įvertinti visą teisinį reguliavimą, kuris turėjo išspręsti ar bent jau sušvelninti pastarąją problemą bendrovėse. Dėl didėjančios finansinės įtampos kyla didesnė tikimybė, jog valdymo organas nepaisydamas akcininkų interesų elgsis savanaudiškai ir neesant tinkamo ir efektyvaus teisinio reguliavimo sužlugdys bendrovę.

Nuolat didėjantis bankrutuojančių bendrovių skaičius verčia mąstyti pirmiau ne apie gerą bankroto procedūros teisinį reguliavimą, bet greičiau apie reguliavimą, kuris užtikrintų, jog bendrovė nebankrutuos dėl vidinių ginčų, kylančių tarp bendrovės akcininkų ir jos valdymo organo. Bendrovių valdymo teisinis reguliavimas būtent tai ir užtikrina.

Verta paminėti, kad temos aktualumą rodo ir tai, jog ji yra tokia nauja, kad santykiai tarp akcininkų ir valdymo organo per bendrovių valdymo teisės prizmę dar nėra pilnai išnagrinėti Europoje, o Lietuvoje nėra darbų detalčiai analizuojančių šią temą.

Dėl aukščiau minėtų priežasčių nagrinėjama tema yra nauja ir aktuali bei tokia išliks dar ne vienerius metus.

*Darbo tikslas ir uždaviniai.* Šio magistrinio darbo tikslas yra išanalizuoti teises priemones, kurios gali būti naudojamos siekiant sumažinti neigiamas pasekmes atsirandančias dėl nuosavybės ir valdymo atskyrimo vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse, bei pateikti tokių teisinių priemonių vertinimą.

Tokiam tikslui pasiekti yra keliami uždaviniai išanalizuoti ir įvertinti šias teises priemones:

- bendrovių kontrolės rinkos ir bendrovių perėmimų reguliavimą;
- informacijos atskleidimo reguliavimą;
- finansinių priemonių, skirtų valdymo organo nariams skatinti, teisinį reguliavimą;
- valdymo organo struktūros teisinį reglamentavimą;
- bendrovės akcininkų teisių stiprinimą.

*Tyrimo objektas.* Magistro darbe atliekamo tyrimo objektas yra teisinės priemonės, kurios reguliuoja interesų konfliktus kylančius tarp bendrovės akcininkų ir valdymo organo dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo. Darbe bendrovė bus suprantama kaip ribotos atsakomybės akcinė bendrovė, kuri gali būti, ar yra, įtraukta į vertybinių popierių biržų sąrašus. Toks pasirinkimas paaiškinamas tuo, kad tokiose bendrovėse yra didžiausias atotrūkis tarp bendrovės akcininkų ir bendrovės valdymo organų, o tai kelia pagrindą įvairiems su bendrovės valdymu susijusiems konfliktams atsirasti.

Darbas yra suskirstytas į dvi dideles dalis. Pirmoji dalis trumpai, tik tuo aspektu kiek reikia nagrinėjamai temai atskleisti, pristato bendrovės bei bendrovių valdymo sampratą. Kadangi bendrovių valdymas yra tarpdisciplininis institutas ir jo neįmanoma pilnai išnagrinėti vien tik iš teisės pusės, remiamasi ne tik teisinėmis, bet ir ekonominėmis teorijomis. Toliau pirmojoje dalyje pristatomos problemos susijusios su nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimu bendrovėje bei tokių problemų atsiradimo priežastys. Ši apžvalga yra būtina, kadangi tik supratęs, dėl ko kyla įvairios problemos bendrovėje tarp akcininkų ir valdymo organo, galima tinkamai išanalizuoti teises priemones tokioms problemoms spręsti.

Antroji darbo dalis analizuoja teises priemones skirtas interesų konfliktams tarp bendrovės akcininkų ir valdymo organo mažinti. Iš pasirinktų penkių teisinių priemonių

labiausiai aptariamoms yra dvi. Pirmiausia, pakankamai daug dėmesio yra skiriama bendrovių kontrolės rinkos teisiniam reguliavimui, kadangi tai yra viena iš efektyviausių priemonių, nes interesų konfliktą išsprendžia trečioji šalis, kuri įsigyja bendrovę ar jos dalį. O be lankstaus ir bendrovių įsigijimams palankaus teisinio reguliavimo tokia priemonė yra bevertė. Antra, daugiausiai aptariamas informacijos atskleidimo teisinis reguliavimas ir jo efektyvumas. Informacija yra pagrindas, be kurio kitos teisinės priemonės negali būti įgyvendinamos efektyviai. Jeigu apie interesų konfliktą niekas nežino, tai ir negali panaudoti kitų teisinių priemonių, kad ir kokios veiksmingos jo bebūtų, todėl detali informacijos atskleidimo analizė yra būtina siekiant darbe užsibrėžto tikslo. Be šių dviejų pagrindinių teisinių priemonių antroje dalyje yra analizuojamas finansinių priemonių, skirtų valdymo organo nariams skatinti, valdymo organo struktūros teisinis reguliavimas bei bendrovės akcininkų teisių stiprinimas. Pastarosios trys priemonės buvo pasirinktos, nes jos šiuo metu yra pačios aktualiausios ir keliančios daugiausiai problemų.

Visos aukščiau minėtos teisinės priemonės, t.y. jas įtvirtinantys teisės aktai darbe yra analizuojami tik tiek, kiek tai susiję su bendrovių valdymu ir interesų konfliktais tarp bendrovės akcininkų ir valdymo organo.

Šiame darbe nebus nagrinėjamas nei vidinis, nei išorinis bendrovės auditas, kuris taip pat gali būti viena iš teisinių priemonių, mažinančių trintį tarp akcininkų ir bendrovės valdymo organo, kadangi tai yra plati tema, kelianti daug problemų bendrovių valdymo teisės aspektu, be to bendrovės ir auditorių teisiniai santykiai yra už šio darbo nagrinėjamos temos ribų.

*Tyrimo metodai.* Šiame magistro darbe buvo panaudota keletas tyrimo metodų. Buvo remtasi lingvistiniu teisės aiškinimo metodu, t.y. buvo analizuojami atitinkamų įstatymų ir Europos Sąjungos direktyvų tekstai. Be lingvistinio teisės metodo buvo naudoti sisteminis (pvz.: direktyvos atveju tam tikrais atvejais buvo nagrinėjami ją įgyvendinantys teisės aktai, darbe teisinės priemonės aiškinamos ne kaip atskiri elementai, bet kaip viena sistema), loginis (pvz.: buvo tikrinama, ar tam tikri teisės aktai neprieštarauja vienas kitam) bei teleologinis (pvz.: buvo atskleidžiami teisės aktų priėmimo tikslai) metodai. Šie metodai dažniausiai buvo naudojami ne skyriumi o kaip viena visuma. Darbui taip pat reikšmingas lyginamasis metodas, kuris tam tikrais atvejais buvo naudojamas siekiant įvertinti kaip viena ar kita teisinė priemonė yra įgyvendinta Europos Sąjungos valstybėse narėse (pvz.: kalbant apie valdymo organo struktūrą buvo remiamasi Italijoje, Vokietijoje egzistuojančiais modeliais, o direktyvų įgyvendinimo atvejais aptariamas daugelio valstybių narių teisinis

reguliuojamas skirstomas į atskiras grupes). Vietomis buvo naudotasi ir istoriniu metodu (pvz.: apibūdinant pirmąją akcinę bendrovę).

*Darbo originalumas.* Pasirinkta tema Lietuvoje yra mažai teisės krypties mokslinių darbų (pvz.: GREIČIAUS, R. monografija *Privataus juridinio asmens vadovo fiduciarinės pareigos*), todėl šis darbas analizuojantis interesų konflikto kylančio tarp bendrovės akcininkų ir valdymo organo teisinius sprendimo būdus yra vienas iš nedaugelio. Darbo originalumas pasireiškia ir jo dėstymo stiliumi bei struktūra. Užsienio literatūros apie atskiras teises priemones tikrai galima rasti, nors jos ir nėra daug. Tačiau šiame darbe pastarosios teisinės priemonės yra sujungiamos į bendrą visumą, jos analizuojamos bendrovių valdymo kontekste. Magistrinių darbų per paskutinius dvejus metus šia tema nėra.

*Naudoti šaltiniai.* Rašant šį darbą buvo naudojamos nacionaliniais Lietuvos Respublikos teisės aktais (pagrindė naudotos teisės aktų normos įgyvendinančios Europos Sąjungos direktyvas), Europos Sąjungos direktyvomis, kurios reglamentuoja aukščiau minėtas teises priemones, bei įvairių tarptautinių organizacijų parengtais rekomendacinio pobūdžio teisiniais dokumentais (pvz.: Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos parengtais *Bendrovių valdymo principais*).

Darbe panaudota specialioji literatūra pagrindė buvo užsienio autorių. Iš visų literatūros sąrašė paminėtų mokslinių darbų daugiausiai įtakos turėjo CLARKE, T. darbas *International Corporate Governance A Comparative Approach*, kuriame išsamiai analizuojama, kas yra bendrovių valdymas bei kokia šio instituto paskirtis. Rašant apie bendrovių kontrolės rinką buvo remtasi GRUNDMANN, S. darbu *The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives and Policy Considerations*, kuris publikuojamas knygoje *Corporate Governance in Context: Corporations, States and Markets in Europe, Japan and the US*. Rašant darbą buvo naudojami ir įvairūs straipsniai iš teisinių bei ekonominių periodinių leidinių. Išskirti būtų galima BAUWHEDE, H. V.; WILLEKENS, M. straipsnį apie informacijos atskleidimo reikalavimus *Disclosure on Corporate Governance in the European Union* publikuotą žurnale *Corporate Governance: An International Review*. Taip pat buvo naudojamos Europos bendrovių valdymo instituto leidžiamais periodiniais leidiniais apie bendrovių valdymą.

# 1 BENDROVIŲ VALDYMAS IR SU VALDYMU SUSIJUSIOS PROBLEMOS

Jau kurį laiką bendrovių valdymas yra daugiausiai dėmesio pasauliniu mastu sulaukiantis įmonių teisės institutas. Nuolatiniai skandalai finansų srityje, dėl įstatymų nesilaikymo ar jų netobulumo žlungančios bendrovės bei nestabili ekonominė padėtis visame pasaulyje garantuoja, kad susidomėjimas šiuo institutu ir toliau augs. Pirmiausia, prieš pradėdant nagrinėti teisinius problemas kylančias šioje srityje, reikia atsakyti į klausimą, kas gi yra bendrovių valdymas?

## 1.1 Bendrovė ir jos valdymas

### 1.1.1 Bendrovė

Pirmoji ribotos atsakomybės prekybos bendrovė, *Dutch East India Company*, išleidusi į apyvartą savo akcijas buvo įkurta 1602 metais, kai Olandijos valstybė suteikė jai išskirtinę teisę steigti kolonijas Azijoje. Jau tada pirmieji investuotojai susidūrė su problemomis, kurios nebuvo tinkamai reglamentuotos: nebuvo įmanoma parduoti turimos akcijų dalies bendrovėje, bendrovės ataskaitos buvo rengiamos tik kas dešimt metų, o dividendai buvo mokami prieskoniais, t.y. pipirais, muškatu ir jo kevalo milteliais<sup>1</sup>. Kaip matyti, problemos susijusios su bendrovėmis egzistuoja tiek pat, kiek ir pačios bendrovės.

Apibūdinant bendrovę reikia paminėti, kad dar 1908 metais seras *Holdsworth*<sup>2</sup> rašė, kad teisė žino tik fizinius asmenis, ji sukurta tam, kad reguliuotų santykius tarp jų. Jis teigė, kad neapibrėžta asmenų grupė, atstovaujanti savo interesus, turėtų būti pakeista konkrečiu, teisei atpažįstamu vienetu tam, kad santykių reguliavimas tarp asmenų grupių taptų įmanomas. Bendrovė ir yra toks vienetas, ji yra fikcija<sup>3</sup>, kuri egzistuoja tik dėl to, kad teisė jai leidžia egzistuoti. Bendrovė yra sukurta remiantis teise, visi santykiai susiję su jos egzistavimu yra kruopščiai reguliuojami teisės, todėl nenuostabu, kad detalus ir tikslus bendrovės apibrėžimas taip pat randamas teisės aktuose.

---

<sup>1</sup> FRENTROP, P. M. L. *A History of Corporate Governance 1602-2002*. Brussels: Deminor, 2003, p. 75-76.

<sup>2</sup> HOLDSWORTH, W. S. *A History of English Law*. London: Sweet and Maxwell, 1908, vol. 3, p. 469.

<sup>3</sup> Plačiau apie juridinio asmens teorijas žr.: KIRŠIENĖ, J., *et al. Civilinė teisė. Bendroji dalis*. Vilnius: LTU, 2004, I t, p. 157-164.



Lietuvos Respublikos civiliniame kodekse<sup>4</sup> juridinis asmuo apibrėžiamas, kaip bendrovė, kuri gali savo vardu įgyti ir turėti teises ir pareigas, t.y. veiksnumą ir teisnumą. Be pirminių požymių (organizacinio vieningumo, civilinio teisnumo ir veiksnumo, civilinio procesinio teisnumo ir veiksnumo)<sup>5</sup> egzistuoja ir kitų svarbių bendrovės elementų.

Remiantis Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 2 straipsniu bendrovė yra ribotos civilinės atsakomybės juridinis asmuo, tai reiškia, kad akcininkai atsako tik tuo turtu, kurį investavo į bendrovę, t.y. akcijų verte<sup>6</sup>. Bendrovės skolininkai negali reikalauti akcininkų, kad šie nuosavu turtu padengtų bendrovės skolas, ir atvirkščiai, akcininkai negali naudoti bendrovės turto, kad padengtų savo asmenines skolas<sup>7</sup>. Akcininkai turi išskirtinę teisę valdyti pačią akciją, t.y. ją parduoti, įkeisti, taip pat teises, kurias suteikia tokia akcija, t.y. balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime, gauti informaciją apie bendrovę, tačiau ribota civilinė atsakomybė lemia, kad teisė valdyti pačią bendrovę ir jos turtą yra perleista valdymo organui<sup>8</sup>.

Akcijų perleidžiamumas (angl. – *transferability of shares*), kitaip tariant akcininkų teisė bet kuriuo metu, atsižvelgiant į įstatymų apribojimus, parduoti turimas akcijas, yra kitas svarbus bendrovės požymis. Akcininkai, kurie mano, kad jų akcijų vertė mažėja, gali parduoti savo turimas akcijas, taip sumažindami prisiimtą riziką<sup>9</sup>. Akcijų vertė dažniausiai mažėja dėl netinkamo bendrovės valdymo, todėl valdymo organo narių atskaitomybė akcininkams turi labai didelės reikšmės.

Paskutinis, šiam darbui svarbus bendrovės požymis yra centralizuotas valdymas. Akcininkai turi teisę spręsti tik pagrindinius bendrovės klausimus<sup>10</sup>, tačiau kasdieninis bendrovės valdymas tenka vadovams, kurie priima sprendimus atitinkančius bendrovės ir jos akcininkų interesus<sup>11</sup>. Būtent čia išryškėja problemos, kylančios dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo, todėl akcininkų ir valdymo organo narių interesai privalo būti derinami.

---

<sup>4</sup> Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2000, Nr. 74 – 2262), 2.33 str.

<sup>5</sup> BARTKUS, G., et al. *Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras Antroji knyga*. Vilnius: Justitia, 2002, p. 93.

<sup>6</sup> Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2003, Nr. 123 – 5574). Ankstesnė redakcija: Valstybės žinios, 2000, Nr. 64 - 1914.

<sup>7</sup> VAN DER ELST, C. Economic View on Corporate Law in Europe. In *Economic Analysis of Law: A European Perspective* [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2009-01-26], p. 12. Prieiga per internetą: <<http://ssrn.com/abstract=935013>>.

<sup>8</sup> MONKS, R. A. G.; MINOW, N. *Corporate Governance*, 3<sup>rd</sup> ed. Oxford: Blackwell Publishing, 2004, p. 111.

<sup>9</sup> *Ibid.*, p. 12, taip pat *cit. op.* 6, p. 11.

<sup>10</sup> *Cit. op.* 6, 20 str.

<sup>11</sup> *Cit. op.* 6, 19 str. 8 d.

Be šių esminių požymių galima išskirti ir kitų: ilgaamžiškumas – bendrovė gali egzistuoti daug ilgiau nei jos steigėjai, bendrovė turi teisę platinti savo akcijas ir taip gauti reikiamą finansavimą, bendrovė gali būti pertvarkoma, bei daugelį kitų požymių<sup>12</sup>.

Egzistuoja įvairių formų juridinių asmenų, kurie skirstomi pagal daugelį kriterijų<sup>13</sup>, tačiau šiame darbe pagrindinis dėmesys bus kreipiamas į ribotos atsakomybės akcinę bendrovę, kuri gali būti, ar yra, įtraukta į vertybinių popierių biržų sąrašus. Toks pasirinkimas paaiškinamas tuo, kad tokiose bendrovėse yra didžiausias atotrūkis tarp bendrovės akcininkų ir bendrovės valdymo organų, o tai kelia pagrindą įvairiems bendrovės valdymo konfliktams atsirasti.

Iš to, kas pasakyta aukščiau, galime padaryti išvadą, kad bendrovė yra sudėtingas teisinis darinys, egzistuojantis nepriklausomai nuo jo akcininkų ir valdomas asmenų neturinčių nuosavybės teisės į jį, tačiau privalančių valdyti bendrovę jos akcininkų naudai. Dėl tokios bendrovės struktūros tarp bendrovės savininkų ir vadovų kyla neišvengiamas interesų konfliktas, kurį teisiškai sureguliuoti stengiasi bendrovių valdymo teisė.

### 1.1.2 Bendrovių valdymas

Terminas bendrovių valdymas (angl. – *corporate governance*) pirmą kartą buvo pavartotas 1962 metais *Richard Eells* knygoje *The Government of Corporations*<sup>14</sup>. Remiantis Oxfordo anglų kalbos žodynu<sup>15</sup> šis terminas sudarytas iš dviejų žodžių: lotyniško *corpus*, reiškiančio kūną, ir lotyniško *gubernare*, reiškiančio laivo vairavimą. Taigi bendrovių valdymas etimologiškai reiškia vadovavimą tam tikrai asmenų grupei, išreikštai vienu dariniu.

Daugiausiai teisės literatūroje naudojamas bendrovių valdymo apibrėžimas buvo suformuluotas *Cadbury* ataskaitoje<sup>16</sup> – tai bendrovių valdymo ir kontroliavimo sistema. Tai siauras bendrovių valdymo apibrėžimas. Platus apibrėžimas pateikiamas Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos parengtuose bendrovių valdymo principuose<sup>17</sup>:

<sup>12</sup> Plačiau žr.: Akcinių bendrovių įstatymą, *cit. op.* 6; taip pat Civilinį kodeksą, *cit. op.* 4.

<sup>13</sup> *Cit. op.* 5, p. 96-108.

<sup>14</sup> EELLS, R. *The Government of Corporations*. New York: Free Press of Glencoe, 1962, I skyrius.

<sup>15</sup> Oxford Dictionaries, *Oxford English Dictionary* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009-01-25]. Prieiga per internetą: <<http://www.askoxford.com>>.

<sup>16</sup> Financial reporting council. London stock exchange. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* [interaktyvus]. 1992, [žiūrėta 2009-01-25], 2.5 pastraipa. Prieiga per internetą: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>.

<sup>17</sup> Organization for Economic Co-operation and Development. *Principles of Corporate Governance* [interaktyvus]. 2004, [žiūrėta 2009-01-25], psl. 11. Prieiga per internetą: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>.

bendrovių valdymas yra santykių tarp bendrovės vadovų, priežiūros organų, akcininkų ir kitų suinteresuotų asmenų, taip pat bendrovės tikslų nustatymo, jų pasiekimo ir priežiūros, kaip pastarieji yra įgyvendinami, sistema. Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas<sup>18</sup> įtvirtina siaurą požiūrį į bendrovių valdymą, todėl šiame darbe bendrovių valdymas taip pat bus suprantamas kaip sistema, per kurią bendrovė yra valdoma ir kontroliuojama.

## 1.2 Problemos kylančios dėl bendrovių valdymo

Dar 1776 metais *Adam Smith* savo darbe apie tautų turta<sup>19</sup> rašė, kad iš bendrovių vadovų, valdančių ne savo, o kitų žmonių pinigus, negalima tikėtis tokio pat atidumo valdant tuos pinigus, kaip kad tai daro partneriai pagal partnerystės sutartį. Jis teigė, kad vadovybės nerūpestingumas tvarkant bendrovės reikalus, daugiau ar mažiau, visada egzistuos tokiose ribotos atsakomybės bendrovėse. Taigi jau prieš tris amžius egzistavo požiūris, kad nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimas lemia daugelį su bendrovių valdymu susijusių problemų atsirandančių akcinėse bendrovėse.

### 1.2.1 Nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimas

Pirmą kartą detali nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo analizė buvo atlikta 1932 metais Kolumbijos Universiteto teisės profesoriaus *A. Berle* ir Harvardo ekonomisto *G. Means*<sup>20</sup>. Atlikę beveik 200 Jungtinių Amerikos Valstijų bendrovių analizę, jie padarė išvadą, kad akcininkai nebesugeba kontroliuoti bendrovių veiklos, t.y. visa galia sutelkta bendrovės valdymo organuose. Jie apibrėžė, kad bendrovės kontrolė reiškia galią išrinkti bendrovės valdymo organo narius (ar daugumą jų) balsuojant tiesiogiai, per atitinkamas teisinės priemonės ar panaudojant spaudimą, kad būtų išrinkti atitinkami bendrovės valdymo organo nariai<sup>21</sup>. *Berle* ir *Means* išskyrė tokius galimus kontrolės modelius:

---

<sup>18</sup> Vilniaus vertybinių popierių birža. *Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas su komentarais* [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2009-01-25], preambulė. Prieiga per internetą: <<http://www.baltic.omxnordicexchange.com/files/baltic/BVKK.pdf>>.

<sup>19</sup> SMITH, A. *An Inquiry into the Nature and Cause of the Wealth of Nations* [interaktyvus]. 1776, [žiūrėta 2009-01-25], 5 knyga, 1 skyrius, 3 dalis. Prieiga per internetą: <<http://www.adamsmith.org/smith/won-index.htm>>.

<sup>20</sup> BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, 1968.

<sup>21</sup> *Ibid.*, p. 212.

- 1) Visiška kontrolė<sup>22</sup>. Tokioje bendrovėje konfliktų praktiškai nekyla, nes nuosavybės teisė ir valdymas yra vienose rankose.
- 2) Daugumos kontrolė<sup>23</sup>. Tai pirmasis žingsnis link nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo. Teisiškai akcininkų dauguma per kontrolinį akcijų paketą gali kontroliuoti visus bendrovės veiksmus. Tačiau reikia atsižvelgti, kad tam tikriems sprendimams reikalinga kvalifikuota balsų dauguma<sup>24</sup>.
- 3) Kontrolė panaudojant teisinės priemones<sup>25</sup>. Vienas iš tokios kontrolės būdų yra panaudoti piramidžių struktūrą: bendrovė, kurioje yra visiška kontrolė, steigia kitą bendrovę, kurioje pirmoji turi tik daugumos kontrolę, ši steigia dar vieną bendrovę, kol galiausiai asmenys turintys visišką kontrolę pirmoje bendrovėje gali kontroliuoti per kontrolinį akcijų paketą tris ar net daugiau bendrovių (žiūrėti 1 lentelę). Taigi investuota suma lieka ta pati, o vietoje vienos yra kontroliuojama daugiau bendrovių. Praktiškai veikiančių piramidžių struktūros pavyzdį Prancūzijoje galima rasti Ataskaitoje apie proporcingumo principo taikymą Europos Sąjungoje<sup>26</sup>. Kitas būdas yra išleisti balsavimo teisės nesuteikiančių akcijų<sup>27</sup>, taip galima reguliuoti, kurie asmenys turės balsavimo teisę, o tuo pačiu ir kas kontroliuos bendrovę.
- 4) Mažumos kontrolė<sup>28</sup>. Tai akcininko ar akcininkų grupės, kurie turi pakankamai nedidelį (pagal *Berle* ir *Means* tarp 20 ir 50 procentų) akcijų paketą, dominavimas bendrovėje. Jei akcijos yra pakankamai išskaidytos ir nėra kito akcininko ar jų grupės, kurie turėtų žymų akcijų paketą, akcininkai, kurie turi mažumos kontrolę gali lemti įmonės valdymą. Kuo didesnė bendrovė, tuo mažesnio akcijų paketo reikia, tačiau labai daug kas priklauso nuo konkrečios situacijos kiekvienoje bendrovėje.
- 5) Valdymo organo kontrolė<sup>29</sup>. Tai kontrolės forma, kai akcijos rinkoje yra taip plačiai išplatintos, kad nėra nė vieno asmens ar asmenų grupės, kurie galėtų turėti bent mažumos kontrolę bendrovėje. Tokiame modelyje akcininkai kurdami bendrovę turi lėšų įsteigti bendrovę, bet neturi žinių, kaip ją valdyti, todėl perleidžia bendrovės valdymą

---

<sup>22</sup> *Ibid.*, p. 67.

<sup>23</sup> *Ibid.*, p. 67-68.

<sup>24</sup> *Cit. op.* 6, 28 str.

<sup>25</sup> *Cit. op.* 20, p. 69-75.

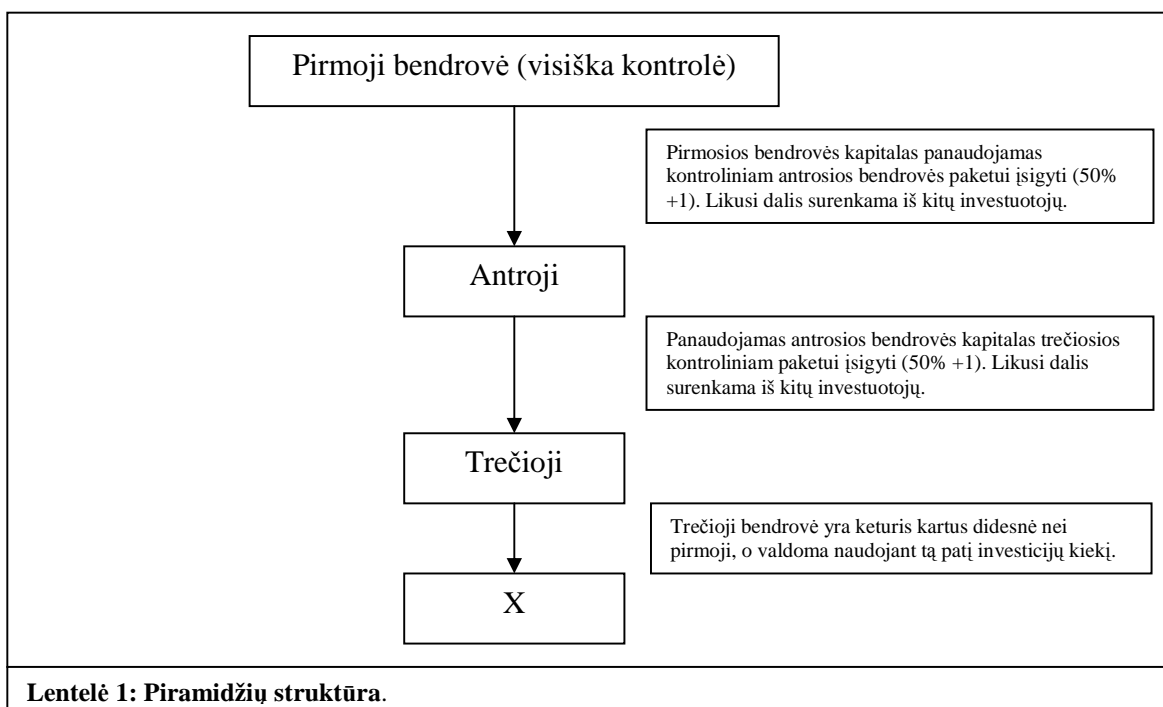
<sup>26</sup> European Commission. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2009-01-30], p. 45. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders//study//final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders//study//final_report_en.pdf)>.

<sup>27</sup> *Cit. op.* 6, 42 str.

<sup>28</sup> *Cit. op.* 20, p. 75-78.

<sup>29</sup> *Ibid.* p. 78-84.

profesionalams. Pagal *Berle* ir *Means* atliktą tyrimą 44% didžiausių bendrovių JAV buvo kontroliuojamos valdymo organo.



Po šios *Berle* ir *Means* atliktos analizės buvo atlikti tyrimai už JAV ribų. *Rafael La Porta*<sup>30</sup> atliktas tyrimas parodė kiek kitokius rezultatus Europos valstybėse. Nuosavybės koncentracija vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse pasirodė daug didesnė nei JAV, tačiau jie padarė išvadą, kad viena iš tokios koncentracijos priežasčių yra netinkama teisinė bazė. Norint, kad akcijos rinkoje būtų plačiai išplatintos tarp jos dalyvių, reikia, kad smulkiųjų akcininkų teisės būtų atitinkamai saugomos, tiek valdymo organų atžvilgiu, tiek kontroliuojančių akcininkų (jei tokių yra) atžvilgiu. Šiame darbe bus aptarti tikrai santykiečiai tarp akcininkų ir valdymo organo.

Egzistuoja kelios priežastys, kodėl didelėse bendrovėse yra labai daug akcininkų, o tai leidžia dominuoti valdymo organui. Pirmiausia, akcininkai gali neturėti tiek lėšų, kad galėtų investuoti visą sumą, kurios reikia bendrovės veiklai vykdyti. Antra, akcininkai skaido savo riziką ir investuoja tik nedidelius kiekius į daugelį bendrovių. Trečia, didelių akcijų paketų įsigijimas gali būti susijęs su likvidumo problemomis, t.y. tokius didelius akcijų kiekius gali būti sunku parduoti. Ir ketvirta, teisinis reguliavimas gali lemti, kad dėl mokesčių yra brangu įsigyti didelius akcijų paketus. Tokiose bendrovėse efektyviau yra turėti tam tikrą valdymo

<sup>30</sup> LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 1999, Vol. LIV, No. 2, p. 511-513.

organą, kuris priimtų sprendimus, nes didelis akcininkų skaičius apsunkina pastarųjų sprendimų priėmimo greitumą ir efektyvumą<sup>31</sup>.

Šiame darbe visas dėmesys bus nukreiptas į penktąjį *Berle* ir *Means* kontrolės modelį ir teisinės priemonės, kurios mažina neigiamas pasekmes dėl nuosavybės teisės (kai dominuoja tiksliai smulkieji akcininkai) ir valdymo atskyrimo bei dėl to kylančių konfliktų reguliavimą. Tačiau prieš darant tai būtina aptarti atstovavimo teoriją, kuri yra naudojama interesų konfliktams tarp valdymo organų ir savininkų paaiškinti.

### 1.2.2 Atstovavimo teorija

Atstovavimo teorija (angl. – *agency theory*) gali būti suprantama dvejopai: teisės ir ekonomikos požiūriu. Teisiniu požiūriu atstovavimas atsiranda tada, kai vienas asmuo (atstovas) sudaro sandorį kito asmens (atstovaujamojo) vardu<sup>32</sup>. Viena iš problemų yra atstovų teisių ribos. Atstovas (angl. – *agent*) gali atstovauti atstovaujamojį (angl. – *principal*) tik neviršydamas jam suteiktų teisių<sup>33</sup>. Taip pat svarbu, kad atstovas vengtų interesų konflikto<sup>34</sup> ir pateiktų ataskaitą apie savo veiklą<sup>35</sup>, pagal kurią atstovaujamojį galėtų tinkamai kontroliuoti atstovą. Labai svarbu, kad atstovas vykdytų visus įpareigojimus numatytus jam įstatymuose ir neviršytų atstovaujamojo suteiktų jam teisių ribų. Bendrovės ir valdymo organo santykiuose tai reiškia, kad valdymo organo nariai turi laikytis įstatymų reglamentuojančių jų veiklą ir vadovautis akcininkų susirinkimo priimtais sprendimais.

Ekonomikos teorija atstovavimo santykius apibrėžia kaip sutartį, pagal kurią vienas ar keli asmenys (atstovaujantieji) pasamdo kitą asmenį (atstovą) ir suteikia jam teisę pačiam priimti sprendimus, kad šis atliktų tam tikrus veiksmus atstovaujamojį naudai<sup>36</sup>. Pagrindinė problema ekonominiu atžvilgiu yra ne teisių ribos, o atstovavimo kaštai (angl. – *agency cost*), t.y. galimybė, kad atstovas gins savo, o ne atstovaujamojo ekonominius interesus<sup>37</sup>. Ir tiksliai kai atstovavimo kaštai (t.y. atstovo priežiūros sąnaudos, atstovo skatinimo išlaidos ir galimi

---

<sup>31</sup> *Cit. op.* 7, p. 6.

<sup>32</sup> *Cit. op.* 4, 2.133 str.

<sup>33</sup> *Ibid.* 2.133 str.

<sup>34</sup> *Ibid.* 2.135 str.

<sup>35</sup> *Ibid.* 2.150 str.

<sup>36</sup> ORTS, E. W. *Shirking and Sharking: Agency Law, Agency Costs, and Dual Theory of the Firm* [interaktyvus]. 1996, [žiūrėta 2009-01-26], p. 15. Prieiga per internetą: <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/558.pdf>>.

<sup>37</sup> *Ibid.* p. 17.

nuostoliai nepaisant priežiūros ir skatinimo) yra mažesni nei ekonominė nauda gaunama iš atstovavimo santykių, atstovaujamas sudarys atstovavimo sutartį<sup>38</sup>.

Nuo atstovavimo kaštų priklauso, ar akcininkas aktyviai dalyvaus bendrovės valdyme, ar ne. Akcininkas turintis mažą akcijų dalį bendrovėje arba lauks kol bendrovė taps geriau valdoma, arba parduos savo turimas akcijas, bet nesiims aktyvių veiksmų sustabdyti netinkamus valdymo organų veiksmus, jei tai darydamas jis patirs didesnius atstovavimo kaštus, nei gaus naudos. Netgi pakankamai didelė vieno milijono eurų suma investuota į bendrovę, kurios bendra išleistų akcijų vertė yra dešimt milijardų eurų, nėra pakankamai gera iniciatyva akcininkui, nes jis tegali gauti viena tūkstantąją naudos, kurią gaus bendrovė dėl akcininko atliktų veiksmų<sup>39</sup>.

Nagrinėjant problemas, kylančias dėl akcininkų ir valdymo organo narių interesų konfliktų, reikia turėti omenyje, kad bendrovės valdymo organas veikia pagal atstovavimo santykius<sup>40</sup>, todėl svarbu atsižvelgti tiek į teisinę, tiek ir į ekonominę atstovavimo pusę.

### 1.2.3 Interesų konfliktai

Remiantis atstovavimo teorija, akcininkai, nors bendrovės nevaldo tiesiogiai, prisiima visą riziką susijusią su pelno gavimu ar nuostoliais, todėl jie yra suinteresuoti, kad bendrovė veiktų kuo pelningiau, o resursai būtų paskirstomi kuo efektyviau. Kadangi tiek akcininkai, tiek bendrovės valdymo organo nariai yra suinteresuoti savo gerove, interesų konfliktas tarp jų yra neišvengiamas<sup>41</sup>.

Interesų konfliktas tarp akcininkų ir valdymo organo narių kyla dėl kelių priežasčių. Pirma, valdymo organo nariai neturi tokios didelės iniciatyvos valdyti efektyviai, kaip kad akcininkai tikisi iš jų. Antra, valdymo organo nariai dažnai turi skirtingą ir daug trumpesnį laiko tarpą savo tikslams pasiekti, todėl linkę naudoti priemones, kurios yra efektyvios tik trumpuoju periodu, o ilguoju periodu gali būti žalingos bendrovei, taigi ir akcininkams. Trečia, organų narių gerovė priklauso nuo bendrovės gyvavimo (kol bendrovė gyvuoja, tol jie gauna atlygį), todėl jie linkę mažiau rizikuoti. Galiausiai, valdymo organo nariai gali

---

<sup>38</sup> *Ibid.* p. 21.

<sup>39</sup> ROE, M. J. *Strong Managers, Weak Owners*. Princeton: Princeton University Press, 1994, p. 10-11.

<sup>40</sup> *Cit. op.* 6, 37 str. 8d., taip pat žr.: Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2001 m. spalio 16 d. nutartis civilinėje byloje *V. P. v. Radviliškio rajono savivaldybė*, Nr. 3K-7-760/2001, kat. 2.11.

<sup>41</sup> CLARKE, T. *International Corporate Governance A Comparative Approach*. London: Routledge, 2007, p. 24.

išnaudoti bendrovės turtą savo interesams tenkinti, kadangi jie nėra pilnai atsakingi už savo veiksmus<sup>42</sup>.

Geras pavyzdys, ką gali padaryti nevaldomas bendrovės vadovas, yra *Tyco* byla<sup>43</sup>. Šiuo sprendimu Niujorko apeliacinis teismas atmetė skundą iš naujo nagrinėti bylą, kurią jau buvo išsprendęs Niujorko Aukščiausiasis teismas. *Dennis Kozlowski, Tyco International Inc.* vadovaujantis direktorius, buvo nuteistas nuo 8 iki 25 metų kalėjimo, priverstas gražinti bendrovei 134 milijonus JAV dolerių ir dar nubaustas 70 milijonų JAV dolerių bauda už tai, kad iššvaistė bendrovės pinigus.

Vadovaujantis direktorius buvo nuteistas už mokesčių slėpimą, didelės apimties turto grobstymą bei bendrovės dokumentų klastojimą. *Kozlowski* už bendrovės pinigų ne tik pirkė sau rūbus ir įvairias kitas prabangias prekes (paveikslus už 20 milijonų JAV dolerių), bet ir nekilnojamąjį turtą, pvz.: apartamentus Niujorke už 30 mln. JAV dolerių, kurie, pasak jo, buvo tik kaip papildoma gyvenamoji vieta. Tačiau daugiausiai nuostolių bendrovei padarė beprocentės arba mažaprocentės paskolos, kurias, padedamas finansų direktoriaus, *Kozlowski* išsimokėdavo sau, ir permokos už nekilnojamąjį turtą, kurį pirkė bendrovė savo veiklai vykdyti<sup>44</sup>.

Iš šio pavyzdžio matyti, jog akcininkai nesugeba sukontroliuoti valdymo organo narių veiksmų, o pastarieji ima piktnaudžiauti savo padėtimi. Teisė gali pasiūlyti veiksmingų būdų, kurie užkirstų kelią tokiam valdymo organo narių elgesiui.

---

<sup>42</sup> *Cit. op.* 30, p. 16.

<sup>43</sup> Niujorko apeliacinio teismo 2008 m. spalio 18d. sprendimas byloje Nr. 137, *People v L. Dennis Kozlowski*, 2008 NY Int. 132.

<sup>44</sup> *Cit. op.* 41, p. 354-361.



## 2 PRIEMONĖS MAŽINANČIOS INTERESŲ KONFLIKTĄ IR JŲ TEISINIS REGLAMENTAVIMAS

Tinkamas teisinis reguliavimas gali sumažinti panašių į aukščiau minėtą atvejų atsiradimo galimybę. Todėl reikia plačiau aptarti teisines priemones, kurios padeda sumažinti ar netgi išvengti interesų konflikto tarp bendrovės akcininkų ir valdymo organo narių. Šiame darbe aptariamos tokios priemonės ir jų teisinis reglamentavimas:

1. bendrovių kontrolės rinka ir bendrovių perėmimas,
2. informacijos atskleidimas,
3. finansinės priemonės, skirtos valdymo organo nariams skatinti,
4. valdymo organo struktūra,
5. bendrovės akcininkų teisių stiprinimas.

### 2.1 Bendrovių kontrolės rinka ir bendrovių perėmimas

#### 2.1.1 Apibrėžimai

Bendrovių kontrolės rinka (angl. – *market for corporate control*) yra viena iš priemonių mažinančių interesų konfliktus tarp bendrovės savininkų ir bendrovės valdymo organo. Tai rinka, kurioje varžosi atskirų bendrovių valdymo organai dėl ribotų bendrovių resursų valdymo<sup>45</sup>.

Bendrovių perėmimus (angl. – *takeover*) lemia šios priežastys: sinergijos efektas (bendrovių junginys dirba efektyviau nei bendrovės atskirai), noras įgyti didesnę rinkos dalį, perėmus kitą bendrovę galima gauti priėjimą prie jos technologijų ir produktų, taip pat kitos teisinės, technologinės ir ekonominės priežastys<sup>46</sup>. Tačiau viena iš svarbiausių priežasčių yra susijusi su bendrovių valdymu ir atstovavimo kaštais, kylančiais dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo. Kai bendrovės valdymo organo nariai nedaro visko, kad padidintų bendrovės vertę, bendrovės akcijų kaina rinkoje mažėja. Tai leidžia asmenims, kurie mano, kad jie sugebės bendrovę valdyti geriau, perimti bendrovę. Pasekmė yra ta, kad seni valdymo

---

<sup>45</sup> JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 1983, vol. 11, p. 2.

<sup>46</sup> FILATOTCHEV, I., *et al.* Key Drivers of 'Good' Corporate Governance and the Appropriateness of UK Policy Responses Final Report [interaktyvus]. 2007, [žiūrėta 2009-01-27], p. 57. Prieiga per internetą: <[www.dti.gov.uk/bbf/corp-gov-research/page15049.html](http://www.dti.gov.uk/bbf/corp-gov-research/page15049.html)>.

organo nariai yra atleidžiami, o naujų bendrovės akcininkų paskirti asmenys bendrovę valdo efektyviau<sup>47</sup>.

Teisinis reguliavimas šioje srityje turi būti ypač efektyvus dėl kelių priežasčių. Pirma, kaip jau buvo minėta anksčiau, bendrovėje, kurioje yra labai daug akcininkų ir niekas neturi bent kiek didesnės įtakos, atstovavimo kaštai tenkantys vienam akcininkui yra dideli. Tai lemia, kad patiems akcininkams prižiūrėti ir kontroliuoti valdymo organo narius yra per brangu<sup>48</sup>. Todėl teisinis režimas turi būti palankus bendrovių perėmimams, kad kiti asmenys būtų suinteresuoti perimti bendroves, kurios yra neefektyviai valdomos. Antra, neefektyviai valdomos bendrovės valdymo organo nariai gali naudoti įvairias gynybos priemones (auksinius parašiuotus<sup>49</sup>, nuodingas tabletes<sup>50</sup> ir kt.)<sup>51</sup>, kad sužlugdytų bendrovės perėmimą (angl. – *frustrate the bid*). Todėl teisinis reguliavimas turi riboti šiuos valdymo organo narių veiksmus, turi užtikrinti, kad tokie veiksmai nebūtų atliekami be akcininkų sutikimo.

### 2.1.2 Teisinis reguliavimas

Pagrindinis teisės aktas reguliuojantis bendrovių perėmimą Europos Sąjungoje yra direktyva dėl įmonių (šiam darbe bus vartojamas terminas „bendrovė“, kadangi jis vartojamas Lietuvos Respublikos teisės aktuose įgyvendinančiuose šią direktyvą<sup>52</sup>) perėmimo pasiūlymų<sup>53</sup> (angl. – *takeover bid directive*).

Bendrovės perėmimo pasiūlymas yra apibrėžtas direktyvos antrajame straipsnyje<sup>54</sup>, tačiau papildomai reikia išskirti draugiškus bendrovės perėmimo pasiūlymus (angl. – *friendly takeover bid*) ir priešiškus (angl. – *hostile takeover bid*). Pirmieji yra tokie pasiūlymai, kuriems pritaria bendrovės valdymo organas, o antrieji – kuriems bendrovės valdymo

<sup>47</sup> *Cit. op.* 30, p. 17.

<sup>48</sup> FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. In *Journal of Law and Economics*, Vol XXVI, 1983, p. 5.

<sup>49</sup> (angl. – *golden parachute*), tai sutartyje tarp bendrovės ir valdymo organo nario numatyta didelė kompensacija, jei pastarasis bus atleistas iš pareigų.

<sup>50</sup> (angl. – *poison pill*), tai įvairios strategijos, kurios padaro bendrovę nepatrauklią perėmimui: didelių paskolų paėmimas, vertingo bendrovės turto pardavimas, darbuotojų atleidimas ir kt.

<sup>51</sup> *Cit. op.* 46. p. 58.

<sup>52</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės Žinios, 2007, Nr. 17-626).

<sup>53</sup> 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (OL, 2004 L 142/12, p. 20).

<sup>54</sup> *Ibid.* 2 str. 1d. a) „perėmimo pasiūlymas“ arba „pasiūlymas“ – tai viešas (išskyrus pačios pasiūlymą gavusios bendrovės pasiūlymą) privalomas arba savanoriškas bendrovės vertybinių popierių savininkams pateiktas pasiūlymas perleisti visus vertybinius popierius ar tam tikrą jų dalį, po to, kai yra įsigyta pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolė, arba siekiant įsigyti pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolę pagal nacionalinius teisės aktus.

organas nepritaria<sup>55</sup>. Šiame darbe analizuojamoms problemoms svarbus yra tik priešiškas perėmimo pasiūlymas.

Direktyva vadovaujasi lygybės principu<sup>56</sup>, t.y. su visais pasiūlymą gaunančios bendrovės akcininkais, turinčiais tos pačios klasės akcijas, turi būti elgiamasi vienodai. Direktyva taip pat numato, kad visus bendrovių perėmimo pasiūlymus turi prižiūrėti kompetentinga institucija<sup>57</sup>. Lietuvoje tokia institucija yra Lietuvos Respublikos vertybinių popierių priežiūros komisija<sup>58</sup>. Tokios esminės direktyvos nuostatos užtikrina, kad direktyva neįgis diskriminacinio pobūdžio ir, kas svarbiausia, bus užtikrintas jos nuostatų laikymasis.

Toliau bus analizuojamos nagrinėjamai temai įtakos turinčios nuostatos bei tokių nuostatų efektyvumas.

### 2.1.3 Privalomas bendrovės perėmimo pasiūlymas

Privalomas bendrovės perėmimo pasiūlymas numatytas penktajame direktyvos straipsnyje<sup>59</sup> tam, kad būtų apsaugoti smulkiųjų akcininkų interesai. Lietuvoje numatyta, kad riba, kai turi būti pateikiamas privalomas perėmimo pasiūlymas, yra 40 %<sup>60</sup> balsų perimamos bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime. Tai reiškia, kad fizinis ar juridinis asmuo (tiesiogiai ar per susijusius asmenis) įgijęs 40 % bendrovės akcijų, suteikiančių teisę balsuoti, privalo pasiūlyti išpirkti visas likusias bendrovės akcijas. Taip yra apsaugomi smulkieji akcininkai, kurie neturi pakankamai įtakos bendrovėje, kad galėtų spręsti svarbiausius bendrovės klausimus. Nors privalomas pasiūlymas išpirkti akcijas leidžia šiems akcininkams pasitraukti iš bendrovės, kurios valdymo jie negali įtakoti, tai sukuria ir tam tikrą kalinio dilemą<sup>61</sup>: akcininkai mano kad, perimamoji bendrovė yra nepakankamai įvertinta rinkoje, t.y. jos akcijų kaina yra nedidelė. Jie tikisi, kad nauji bendrovės vadovai valdys efektyviau ir bendrovės vertė rinkoje pakils, todėl logiška, kad jie nenori perleisti savo akcijų, o palaukti kol jų kaina pakils. Tačiau galimas ir atvirkštinis variantas. Nauji bendrovės vadovai gali valdyti siekdami patenkinti tik savo interesus, tada akcininkai liks be pridėtinės vertės, o jų akcijos taps nelikvidžios, t.y. niekas nenorės jų įsigyti.

---

<sup>55</sup> CHARKHAM, J. P. *Keeping Better Company Corporate Governance Ten Years On*, 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 276.

<sup>56</sup> *Cit. op.* 53, 3 str. 1d. a).

<sup>57</sup> *Ibid.* 4 str.

<sup>58</sup> *Cit. op.* 52, 2 str. 30 d.

<sup>59</sup> *Cit. op.* 53, 5 str. 1 d.

<sup>60</sup> *Cit. op.* 52, 2 str. 32 d.

<sup>61</sup> *Cit. op.* 8, p. 129.

Vienas iš šios problemos sprendimo būdų yra nustatyti teisingą kainą už visas perimti siūlomas bendrovės akcijas. Direktyva nustato, kad teisinga kaina yra bendrovės akcijų aukščiausia kaina, kurią moka siūlytojas, laikotarpiu nuo 6 iki 12 mėnesių nuo dienos, kai turėjo būti pateiktas privalomas pasiūlymas<sup>62</sup>. Lietuvoje yra numatyta geresnė akcininkų apsauga, t.y. teisinga kaina yra<sup>63</sup>:

1. aukščiausia akcijų kaina, kurią mokėjo privalomo siūlymo teikėjas per 12 mėnesių nuo dienos, kai turėjo būti pateiktas privalomas pasiūlymas, arba
2. vidutinė svertinė akcijų kaina rinkoje per 6 mėnesius nuo dienos, kai turėjo būti pateiktas privalomas pasiūlymas,

priklausomai nuo to, kuri kaina yra aukštesnė. Lietuvos įstatymas atsižvelgia į tai, kad akcijų rinkos kaina gali būti aukštesnė, nei privalomo siūlymo teikėjo pasiūlyta kaina, todėl numato, kad reikia atsižvelgti ir į akcijų rinkos vertę, taip garantuodamas geresnę smulkiųjų akcininkų apsaugą. Įstatymas taip pat numato išimtis, kada privalomo pasiūlymo taisyklė yra netaikoma (pvz.: kai bendrovė yra restruktūrizuojama)<sup>64</sup>.

Lietuvoje nustatytą privalomo pasiūlymo taisyklę sunku lyginti su kitomis Europos šalimis, nes riba kada turi būti pateikiamas privalomas pasiūlymas labai skiriasi (nuo 25 % procentų Slovėnijoje iki 66 % procentų Lenkijoje), taip pat kai kurios šalys nenumatė konkrečios procentinės ribos, o nustatė tam tikras sąlygas (pvz.: Estija)<sup>65</sup>. Tačiau pažangiausios vakarų Europos valstybės nustatė ribą tarp 30 ir 40 %, todėl galime teigti, kad Lietuva nustatydamą privalomo pasiūlymo ribą pasirinko teisingą kryptį.

#### 2.1.4 Bendrovės valdymo organo neutraliteto taisyklė

Ši taisyklė yra vienas iš kertinių direktyvos principų, kuris užtikrina, kad bendrovės valdymo organas savavališkai nenaudos įvairių gynybos priemonių, galimų po pasiūlymo pateikimo (angl. – *post-bid defences*), kad sužlugdytų bendrovės perėmimą. Tokiomis priemonėmis yra akcijų atpirkimas (taip sumažinamas akcijų skaičius, kurį gali įsigyti pasiūlymo teikėjas) ar

---

<sup>62</sup> *Cit. op.* 53, 5 str. 4 d.

<sup>63</sup> *Cit. op.* 52, 34 str. 1 d.

<sup>64</sup> *Ibid.* 32 str.

<sup>65</sup> Commission of the European Communities. *Commission Staff Working Document: Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids* [interaktyvus]. 2007, [žiūrėta 2009-01-28], p. 13-14. Priega per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm)>.

bendrovės kapitalo padidinimas (taip siekiama padidinti bendrovės perėmimo išlaidas)<sup>66</sup>. Direktyvos 9 straipsnis numato, kad bendrovės valdymo organas (įskaitant priežiūros organą) prieš imdamasis bet kurių veiksmų, kurie gali sužlugdyti pasiūlymą, išskyrus alternatyvių pasiūlymų ieškojimą, turi gauti išankstinį visuotinio akcininkų susirinkimo sutikimą. Pagal direktyvą ir ją įgyvendinantį Vertybinių popierių įstatymą<sup>67</sup> bendrovės valdymo organo neutraliteto taisyklė galioja tik nuo pranešimo apie ketinimą teikti pasiūlymą arba nuo dienos, kai turi būti pateiktas privalomas pasiūlymas, iki tokių pasiūlymų galiojimo pabaigos. Taip užtikrinama akcininkų, kaip savininkų, teisė spręsti, dėl bendrovės likimo.

Tačiau tai nereiškia, kad valdymo organas neturi jokios atsakomybės bendrovės perėmimo atveju. Valdymo organas yra atsakingas už kasdienį bendrovės valdymą, veiklos strategijos formavimą, taip pat sprendžia kitus bendrovės vykdomai veiklai svarbius klausimus<sup>68</sup>, todėl gali geriausiai patarti akcininkams apie bendrovės perėmimo pasiūlymą. Valdymo organas turėtų pateikti savo nuomonę apie galimas bendrovės perėmimo pasekmes tiek pačiai bendrovei, tiek jos vykdomai veiklai, taip pat turėtų pasisakyti, ar pasiūlymas perimti bendrovę yra naudingas akcininkams. Tuo atveju, jeigu valdymo organas mano, kad tam tikras pasiūlymas perimti bendrovę nėra naudingas, jis turėtų ieškoti pasiūlymo geriau atitinkančio akcininkų interesus. Tačiau bet kuriuo atveju galutinį žodį turi tarti akcininkų susirinkimas<sup>69</sup>. Būtent tokios Įmonių teisės ekspertų grupės pasiūlytos taisyklės yra numatytos tiek direktyvoje<sup>70</sup>, tiek ir Vertybinių popierių įstatyme<sup>71</sup>.

Bendrovės valdymo organo neutraliteto taisyklė apriboja valdymo organo veiksmus perėmimo laikotarpiu, o tai yra gerai dėl kelių priežasčių. Pirmiausia, perėmimo laikotarpiu labai paaštrėja interesų konfliktas tarp akcininkų ir valdymo organo, kadangi valdymo organas yra suinteresuotas išlaikyti savo valdžią bet kokiomis priemonėmis, o akcininkai nori, kad bendrovė būtų kuo efektyviau valdoma. Antra, perėmimo periodu rinka labai jautriai reaguoja į bet kokius bendrovės veiksmus, todėl neadekvatūs valdymo organo veiksmai gali pakenkti tiek bendrovei, tiek ir akcininkams. Kadangi akcininkai prisiima visą riziką susijusią su bendrovės gyvavimu, logiška, kad jie turi spręsti ir tokius esminius klausimus kaip bendrovės perėmimas. Apibendrinant, ši taisyklė sumažina trintį tarp akcininkų ir

---

<sup>66</sup> *Ibid.* p. 4.

<sup>67</sup> *Cit. op.* 52, 35 str. 4,5,6 d.

<sup>68</sup> *Cit. op.* 6, 34 str. ir 37 str.

<sup>69</sup> The High Level Group of Company Law Experts. *Report on Issues Related to Takeover Bids* [interaktyvus]. 2002, [žiūrėta 2009-01-29], p. 20. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm)>.

<sup>70</sup> *Cit. op.* 53, 9 str. 5 d.

<sup>71</sup> *Cit. op.* 52, 35 str. 2 d.

valdymo organo konkrečiai nustatydamas, kad akcininkai privalo spręsti, dėl gynybos būdų nuo perėmimo taikymo.

#### 2.1.5 Prasiveržimo taisyklė

Prasiveržimo taisyklė (angl. – *breakthrough rule*) yra kitas esminis principas, kuriuo paremta direktyva dėl bendrovių perėmimo pasiūlymų. Ji skiriasi nuo aukščiau minėtos taisyklės tuo, kad užtikrina, jog bendrovėje perėmimo laikotarpiu nebus naudojamos gynybos priemonės, galimos prieš pasiūlymo pateikimą (angl. – *pre-bid defenses*). Tokios priemonės kaip akcijų perleidimo draudimai ar balsavimo akcininkų susirinkime ribojimai gali stipriai apsunkinti bendrovės perėmimą ar padaryti jį iš viso neįmanomą<sup>72</sup>.

Direktyva numato<sup>73</sup>, kad pasiūlymo priėmimo laikotarpiu bet kokie akcijų perleidimo apribojimai *vis-à-vis* siūlytoją, numatyti tiek pasiūlymą gaunančios bendrovės įstatuose, tiek susitarimuose tarp bendrovės ir akcininkų arba tarp pačių akcininkų, negalioja. Toks pats apribojimų negaliojimas yra numatytas ir balsavimo teisėms visuotiniame akcininkų susirinkime, kuris sprendžia dėl gynybos priemonių taikytinų prieš bendrovės perėmimo pasiūlymo teikėją. Tai reiškia, kad visi susitarimai dėl balsavimo teisių panaudojimo, taip pat balsavimo teisės panaudojimo viršutinė riba (angl. – *voting cap*) yra negalimi<sup>74</sup>. Direktyvoje taip pat nustatyta, kad tokiais atvejais daugiabalsės akcijos suteikia tik vieną balsą (angl. – *one share – one vote*), bei papildomai numatyta, kad, be aukščiau minėtų apribojimų, ypatingos akcininkų teisės, dėl valdymo organo narių paskyrimo ar atleidimo, nėra taikomos, kai pasiūlymo teikėjas sušaukia pirmąjį visuotinį susirinkimą po pasiūlymo uždarymo. Taip yra apribojama esamų valdymo organų įtaka keičiant juos naujais valdymo organo nariais.

Tokia akcininkų teisių apribojimo priemonė yra drastiška ir neigiamai veikia akcininkų teises, tačiau direktyva numato, kad už visas apribotas teises akcininkams turi būti teisingai atlyginta. Tokias pačias nuostatas numato ir 36 Vertybinių popierių įstatymo straipsnis.

Tokia šios nuostatos logika paremta atsižvelgus į Įmonių teisės ekspertų grupės pasiūlytą proporcingumo tarp rizikos ir kontrolės principą<sup>75</sup>. Šis principas remiasi prielaida, kad investuotojai linkę investuoti ten, kur jų prisiimama ekonominė rizika yra proporcinga

---

<sup>72</sup> *Cit. op.* 65, p. 5.

<sup>73</sup> *Cit. op.* 53, 11 str.

<sup>74</sup> GRUNDMANN, S. The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives and Policy Considerations. In *Corporate Governance in Context: Corporations, States and Markets in Europe, Japan and the US*. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 435.

<sup>75</sup> *Cit. op.* 69, p. 21.

atitinkamoms bendrovės valdymo teisėms. Tokios proporcijos neatitinka akcijos, kurios suteikia daugiau nei vieną balsą, taip pat kitokios akcijos suteikiančios pirmenybės teises, todėl jų sukeliama padariniai turėtų būti ribojami.

Apibendrinant, ši taisyklė yra veiksminga tik tuo atveju, kai vienas iš valdymo organo narių yra ir akcininkas turintis privilegijuotų akcijų. Tada toks akcininkas negali pasinaudoti savo išskirtinėmis teisėmis ir sužlugdyti bendrovės perėmimo. Tačiau reiktų pasakyti, kad visais kitais atvejais šios taisyklės efektyvumu būtų verta abejoti, kadangi ji per daug apriboja akcininkų teises ir pastarieji gali sugalvoti kitokių, sunkiau teisiškai reglamentuojamų priemonių (pvz.: piramidžių struktūrą), per kurias padidins savo įtaką bendrovėje. Tokį samprotavimą patvirtina ir Europos teisingumo teismas.

#### 2.1.6 Volkswagen byla<sup>76</sup>

Byla yra susijusi su auksinėmis akcijomis (angl. – *golden shares*), kurios įstatymų pagalba suteikia valstybei tam tikras išskirtines teises valdyti bendrovę. Direktyva yra netaikoma tokioms akcijoms, tačiau verta panagrinėti Europos Teisingumo Teismo poziciją bendrai apie priemones leidžiančias nukrypti nuo vienbalsės akcijos principo.

Vokietijos *Volkswagen* įstatymas buvo numatęs, kad kiekvieno akcininko teisė balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime yra ribojama ties 20 % nepriklausomai nuo to, kad turimų akcijų kiekis suteikia didesnę balsų skaičių. Buvo nustatyta, kad svarbiausius bendrovei klausimus turi spręsti 80 % dauguma visuotiniame akcininkų susirinkime. Įstatymas valstybei suteikė išskirtinę teisę paskirti du priežiūros organo narius. Komisija teigė, kad tokios įstatymo nuostatos prieštarauja 63 Europos Sąjungos Sutarties straipsniui<sup>77</sup>, t.y. laisvam kapitalo judėjimui, nes investuotojai, norintys dalyvauti tokios bendrovės valdyme nėra suinteresuoti įsigyti tokios bendrovės akcijų, taip pat toks įstatymas neskatina investuotojų įsigyti didesnių nei 20 % akcijų paketų bendrovėje. Teismas sutiko su Komisijos nuomone ir nusprendė, kad toks Vokietijos reguliavimas prieštarauja vienai iš pagrindinių laisvių numatytų Europos Sąjungos sutartyje, t.y. laisvam kapitalo judėjimui.

Šis sprendimas nagrinėjamai temai svarbus tuo, kad Europos Teisingumo Teismas pripažino, kad balsavimo teisių apribojimai yra pripažintas įmonių teisės instrumentas<sup>78</sup>.

<sup>76</sup> Europos Teisingumo Teismo 2007 m. spalio 23 d. sprendimas byloje C-112/05, *Commission v Germany* (2007), ECR I-8995.

<sup>77</sup> 2008 m. gegužės 9 d. Europos Sąjungos Sutarties suvestinė redakcija (OL C115, 09/05/2008 p. 1-388).

<sup>78</sup> *Cit. op.* 76, para. 38.

Taigi teismas patvirtino, kad šalys gali laisvai susitarti dėl taikomų apribojimų balsuojant visuotiniame akcininkų susirinkime. Todėl galima daryti išvadą, kad direktyvos principas, jog visos akcijos gali turėti tik po vieną balsą pažeidžia šalių autonomijos principą, t.y. remiantis direktyva, šalys nėra laisvos susitarti dėl balsavimo teisių taikymo, kai yra pateiktas pasiūlymas perimti bendrovę. Klausimas kyla, kaip teismas būtų pasielgęs, jei nebūtų valstybės įsikišimo šioje byloje, o bendrovės akcininkai būtų patys susitarę dėl bendrovės valdymo taisyklių. Atsižvelgiant į kritiką, kurios sulaukė vienbalsių akcijų principas ir į valstybių narių praktiką įgyvendinant direktyvą dėl įmonių perėmimo pasiūlymo, atsakymas greičiausiai būtų, kad Europos Teisingumo Teismas palaikytų tokį akcininkų susitarimą, jeigu šis nesukeltų rimtų kliūčių Europos vidaus rinkai ir keturioms pagrindinėms laisvėms.

### 2.1.7 Direktyvos įvertinimas

Nors direktyva reguliuoja daugelį aktualių problemų kylančių bendrovių perėmimo srityje, draudžia naudoti tam tikrus gynybinius mechanizmus valdybos organui, taip apsaugodama akcininkų interesus, tačiau tuo pačiu metu ji leidžia valstybėms narėms netaikyti šių taisyklių savo įstatymuose<sup>79</sup>. Kai kurios valstybės (pvz.: Prancūzija) netgi sustiprino teisinį reguliavimą, leidžiantį naudoti tam tikras gynybines priemones, kad bendrovė nebūtų perimta<sup>80</sup>. Direktyva, leisdama nukrypti nuo pagrindinių principų, nenustato bendro Europos teisinio reguliavimo, nes daugelis valstybių įgyvendino šią direktyvą skirtingai<sup>81</sup>.

Doktrinoje kritiškai buvo įvertintas prasiveržimo taisyklės nustatytas režimas, kad daugiabalsės akcijos gali turėti tik vieną balsą. *L. Bebchuk* ir *O. Hart* pateikė Švedų bendrovės *Ericsson* pavyzdį. *Ericsson* turi dviejų klasių akcijas: A klasės, kurios suteikia 1000 kartų daugiau balsų, ir B klasės. A klasės akcijos kainuoja proporcingai brangiau. Taigi pasiūlymo perimti bendrovę teikėjas, nupirkęs visas B klasės akcijas ir pasinaudojęs prasiveržimo taisykle, atima balsavimo teises iš A klasės akcijų savininkų, nes pagal direktyvą visos akcijos suteikia tik vieną balsą<sup>82</sup>. Tokio reguliavimo pasekmė yra ta, kad bendrovės pradeda naudoti tik vienos klasės akcijas, tačiau pasitelkia kitokias kontrolės

---

<sup>79</sup> *Cit.op.* 53, 12 str.

<sup>80</sup> WYMEERSCH, E. Financial Law Institute, Working Paper Series. *The Takeover Bid Directive, light and darkness* [interaktyvus]. 2008, WP 200801, [žiūrėta 2009-01-29], p. 7. Prieiga per internetą: <<http://ssrn.com/abstract=1086987>>.

<sup>81</sup> *Ibid.* p. 10.

<sup>82</sup> BEBCHUK, L.; HART, O. A Threat to Dual-Class Shares. *Financial Times*, May 31, 2002, p. 11.



formas, kurias sunkiau teisiškai reguliuoti, pvz.: piramidžių struktūras<sup>83</sup>. Tokia taisyklė būtų pateisinama, jeigu akcijas, suteikiančias didesnes balsavimo teises, turėtų valdymo organo nariai, kurie taip galėtų įtakoti bendrovės valdymą neprisiimdami pilnos rizikos už savo veiksmus, o atsakydami tik turimų akcijų verte.

Lyginant Lietuvą su kitomis Europos Sąjungos valstybėmis narėmis įgyvendinusiomis šią direktyvą, reikia paminėti, jog ji, kaip ir daugelis valstybių narių, perkėlė bendrovės valdymo neutraliteto taisyklę (šios taisyklės atsisakė 7 valstybės narės). Tačiau atvirkščiai nei daugelis, Lietuva įgyvendino direktyvą padarydama prasiveržimo taisyklę privaloma (kartu su Lietuva šią taisyklę privaloma padarė tik Latvija ir Estija)<sup>84</sup>. Atsižvelgiant į visą kritiką kurios sulaukė pastaroji taisyklė<sup>85</sup>, reikėtų peržiūrėti reguliavimą esantį Vertybinių popierių įstatyme ir pagalvoti, ar nevertėtų pakeisti šios taisyklės, tuo labiau, kai direktyva numato, kad bendrovės, jeigu valstybė nepadarė prasiveržimo taisyklės privalomos, pačios gali spręsti, ar taikyti šią taisyklę ar ne<sup>86</sup>.

Nepaisant aukščiau minėtų trūkumų, direktyvoje nustatytas reguliavimas turėtų būti vertinamas teigiamai. Tiek privalomo bendrovės perėmimo pasiūlymo, tiek ir bendrovės valdymo organo neutraliteto taisyklė užtikrina, kad interesų konfliktai, kylantys tarp bendrovės valdymo organo ir akcininkų, bus sprendžiama pastarųjų naudai. Toks reguliavimas yra logiškas, kadangi akcininkai turi turėti pilną kontrolę priimant sprendimus įtakojančius bendrovės likimą, nes būtent jie, o ne valdymo organas yra bendrovės savininkai ir būtent jie prisiima riziką dėl bendrovės veiklos.

#### 2.1.8 Galimos alternatyvos

Aukščiau buvo aptartas bendrovių perėmimas, kaip priemonė, kuri gali apginti akcininkus nuo valdymo organo, kai pastarasis prastai atlieka savo funkcijas. Bendrovių perėmimas yra išorinė priemonė, kuri susijusi su trečio asmens įsikišimu į bendrovės funkcionavimą. Tačiau egzistuoja ir vidinių būdų kaip kontroliuoti valdymo organą. Vienas iš tokių būdų yra pačių akcininkų iniciatyva pakeisti valdymo organo narius, kurie negina akcininkų interesų arba neatitinka jų lūkesčių. Norintiems tai padaryti akcininkams pirmiausia reikia turėti

---

<sup>83</sup> FERRARINI, G. One Share – One Vote: A European Rule? *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, 2006, No. 58/2006, p. 4.

<sup>84</sup> *Cit. op.* 65, p. 12.

<sup>85</sup> *Cit. op.* 83, p. 19, 26-27; *Cit. op.* 80, p. 10.

<sup>86</sup> *Cit. op.* 53, 12 str. 2 d.

informaciją apie valdymo organo narių veiksmus ir jų efektyvumą<sup>87</sup>, nes be informacijos padarytas sprendimas gali dar labiau pabloginti bendrovės situaciją. Todėl toliau bus aptartas informacijos atskleidimo reguliavimas.

## 2.2 Informacijos atskleidimas

Remiantis akademinė literatūra galima teigti, kad informacija yra viena iš pagrindinių bendrovių valdymo sudėtinių dalių, kuri įtakoja bendrovių strategiją ir veiklos efektyvumą<sup>88</sup>. *La Porta, et al*, ištyrę 49 valstybių įstatymus reglamentuojančius vertybinių popierių rinką, išsiaiškino, kad informacijos atskleidimo reikalavimai ir vertybinių popierių rinkos dydis yra tiesiogiai susiję vienas su kitu<sup>89</sup>. Jie padarė išvadą, kad finansų rinkos negali klestėti vien tik pagal rinkos dėsnius, joms reikia efektyvaus reguliavimo, kuris nustatytų reikiamos informacijos atskleidimo režimą ir užtikrintų esamų ir potencialių akcininkų apsaugą<sup>90</sup>. Informacijos atskleidimas ne tik sustiprina rinkas, bet ir padeda išvengti interesų konflikto kylančio tarp akcininkų ir bendrovės valdymo organo.

Yra keletas priežasčių, kodėl bendrovės valdymo organo nariai, tuo atveju kai nėra tinkamo teisinio reguliavimo, nėra suinteresuoti atskleisti tiek teigiamos, tiek ir neigiamos informacijos<sup>91</sup>:

1. tokios informacijos atskleidimas gali būti naudingas ne tik bendrovės klientams ir tiekėjams, bet ir jos konkurentams;
2. informacija padeda geriau suprasti veiklą, kuria užsiima bendrovė, o tai padidina asmenų norinčių perimti bendrovę skaičių;
3. neigiama informacija gali pabloginti valdymo organo narių reputaciją;
4. tik teigiamos informacijos atskleidimas gali padėti pakelti bendrovės akcijų kainą trumpuoju laikotarpiu.

Netinkamas informacijos pateikimas rinkai gali sukelti ir taip vadinamą „citrinų“ rinkos problemą (angl. – *market for lemons problem*)<sup>92</sup>. Natūralu, kad bendrovės valdymo organo

---

<sup>87</sup> BEBCHUK, L.; HART, O. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance*, 2002, No. 04/2002, p. 14-16.

<sup>88</sup> *Cit. op.* 46, p. 34.

<sup>89</sup> LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, 2006, Vol. LXI, No. 1, p. 19.

<sup>90</sup> *Ibid.* p. 27-28.

<sup>91</sup> FOX, M. B. Required Disclosure and Corporate Governance. In *Comparative Corporate Governance, The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Clarendon Press, 1998, p. 703.

nariai turi daugiau informacijos apie pačią bendrovę ir jos veiklą, tačiau esami ir potencialūs akcininkai tokios informacijos neturi. Jeigu nebūtų įstatymų, reguliuojančių informacijos atskleidimą, tai investuotojai už to pačio sektoriaus bendrovių akcijas mokėtų vidutinę gerai ir blogai veikiančių bendrovių kainą, nes nežinotų, kuri bendrovė veikia gerai, o kuri blogai. Tokiu atveju gerai veikiančių bendrovių akcininkai nebeparduotų savo akcijų, nes jų kaina neatitiktų tikrosios jų vertės, o blogai veikiančių bendrovių akcijų padaugėtų rinkoje, nes jų akcininkams apsimokėtų parduoti akcijas už didesnę nei jų vertę kainą. Tokia informacijos asimetrija sukeltų neigiamas pasekmes vertybinių popierių rinkoje, o tai atitinkamai įtakotų bendrovių akcininkus, todėl teisinis reguliavimas turi būti pagrindinė priemonė, kuri padėtų išvengti šių problemų.

### 2.2.1 Teisinis reguliavimas

Tinkamas informacijos atskleidimo reguliavimas ne tik padeda sumažinti ar net išvengti interesų konflikto kylančio tarp bendrovės savininkų ir valdymo organo, bet taip pat padeda vystyti visai vertybinių popierių rinkai. Tokią išvadą patvirtina ir 2001/34/EB direktyvos<sup>93</sup> 16 straipsnis, kuris teigia, jog bendrovės, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos oficialųjį sąrašą, turi teikti kompetentingoms institucijoms visą informaciją, kad būtų apsaugoti investuotojai ir užtikrinamas sklandus rinkos darbas.

### 2.2.2 Bendrovės prospektas

Visais atvejais, prieš pateikiant viešą oficialų siūlymą prekiauti bendrovės vertybiniais popieriais, turi būti pateikiamas prospektas, t.y informacija, kuria remdamiesi investuotojai gali įvertinti bendrovės turtus ir išsipareigojimus, finansinę padėtį, pelną (nuostolį) ir tokios bendrovės ateities perspektyvas<sup>94</sup>. Reikalavimas, kad informacija būtų pakankama, objektyvi ir pateikiama lengvai analizuojama ir suprantama forma užtikrina, kad šiuo dokumentu galės naudotis ir savo sprendimus grįsti kiek įmanoma platesnis investuotojų ratas. Atsižvelgiant į

---

<sup>92</sup> AKERLOF, G. A. The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, Vol. 84, No. 3, p. 489-491.

<sup>93</sup> 2001 m. gegužės 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2001/34/EB dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos, kuri turi būti skelbiama apie tuos vertybinius popierius 2007 m. sausio 20 d. suvestinė redakcija (OL, 2001, L 184, p. 1).

<sup>94</sup> 2003 m. lapkričio 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB 2008 m. kovo 20 d. suvestinė redakcija (OL, 2003, L 345, p. 64).

tai, kad nedaugelis investuotojų skaito visą prospektą, yra numatyta, kad bendrovė turi parengti esminių bendrovės, vertybinių popierių ir su jais susijusios rizikos santrauką, kuri turi būti parašyta ne technine kalba ir turi būti daug trumpesnė nei pats prospektas<sup>95</sup>.

Direktyva dėl prospekto yra sudaryta remiantis *Lamfalussy* principu, tai yra ji nustato tik bendriausias nuostatas dėl prospekto bei informacijos, kuri turi būti pateikta jame. Šią direktyvą 2 lygmenyje įgyvendina Komisijos reglamentas Nr. 809/2004<sup>96</sup>, kuris labai detalai (reglamentą sudaro daugiau kaip šimtas puslapių) nustato kokia tiksliai informacija turi būti atskleista ir kokia forma ji turi būti pateikiama. Tai labai naudingas reguliavimas tiek investuotojams ir akcininkams, tiek ir pačioms bendrovėms. Akcininkai ir investuotojai visada gali patikrinti, kokia informacija turi būti jų bendrovės prospekte, taip pat jie yra užtikrinti, kad skirtingų bendrovių prospektai bus paskelbti vienoda forma ir juos visus reikės skaityti tokia pačia tvarka. Tuo tarpu bendrovės žino, ko iš jų norima ir gali tiksliai ir suprantamai pateikti informaciją remdamosi minėtu Komisijos reglamentu.

Direktyvos 6 straipsnis nustato atsakomybę už informacijos nurodytos prospekte teisingumą. Šią nuostatą Lietuvoje įgyvendina Vertybinių popierių įstatymas<sup>97</sup>. Jame numatyta, kad atsakingi asmenys turi būti aiškiai nurodyti prospekte (jų vardai, pavardės, pareigos bendrovėje ir kt.), taip pat jie turi patvirtinti, kad jų žiniomis prospekte pateikta informacija atitinka tikrovę ir kad jokia svarbi informacija nėra praleista. Atsakomybė yra labai suasmeninama, t.y. galima kaltinti konkretų asmenį, o ne visą bendrovę, kurioje dažnai kaltų asmenų galima ir nerasti. Tai garantuoja, kad akcininkai ir investuotojai yra apsaugoti ir gali reikalauti žalos atlyginimo civiline tvarka, taip pat garantuoja, kad asmenys atsakingi už informacijos teisingumą (dažniausiai tai valdymo organo nariai) daug atsakingiau atliks savo funkcijas ir geriau atstovaus akcininkų interesus.

Reiktų paminėti, kad ši direktyva yra maksimalaus harmonizavimo (angl. – *maximum harmonization*) direktyva, tai reiškia, kad valstybės narės negali nustatyti papildomų reikalavimų<sup>98</sup>. Taip garantuojama, kad visose valstybėse narėse bus nustatyta vienoda apsauga investuotojams, o bendrovės neturės per daug didelių išlaidų koreguodamos savo prospektus atskirai kiekvienoje valstybėje.

---

<sup>95</sup> *Ibid.* preambulė 21.

<sup>96</sup> 2004 m. balandžio 29 d. Komisijos reglamentas (EB) Nr. 809/2004 įgyvendinantis Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/71/EB nuostatas dėl prospektuose pateikiamos informacijos bei šių prospektų įtraukimo nuorodos būdu ir paskelbimo bei reklamos skleidimo (OL, 2004, L 149, p. 1).

<sup>97</sup> *Cit. op.* 52, 7 str.

<sup>98</sup> KARMEL, R. S. Reform of Public Company Disclosure in Europe. *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2005, Vol. 26:3, p. 13.

Direktyva dėl prospekto yra labai svarbi kai vertybiniai popieriai pirmą kartą yra pasiūlomi rinkai, tačiau norint užtikrinti tinkamą akcininkų ir potencialių investuotojų priėjimą prie informacijos to neužtenka. Bendrovė taip pat turi teikti nuolatinę periodinę informaciją, t.y. informacija turi būti kiek galima skaidresnė.

### 2.2.3 Informacijos skaidrumas

Akcininkai ir investuotojai vertindami bendroves bei jų veiklą gali pasitikėti ir remtis tik tokia informacija, kuri yra tiksli, išsami ir yra pateikiama laiku, todėl Direktyvos dėl informacijos skaidrumo<sup>99</sup> (angl. – *Transparency Directive*) preambulė numato, jog bendrovės turi užtikrinti tinkamą informacijos skaidrumą reguliariai pateikdamos informaciją. Direktyva nustato reikalavimus susijusius su metinės, periodinės ir einamosios informacijos, kurią turi paviėšinti bendrovės, kurių vertybiniais popieriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, atskleidimu<sup>100</sup>. Taip yra nustatomas bendras visoms valstybėms narėms finansinės atskaitomybės ir informacijos paskelbimo režimas, pagal kurį bendrovės turi, ne vėliau kaip per keturis mėnesius nuo finansinių metų pabaigos, viešai paskelbti metinę finansinę atskaitomybę. Tokia informacija turi būti prieinama mažiausiai penkerius metus<sup>101</sup>. Šis reglamentavimas labai palengvina informacijos įvertinimą, kadangi akcininkai gali lyginti mažiausiai penkias finansines atskaitomybes ir taip išsiaiškinti, ar bendrovė veikia efektyviai. Tokia lyginamoji analizė padeda akcininkams įvertinti bendrovės valdymo organo darbą ir, reikalui esant, pakeisti tokio organo narius labiau kompetentingais.

Direktyva numato, kad metinę finansinę atskaitomybę sudaro audituota finansinė atskaitomybė, vadovybės ataskaita, t.y. bendrovės metinis pranešimas, ir bendrovės atsakingo asmens patvirtinimas, kad tiek audituota finansinė atskaitomybė, tiek vadovybės pranešimas yra tikslūs ir atitinka tikrovę<sup>102</sup>. Pusmečio finansinės atskaitomybės struktūra yra identiška, tik pateikiamos tarpinės ataskaitos<sup>103</sup>. Nors direktyvos projekte buvo numatytos ketvirčio ataskaitos, tačiau priimtoje direktyvoje to neliko. Visgi Vertybinių popierių įstatymas, kuris

---

<sup>99</sup> 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 (OL, 2004, L 390, p. 38).

<sup>100</sup> *Ibid.* 2 str.

<sup>101</sup> *Ibid.* 4 str.

<sup>102</sup> *Ibid.* 4 str.

<sup>103</sup> *Ibid.* 5 str.

įgyvendina šią direktyvą, numato, kad finansinė atskaitomybė turi būti teikiama kas ketvirtį<sup>104</sup>, taip dar geriau užtikrindamas pateikiamos informacijos skaidrumą.

Svarbu pabrėžti, kad remiantis direktyvos 7 straipsniu, už neteisingos informacijos pateikimą atsako bendrovės atsakingas asmuo, kuris patvirtino, kad, jo žiniomis, tokia informacija yra teisinga. Tai labai veiksminga priemonė skatinanti bendrovės valdymo organo narius pateikti visapusišką ir aktualią informaciją akcininkams, nes priešingu atveju jie yra atsakingi asmeniškai. Įmonių finansinės atskaitomybės įstatymas numato, kad bendrovės valdymo organo nariai, kurie nevykdo savo pareigų susijusių su bendrovės finansinių ataskaitų ir metinių pranešimų parengimu arba vykdo jas netinkamai, privalo atlyginti bendrovei ir kitiems asmenims visą padarytą žalą<sup>105</sup>. Jeigu už netinkamą informacijos atskleidimą būtų atsakinga pati bendrovė, tai reikštų, kad akcininkai netiesiogiai (nes būtent jie prisiima visą riziką susijusią su bendrove) privalėtų atlyginti žalą padarytą bendrovės valdymo organo narių. Tai būtų nelogiška, nes tam tikrais atvejais akcininkai gali būti ir asmenys patyrę tą žalą. Dėl tokių priežasčių panašias taisykles yra numačiusios ir kitos šalys, pvz.: Didžiosios Britanijos įstatymai<sup>106</sup>, skirtumas tik tas, kad bendrovės valdymo organo nariai yra atsakingi tik bendrovei, bet ne kitiems asmenims. Žalos atlyginimo instituto įtvirtinimas yra svarbus žingsnis siekiant užtikrinti informacijos skaidrumą.

Direktyva nustato tam tikras pareigas ir bendrovės akcininkams. Akcininkas tiesiogiai ar netiesiogiai įsigijęs arba perleidęs bendrovės akcijas, kurios suteikia 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 arba 75 procentus balsavimo teisių bendrovėje privalo atskleisti šią informaciją<sup>107</sup>. Lietuvoje papildomai yra numatyta ir 95 procentų riba<sup>108</sup>. Ši taisyklė nagrinėjamai temai tampa ypač svarbi, kai akcijų paketus įsigyja bendrovės valdymo organo nariai, kurie turėdami tam tikrą dalį akcijų, suteikiančių balsavimo teises bendrovėje, gali sukliudyti akcininkų iniciatyvai išrinkti naujus tokio organo narius. Bendrovės valdymo organo nariai negali nuslėpti informacijos, kad įsigijo žymią dalį bendrovės akcijų, tokiu būdu yra apsaugomi tiek akcininkų, tiek ir investuotojų interesai. Pastarieji gali adekvačiai ir turėdami visą reikiamą informaciją reaguoti į esamą padėtį bendrovėje.

---

<sup>104</sup> *Cit. op.* 52, 22 str.

<sup>105</sup> Lietuvos Respublikos įmonių finansinės atskaitomybės įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2008, Nr. 79-3098). Ankstesnė redakcija: Valstybės žinios, 2001, Nr. 99-3516, 27 str.

<sup>106</sup> United Kingdom Companies Act (c. 46) [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2009-02-03], 463 str. Prieiga per internetą: <[http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga\\_20060046\\_en\\_1](http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga_20060046_en_1)>.

<sup>107</sup> *Cit. op.* 99, 9 str.

<sup>108</sup> *Cit. op.* 52, 23 str.

Lygybės principas, kuris yra įtvirtintas 17 straipsnyje, įpareigoja bendrovę suteikiant informaciją sudaryti lygias galimybes visiems tos pačios padėties akcininkams. Informacija turi būti prieinama valstybėje narėje, kurioje yra bendrovės buveinė, taip pat turi būti išlaikomas duomenų vientisumas. Problema galėtų kilti, jeigu bendrovėje yra daug smulkių akcininkų ir ne visi gyvena toje valstybėje narėje, kurioje bendrovė turi savo buveinę. Tačiau direktyva griežtai nustato, kad tokie akcininkai turi turėti lygiai tokias pačias galimybes gauti ir pasinaudoti informacija apie bendrovę, t.y. nustatoma, kad negali būti taikomi jokie apribojimai, kai akcininkas įgyvendina savo teises per įgaliojimą. Taip yra skatinama tarpvalstybinė prekyba vertybiniais popieriais ir užtikrinama, kad užsienyje esantys akcininkai turėtų galimybę gauti visą reikiamą informaciją ir taip kontroliuoti bendrovės valdymo organą.

Skaidrumo direktyva numato pačius bendriausius reikalavimus susijusius su informacijos apie bendrovės finansinę atskaitomybę atskleidimu, kadangi tai yra pati svarbiausia informacija, kuri turi didžiausią įtaką akcininkų priimamiems sprendimams, ją smulkiau reguliuoja bendrovių atskaitomybės direktyvos. Jos trumpai bus aptartos žemiau.

#### 2.2.4 Metinė bendrovių atskaitomybė

Ketvirtoji Tarybos direktyva<sup>109</sup> reguliuoja metines bendrovių atskaitomybes bei metinius pranešimus, kuriuos turi pateikti uždarnosios akcinės bendrovės ir akcinės bendrovės. Direktyva bendrovių metines atskaitomybes apibrėžia, kaip balanso, pelno (nuostolio) ataskaitos ir paaiškinamojo rašto visumą, kuri pateikia tikrą ir teisingą bendrovės turto, įsipareigojimų, finansinės būklės ir pelno (nuostolio) padėtį<sup>110</sup>. Ši direktyva tiksliai nustato metinės atskaitomybės turinį bei jo rengimo tvarką. Metiniame pranešime bendrovė pateikia veiklos ir būklės pokyčių bei rezultatų analizę, kartu aprašydama pagrindinę riziką ir neaiškumus, su kuriais ji susiduria, taip pat informaciją apie svarbius įvykius, bendrovės plėtrą ateityje bei veiklą tyrimų ir plėtojimosi srityje<sup>111</sup>. Abu šie dokumentai turi būti paskelbti viešai arba laisvai prieinami suinteresuotiems asmenims<sup>112</sup>. Lietuvoje ši direktyva yra įgyvendinta Įmonių finansinės atskaitomybės įstatymu. Įstatymas numato tam tikrus

---

<sup>109</sup> 1978 m. liepos 25 d. Ketvirtosios Tarybos direktyvos 78/660/EEB grindžiamos Europos ekonominės bendrijos steigimo sutarties 54 straipsnio 3 dalies g punktu, dėl tam tikrų tipų bendrovių metinių atskaitomybių 2007 m. sausio 1 d. suvestinė redakcija (OL, 1978, L 222, p. 11).

<sup>110</sup> *Ibid.* 2 str.

<sup>111</sup> *Ibid.* 46 str.

<sup>112</sup> *Ibid.* 47 str.

papildomus reikalavimus metiniam pranešimui (pvz.: turi būti pateikiama informacija apie bendrovės įsigytas savas akcijas, jų kiekis, apmokėjimo tvarka, tokio įsigijimo priežastys). Toks teisinis režimas puikiai informuoja bendrovės akcininkus ir kitus suinteresuotus asmenis apie bendrovės finansinę veiklą, parodo, kur yra leidžiami bendrovės pinigai, ar bendrovės valdymo organo nariai nenaudoja finansinių bendrovės išteklių savo poreikiams tenkinti, bei sudaro akcininkams galimybes imtis atitinkamų priemonių, jei informacija esanti ataskaitose netenkina jų lūkesčių.

Septintoji Tarybos direktyva<sup>113</sup> reguliuoja konsoliduotų ataskaitų pateikimą. Konsoliduotos ataskaitos yra panašios į metines atskaitomybes, tačiau jas privalo rengti tik tos bendrovės, kurios daro tiesioginį ar netiesioginį lemiamą poveikį kitų bendrovių valdymui (pvz.: turi daugumą balsavimo teisių, gali rinkti ir atšaukti kitos bendrovės valdymo ar priežiūros organo narius), taip pat bendrovės, kurios yra kitų bendrovių akcininkės ir pagal pastarosios bendrovės akcininkų susitarimus valdo daugumą akcijų, suteikiančių balsavimo teisę akcininkų susirinkime<sup>114</sup>. Tokiomis bendrovėmis dažniausiai būna motininės ir dukterinės bendrovės. Konsoliduotoje atskaitomybėje konsoliduotų bendrovių turtas, išipareigojimai, finansinė būklė ir pelnas (nuostolis) parodomi taip, lyg ta konsoliduotų bendrovių grupė būtų viena bendrovė<sup>115</sup>. Svarbus žingsnis į priekį buvo Reglamento dėl tarptautinių apskaitos standartų taikymo priėmimas<sup>116</sup>. Reglamentas nustato, kad visos konsoliduotos atskaitomybės, tiek metinės, tiek ir pusės metų, turi būti parengtos pagal tarptautinius apskaitos standartus<sup>117</sup>. Tai užtikrina, kad atskirų bendrovių grupių parengtos atskaitomybės bus parengtos pagal tuos pačius standartus ir akcininkams bei investuotojams bus daug lengviau ir patogiau palyginti ir įvertinti bendrovių grupių veiklą. Direktyvą įgyvendina Įmonių konsoliduotos finansinės atskaitomybės įstatymas<sup>118</sup>, kuris numato išimtis, kada nereikia rengti konsoliduotos finansinės atskaitomybės<sup>119</sup>, taip pat perkelia visas aukščiau minėtas nuostatas. Reglamentavimas užtikrina, kad akcininkai ir potencialūs investuotojai gautų visą reikalingą informaciją bendrovės vykdomai veiklai

---

<sup>113</sup> 1983 m. birželio 13 d. Septintosios Tarybos direktyvos 83/349/EEB grindžiamos Europos ekonominės bendrijos steigimo sutarties 54 straipsnio 3 dalies g punktu, dėl konsoliduotos atskaitomybės 2007 m. sausio 1 d. suvestinė redakcija (OL, 1983, L 193, p. 1).

<sup>114</sup> *Ibid.* 1 str.

<sup>115</sup> *Ibid.* 26 str.

<sup>116</sup> 2002 m. liepos 19 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Nr. 1606/2002 dėl tarptautinių apskaitos standartų taikymo (OL, 2002, L 243, p. 1).

<sup>117</sup> *Ibid.* 4 str.

<sup>118</sup> Lietuvos Respublikos įmonių konsoliduotos finansinės atskaitomybės įstatymas (su papildymais ir pakeitimais) (Valstybės žinios, 2008, Nr. 79-3099). Ankstesnė redakcija: Valstybės žinios, 2001, Nr. 99-3517.

<sup>119</sup> *Ibid.* 5-6 str.



įvertinti, tais atvejais kai bendrovė priklauso tam tikrai bendrovių grupei. Tai yra aktualu tais atvejais, kai bendrovė turinti labai daug smulkių akcininkų priklauso bendrovių grupei, o tokios bendrovės valdymo organas naudoja bendrovę kitų grupei priklausančių bendrovių nuostoliams padengti. Akcininkai palyginę konsoliduotą bendrovių grupės ir savo bendrovės paprastąją ataskaitą gali įvertinti ar valdymo organas tinkamai atlieka savo funkcijas.

Trumpai peržvelgus aukščiau minėtas direktyvas natūraliai iškyla klausimas, o kas atsitinka, jei informacija nėra atskleidžiama viešai, o asmenys turintys priėjimą prie jos (daugeliu atveju tai bus valdymo organo nariai) pasinaudoja ja savo interesams tenkinti?

#### 2.2.5 Piktnaudžiavimas rinka

Piktnaudžiavimas rinka – tai manipuliavimas rinka ir prekyba vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija. Šiame darbe bus aptariamas tik pastarasis aspektas.

Direktyva dėl piktnaudžiavimo rinka įtvirtina viešai neatskleistos informacijos apibrėžimą<sup>120</sup>. Pagal šį apibrėžimą viešai neatskleistą informaciją sudaro keturi elementai. Pirmiausia, tokia informacija turi būti tiksli (pvz.: negali būti bendro pobūdžio, nekonkreti informacija). Antra, ji turi būti viešai nepaskelbta, t.y. tokią informaciją žino tik ribotas ratas žmonių. Trečia, tai turi būti tokia informacija, kuri tiesiogiai ar netiesiogiai yra susijusi su bendrovėmis ar finansinėmis priemonėmis. Ketvirta, tokia informacija turi būti jautri, t.y. informacija turėtų didelę įtaką finansinių priemonių kainai, jei ji būtų paskelbta viešai.

Direktyva numato du atvejus, kai yra draudžiama naudoti viešai neatskleistą informaciją. Pirmiausia, yra draudžiama pirkti arba parduoti finansines priemones, su kuriomis tokia informacija yra susijusi<sup>121</sup>. Nėra svarbu ar perkama/parduodama savo sąskaita, ar trečiosios šalies sąskaita. Antra, draudžiama atskleisti viešai neatskleistą informaciją trečiajai šaliai (išskyrus atvejus, kai tokia informacija yra atskleidžiama valdymo organo nariams atliekant įprastines tarnybines ar profesines pareigas, šiuo atveju jie turi tuo pačiu metu ar nedelsiant visapusiškai ir tinkamai atskleisti tą informaciją visuomenei<sup>122</sup>) arba

---

<sup>120</sup> 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) 2008 m. kovo 21 d. suvestinė redakcija (OL, 2003, L 96, p. 16), 1 str.

<sup>121</sup> *Ibid.* 2 str.

<sup>122</sup> *Ibid.* 6 str. 3 d.

naudojantis viešai neatskleista informacija rekomenduoti arba skatinti trečiąją šalį pirkti/parduoti finansines priemones<sup>123</sup>.

Šie draudimai yra taikomi keturioms asmenų kategorijoms nurodytoms direktyvoje, tačiau mūsų nagrinėjamai temai yra svarbu tik tai, kad šis draudimas taikomas bendrovės valdymo organo nariams. Būtent valdymo organo nariai turi tiesioginį priėjimą prie svarbiausios informacijos, kuri kitiems žmonėms nėra pasiekiamo, todėl išskyla didžiausia tikimybė, kad jie ja pasinaudos. Uždraudus jiems naudotis tokia informacija prieš paskelbiant ją viešai yra nustatoma pusiausvyra tarp akcininkų ir bendrovės valdymo organo narių interesų.

Asmenims užimantiems vadovaujančias pareigas bendrovėje ir su jais glaudžiai susijusiems asmenims direktyva numato papildomą reikalavimą<sup>124</sup>. Tokie asmenys dažniausiai žino daugiau informacijos negu visi akcininkai ar potencialūs investuotojai, todėl jie gali efektyviau pirkti ar parduoti bendrovės, kurioje jie užima vadovaujančias pareigas, vertybinius popierius. Dėl šios priežasties tokie asmenys privalo informuoti kompetentingą instituciją (Lietuvoje tai Vertybinių popierių komisija<sup>125</sup>), o ši, savo ruožtu, turi informuoti visuomenę, apie visus sandorius susijusius su bendrovės vertybiniais popieriais sudarytus nuosava asmens sąskaita. Tai garantuoja, kad akcininkai ir visa visuomenė gali daryti išvadas apie tai, kodėl asmenys užimantys vadovaujančias pareigas bendrovėje perka jos akcijas, ir užtikrina, kad akcininkai visada žinos, kokius ir kada sandorius su bendrovės akcijomis yra sudarę valdymo organo nariai, taip pat žinos, kokią įtaką pastarieji turi visuotiniame akcininkų susirinkime. Ši direktyva yra pirmoji, kuri buvo sudaryta pagal *Lamfalussy* principą<sup>126</sup>, todėl ją įgyvendinanti Komisijos direktyva smulkiai numato, ką pranešime kompetentingai institucijai turi nurodyti asmuo užimantis vadovaujančias pareigas bendrovėje<sup>127</sup>. Svarbiausi dalykai, kuriuos reikia nurodyti, yra sandorio pobūdis, vieta, laikas ir sandorio kaina bei dydis.

Aukščiau minėtos direktyvoje įtvirtintos nuostatos padeda išvengti interesų konfliktų, kylančių tarp valdymo organo narių ir bendrovės akcininkų. Tačiau tam, kad jos būtų

---

<sup>123</sup> *Ibid.* 3 str.

<sup>124</sup> *Ibid.* 6 str. 4 d.

<sup>125</sup> Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės Žinios, 2007, Nr. 17-627, 62 str.

<sup>126</sup> *Cit. op.* 98, p. 29.

<sup>127</sup> 2004 m. balandžio 29 d. Komisijos direktyva 2004/72/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl priimtos rinkos praktikos, viešai neatskleistos informacijos, susijusios su biržos išvestinėmis priemonėmis, organizacijai priklausančių asmenų sąrašo sudarymo, pranešimo apie vadovų sandorius ir apie įtartinus sandorius (OL, 2004, L 162/70, p. 413), 6 str.

efektyvios, turi būti garantuojamas tokių nuostatų laikymasis ir nustatomos sankcijos už jų nesilaikymą. Direktyvos 14 straipsnis numato tris priemones šiems tikslams pasiekti. Pirma, valstybės narės kompetentingos institucijos gali imtis administracinių priemonių. Lietuvoje Vertybinių popierių komisija turi teisę gauti žodinius ar rašytinius asmenų pasiaiškinimus, atlikti bendrovių patalpų patikrinimą, tikrinti dokumentus, apskaitos registrus, išreikalauti atitinkamų dokumentų kopijas, taip pat gauti reikiamą informaciją apie bendrovę iš kitų Lietuvos Respublikos ūkio subjektų<sup>128</sup>. Toks platus įgaliojimų spektras leidžia Vertybinių popierių komisijai tinkamai įgyvendinti savo funkcijas, patikrinti bet kuriuos įtartinus ūkio subjektus ir sumažinti pasinaudojimo viešai neatskleista informacija tikimybę.

Antra, direktyva numato administracinių sankcijų taikymo galimybę. Lietuvos finansinių priemonių rinkos įstatymas numato, kad už prekybą vertybiniais popieriais pasinaudojant viešai neatskleista informacija juridiniams asmenims yra numatyta bauda nuo 100 tūkstančių litų, priklausomai nuo neteisėtai gautų pajamų dydžio<sup>129</sup>. Tuo tarpu fiziniai asmenys už tą patį nusikaltimą yra baudžiami tik administracine bauda nuo vieno iki penkių tūkstančių litų<sup>130</sup>. Tai nėra logiška, kadangi, daugeliu atveju, asmuo pasinaudojęs viešai neatskleista informacija gauna asmeninę naudą, o ne sukuria naudos visai bendrovei. Tuo tarpu pinigai naudojami perkant ir parduodant vertybinius popierius yra tikrai labai dideli, todėl penki tūkstančiai litų baudos asmeniui, kuris iš prekybos uždirbo daug kartų daugiau, nėra veiksminga, adekvati ir atgrasanti sankcija, kurios reikalauja direktyva. Bauda fiziniam asmeniui, kaip ir juridiniam asmeniui, turėtų būti susieta su neteisėtai gautų pajamų dydžiu.

Trečia, direktyva nekliudo valstybėms narėms taikyti baudžiamąją atsakomybę. Lietuvoje Baudžiamasis kodeksas už prekybą vertybiniais popieriais pasinaudojant viešai neatskleista informacija, jeigu dėl to buvo padaryta didelės turtinės žalos, numato iki dviejų metų laisvės atėmimo bausmę<sup>131</sup>. Tai daug veiksmingesnė priemonė nei piniginė bauda, kuri užtikrina, kad asmuo, turintis priėjimą prie viešai neatskleistos informacijos, gerai pagalvos prieš panaudodamas ją savo interesams tenkinti.

Lyginant Lietuvoje nustatytas administracines ir baudžiamąsias sankcijas su kitų Europos valstybių narių reglamentavimu reikia pabrėžti, kad jos nėra itin griežtos. Pavyzdžiui, Belgijoje administracinė bauda tam tikrais atvejais siekia net 2,5 milijonus

---

<sup>128</sup> *Cit. op.* 125, 85 str.

<sup>129</sup> *Ibid.* 95 str.

<sup>130</sup> Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodeksas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios 1985, Nr. 1-1), 173(5) str.

<sup>131</sup> Lietuvos Respublikos baudžiamasis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios 2000, Nr. 89-2741), 217 str.

eurų<sup>132</sup>. Prancūzijoje administracinė bauda siekia 1,5 milijonus eurų, o baudžiamoji atsakomybė susideda iš laisvės atėmimo iki 2 metų kartu su bauda iki 1,5 milijonų eurų<sup>133</sup>. Didžiojoje Britanijoje egzistuoja dar griežtesnės baudmės: administracinė bauda neturi viršutinės ribos, tačiau ji turi būti proporcinga, o baudžiamoji atsakomybė tam tikrais atvejais gali būti laisvės atėmimas iki 7 metų<sup>134</sup>. Iš pateiktų pavyzdžių matyti, kad Lietuvos įstatymus reikėtų griežtinti: baudžiamąją atsakomybę reikėtų palikti tokią, kokia ji yra, o administracines pinigines baudas pakelti iki šešiaženklų sumų, kad valdymo organo nariai neturėtų jokios asmeninės naudos pasinaudodami viešai neprieinama informacija.

Be minėtų privalomų teisinių priemonių yra ir alternatyvių kovos su viešai neatskleistos informacijos panaudojimu saviems interesams tenkinti būdų. Direktyvos dėl piktnaudžiavimo rinka preambulėje minimos tokios priemonės kaip pilkieji sąrašai (angl. – *grey lists*), ribota prekyba (angl. – *window trading*), ar kinų sienos (angl. – *Chinese walls*). Pilkuosius sąrašus sudaranti bendrovė nurodo savo darbuotojams, dažniausiai tiems, kurie užima aukštas pareigas, kurių bendrovių akcijomis draudžiama prekiauti. Ribota prekyba yra švelnesnė priemonė, pagal kurią nustatomos tam tikros sąlygos ir laiko tarpai, kada galima prekiauti tam tikromis akcijomis. O kinų sienos yra informacijos barjerai, kurie užtikrina, kad darbuotojai, turintys priėjimą prie jautrios informacijos, kuri nėra žinoma visuomenei, negalės tokios informacijos atskleisti sprendimus priimantiems bendrovės darbuotojams. Dažniausiai tokia kinų siena yra nustatoma asmenims, kurie susiję su investiciniais bendrovių sprendimais<sup>135</sup>.

Daugiausiai interesų konfliktų kyla ne dėl informacijos, kurią žino visi, bet dėl tos, kuri yra prieinama tikrai ribotam ratui asmenų. Be teisinio reguliavimo asmenims užimantiems vadovaujančias pareigas nėra iniciatyvų tokią informaciją atskleisti bendrovės savininkams, tuo labiau, kad informacija yra ribotas išteklius. Todėl aukščiau aptarta direktyva bei ją įgyvendinantys įstatymai (pastarųjų trūkumai aptarti aukščiau) puikiai sureguliuoja, kokią informaciją privalo atskleisti bendrovės valdymo organo nariai atlikdami savo pareigas, bei nustato sankcijas, kurios užtikrina tokių pareigų tinkamą vykdymą, ir taip sušvelnina interesų konfliktą tarp bendrovės savininkų ir valdymo organo.

---

<sup>132</sup> The Committee of European Securities Regulators. *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)* [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2009-02-10], p. 23. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm)>.

<sup>133</sup> *Ibid.* 126 psl.

<sup>134</sup> *Ibid.* 456 psl.

<sup>135</sup> SIEMS, M. M. The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis. *Law and Financial Markets Review*. 2008, 39-49, p. 25.

## 2.2.6 Informacija apie bendrovių valdymą

Aukščiau aptartos direktyvos ir jas įgyvendinantys teisės aktai yra privalomi, o jų nesilaikymas sukelia tam tikrų neigiamų teisinių pasekmių. Tuo tarpu bendrovių valdymo kodeksai remiasi kiek kitokiu principu, kurio nesilaikymas sukelia neigiamų ekonominių pasekmių. Toliau bus atsakoma į klausimą, ar toks reguliavimas yra efektyvus, o gal reikia bendrovių valdymo kodeksus padaryti privalomus, t.y. perkelti juos į įstatymus.

Per paskutinį dešimtmetį Europos Sąjungoje buvo priimta daugiau kaip keturiasdešimt bendrovių valdymo kodeksų (Lietuva tokį kodeksą priėmė 2004 m.), tačiau nuspręsta, kad neverta priimti bendro visai Europai bendrovių valdymo kodekso. Buvo padaryta išvada, kad kiekviena valstybė narė turi savitą įmonių teisinį reguliavimą ir savitą kultūrą, todėl bendras kodeksas turėtų būti per daug lankstus arba per daug bendras ir nepasiektų harmonizavimo tikslo<sup>136</sup>.

2002 m. parengta *Jaap Winter* ataskaita rekomendavo, kad bent jau vertybinių popierių biržų sąrašuose esančios bendrovės privalėtų atskleisti informaciją apie bendrovių valdymo sistemas bei jų taikymą<sup>137</sup>. Iki tol daugumoje Europos valstybių narių tokios informacijos atskleidimas buvo savanoriškas<sup>138</sup>, tačiau *Jaap Winter* komisija įtvirtino „laikykis arba paaiškink“ principą (angl. – *comply or explain*), pagal kurį kiekviena bendrovė esanti vertybinių popierių biržos sąrašuose turi pateikti metinį pranešimą, kuriame turi nurodyti, kaip jos laikosi tam tikro bendrovių valdymo kodekso nuostatų, ir pateikti visą informaciją apie bendrovėje egzistuojančią valdymo struktūrą. Priešingu atveju, bendrovė turi nurodyti priežastis, kodėl nesilaiko vienokių ar kitokių kodekso rekomendacijų<sup>139</sup>. Tokiame metiniame pranešime turėtų būti informacija bent jau apie<sup>140</sup>:

- visuotinį akcininkų susirinkimą, jo įgaliojimus, taip pat apie bendrovės akcijas, jų suteikiamus balsus visuotiniame akcininkų susirinkime;

---

<sup>136</sup> Commission of the European Communities. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. *Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward* [interaktyvus]. 2003, [žiūrėta 2009-02-10], p. 10-11. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm#communication](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm#communication)>.

<sup>137</sup> High Level Group of Company Law Experts. *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* [interaktyvus]. 2002, [žiūrėta 2009-02-10], p. 45. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm#communication](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm#communication)>.

<sup>138</sup> BAUWHEDE, H. V.; WILLEKENS, M. Disclosure on Corporate Governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review*, 2008, Volume 16, Number 2, p. 102.

<sup>139</sup> *Cit. op.* 137, p. 61.

<sup>140</sup> *Ibid.* p. 46-47.

- valdymo organo sudėtį, jo narius, atskirus valdymo organo komitetus, jų funkcijas;
- akcininkus, turinčius didelius akcijų blokus, taip pat apie jų turimas kontrolės teises;
- tiesioginius ar netiesioginius santykius tarp stambių akcininkų ir bendrovės bei didelę reikšmę turinčias operacijas su kitais asmenimis;
- rizikos mastą, įvairių rūšių rizikos valdymą, jo sumažinimo priemones, taip pat apie bendrovėje įdiegtą vidaus kontrolės sistemą;
- valstybėje narėje galiojančio bendrovių valdymo kodekso taikymą su paaiškinimu, kurios tokio kodekso nuostatos yra tenkinamos, o kurios ne, nurodant tokio netaikymo priežastis.

Remiantis šiomis *Jaap Winter* ataskaitos rekomendacijomis Europos Komisija 2003 m. priėmė veiklos planą, kuriame perkėlė visus aukščiau minėtus principus, ir nustatė, jog metinis bendrovių valdymo pranešimas yra svarbus trumpalaikis tikslas padedantis užtikrinti efektyvų rinkos funkcionavimą<sup>141</sup>. Įgyvendinant veiklos planą pastarosios nuostatos buvo perkeltos į Keturtoją direktyvą dėl bendrovių metinių atskaitomybių<sup>142</sup>, o šios direktyvos nuostatos įgyvendintos Lietuvos Respublikos įmonių finansinės atskaitomybės įstatyme<sup>143</sup>. Taigi, Vilniaus vertybinių popierių biržos sąrašuose esančios bendrovės privalo laikytis Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso arba nurodyti priežastis, dėl kurių šio kodekso jos nesilaiko. Pagrindinis tokio reguliavimo tikslas yra parodyti akcininkams, investuotojams, kitiems rinkos dalyviams, kad bendrovių valdymas ir informacijos atskleidimo lygis atitinka visuotinai pripažintus standartus ir rekomendacijas<sup>144</sup>. Kaip matyti iš istorinės perspektyvos, šio tikslo buvo siekiama nuosekliai ir kiekviename etape toks reikalavimas buvo perkeliamas į vis griežtesnį teisinio reguliavimo lygį, todėl negalima atmesti galimybės, jog artimiausiu metu pats valdymo kodeksas gali įgyti įstatymo statusą.

Tačiau kol kas bendrovės gali pasirinkti, kaip įgyvendinti šio kodekso principus. Jos gali įtvirtinti atitinkamas nuostatas savo įstatuose arba patvirtinti bendrovės vidinius valdymo

---

<sup>141</sup> *Cit. op.* 136, p. 13.

<sup>142</sup> *Cit. op.* 109, 46a str.

<sup>143</sup> *Cit. op.* 105, 25 str. 3 d.

<sup>144</sup> *Cit. op.* 18, p. 6.

kodeksus, taip pat gali pasirinkti kitą mechanizmą bendrovių valdymo kodeksui įgyvendinti<sup>145</sup>.

Vilniaus bendrovių valdymo kodekso X principas nustato informacijos atskleidimo pagrindus<sup>146</sup>. Pagal šį principą visa informacija apie esminius bendrovės klausimus, įskaitant finansinę situaciją, veiklą ir bendrovės valdymą, turi būti atskleidžiama laiku ir tiksliai. Tokios informacijos atskleidimo būdas neturi diskriminuoti jos gavėjų, t.y. informacija turi būti atskleidžiama visiems ir vienu metu. Šis principas nebando apimti visų aukščiau išdėstytų ir įstatymuose įtvirtintų informacijos atskleidimo reikalavimų, tačiau nurodo minimalų sąrašą informacijos, kuri turėtų atskleisti bendrovė ir rekomenduoja bendrovėms atskleisti kaip galima daugiau informacijos. Taip pat kodeksas rekomenduoja daugiau naudotis elektroninėmis informacinėmis sistemomis, kad informacija galėtų skliti greičiau ir ja galėtų pasinaudoti kuo didesnis skaičius asmenų.

Vertinant tokį reguliavimą reikėtų pabrėžti, jog tai yra *sui generis* reguliavimas, kuris balansuoja ties privalomumo ir savanoriškumo riba. Iš vienos, pusės įstatymai reikalauja metiniame bendrovės pranešime nurodyti, ar laikomasi bendrovių valdymo kodekso. Tačiau bendrovė neprivalo laikytis šio kodekso, jeigu paaiškina, dėl kokių priežasčių to nedaro. Jokių teisinių sankcijų tokiu atveju neatsiranda. Toks reguliavimas yra pats optimaliausias ir nereikėtų dar labiau griežtinti informacijos atskleidimo reikalavimų juos perkeliant į įstatyminį lygmenį dėl kelių priežasčių.

Pirmiausia, toks reguliavimas yra ypač lankstus. Verslas vystosi labai sparčiai ir, tam tikrais atvejais, įstatymų leidėjas gali nespėti laiku sureaguoti į besikeičiančią situaciją rinkoje. Tuo tarpu, kai paliekama šiek tiek laisvės bendrovėms, jos pačios gali nuspręsti, kad nauja ekonominė situacija reikalauja detalesnės informacijos atskleidimo. Tokią informaciją be leidžiamosios valdžios įsikišimo jos gali pateikti daug greičiau. Priešingai nei privalomo informacijos atskleidimo režimo atveju, kai visos bendrovės privalo atskleisti visą reikalaujamą informaciją, reguliavimui esant lanksčiam skirtingo dydžio bendrovės ar bendrovės veikiančios skirtinguose sektoriuose turi galimybę atskleisti informaciją, kuri yra aktuali būtent tam sektoriui ar bendrovei. Taip yra sumažinami informacijos paruošimo kaštai bendrovei, taip pat akcininkai nėra perkraunami informacija, kuri jiems nėra aktuali.

---

<sup>145</sup> *Ibid.* p. 7.

<sup>146</sup> *Ibid.* p. 39.

Antra, jau *Jaap Winter* ataskaitoje pažymėta, kad informacijos perteklius yra nepageidautinas<sup>147</sup>. Per daug detalus informacijos atskleidimo reglamentavimas gali sukelti kelias neigiamas pasekmes: akcininkams gali būti pateikiama per daug informacijos, kurios jie negalės aprėpti<sup>148</sup>, iš kitos pusės, bendrovėms bus per daug brangu parengti ir pateikti didelius informacijos kiekius<sup>149</sup>. Būtent todėl rekomendacijos ir yra tas balastas, kuris palaiko pusiausvyrą tarp per didelio informacijos kiekio ir bendrovės kaštų bei informacijos atskleidimo naudos. Esant privalomam reglamentavimui būtų labai sunku pasiekti tokį tikslą.

Trečia, valstybės gali išvengti didelių kaštų įgyvendinant ir užtikrinant tokių įstatymų vykdymą, nes bendrovės nubaus pati rinka. Tuo labiau kad tam tikrais atvejais įstatymų numatytos sankcijos nėra efektyvios (kaip minėta aukščiau, vargu ar Lietuvoje egzistuojančios sankcijos už informacijos atskleidimo reikalavimų nesilaikymą yra pakankamos). Todėl informacijos apie bendrovių valdymą atskleidimo atveju nereikėtų įvesti teisinių sankcijų.

Apibendrinant visa, kas buvo išdėstyta aukščiau apie informacijos atskleidimą, reikėtų pabrėžti, jog bendrovių valdymo srityje informacijos atskleidimo reguliavimas yra išskirtinis. Patys svarbiausi atskleidimo aspektai yra harmonizuoti Europos lygiu direktyvomis, kurios yra įgyvendintos priimant įstatymus. Tai yra privaloma informacijos atskleidimo dalis. Tuo tarpu rekomendacinio pobūdžio reikalavimai kiekvienoje valstybėje yra įtvirtinti bendrovių valdymo kodeksuose, kurie reguliuoja tai, ko neapima įstatymai. Toks reguliavimas yra ypač efektyvus, ir dėl rekomendacinio reguliavimo privalumų bendrovių valdymo kodeksas neturėtų būti perkeliamas į įstatyminį lygmenį. Taip pat verta pabrėžti, kad informacijos atskleidimas yra viena iš pagrindinių teisinių priemonių mažinančių interesų konfliktą tarp bendrovės akcininkų ir valdymo organo. Informacijos atskleidimas papildo kitas teises priemones ir užtikrina efektyvų jų taikymą, todėl aptariant pastarąsias visada reikia atsižvelgti į tai, jog informacijos atskleidimas yra pagrindas efektyviam kitų priemonių taikymui.

Aukščiau aptartos bendrovių kontrolės rinkos ir informacijos atskleidimo teisinės priemonės yra daugiau išorinės priemonės, t.y. jos apima platesnį subjektų ratą, mažinančios

---

<sup>147</sup> *Cit. op.* 137, p. 34.

<sup>148</sup> BORGIA, F. Corporate Governance and Transparency Role of Disclosure: How Prevent New Financial Scandals and Crimes. *Transnational Crime and Corruption Center* [interaktyvus]. 2005, [žiūrėta 2009-02-13], p. 25-26. Prieiga per internetą: <<http://policy-tracc.gmu.edu/resources/publications/borgia02.pdf>>.

<sup>149</sup> HERMALIN, B. E.; WEISBACH M. S. Information Disclosure and Corporate Governance. *Fisher Collage of Business Working Paper Series* [interaktyvus]. 2008, WP 2008-17, [žiūrėta 2009-02-13], p. 26. Prieiga per internetą: <<http://www.ssrn.com/abstract=1082513>>.



interesų konfliktą tarp bendrovės valdymo organo ir akcininkų, tuo tarpu toliau aptariamos teisinės priemonės gali būti prisikirtos prie vidinių, t.y. jos konkrečiai susijusios tik su bendrovės valdymo organu ir tokios bendrovės akcininkais. Tai finansinės priemonės skirtos valdymo organo nariams skatinti, valdymo organo sudėties teisinis reguliavimas ir bendrovės akcininkų teisių stiprinimas.

### **2.3 Finansinės priemonės skirtos valdymo organo nariams skatinti**

Užmokesčio dydžio bei skyrimo valdymo organo nariams tema yra ypač jautri visuomenėje ir ji lydi daugumą didžiausių bendrovių žlugimo skandalų ne tik JAV, bet ir Europoje<sup>150</sup>. Natūralu, kad valdymo organo nariai siekia gauti kuo didesnę užmokestį už savo darbą, o bendrovės akcininkai nori mokėti tiek, kiek tokie asmenys yra verti. Tinkamas teisinis reguliavimas tokioje situacijoje turi ne tik padėti sumažinti konfliktą dėl užmokesčio dydžio bei formos, bet ir sureguliuoti konfliktus kylančius dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo.

Galima išskirti keturias funkcijas, kurias turi atlikti bendrovės valdymo organo nariams mokamas užmokestis: atlyginti už atliktą gerą darbą, skatinti ir ateityje dirbti gerai, padėti išlaikyti arba pritraukti žmogiškąjį kapitalą ir suderinti valdymo organo narių ir akcininkų interesus. Būtent ši paskutinė užmokesčio funkcija ir yra svarbiausia nagrinėjamai temai.

Sunkumai kyla, kai reikia nuspręsti, kokio dydžio užmokestis gali suderinti interesų konfliktus tarp dviejų skirtingų šalių. Užmokesčio dydžio nustatymo problemą galime vadinti turimų lėšų paskirstymo problema:<sup>151</sup> reikia paskirstyti turimo dydžio pyragą, tik neaišku, kokia dalis turėtų atitekti valdymo organo nariams. Kuo daugiau bus išmokama pinigų valdymo organo nariams, tuo mažesnę pelną galės pasidalinti akcininkai. Padėtį apsunkina dar ir tai, kad bendrovėse, kurių akcijos yra labai išplatintos rinkoje ir kurios turi labai daug akcininkų, peilį rankose laiko ir pyragą pjausto valdymo organo nariai.

Tokio uždavinio išspręsti neįmanoma, jei koncentruojamasi tik į užmokesčio dydį ir neatsižvelgiama į jo struktūrą. Interesų konfliktą galima išspręsti, jeigu bent dalį užmokesčio, kurį gauna valdymo organo nariai, susiesime su bendrovės veikla, kitais žodžiais tariant, kuo

---

<sup>150</sup> HILL, J. G. Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era. *Vanderbilt University Law School Law and Economics Working Paper* [interaktyvus]. 2006, Nr. 06-06 [Žiūrėta 2009-02-27], p. 3-5. Prieiga per internetą: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=922299](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=922299)>.

<sup>151</sup> RILEY, C.; RYLAND, D. Directors' Remuneration: Towards some Principles of Substantive and Procedural Review. In *Corporate Governance and Corporate Control*. London: Cavendish Publishing Limited, 1995, p. 182.

geriau ir efektyviau bendrovė veikia, tuo didesnę užmokestį gauna tokios bendrovės valdymo organo nariai. Problemą išspręsti gali padėti ir detalios informacijos apie užmokestį atskleidimas bei užmokesčio skyrimo mechanizmo teisinis reguliavimas. Todėl žemiau bus aptarti ir analizuojami visi paminėti sprendimo būdai.

### 2.3.1 Valdymo organo narių užmokesčio struktūra

Prieš aptariant galimą teisinį reguliavimą reikia pažvelgti iš kokių finansinių priemonių yra sudarytas valdymo organo narių užmokestis. Pirmiausia, svarbi užmokesčio dalis yra atlyginimas, kuris dažniausiai būna išreikštas fiksuota suma ir yra mokamas nepriklausomai nuo to kaip efektyviai dirba valdymo organo nariai. Fiksuoto užmokesčio nustatymas niekaip neskatina asmenų didinti akcininkų turto vertės, tačiau tai yra garantija, kad asmuo gaus stabilias finansines pajamas.

Kita priemonė yra finansinis paskatinimas dėl trumpalaikių bendrovės tikslų pasiekimo. Vieną iš tokios priemonės formų galime rasti Akcinių bendrovių įstatyme<sup>152</sup>: valdymo organo nariams už jų darbą gali būti išmokamos tantjemos, t.y. tam tikra bendrovės pelno dalis, kuri yra išmokama metų pabaigoje. Tokia užmokesčio dalis skatina valdymo organo narius kaip galima labiau didinti pelną, kad pastarieji gautų kuo didesnę išmoką. Tokios priemonės neigiama pusė yra ta, kad didindami trumpalaikį pelningumą valdymo organo nariai gali nekreipti dėmesio į ilgalaikius bendrovės tikslus (o šie atspindi akcininkų interesus) arba naudoti tam tikras apskaitos sistemas, kurios visas pajamas perkelia į esamus metus, o visas išlaidas paskirsto ateityje<sup>153</sup>. Tokie valdymo organo narių veiksmai prieštarauja akcininkų interesams, todėl valdymo organo narių skatinimas dėl trumpalaikių bendrovės tikslų pasiekimo ne visada gali būti pateisinamas.

Verta paminėti ir tokias finansines priemones kaip pensijos, išeitinės kompensacijos ir įvairios privilegijos. Pensijų suteikimas užtikrina, kad valdymo organo nariai gaus tam tikrą pinigų sumą, kai bendrovėje išdirbs atitinkamą metų skaičių. Tuo tarpu išeitinė kompensacija užtikrina, kad asmenų atleidimo atveju jiems bus tinkamai atlyginta. O įvairios privilegijos suteikia teisę naudotis bendrovės mašinomis, telefonais ir kitu bendrovės turtu. Nors visos

---

<sup>152</sup> *Cit. op.* 6, 33 str. ir 59 str.

<sup>153</sup> CRESPI, R.; GISPERT, C.; RENNEBOOG, L. Cash-Based Executive Compensation in Spain and UK. In *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*. Oxford: Oxford University Press, 2002, p. 649-650.

išvardintos priemonės skatina bendrovės valdymo organo narius, tačiau jos nesusieja jų užmokesčio su bendrovės veiklos efektyvumu.

Vienas iš būdų kaip galima suderinti bendrovės valdymo organo narių ir akcininkų interesus pasinaudojant užmokesčiu yra dalį užmokesčio mokėti bendrovės akcijomis. Tokiu atveju bendrovės valdymo organo nariai tampa suinteresuoti bendrovės gyvavimu ilguoju laikotarpiu ir bendrovės akcijų kainos augimu (taip pat kaip ir akcininkai), kadangi nuo šių veiksmų priklauso jų gaunamas uždarbis.

Šiam tikslui pasiekti yra naudojami pasirinkimo pirkti akcijas sandoriai (angl. – *stock options*). Tai sandoriai, pagal kuriuos valdymo organo nariai gauna teisę (bet ne prievolę) įsigyti bendrovės akcijų už iš anksto nustatytą kainą ir praėjus iš anksto numatytam laikotarpiui<sup>154</sup>. Akcijų pirkimo kaina gali būti didesnė, mažesnė arba lygi akcijų kainai buvusiai sudarant tokį sandorį. Tai yra ilgalaikio skatinimo priemonė, kadangi tokia teisė dažniausiai suteikiama praėjus ilgam laiko tarpui nuo sandorio sudarymo dienos (pvz.: dešimčiai metų). Papildomai sandoryje gali būti numatyta, kad pasirinkimo sandorį įvykdyti bus galima tik pasiekus atitinkamus bendrovės veiklos rezultatus. Tokiu būdu kuo geriau ir efektyviau bendrovė bus valdoma, tuo didesnė akcijos kaina bus atitinkamo laikotarpio pabaigoje, taigi tuo didesnę užmokesčių gaus valdymo organo narys (gaus skirtumą tarp akcijos kainos numatytos pasirinkimo sandoryje ir rinkoje esančios akcijos kainos pasirinkimo sandorio įvykdymo metu). Nors tokie sandoriai nėra laikomi panacėja ir yra šiek tiek kritikuojami, tačiau dėl efektyvumo susiejant bendrovių valdymo organo narių užmokesčių su bendrovės veiklos rezultatais pasirinkimo pirkti akcijas sandoriai, pirmiausia atsiradę JAV, šiuo metu labai sparčiai populiarėja tarp Europos valstybių biržų sąrašuose esančių bendrovių<sup>155</sup>.

Europoje nėra konkretaus reguliavimo, kuris pasisakytų už ar prieš pasirinkimo pirkti akcijas sandorius, o *Winter* ataskaita teigia, kad forma ir užmokesčio dydis skiriamas valdymo organo nariams turi būti nustatomas pačių bendrovių, nors tuo pačiu metu neatmeta galimybės, kad tinkamas teisinis reguliavimas šioje srityje gali padėti geriau suderinti interesus tarp akcininkų ir valdymo organo<sup>156</sup>.

---

<sup>154</sup> CONYON, M. J.; MURPHY, K. J. Stock-Based Compensation. In *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*. Oxford: Oxford University Press, 2002, p. 626-627.

<sup>155</sup> FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N.; VESPRO, C. „Governance Matters“: Convergence in Law and Practice Across the EU Executive Pay Faultline. *The Journal of Corporate Law Studies*, 2004, No. 2, p. 8-11, 48-51.

<sup>156</sup> *Cit. op.* 137, p. 64-65.

Tiesiogiai reguliuoti užmokesčio sandarą ir nustatyti konkretų valdymo organo narių užmokesčio dydį (pvz.: kai kurie teoretikai siūlo susieti tokį užmokestį su bendrovės darbuotojų vidutiniu užmokesčiu<sup>157</sup>) nėra geras pasirinkimas, kadangi jis neatsižvelgia į kiekvienos ūkio srities, kurioje dirba bendrovė, specifiką. Todėl pasitelkiant teises priemones galima skatinti bendroves naudoti pasirinkimo pirkti akcijas sandorius netiesiogiai. Geras būdas tai daryti yra reguliuojant mokesčių sistemą.

Remiantis Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo komentaru<sup>158</sup> galima išskirti dvi situacijas susijusias su pasirinkimo pirkti akcijas sandoriais. Pirma, jeigu toks sandoris suteikia valdymo organo nariams teisę vietoj akcijų gauti piniginę išmoką, atitinkančią skirtumą tarp akcijų kainos numatytos pasirinkimo sandoryje ir tokio sandorio įvykdymo metu esančios rinkos kainos, tai tokia išmoka yra laikoma su darbu susijusiomis pajamomis ir yra apmokestinama gyventojų pajamų mokesčiu. Daug svarbesnė yra antra situacija, kai bendrovės valdymo organo nariai įsigyja bendrovių akcijų už kainą numatytą pasirinkimo sandoryje arba gauna jas nemokamai. Tokiu atveju gaunama nauda (t.y. skirtumas tarp akcijos rinkos kainos ir akcijos įsigijimo kainos) nėra laikoma pajamomis gautomis natūra, todėl nėra pajamų mokesčio objektas.

Vertinant pastarąjį reguliavimą reikia pabrėžti, kad jis skatina mokėti uždarbį akcijomis, bet ne išmokomis susietomis su akcijų kaina. Tai vertintina teigiamai, kadangi bendrovės valdymo organo nariai, kurie remiantis pasirinkimo sandoriu gaus teisę nusipirkti akcijas (arba gaus jas nemokamai), bet negaus išmokos pinigine išraiška, yra labiau suinteresuoti ne tik akcijų kaina, bet bendrovės veikla apskritai. Tai gali būti paaiškinama tuo, kad gaudami uždarbį jie tampa bendrovės akcininkais. Tuo tarpu asmenys gaunantys tik piniginę išmoką gali pasitelkti tam tikras priemones (pvz.: supirkti akcijas bendrovės vardu), kad dirbtinai pakeltų akcijų kainą, pagal kurią bus apskaičiuojama išmoka, ir taip gautų didesnę užmokestį. Kadangi jie netampa bendrovės savininkais, jie nėra stipriai suinteresuoti bendrovės veikla ir pelningumu ilguoju laikotarpiu.

Nors toks teisinis reguliavimas skatina sudaryti pasirinkimo pirkti akcijas sandorius, jį galima dar labiau patobulinti. Įstatymuose įtvirtinus piniginių užmokestį šiek tiek žemesnį nei rinkoje esantis valdymo organo narių užmokesčio vidurkis ir nustačius, kad mokesčiai peržengus šią ribą tampa dvigubai didesni (t.y. įvedus progresyvinius mokesčius), bus

---

<sup>157</sup> *Cit. op.* 155, p. 57.

<sup>158</sup> Valstybinė mokesčių inspekcija. Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo (su pakeitimas ir papildymais) (Valstybės žinios, 2002, Nr. 73-3085) komentaras. 6 ir 9 str.

reguluojama užmokesčio išmokamo pinigais dalis. Bendrovės turės du pasirinkimus: arba mokėti daug didesnius mokesčius valstybei, arba likusią uždarbio dalį išmokėti kitu būdu. Kadangi pagal pasirinkimo pirkti akcijas sandorius pirktos ar gautos nemokamai akcijos nėra pajamų mokesčio objektas, tai dauguma bendrovių pasirinks būtent šį būdą sumokėti uždarbio dalį viršijančią įstatymuose numatytą ribinį užmokestį.

Toks teisinis reguliavimas ne tik padėtų tam tikrais atvejais surinkti į biudžetą daugiau mokesčių, bet ir padėtų labiau sureguliuoti akcininkų ir valdymo organo narių interesus, kurie nesutampa dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo bendrovėse.

### 2.3.2 Užmokesčio skyrimo tvarka

Užmokesčio skyrimo tvarkos klausimas yra ne mažiau svarbus nei užmokesčio struktūros. Teisinis reguliavimas turi garantuoti, kad užmokestis būtų skiriamas laikantis visų procedūrinių reikalavimų, taip pat, kad tokį užmokestį skirtų asmenys nepriklausomi nuo valdymo organo narių ir geriausiai atstovaujantys akcininkų interesus.

Akcinių bendrovių įstatyme<sup>159</sup> nustatyta, kad bendrovės valdymo organo narius skiria ir atšaukia stebėtojų taryba (visuotinis akcininkų susirinkimas tai daro, jeigu stebėtojų taryba nėra sudaroma). Įstatymas nepateikia jokių nuostatų dėl užmokesčio skyrimo tvarkos, todėl galima padaryti išvadą, kad užmokestį nustato ir skiria taip pat stebėtojų taryba, kai tokia jos funkcija yra įtvirtinta bendrovės įstatuose. Detalesnis reglamentavimas pateikiamas 2005 m. vasario 15d. Komisijos rekomendacijoje<sup>160</sup>, kuri nustato, kad bendrovėse turi būti steigiamas atlyginimų komitetas, atsakingas už valdymo organo narių užmokesčio politikos parengimą. Remiantis rekomendacija, toks komitetas turi būti sudaromas mažiausiai iš trijų stebėtojų tarybos narių, kurių įgaliojimus bei veiklos taisykles parengia stebėtojų taryba. Tokia atlyginimo komiteto sudėtis atitinka akcininkų interesus, jeigu bendrovėje yra sudaryta stebėtojų taryba. Tačiau, jeigu pastaroji taryba nesudaroma, tai atlyginimo komitetas yra steigiamas iš valdymo organo narių, o tai reiškia, kad valdymo organo nariai patys sau parengia rekomendaciją dėl užmokesčio. Tokia tvarka ne tik nepadedą išspręsti interesų konflikto tarp akcininkų ir bendrovės valdymo organo, bet dar labiau pagilina jį. Galimas

---

<sup>159</sup> *Cit. op.* 6, 33 str.

<sup>160</sup> 2005 m. vasario 15 d. Komisijos rekomendacija 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių konsultantų arba stebėtojų tarybos narių vaidmens ir dėl (stebėtojų) tarybos komitetų (OL, 2005, L 52, p. 51).

sprendimo būdas yra numatytas pačioje rekomendacijoje<sup>161</sup>, t.y. tokio komiteto nariais paskirti direktorius-konsultantus (angl. – *non-executive directors*), kurie neatlieka jokių vykdomųjų funkcijų bendrovėje ir nėra priklausomi nuo likusių valdymo organo narių (plačiau apie direktorius-konsultantus žiūrėti 2.4 skyrių).

Atlyginimo komiteto kompetencija apsiriboja pasiūlymų rengimu stebėtojų tarybai. Pasiūlymas turi apimti uždarbio struktūrą, ypač atkreipiant dėmesį į su bendrovės veiklos rezultatais susijusias užmokesčio dalimi, turi būti nurodyti tokio užmokesčio tikslai ir kaip jie padeda suderinti bendrovės akcininkų ir valdymo organo narių interesus. Komitetas atskirai turi pasisakyti apie kiekvieno valdymo organo nario uždarbį ir tokio uždarbio sąsajas su bendrovės veiklos rezultatais, taip pat dėl pasirinkimo pirkti akcijas sandorių naudojimo įgyvendinant bendrovės atlyginimų politiką.

Šias rekomendacijos nuostatas Lietuvoje įgyvendina Bendrovių valdymo kodeksas<sup>162</sup>. Aiškinant šio kodekso ir Akcinių bendrovių įstatymo nuostatas sistemiškai, reikia pabrėžti, kad bendrovės organas negali perleisti savo kompetencijai priskirtų klausimų kitam organui, todėl atlyginimo komitetas gali tikrai didinti stebėtojų tarybos darbo efektyvumą bei padėti vengti esminių interesų konfliktų teikdamas rekomendacijas dėl uždarbio valdymo organo nariams.

Vertinant teisinį reguliavimą valdymo organo narių užmokesčio srityje, reikia pažymėti, kad uždarbio skyrimo modelis pasitelkiant atlyginimo komitetą efektyvus gali būti tik tokiu atveju, jeigu bendrovėje yra sudaroma stebėtojų taryba. Tokiu atveju dalis stebėtojų tarybos narių sudaro atlyginimų komitetą, pastarasis siūlo atlyginimų politiką ir stebėtojų taryba priima sprendimą dėl valdymo organo narių užmokesčio skyrimo bei tokio užmokesčio dydžio atskiriems valdymo organo nariams. Tačiau jeigu bendrovėje nesudaroma stebėtojų taryba, tai atlyginimo komiteto steigimas prie valdymo organo yra sunkiai įsivaizduojamas, kadangi jis neatlieka savo esminių funkcijų, t.y. nesuderina interesų tarp akcininkų ir valdymo organo. Net ir tuo atveju, kai bendrovėje yra tik valdymo organas, o atlyginimo komitetas yra sudarytas tik iš nepriklausomų direktorių-konsultantų, tokio komiteto išvada yra tik rekomendacinė ir valdymo organas nėra įpareigotas jos laikytis. Todėl net ir gerai komiteto rekomendacijai gali būti nepritarta, išskyrus atvejus, kai daugiau kaip pusę valdymo organo narių sudaro nepriklausomi direktoriai-konsultantai, tačiau tokiu atveju pagrindinė valdymo organo funkcija, t.y. valdyti bendrovę, yra smarkiai apribojama.

---

<sup>161</sup> *Ibid.*, I priedas.

<sup>162</sup> *Cit. op.* 18, IV principas.

Dėl šių priežasčių turėtų būti tikslinamas Bendrovių valdymo kodeksas, nustatant, kad atlyginimo komitetas gali būti steigiamas tik bendrovėje turinčioje stebėtojų tarybą, o Akcinių bendrovių įstatymas turėtų numatyti atvejus, kada steigti stebėtojų tarybą yra privaloma (pvz.: biržos sąrašuose esančios bendrovės privalėtų turėti kolegialų priežiūros organą). Taip pat įstatyme turėtų būti įtvirtinta, kas yra atsakingas už valdymo organo narių užmokesčio bei jo dydžio nustatymą, nes iš dabartinės įstatymo formuluotės tai nėra aišku. Taip būtų sustabdyta šiuo metu egzistuojanti praktika, kai bendrovės valdymo organo nariai užmokestį nusistato patys sau<sup>163</sup>.

### 2.3.3 Informacijos apie užmokestį atskleidimas

Jau *Winter* ataskaitoje buvo numatyti informacijos apie valdymo organo narių užmokestį atskleidimo elementai<sup>164</sup>, kurie buvo perkelti į Europos Bendrijų Komisijos veiksmų planą<sup>165</sup>, o pastarojo plano nuostatos buvo įtrauktos į Komisijos rekomendaciją dėl direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos<sup>166</sup>. Rekomendacija Lietuvoje yra perkelta į Bendrovių valdymo kodeksą.

Remiantis rekomendacijos preambule, akcininkams turi būti pateikta aiški ir išsami bendrovės atlyginimų politikos apžvalga, kuri leistų sustiprinti atskaitomybę akcininkams. Rekomendacija ypač akcentuoja, kad atlyginimų ataskaitoje didžiausias dėmesys būtų skiriamas atlyginimų politikai ateityje bei tokios politikos pokyčiams lyginant su ankstesniais finansiniais metais. Tai vertintina teigiamai, kadangi akcijų kaina atspindi bendrovės vertę ateityje, todėl akcininkai gerai žinodami bendrovės atlyginimų politiką gali tiksliau vertinti turimas bendrovės akcijas. Rekomendacija numato minimalią informaciją, kurią turi paskelbti bendrovė savo atlyginimų ataskaitoje. Verta paminėti, kad tokioje ataskaitoje, be informacijos apie užmokesčio struktūrą, uždarbio ir bendrovės veiklos rezultatų sąryšį bei valdymo organo narių uždarbio nustatymo procesą, turi būti labai detali informacija apie kiekvieno valdymo organo nario gaunamą užmokestį. Palyginimui, dabar galiojančiose Vertybinių popierių komisijos patvirtintose periodinės ir papildomos informacijos rengimo ir

---

<sup>163</sup> 2009 m. vasario 20 d. AB „Lietuvos energija“ pranešimas žiniasklaidai [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009-03-01]. Prieiga per internetą: <<http://www.lpc.lt/lt/main/news/press?ID=826>>.

<sup>164</sup> *Cit. op.* 137, p. 65-67.

<sup>165</sup> *Cit. op.* 136, p. 16.

<sup>166</sup> 2004 m. gruodžio 14 d. Komisijos rekomendacija 2004/913/EB dėl atitinkamos bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos (OL, 2004, L 385, p. 55).

pateikimo taisyklėse<sup>167</sup> nustatyta, kad turi būti pateikiama informacija apie bendrovės per ataskaitinį laikotarpį priskaičiuotas pinigų sumas, kitą perleistą turtą bei suteiktas garantijas bendrai visiems valdymo organo nariams, taip pat turi būti pateikti vidutiniai dydžiai tenkantys vienam valdymo organo nariui. Tai yra labai bendra informacija, kuri sudaro tik bendrą vaizdą, todėl rekomendacijoje įtvirtintas detalaus informacijos atskleidimo režimas vertinamas teigiamai, nes suteikia akcininkams galimybę prašyti kiekvieno valdymo organo nario atsiskaityti už jam paskirtą užmokestį ir įrodyti, kaip jo veikla prisidėjo prie bendrovės veiklos rezultatų.

Rekomendacija ir ją įgyvendinantis Bendrovių valdymo kodeksas įtvirtina labai pažangias nuostatas, kurios gali stipriai paveikti bendrovėse egzistuojančią atlyginimų politiką. Jau vien faktas, kad valdymo organo nariai negali slėptis po nežinomybės skydu ir turi atskleisti akcininkams, kodėl jie gauna tam tikro dydžio uždarbį, yra puikus būdas sumažinti interesų konfliktą tarp pastarųjų šalių. Gaila, kad tokios nuostatos yra tik rekomendacinio pobūdžio ir toliau leidžia bendrovių valdymo organo nariams savivaliauti bei nusistatyti atlyginimus patiems sau apie tai neinformavus bendrovės akcininkų.

## **2.4 Bendrovės valdymo organo struktūra**

Bendrovės valdymo organo struktūra yra labai aktuali bendrovių valdymo tema tiek ekonomikos, tiek ir teisės ekspertams. Iš ekonominės pusės labiau analizuojami klausimai susiję su valdymo organo struktūra ir nuo jos priklausančiais bendrovės veiklos rezultatais<sup>168</sup>, tuo tarpu iš teisinės perspektyvos reikėtų analizuoti valdymo organo struktūros teisinį reguliavimą, kuris padėtų spręsti interesų konfliktus kylančius dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo. Šiame skyriuje bus aptarti galimi valdymo organo struktūros modeliai bei teisinis reguliavimas Lietuvos Respublikoje.

### **2.4.1 Anglosaksų tipo valdymo organo struktūra**

Kitaip dar vadinama vienos pakopos modeliu (angl. – *one-tier structure*), yra tokia struktūra, kai bendrovės valdymo organo narius tiesiogiai renka visuotinis akcininkų susirinkimas. Tokioje sistemoje nėra atskiro priežiūros organo, o priežiūros funkcijos yra atliekamos pačio

---

<sup>167</sup> 2007 m. vasario 23 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas dėl periodinės ir papildomos informacijos rengimo ir pateikimo taisyklių patvirtinimo (Nr. 1K-3).

<sup>168</sup> BHAGAT, S.; BLACK, B. The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 2002, Vol. 27, p. 231-274.



valdymo organo ar jo dalies. Pavyzdžiui, Italijoje bendrovės, kurios pasirenka vienos pakopos modelį, privalo iš dalies valdymo organo narių suformuoti kontrolės komitetą, kuris atliktų priežiūros funkciją<sup>169</sup>. Dažniausiai valdymo organo nariai tokia modelyje yra skirstomi į atliekančius valdymo funkciją (angl. – *executive directors*) ir neatliekančius valdymo funkcijos, bet prižiūrinčius likusius valdymo organo narius, kitaip dar vadinami direktoriai-konsultantai (angl. – *non-executive directors*).

Galima išskirti šiuos anglosaksų tipo valdymo organo struktūros privalumus: bendrovėje yra sudaromas tik vienas organas, todėl tiek ir vykduojantieji, tiek ir juos prižiūrintys valdymo organo nariai dalyvauja tuose pačiuose posėdžiuose. Tai užtikrina, kad priežiūros funkciją atliekantys valdymo organo nariai informaciją susijusią su bendrovės veikla gauna tuo pačiu metu ir gali imtis veiksmų iš karto. Kitas privalumas yra tas, kad valdymo organas sprendimus privalo priimti dalyvaujant visiems nariams, tai užtikrina, kad direktoriai-konsultantai gali balsuoti prieš atitinkamą sprendimą, kuris nėra palankus bendrovės akcininkams. Svarbus privalumas yra, kad valdymo organo narius renka tiesiogiai akcininkai priimdami sprendimą akcininkų susirinkime, todėl gali kontroliuoti, kokie asmenys valdys bendrovę.

Tačiau šiuose privalumuose slypi ir trūkumai: ne visada reikia, kad priimant valdymo organo sprendimus dalyvautų ir direktoriai-konsultantai, sąnaudų prasme yra efektyviau, jeigu jie tik tam tikrais intervalais peržiūri vykdančią funkciją atliekančių narių sprendimus. Taip pat priežiūrą atliekantys valdymo organo nariai gali tapti priklausomi nuo likusių narių, juos gali pradėti sieti tam tikri tarpusavio interesai, dėl kurių nebus tinkamai atliekama priežiūros funkcija.

Vertinant šią valdymo organo struktūrą reikia pasakyti, kad ji labiausiai tinka bendrovėms, kurios turi kontroliuojančius akcininkus, kurie gali papildomai stebėti ir prižiūrėti valdymo organo veiksmus. Tačiau bendrovėse turinčiose labai daug smulkių akcininkų negalima patikėti ir valdymo, ir priežiūros funkcijos tam pačiam organui, nes atsiranda didelė tikimybė, kad tokio valdymo organo veiksmai neatitiks bendrovės akcininkų interesų. Vienos pakopos valdymo struktūra tokioms bendrovėms yra tinkama tik tais atvejais, kai teisinis reguliavimas griežtai numato, kad valdymo organe privalo būti priežiūros funkcijas atliekančių narių, pvz.: kaip tai yra Italijoje, arba kai tai nėra griežtai

---

<sup>169</sup> GHEZZI, F.; MALBERTI, C. Corporate Law Reforms in Europe: The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law. *Bocconi University Legal Studies Research Paper Series*, No. 15 [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2009-03-02], p. 25-27. Prieiga per internetą: <<http://ssrn.com/abstract=960133>>.

reguliuojama, bet yra nusistovėjusi praktika formuoti valdymo organą iš abiejų tipų narių, pvz.: taip yra Didžiojoje Britanijoje<sup>170</sup>.

Be anglosaksų modelio, kuris dominuoja tokiose Europos valstybėse kaip Didžioji Britanija, Airija, Švedija, Ispanija, Liuksemburgas<sup>171</sup>, egzistuoja ir kitas ne mažiau populiarus valdymo organo struktūros modelis.

#### 2.4.2 Germaniško tipo valdymo organo struktūra

Taip pat vadinama dviejų pakopų modeliu (angl. – *two-tier structure*), yra tokia struktūra, kai akcininkų susirinkimas renka priežiūros organą, o pastarasis ne iš savo narių renka bendrovės valdymo organą. Esminis šio modelio bruožas yra tas, kad priežiūros ir valdymo funkcijos yra griežtai atskirtos ir jas atlieka du skirtingi bendrovės organai. Geriausias tokio modelio pavyzdys egzistuoja Vokietijoje<sup>172</sup>.

Pagrindinis germaniško tipo valdymo organo struktūros privalumas yra tai, kad priežiūros organas yra visiškai nepriklausomas nuo valdymo organo ir netgi atvirkščiai, valdymo organo narius renka ir atšaukia priežiūros organas. Todėl galima sakyti, kad valdymo organas priklauso nuo priežiūros organo. Dėl visiško funkcijų atskyrimo priežiūros organas gali pilnai atlikti savo funkcijas ir prižiūrėti, kad akcininkų interesai nebūtų pažeisti netinkamais valdymo organo narių veiksmais. Taip pat priežiūros organas gali reikalauti valdymo organo panaikinti pastarojo sprendimus, kurie neatitinka bendrovės akcininkų interesų.

Vertinant tokios struktūros trūkumus verta paminėti, jog valdymo organo nariai nėra renkami akcininkų susirinkimo tiesiogiai, todėl tam tikrais atvejais gali būti išrinkti nariai, kurių akcininkai nepageidauja. Kitas trūkumas – informacija priežiūros organą pasiekia ne taip greitai ir efektyviai kaip tai yra vienos pakopos modelyje. Negalima atmesti tokių atvejų, kai valdymo organo nariai specialiai vilkina informacijos perdavimą priežiūros organui, kad galėtų įgyvendinti priimtus sprendimus atitinkančius pirmųjų interesus.

---

<sup>170</sup> DAVIES, P. L. Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? *London School of Economics – Department of Law Working Paper Series* [interaktyvus]. 2001 [žiūrėta 2009-03-03], p. 6-8. Prieiga per internetą: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=262959](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=262959)>.

<sup>171</sup> Internal Market Directorate General. *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, on behalf of the European Commission* [interaktyvus]. 2002 [žiūrėta 2009-03-03], p. 44. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf)>.

<sup>172</sup> HOPT, J. K. The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms. In *Comparative Corporate Governance, The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Clarendon Press, 1998, p. 228-229.

Apibendrinant germaniško tipo valdymo organo struktūrą galima teigti, kad ji labiau tinka bendrovėms turinčioms labai daug smulkių akcininkų ir neturinčioms kontroliuojančių akcininkų. Tokią išvadą lemia tai, kad griežtas priežiūros ir valdymo funkcijų atskyrimas yra naudingesnis akcininkams, kurie patys negali kontroliuoti bendrovės valdymo organo veiksmų. Todėl priežiūros funkcijos perleidimas atskiram, tiksliai už valdymo organo kontrolę atsakingam organui garantuoja, kad interesų konfliktas tarp akcininkų ir valdymo organo bus sumažintas efektyviausiai.

Aptarus abu valdymo organo struktūros modelius egzistuojančius Europoje verta panagrinėti, koks gi modelis egzistuoja Lietuvoje.

#### 2.4.3 Valdymo organo struktūra Lietuvoje

Lietuvoje, kaip ir Italijoje, Prancūzijoje ar Belgijoje<sup>173</sup>, yra įtvirtinti abu, tiek anglosaksų, tiek ir germaniškasis, valdymo organo struktūros modeliai. Tokia galimybė numatyta Akcinių bendrovių įstatyme<sup>174</sup>, kuris nustato, kad stebėtojų taryba (bendrovės priežiūros organas) gali būti steigama bendrovėje pasirinktinai. Tai reiškia, kad akcininkai steigdami bendrovę gali pasirinkti, ar bendrovės įstatuose įtvirtinti vienos, ar dviejų pakopų valdymo organo struktūrą. Tai labai pažangus požiūris į bendrovės valdymo organo struktūrą, tačiau įstatymų leidėjas turi būti atidus ir sureguliuoti abu modelius vienodai efektyviai, kad nebūtų palikta jokių teisinių spragų. Būtent tai ir bus analizuojama toliau.

Dviejų pakopų modelis įtvirtintas Akcinių bendrovių įstatyme atitinka visas pagrindines šio modelio savybes, t.y. visuotinis akcininkų susirinkimas renka stebėtojų tarybos narius<sup>175</sup>, o pastarieji renka ir atšaukia, bei prižiūri, kaip valdymo organo nariai atlieka savo pareigas, taip pat teikia akcininkų susirinkimui įvairias ataskaitas susijusias su bendrovės veikla<sup>176</sup>. Tokiu būdu stebėtojų tarybos išrinktas bendrovės valdymo organas tiesiogiai atsako ne akcininkams, o pačiai stebėtojų tarybai. Kaip jau minėta, toks modelis patenkina akcininkų interesus efektyviausiai, kadangi stebėtojų taryba neatlieka jokios valdymo funkcijos ir gali nepriklausomai prižiūrėti valdymo organą, todėl teisiniu požiūriu šis modelis neturi reikšmingų reguliavimo spragų. Nepaisant dvipakopio modelio privalumų, Lietuvoje labiau yra paplitusi vienos pakopas valdymo organo struktūra.

---

<sup>173</sup> *Cit. op.* 171, p. 44.

<sup>174</sup> *Cit. op.* 6, 19 str.

<sup>175</sup> *Ibid.* 20 str.

<sup>176</sup> *Ibid.* 32 str.

Akcinių bendrovių įstatymas įtvirtindamas teisę nusteigti stebėtojų tarybos<sup>177</sup> numato vienos pakopos valdymo organo modelio pasirinkimo galimybę. Tokiu atveju visuotinis akcininkų susirinkimas tiesiogiai renka valdymo organo narius. Problema kyla dėl to, kad niekas neatlieka tokio valdymo organo priežiūros, nes stebėtojų tarybos funkcijos negali būti priskiriamos jokiai kitam bendrovės organui. Jeigu bendrovė turi kontroliuojantį akcininką, tai didelė tikimybė, kad jis bus vienas iš valdymo organo narių, todėl galės kontroliuoti kitus narius, tačiau bendrovėje neturinčioje kontroliuojančio akcininko, tokia galimybė yra praktiškai neįmanoma. Esant tokiam reguliavimui yra labai didelė tikimybė, kad niekieno nekontroliuojami valdymo organo nariai tenkins savo asmeninius ir neatsižvelgs į akcininkų interesus.

Problema kiek lengvina prievolė akcinėms bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama Lietuvos Respublikos ir (arba) kitos valstybės narės reguliuojamoje rinkoje, steigti audito komitetą<sup>178</sup>. Toks komitetas yra atsakingas už finansinių ataskaitų rengimo procesą, audito atlikimo procesą bei bendrovės vidaus kontrolės ir rizikos valdymą. Audito komiteto sudėtis ir sudarymo tvarka nustatyta Vertybinių popierių komisijos nutarimu<sup>179</sup>. Pagal minėtą nutarimą komitetas turi būti sudaromas iš ne valdymo funkciją bendrovėje atliekančių asmenų, kurie prižiūrėtų finansinių ataskaitų rengimą bendrovėje. Nors tai garantuoja, kad tam tikru lygiu valdymo organo nariai yra prižiūrimi, audito komitetas negali atlikti visų priežiūros funkcijų, nes to, kaip minėta aukščiau, neleidžia Akcinių bendrovių įstatymas.

Dėl aukščiau minimų priežasčių vienos pakopos valdymo organo struktūros reguliavimas Lietuvoje yra ydingas, nes neužtikrina maksimalaus akcininkų ir valdymo organo narių interesų suderinamumo.

#### 2.4.4 Galimos teisinio reguliavimo alternatyvos

Galimi keli teisinio reguliavimo būdai, kuriais galima užtikrinti tinkamą valdymo organo narių priežiūrą ir kontrolę. Pats lengviausias kelias yra įstatymuose įtvirtinti, kad visos bendrovės, kurių vertybiniais popieriais yra prekiaujama Lietuvos Respublikos ar kitos valstybės narės reguliuojamoje rinkoje, privalo sudaryti stebėtojų tarybą. Taip būtų

<sup>177</sup> *Ibid.* 19 str.

<sup>178</sup> Lietuvos Respublikos audito įstatymas (su pakeitimas ir papildymais) (Valstybės žinios, 1999, Nr. 59-1916), 52 str.

<sup>179</sup> 2008 m. rugpjūčio 21 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 1K-18 dėl reikalavimų audito komitetams.

užtikrinamas efektyvus valdymo organo narių kontrolės mechanizmas, tačiau iš kitos pusės būtų atimta teisė pasirinkti tarp dviejų valdymo struktūrų. Tai vertinama neigiamai, nes akcininkai nebegalėtų remdamiesi aukščiau nurodytų abiejų valdymo modelių privalumais ir trūkumais nuspręsti, kuri struktūra yra tinkamesnė jų kuriamai bendrovei. Todėl pasirinkimas tarp abiejų modelių turi išlikti, tačiau vienos pakopos valdymo organo struktūros teisinis reguliavimas turi būti patobulintas.

Teisinėje ir ekonomikos doktrinoje plačiai yra pripažįstamas nepriklausomų valdymo organo narių (angl. – *independent directors*) vaidmuo<sup>180</sup>, todėl kita galima reguliavimo alternatyva yra numatyti Akcinių bendrovių įstatyme nepriklausomo valdybos nario sąvoką ir tokio nario dalyvavimo bendrovės, kurios vertybiniais popieriais prekiaujama Lietuvos Respublikos ar kitos valstybės narės reguliuojamoje rinkoje, valdybos veikloje ribas. Šiuo metu tai yra numatyta tik Bendrovių valdymo kodekse, tačiau dėl rekomendacinio kodekso pobūdžio ir dėl tokios praktikos nebuvimo tarp Lietuvos bendrovių, reglamentavimas turėtų būti perkeltas į įstatyminį lygmenį.

Nepriklausomo valdybos nario sąvoka gali būti įtvirtinta remiantis 2005 m. vasario 15 d. Europos Komisijos rekomendacija, kuri nustato tokį apibrėžimą: „valdymo organo narys turėtų būti laikomas nepriklausomu tik tais atvejais, kai jis nesaistomas jokių verslo, giminystės arba kitokių ryšių su bendrove, jos kontrolinį akcijų paketą turinčiais akcininkais arba administracija, dėl kurių kyla ar gali kilti interesų konfliktas ir kurie gali paveikti nario nuomonę“<sup>181</sup>. Toks apibrėžimas užtikrina, kad nepriklausomas valdybos narys atstovaus tik bendrovės ir visų akcininkų interesus. Remiantis rekomendacija, be šio apibrėžimo, reikėtų įtvirtinti nebaigtinį sąrašą atvejų, kada asmuo negali būti nepriklausomu valdybos nariu. Nepriklausomu valdybos nariu negalėtų būti pvz.: asmenys, kurie eina bendrovės vadovo ar vykdančiąsias valdymo organo pareigas, taip pat akcininkas turintis kontrolinį paketą, tokių asmenų artimi šeimos nariai.

Be nepriklausomo valdybos nario sąvokos reikėtų sureguliuoti ir tokių narių skaičių valdyboje. Bendrovių valdymo kodeksas šiuo klausimu yra nekonkretus, nes nurodo, kad turi būti išrinktas pakankamas nepriklausomų valdybos narių skaičius. Tačiau nėra aišku, ką reikėtų laikyti pakankamu skaičiumi. Atsižvelgus į atliktus tyrimus, susijusius su nepriklausomų valdymo organo narių skaičiumi ir bendrovės veiklos rezultatais, reikia

---

<sup>180</sup> SANTELLA, P.; PAONE, G.; DRAGO, C. *How Independent are Independent Directors? The case of Italy* [interaktyvus]. 2006 [žiūrėta 2009-03-05], p. 4-5. Prieiga per internetą: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=839204](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=839204)>.

<sup>181</sup> *Cit. op.* 160, 13 str.

paminėti, kad per didelis tokių narių skaičius yra siejamas su prastėjančiais veiklos rezultatais<sup>182</sup>. Taip pat verta atsižvelgti ir į kitų valstybių praktiką, kuri nurodo tam tikrą proporciją tarp vykdančiųjų ir nepriklausomų valdymo organo narių (pvz.: 1/2 visų narių turi būti nepriklausomi Didžiojoje Britanijoje ir Airijoje)<sup>183</sup>. Todėl įstatyme reikėtų nurodyti, kad nepriklausomų valdybos narių skaičius negali būti mažesnis nei 1/3 visų valdybos narių. Toks valdybos narių santykis leidžia ne tik efektyviai atlikti valdymo funkciją, bet ir nepriklausomiems nariams tinkamai prižiūrėti, kaip vykduojantieji valdybos nariai atlieka savo pareigas.

Pagrindinis dėmesys turi būti sutelktas į nepriklausomų valdybos narių teisių ribas ir atliekamas funkcijas bendrovės valdymo procese. Pirmiausia, nepriklausomų valdybos narių pagrindinė funkcija turi būti priežiūra ir kontrolė, todėl pasirinkus vienos pakopos bendrovės valdymo organo struktūrą jiems turi būti suteiktos visos stebėtojų tarybos funkcijos, kurios dabar yra numatytos Akcinių bendrovių įstatyme. Antra, nepriklausomi valdybos nariai turi spręsti dėl vykdančiųjų narių uždarbį dydžio ir struktūros. Šiuo metu egzistuojanti praktika, kai valdybos nariai patys sau nustato uždarbį yra nepriimtina. Šias dvi esmines funkcijas galima išskirti kaip šiuo metu aktualiausias ir daugiausiai naudos atnešiančias bendrovėms, kurios yra valdomos pasitelkus vienos pakopos valdymo organo struktūrą.

Visa tai, kas išdėstyta aukščiau leidžia daryti išvadą, kad Lietuvoje esanti galimybė pasirinkti tarp vienos ir dviejų pakopų valdymo organo struktūros yra pažangi bei lanksti sistema, kuri leidžia akcininkams pasirinkti tiek teisine, tiek ir ekonomine prasme naudingesnį variantą. Užpildžius aukščiau minėtas vienos pakopos valdymo organo reguliavimo spragas tokia sistema taptų dar efektyvesnė ir užtikrintų reikiamą akcininkų interesų apsaugą bendrovėse, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama reguliuojamose rinkose.

## **2.5 Bendrovės akcininkų teisių stiprinimas**

Akcininkai yra pagrindiniai bendrovės dalyviai, kurie sprendžia esminius su bendrove susijusius klausimus ir realizuoja daugelį savo, kaip akcininkų, teisių balsuodami visuotiniame akcininkų susirinkime. Tačiau dabar galiojantis teisinis reguliavimas neleidžia

<sup>182</sup> *Cit. op.* 168, p. 235-236, 266-267.

<sup>183</sup> Commission of the European Communities. *Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board* [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2009-03-05], p. 7-8. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/independence/sec20071022\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf)>.

pilnai išnaudoti šios fundamentalios teisės. Europos komisaras *Charlie McCreevy* išskiria kelias su reguliavimu susijusias problemas: „akcininkai negauna reikiamos informacijos apie visuotinį akcininkų susirinkimą laiku, jie negali tam tikrą laiką tarpą prieš visuotinį susirinkimą laisvai prekiauti savo akcijomis, jeigu nori balsuoti tame susirinkime, ir jie dažniausiai turi dalyvauti akcininkų susirinkimuose asmeniškai, netgi kai šie susirinkimai vyksta kitose valstybėse narėse, nes nėra teisinio reguliavimo užtikrinančio tinkamą atstovavimą ir balsavimą per atstumą“<sup>184</sup>. Šios komisaro išvardintos problemos yra reguliuojamos Direktyva dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos yra įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje<sup>185</sup>, kurios nuostatos, sustiprinančios akcininkų tieses ir taip padedančios išvengti interesų konflikto tarp akcininkų ir valdymo organo, bus analizuojamos toliau.

#### 2.5.1 Balsavimas visuotiniame akcininkų susirinkime asmeniškai jame nedalyvaujant

Bendrovių, kurios yra įtrauktos į vertybinių popierių biržų sąrašus, akcijos yra labai plačiai išskaidytos rinkoje, todėl nenuostabu, kad didelė dalis tokių bendrovių akcininkų yra užsieniečiai. Europos Sąjungoje vidutiniškai 33 % bendrovių kapitalo yra užsieniečių rankose, tačiau egzistuoja labai didelių nukrypimų nuo šio vidurkio, pvz.: Italijoje ir Vokietijoje šis skaičius nesiekia 20 %, o Olandijoje ar Slovakijoje užsieniečiai valdo net 70-80 % viso bendrovių kapitalo. Lietuvoje apie 52 % vertybinių popierių biržoje esančių bendrovių akcijų yra ne lietuvių pilietybės asmenų nuosavybė<sup>186</sup>. Šie skaičiai rodo, kad labai svarbu yra teisiškai reguliuoti galimybę akcininkams įgyvendinti savo balsavimo teisę nedalyvaujant visuotiniame akcininkų susirinkime asmeniškai.

Pirmas būdas tai padaryti yra numatytas minėtos 2007 m. liepos 11 d. direktyvos 12 straipsnyje. Šis straipsnis įtvirtina teisę akcininkams balsuoti paštu prieš prasidedant

---

<sup>184</sup> 2007 m. vasario 15 d. Europos komisaro *Charlie McCreevy* kalba Briuselyje, kuria jis pasveikino Europos Parlamentą pritarus Direktyvai dėl akcininkų balsavimo teisių [interaktyvus] [žiūrėta 2009-03-07]. Prieiga per internetą:

<<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/193&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>>.

<sup>185</sup> 2007 m. liepos 11 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos yra įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje (OL, 2007, L 184, p. 17).

<sup>186</sup> Commission of the European Communities. *Impact Assessment of the Directive of the European Parliament and the Council on the exercise of voting rights by the shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose share are admitted to trading on a regulated market* [interaktyvus]. 2006 [žiūrėta 2009-03-08], p. 42. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/comm\\_native\\_sec\\_2006\\_0181\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf)>.

visuotiniam akcininkų susirinkimui. Vienintelis reikalavimas tokiam balsavimui yra galimybė nustatyti akcininko tapatybę. Nors Lietuvoje tokia balsavimo teisė nėra nauja ir akcininkai gali balsuoti paštu užpildydami ir išsiųsdami paštu balsavimo biuletenį<sup>187</sup>, dauguma kitų valstybių narių nenumato tokios teisės<sup>188</sup>, todėl tokia direktyvos nuostata suvienodina valstybių narių įstatymus ir turėtų būti vertinama teigiamai.

Balsavimas pagal įgaliojimą yra kitas būdas akcininkams įgyvendinti balsavimo teisę asmeniškai nedalyvaujant visuotiniame akcininkų susirinkime. Remiantis direktyva, akcininkas turi teisę paskirti bet kurį fizinį ar juridinį asmenį įgaliotiniu, kuris turėtų tokias pačias teises dalyvauti visuotiniame akcininkų susirinkime kaip ir akcininkas<sup>189</sup>. Įgaliotinis gali balsuoti tik pagal jį paskyrusio akcininko nurodymus, tačiau tai neužkerta kelio įgaliotiniui atstovauti kelis akcininkus ir už juos balsuoti skirtingai. Nors direktyva siekia, kad valstybės narės panaikintų visus apribojimus susijusius su balsavimu pagal įgaliojimą, ji taip pat įtvirtina baigtinį sąrašą atvejų, kai tokie apribojimai yra galimi. Svarbus apribojimas, kurį valstybės narės gali numatyti, yra galimo interesų konflikto tarp akcininko ir įgaliotinio vengimas, pvz.: gali būti draudžiama bendrovės valdymo organo nariui pagal įgaliojimą atstovauti akcininkų interesams visuotiniame akcininkų susirinkime, kadangi tai sukeltų neišvengiamą interesų konfliktą. Lietuvoje Akcinių bendrovių įstatymas numato galimybę balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime per įgaliotus asmenis, tačiau jos nedetalizuoja<sup>190</sup>. Todėl įgyvendinant direktyvą turi būti atkreiptas dėmesys į aukščiau minėtą nuostatą ypač įvertinant galimus balsavimo pagal įgaliojimą apribojimus.

Trečias, pats novatoriškiausias, būdas numatytas direktyvoje yra balsavimas visuotiniame akcininkų susirinkime naudojantis elektroninėmis priemonėmis<sup>191</sup>. Direktyva reikalauja valstybių narių, kad šios leistų bendrovėms įtvirtinti dalyvavimą visuotiniame akcininkų susirinkime naudojantis tokiais būdais kaip tiesioginė susirinkimo transliacija ar tam tikro mechanizmo įdiegimas, kai nereikia dalyvauti susirinkime dalyvauti fiziškai. Reikia pabrėžti, kad toks reguliavimas valstybėje narėje neturi būti privalomas, t.y. bendrovėms turi būti paliekama teisė pasirinkti, ar jos nori, kad akcininkai turėtų galimybę balsuoti naudodamiesi elektroninėmis priemonėmis. Tai yra efektyvus ir tinkamas reguliavimas, kadangi ne visoms bendrovėms yra reikalingas toks balsavimo būdas, pvz.: bendrovė neturi

---

<sup>187</sup> *Cit. op.* 6, 21 str. ir 30 str.

<sup>188</sup> *Cit. op.* 186, p. 91-92.

<sup>189</sup> *Cit. op.* 185, 10 str.

<sup>190</sup> *Cit. op.* 6, 21 str.

<sup>191</sup> *Cit. op.* 185, 8 str.



akcininkų gyvenančių ne jos registravimo vietos valstybėje, o tokios teisės įgyvendinimo kaštai nėra maži. Verta paminėti ir tai, kad elektroninių priemonių naudojimui gali būti taikomi tik tokie apribojimai, kurie susiję su akcininkų tapatybės nustatymu ir elektroninio ryšio saugumu. Šia nuostata direktyva eliminuoja bet kokius galimus apribojimus, kurie trukdytų akcininkams įgyvendinti jų balsavimo visuotiniame akcininkų susirinkime teisę. Kalbant apie Lietuvą, Akcinių bendrovių įstatyme nėra nuostatų reglamentuojančių elektroninių priemonių taikymą balsuojant, todėl įgyvendinat šią direktyvą turi būti įtvirtintos visos aptartos taisyklės. Įstatyme nereikėtų įtvirtinti konkrečių elektroninių priemonių, kurios gali būti naudojamos balsuojant, nes taip būtų ribojamas moderniausių technologijų panaudojimas, todėl tokia akcininkų teisė turėtų būti suformuluota abstrakčiai.

Vertinant visas aukščiau išdėstytas direktyvos nuostatas stiprinančias akcininkų balsavimo teisę, reikia pasakyti, kad tai pažangios ir tuo pačiu lanksčios nuostatos, kurios suvienodina visų valstybių narių įstatymus. Akcininkai gauna ypatingai daug naudos dėl tokių taisyklių, kadangi sumažėja balsavimo išlaidos, paspartinamas pats balsavimo procesas, taip pat elektroninės priemonės gali padėti išvengti įvairių klaidų balsuojant. Visa tai skatina akcininkus balsuoti ir ginti savo interesus priimant įvairius akcininkų susirinkimo sprendimus, tarp jų ir tuos, kuriais renkami ar atšaukiami valdymo organo nariai. Todėl tinkamas direktyvos įgyvendinimas Lietuvoje garantuos aukštą akcininkų apsaugos lygį bei geresnį bendrovių valdymą.

### 2.5.2 Informacija apie visuotinį akcininkų susirinkimą ir jo darbotvarkę

Labai svarbu, kad akcininkai besinaudojantys savo balsavimo teise būtų prieš protingą terminą iki susirinkimo informuojami apie akcininkų susirinkime spręstinus klausimus, suteikiant pakankamai laiko tinkamai apsvarstyti visas galimybes ir nuspręsti, kaip jie paskirtys savo balsus. Taip pat akcininkams turi būti suteikiama teisė gauti visus atsakymus susijusius su klausimais įtrauktais į susirinkimo darbotvarkę bei įtraukti naujus klausimus į darbotvarkę. Šios akcininkų teisės įtvirtintos direktyvoje ir bus aptartos toliau.

Direktyva numato, kad pranešimas apie visuotinio akcininkų susirinkimą turi būti išplatintas ne vėliau kaip likus 21 dienai iki susirinkimo<sup>192</sup>. Nors Lietuva tenkina tokį termino reikalavimą<sup>193</sup>, tačiau kitos valstybės turi pakankamai trumpus informavimo terminus, pvz.:

---

<sup>192</sup> *Ibid.* 6 str.

<sup>193</sup> *Cit. op.* 6, 26 str.

Italija, Ispanija, Olandija numato tik 14 dienų iki susirinkimo terminą<sup>194</sup>, todėl tokio termino suvienodinimas yra svarbus akcininkams, kurie yra įsigiję užsienio valstybės bendrovių akcijų. Svarbi naujovė yra ta, kad per visą šį laikotarpį nuo pranešimo apie susirinkimą išplatavimo dienos iki pat susirinkimo pradžios bendrovė savo interneto svetainėje privalo akcininkams pateikti visą informaciją susijusią su susirinkimu ir jame sprendiniais klausimais. Direktyva numato minimalų privalomą informacijos sąrašą, kuris turi būti pateikiamas tokioje svetainėje, todėl tai užtikrina, kad visose valstybėse narėse bent minimali pateikiama informacija bus vienoda. Lietuvoje nėra reikalavimo pateikti informaciją apie visuotinį akcininkų susirinkimą bendrovės interneto svetainėje, todėl įgyvendinat direktyvą Akcinių bendrovių įstatyme turi būti numatyta, kad interneto svetainėje bus pateikiamas bent jau pranešimas apie susirinkimo sušaukimą, bendras akcijų ir balsavimo teisių skaičius susirinkimo sušaukimo dieną, dokumentai, kurie turi būti pateikti visuotiniam akcininkų susirinkimui, ir sprendimų, kurie bus priimami susirinkime, projektai. Visos šios informacijos pateikimas prieš susirinkimą užtikrins, kad balsavimo procesas vyks greitai bei sklandžiai, o akcininkų priimti sprendimai bus gerai apgalvoti.

Direktyvos 9 straipsnis įtvirtina neturtinę akcininkų teisę pateikti klausimus susijusius su visuotinio susirinkimo darbotvarkės klausimais. Ši akcininkų teisė egzistuoja daugumoje valstybių narių<sup>195</sup> ir įpareigoja bendrovę atsakyti į visus akcininkams rūpimus klausimus susijusius su artimiausiu visuotiniu akcininkų susirinkimu išskyrus tuos, kurie susiję su konfidencialia informacija ar gali kaip kitaip pakenkti bendrovės verslo interesams. Nors Lietuvoje galiojančiame Akcinių bendrovių įstatyme tiesiogiai tokia teisė nėra numatyta, tačiau visi akcininkai turi teisę gauti informaciją<sup>196</sup>, kuri iš dalies gali būti vertinama kaip akcininko teisė klausti. Tačiau dėl galimų interpretacijų, rekomenduojama akcininkų teisę klausti įtvirtinti atskirai, nurodant tam tikrą laiko tarpą per kurį bendrovė privalo pateikti atsakymą. Ši teisė užtikrina, kad visuotiniame akcininkų susirinkime balsuojantys akcininkai visus sprendimus priima informuotai ir puikiai supranta tokių sprendimų turinį bei pasekmes.

Kalbant apie akcininkų teisę įtraukti klausimus į visuotinio akcininkų susirinkimo darbotvarkę reikia pasakyti, kad direktyva harmonizuoja minimalaus akcijų paketo reikalingo pasinaudoti tokia teise dydį. Atsižvelgus į atliktos konsultacijos atsakymus<sup>197</sup> toks dydis

---

<sup>194</sup> *Cit. op.* 186, p. 62-63.

<sup>195</sup> *Ibid.* p. 86-87.

<sup>196</sup> *Cit. op.* 6, 18 str.

<sup>197</sup> A Working Document of DG Internal Market. *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General* [interaktyvus]. 2005 [žiūrėta 2009-03-08], p. 11-12.

nustatytas ties 5 % procentų riba. Lietuvos Akcinių bendrovių įstatymas numato 10 % ribą<sup>198</sup>, todėl neatitinka šios direktyvos minimalių reikalavimų ir turi būti keičiamas. Atsižvelgiant į tai, kad vertybinių popierių sąrašuose esančios bendrovės yra labai didelės, toks akcijų paketo, reikalingo norint įtraukti klausimus į visuotinio akcininkų susirinkimo darbotvarkę, mažinimas vertinamas teigiamai. Taip pat tam tikrų bendrovių akcijos yra labai plačiai išskaidytos rinkoje ir akcininkams visuotiniame akcininkų susirinkime surinkti daugiau kaip 5 % balsų suteikiančių akcijų gali būti labai sudėtinga, todėl minėtas reguliavimo sušvelninimas padeda akcininkams geriau atstovauti savo interesus visuotiniame akcininkų susirinkime.

Apibendrinant visa, kas buvo išdėstyta aukščiau, reikia pasakyti, kad Direktyvos dėl akcininkų teisių nuostatos įtvirtina labai pažangų ir lankstų požiūrį į akcininkų teisę balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime. Direktyva ne tik suteikia net tris pažangius būdus, kuriais galima balsuoti susirinkime jame asmeniškai nedalyvaujant, bet ir išplečia akcininkų teisių turinį, jiems suteikdama teisę gauti visą reikiamą informaciją prieš susirinkimą, teisę klausti klausimų apie susirinkimo darbotvarkę bei sumažindama akcijų paketo dydį, kurio reikia norint įtraukti naujus klausimus į visuotinio susirinkimo darbotvarkę. Tinkamas šių nuostatų įgyvendinamas Lietuvos Respublikos įstatymais užtikrins interesų konflikto tarp akcininkų ir valdymo organo sprendimą. Akcininkai turėdami daugiau teisių, ypač sustiprintą balsavimo visuotiniame akcininkų susirinkime teisę, bus pajėgūs efektyviau ginti savo interesus ir priimti sprendimus, kurie bus palankūs tiek patiems akcininkams, tiek ir jiems nuosavybės teise priklausančiai bendrovei.

---

Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis_en.pdf)>.

<sup>198</sup> *Cit. op.* 6, 25 str.

## IŠVADOS

Išanalizavus teisinės priemonės mažinančias interesų konfliktus tarp bendrovės akcininkų ir valdymo organo pateikiamos tokios išvados:

1. Iš vienos pusės, Direktyva dėl bendrovių perėmimo pasiūlymų įtvirtindama privalomo bendrovės pasiūlymo bei bendrovės valdymo organo neutraliteto taisykles sukuria bendrovių perėmimams palankų teisinį režimą. Tai užtikrina, kad valdymo organo nariai siekdami išvengti priešiško bendrovės perėmimo atliks savo pareigas atsižvelgdami į akcininkų interesus. Tačiau prasiveržimo taisyklės taikymas per daug riboja akcininkų teises ir yra vertinamas neigiamai, todėl Lietuvoje galiojančiame Vertybinių popierių įstatyme rekomenduojama padaryti pataisas ir panaikinti privalomą prasiveržimo taisyklę bei numatyti, kad bendrovės gali pasirinkti, ar taikyti šią taisyklę.
2. Europos Sąjungos valstybėse narėse, tarp jų ir Lietuvoje, galiojanti informacijos atskleidimo teisinio reguliavimo sistema yra vertinama kaip *sui generis*. Teisės aktai reglamentuojantys esmines informacijos sritis yra privalomo pobūdžio ir už jų nesilaikymą yra numatytos teisinio pobūdžio sankcijos. Tuo tarpu kita dalis teisės aktų, t.y. bendrovių valdymo kodeksų atitinkamos nuostatos, yra rekomendacinio pobūdžio, kurių laikymasis yra garantuotas gera praktika ir pačios rinkos sukuriamomis sankcijomis. Toks teisinis reguliavimas užtikrina, kad akcininkai gaus visą reikiamą informaciją reikalingą įvertinti bendrovės valdymui ir valdymo organo narių veiksams.
3. Lietuvoje egzistuojantis teisinis reguliavimas valdymo organo narių užmokesčio srityje yra ydingas, todėl turi būti keičiamas taip, kad skatintų valdymo organo narius mokėti uždarbį pasitelkiant ilgalaikio finansinio skatinimo priemones, pvz.: pasirinkimo pirkti akcijas sandorius. Taip užtikrinant, kad akcininkų ir valdymo organo narių interesai dėl bendrovės valdymo būtų maksimaliai suderinti. Turi būti įtvirtintas valdymo organo narių užmokesčio skyrimo mechanizmas, nes šiuo metu egzistuojanti praktika dėl teisinės bazės trūkumų, kai valdymo organo nariai patys sau nusistato ir išsimoka užmokesčių yra nepriimtina. Viena iš galimybių yra įstatymuose įtvirtinti privalomą užmokesčio skyrimo komitetą.

4. Lietuvoje Akcinių bendrovių įstatymas įtvirtina tiek anglosaksų tipo, tiek ir germaniško tipo bendrovės valdymo organo struktūrų pasirinkimo galimybę. Nors anglosaksų tipo modelis yra populiariausias Lietuvoje, tačiau jis neužtikrina tinkamos pusiausvyros tarp akcininkų ir valdymo organo narių interesų. Nesudarant stebėtojų tarybos, valdyba lieka be priežiūros, todėl kyla grėsmė, kad ji tinkamai neatliks savo funkcijų, t.y. bendrovė nebus valdoma pagal akcininkų interesus. Todėl siūlytina Akcinių bendrovių įstatyme įtvirtinti nepriklausomo valdybos nario sąvoką ir suteikti jiems kontrolės funkciją.
5. Direktyva dėl akcininkų teisių įtvirtina pažangų ir lankstų reguliavimą, kuris, tinkamai įgyvendintas Lietuvos Respublikoje, garantuos, kad akcininkai galės ginti savo interesus efektyviau naudodami savo balsavimo teisę visuotiniame akcininkų susirinkime. Balsavimas ir informacijos pateikimas akcininkams naudojantis elektroninėmis priemonėmis yra vertinamas teigiamai, nes didina akcininkų ir mažina valdymo organo narių įtaką priimant svarbiausius su bendrovės funkcionavimu susijusius klausimus.
6. Teisinės priemonės mažinančios neigiamas pasekmes, atsirandančias dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo, turi būti taikomos sistemiškai. Tokios teisinės priemonės turi papildyti vieną kitą ir tik visumos priemonių taikymas gali užtikrinti, kad interesai tarp bendrovės akcininkų ir valdymo organo bus tinkamai suderinti.

## LITERATŪROS SĄRAŠAS

### Teisės norminiai aktai

Lietuvos Respublikos teisės norminiai aktai:

- 1) Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2000, Nr. 74-2262);
- 2) Lietuvos Respublikos baudžiamasis kodeksas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2000, Nr. 89-2741);
- 3) Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodeksas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 1985, Nr. 1-1);
- 4) Lietuvos Respublikos įmonių finansinės atskaitomybės įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2008, Nr. 79-3098). Ankstesnė redakcija: Valstybės žinios, 2001, Nr. 99-3516;
- 5) Lietuvos Respublikos įmonių konsoliduotos finansinės atskaitomybės įstatymas (su papildymais ir pakeitimais) (Valstybės žinios, 2008, Nr. 79-3099). Ankstesnė redakcija: Valstybės žinios, 2001, Nr. 99-3517;
- 6) Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-627);
- 7) Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-626);
- 8) Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais) (Valstybės žinios, 2003, Nr. 123-5574). Ankstesnė redakcija: Valstybės žinios, 2000, Nr. 64 – 1914;
- 9) Lietuvos Respublikos audito įstatymas (su pakeitimas ir papildymais) (Valstybės žinios, 1999, Nr. 59-1916);
- 10) 2008 m. rugpjūčio 21 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 1K-18 dėl reikalavimų audito komitetams
- 11) 2007 m. vasario 23 d. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos nutarimas Nr. 1K-3 dėl periodinės ir papildomos informacijos rengimo ir pateikimo taisyklių patvirtinimo.

Europos Sąjungos teisės norminiai aktai:

- 1) 2008 m. gegužės 9 d. Europos Sąjungos Sutarties suvestinė redakcija (OL, 09/05/2008, C115, p. 1-388);
- 2) 2002 m. liepos 19 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Nr. 1606/2002 dėl tarptautinių apskaitos standartų taikymo (OL, 2002, L 243, p. 1);
- 3) 2007 m. liepos 11 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos yra įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje (OL, 2007, L 184, p. 17);
- 4) 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 (OL, 2004, L 390, p. 38);
- 5) 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (OL, 2004, L 142/12, p. 20);
- 6) 2003 m. lapkričio 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/71/EB dėl prospekto, kuris turi būti skelbiamas, kai vertybiniai popieriai siūlomi visuomenei ar įtraukiami į prekybos sąrašą, ir iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB 2008 m. kovo 20 d. suvestinė redakcija (OL, 2003, L 345, p. 64);
- 7) 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) 2008 m. kovo 21 d. suvestinė redakcija (OL, 2003, L 96, p. 16);
- 8) 2001 m. gegužės 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2001/34/EB dėl vertybinių popierių įtraukimo į biržos oficialųjį prekybos sąrašą ir dėl informacijos, kuri turi būti skelbiama apie tuos vertybinius popierius 2007 m. sausio 20 d. suvestinė redakcija (OL, 2001, L 184, p. 1);
- 9) 1983 m. birželio 13 d. Septintosios Tarybos direktyvos 83/349/EEB grindžiamos Europos ekonominės bendrijos steigimo sutarties 54 straipsnio 3 dalies g punktu, dėl konsoliduotos atskaitomybės 2007 m. sausio 1 d. suvestinė redakcija (OL, 1983, L 193, p. 1);
- 10) 1978 m. liepos 25 d. Ketvirtosios Tarybos direktyvos 78/660/EB grindžiamos Europos ekonominės bendrijos steigimo sutarties 54 straipsnio 3 dalies g punktu, dėl tam tikrų tipų

bendrovių metinių atskaitomybių 2007 m. sausio 1 d. suvestinė redakcija (OL, 1978, L 222, p. 11);

- 11) 2004 m. balandžio 29 d. Komisijos reglamentas (EB) Nr. 809/2004 įgyvendinantis Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/71/EB nuostatas dėl prospektuose pateikiamos informacijos bei šių prospektų įtraukimo nuorodos būdu ir paskelbimo bei reklamos skleidimo (OL, 2004, L 149, p. 1);
- 12) 2004 m. balandžio 29 d. Komisijos direktyva 2004/72/EB įgyvendinanti Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB nuostatas dėl priimtose rinkos praktikos, viešai neatskleistos informacijos, susijusios su biržos išvestinėmis priemonėmis, organizacijai priklausančių asmenų sąrašo sudarymo, pranešimo apie vadovų sandorius ir apie įtartinus sandorius (OL, 2004, L 162/70, p. 413);
- 13) 2004 m. gruodžio 14 d. Komisijos rekomendacija 2004/913/EB dėl atitinkamos bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos (OL, 2004, L 385, p. 55);
- 14) 2005 m. vasario 15 d. Komisijos rekomendacija 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių konsultantų arba stebėtojų tarybos narių vaidmens ir dėl (stebėtojų) tarybos komitetų (OL, 2005, L 52, p. 51).

Kitų valstybių teisės norminiai aktai:

- 1) United Kingdom Companies Act (c. 46) [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2009-02-03]. Prieiga per internetą: <[http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga\\_20060046\\_en\\_1](http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga_20060046_en_1)>.

### **Specialioji literatūra**

Monografijos, vadovėliai ir pan. leidiniai:

- 1) BARTKUS, G., *et al.* *Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras Antroji knyga*. Vilnius: Justitia, 2002;
- 2) BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, 1968;
- 3) CHARKHAM, J. P. *Keeping Better Company Corporate Governance Ten Years On*, 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2005;
- 4) CLARKE, T. *International Corporate Governance A Comparative Approach*. London: Routledge, 2007;
- 5) EELLS, R. *The Government of Corporations*. New York: Free Press of Glencoe, 1962;



- 6) FILATOTCHEV, I., *et al.* *Key Drivers of 'Good' Corporate Governance and the Appropriateness of UK Policy Responses Final Report* [interaktyvus]. 2007, [žiūrėta 2009-01-27]. Prieiga per internetą: <[www.dti.gov.uk/bbf/corp-gov-research/page15049.html](http://www.dti.gov.uk/bbf/corp-gov-research/page15049.html)>.
- 7) FRENTROP, P. M. L. *A History of Corporate Governance 1602-2002*. Brussels: Deminor, 2003;
- 8) HOLDSWORTH, W. S. *A History of English Law*. London: Sweet and Maxwell, 1908, vol. 3;
- 9) KIRŠIENĖ, J., *et al.* *Civilinė teisė. Bendroji dalis*. Vilnius: LTU, 2004, I t.;
- 10) MONKS, R. A. G.; MINOW, N. *Corporate Governance*, 3<sup>rd</sup> ed. Oxford: Blackwell Publishing, 2004;
- 11) ORTS, E. W. *Shirking and Sharking: Agency Law, Agency Costs, and Dual Theory of the Firm* [interaktyvus]. 1996, [žiūrėta 2009-01-26]. Prieiga per internetą: <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/558.pdf>>;
- 12) ROE, M. J. *Strong Managers, Weak Owners*. Princeton: Princeton University Press, 1994;
- 13) SMITH, A. *An Inquiry into the Nature and Cause of the Wealth of Nations*, 1776 [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009-01-25]. Prieiga per internetą: <<http://www.adamsmith.org/smith/won-index.htm>>.

Straipsniai iš spausdintų monografijų (knygų ir daugiatomių leidinių, rinkinių):

- 1) CONYON, M. J.; MURPHY, K. J. Stock-Based Compensation. In *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*. Oxford: Oxford University Press, 2002, p. 625-646;
- 2) CRESPI, R.; GISPERT, C.; RENNEBOOG, L. Cash-Based Executive Compensation in Spain and UK. In *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*. Oxford: Oxford University Press, 2002, p. 647-667;
- 3) FOX, M. B. Required Disclosure and Corporate Governance. In *Comparative Corporate Governance, The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Clarendon Press, 1998, p. 701-718;
- 4) GRUNDMANN, S. The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives and Policy Considerations. In *Corporate Governance in Context*:

*Corporations, States and Markets in Europe, Japan and the US*. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 421-446;

- 5) HOPT, J. K. The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms. In *Comparative Corporate Governance, The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Clarendon Press, 1998, p. 227-258;
- 6) RILEY, C.; RYLAND, D. Directors' Remuneration: Towards some Principles of Substantive and Procedural Review. In *Corporate Governance and Corporate Control*. London: Cavendish Publishing Limited, 1995, p. 181-197;
- 7) VAN DER ELST, C., Economic View on Corporate Law in Europe. In *Economic Analysis of Law: A European Perspective* [interaktyvus]. 2006, [žiūrėta 2009-01-26]. Prieiga per internetą: <<http://ssrn.com/abstract=935013>>.

Straipsniai periodiniuose leidiniuose ( žurnaluose ir pan.):

- 1) AKERLOF, G. A. The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, Vol. 84, No. 3, p. 488-500;
- 2) BAUWHEDE, H. V.; WILLEKENS, M. Disclosure on Corporate Governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review*, 2008, Volume 16, Number 2, p. 101-115;
- 3) BEBCHUK, L.; HART, O. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance*, 2002, No. 04/2002, p. 1-39;
- 4) BEBCHUK, L.; HART, O. A Threat to Dual-Class Shares. *Financial Times*, May 31, 2002, p. 11;
- 5) BHAGAT, S.; BLACK, B. The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 2002, Vol. 27, p. 231-274;
- 6) BORGIA, F. Corporate Governance and Transparency Role of Disclosure: How Prevent New Financial Scandals and Crimes. *Transnational Crime and Corruption Center* [interaktyvus]. 2005 [žiūrėta 2009-02-13]. Prieiga per internetą: <<http://policy-traccc.gmu.edu/resources/publications/borgia02.pdf>>;
- 7) DAVIES, P. L. Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? *London School of Economics – Department of Law Working Paper Series*

- [interaktyvus]. 2001 [žiūrėta 2009-03-03]. Prieiga per internetą: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=262959](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=262959)>;
- 8) FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 1983, Vol. XXVI, p. 1-31;
  - 9) FERRARINI, G. A. One Share – One Vote: A European Rule? *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, 2006, No. 58/2006, p. 1-27;
  - 10) FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N.; VESPRO, C. „Governance Matters“: Convergence in Law and Practice Across the EU Executive Pay Fault line. *The Journal of Corporate Law Studies*, 2004, No. 2, p. 1-58;
  - 11) GHEZZI, F.; MALBERTI, C. Corporate Law Reforms in Europe: The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law. *Bocconi University Legal Studies Research Paper Series*, No. 15 [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2009-03-02]. Prieiga per internetą: <<http://ssrn.com/abstract=960133>>;
  - 12) JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 1983, vol. 11 p. 1-61;
  - 13) HERMALIN, B. E.; WEISBACH M. S. Information Disclosure and Corporate Governance. *Fisher Collage of Business Working Paper Series* [interaktyvus]. 2008, WP 2008-17 [žiūrėta 2009-02-13]. Prieiga per internetą: <<http://www.ssrn.com/abstract=1082513>>;
  - 14) HILL, J. G. Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era. *Vanderbilt University Law School Law and Economics Working Paper* [interaktyvus]. 2006, Nr. 06-06 [žiūrėta 2009-02-27]. Prieiga per internetą: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=922299](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=922299)>;
  - 15) LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 1999, Vol. LIV, No. 2, p. 471-517;
  - 16) LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, 2006, Vol. LXI, No. 1, p. 1-32;
  - 17) KARMEL, R. S. Reform of Public Company Disclosure in Europe. *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2005, Vol. 26:3, p. 1-39;
  - 18) SANTELLA, P.; PAONE, G.; DRAGO, C. *How Independent are Independent Directors? The case of Italy* [interaktyvus]. 2006 [žiūrėta 2009-03-05]. Prieiga per internetą: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=839204](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=839204)>;

- 19) SIEMS, M. M. The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis. *Law and Financial Markets Review*. 2008, 39-49, p. 1-27;
- 20) WYMEERSCH, E. The Takeover Bid Directive, light and darkness. *Financial Law Institute, Working Paper Series* [interaktyvus]. 2008, WP 200801 [žiūrėta 2009-01-29]. Prieiga per internetą: <<http://ssrn.com/abstract=1086987>>.

### **Praktinė medžiaga**

Teismų Sprendimai:

- 1) Europos Teisingumo Teismo 2007 m. spalio 23 d. sprendimas byloje C-112/05, *Commission v Germany* (2007), ECR I-8995;
- 2) Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2001 m. spalio 16 d. nutartis civilinėje byloje *V. P. v. Radviliškio rajono savivaldybė*, Nr. 3K-7-760/2001, kat. 2.11;
- 3) Niujorko apeliacinio teismo 2008 m. spalio 18d. sprendimas byloje Nr. 137, *People v L. Dennis Kozlowski*, 2008 NY Int. 132.

Kita praktinė medžiaga:

- 1) A Working Document of DG Internal Market. *Synthesis of the Comments on the Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate-General* [interaktyvus]. 2005 [žiūrėta 2009-03-08]. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation-synthesis_en.pdf)>;
- 2) Commission of the European Communities. *Commission Staff Working Document: Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids* [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2009-01-28]. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm)>;
- 3) Commission of the European Communities. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. *Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward* [interaktyvus]. 2003, [žiūrėta 2009-02-10]. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm#communication](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm#communication)>;
- 4) Commission of the European Communities. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* [interaktyvus]. 2007, [žiūrėta 2009-01-30]. Prieiga per internetą:

- <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders//study//final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders//study//final_report_en.pdf)>;
- 5) Commission of the European Communities. *Impact Assessment of the Directive of the European Parliament and the Council on the exercise of voting rights by the shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose share are admitted to trading on a regulated market* [interaktyvus]. 2006 [žiūrėta 2009-03-08]. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/comm\\_native\\_sec\\_2006\\_0181\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf)>;
  - 6) Commission of the European Communities. *Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board* [interaktyvus]. 2007 [žiūrėta 2009-03-05], p. 7-8. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/independence/sec20071022\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf)>;
  - 7) Financial reporting council London stock exchange. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* [interaktyvus].1992, [Žiūrėta 2009-01-25]. Prieiga per internetą: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>;
  - 8) High Level Group of Company Law Experts. *Report on Issues Related to Takeover Bids* [interaktyvus]. 2002, [žiūrėta 2009-01-29]. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/takeoverbids/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm)>;
  - 9) High Level Group of Company Law Experts. *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* [interaktyvus]. 2002, [žiūrėta 2009-02-10]. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm#communication](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm#communication)>;
  - 10) Internal Market Directorate General. *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, on behalf of the European Commission* [interaktyvus]. 2002 [žiūrėta 2009-03-03]. Prieiga per internetą: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf)>;
  - 11) Organization for Economic Co-operation and Development. *Principles of Corporate Governance* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009-01-25]. Prieiga per internetą: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>;

- 12) Oxford Dictionaries, *Oxford English Dictionary* [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009-01-25].  
Prieiga per internetą: < <http://www.askoxford.com>>;
- 13) The Committee of European Securities Regulators. *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*. 2007 [žiūrėta 2009-02-10]. Prieiga per internetą:  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm)>;
- 14) Valstybinė mokesčių inspekcija. Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo (su pakeitimas ir papildymais) (Valstybės žinios, 2002, Nr. 73-3085) komentaras.
- 15) Vilniaus vertybinių popierių birža. *Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas su komentarais* [interaktyvus].2006, [Žiūrėta 2009-01-25].  
Prieiga per internetą:  
<<http://www.baltic.omxnordicexchange.com/files/baltic/BVKK.pdf>>;
- 16) 2009 m. vasario 20 d. AB „Lietuvos energija“ pranešimas žiniasklaidai [interaktyvus].  
[Žiūrėta 2009-03-01]. Prieiga per internetą:  
<<http://www.lpc.lt/lt/main/news/press?ID=826>>;
- 17) 2007 m. vasario 15 d. Europos komisaro *Charlie McCreevy* kalba Briuselyje, kuria jis pasveikino Europos Parlamentą pritarus Direktyvai dėl akcininkų balsavimo teisių [interaktyvus] [žiūrėta 2009-03-07]. Prieiga per internetą:  
<<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/193&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>>.

## SANTRAUKA

### **Teisinės priemonės mažinančios neigiamas pasekmes atsirandančias dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo vertybinių popierių biržų sąrašuose esančiose bendrovėse**

Šiuo metu vyraujanti pasaulinė ekonominė krizė, taip pat ankstesni bendrovių bankrotų pavyzdžiai (tokių kaip *Enron*, *Parmalat*) signalizuoja apie būtinybę tinkamai sureguliuoti bendrovių valdymo teisinę bazę, o ypač aspektus susijusius su bendrovės akcininkų ir valdymo organo santykiais. Todėl šiame magistro darbe yra analizuojamos teisinės priemonės, kurios padeda sumažinti interesų konfliktus kylančius tarp bendrovių, kurių vertybiniais popieriais yra prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, akcininkų ir valdymo organo. Šiam tikslui pasiekti yra išskiriamos penkios teisinio reguliavimo sritys: bendrovių kontrolės rinkos ir bendrovių perėmimo, informacijos atskleidimo, valdymo organo narių finansinio skatinimo, valdymo organo struktūros bei bendrovės akcininkų teisių teisinis reguliavimas. Kiekviena reguliavimo sritis yra aptariama dviem aspektais, pirmiausia, analizuojant Europos Sąjungos lygiu egzistuojantį teisinį reguliavimą, po to vertinant tokio reguliavimo įgyvendinimą Lietuvos Respublikoje bei pateikiant pastabas ir pasiūlymus. Darbe padaroma išvada, kad norint sumažinti neigiamas pasekmes atsirandančias dėl nuosavybės teisės ir valdymo atskyrimo bendrovėse, reikia, kad visos aukščiau išvardintos priemonės papildytų viena kitą ir būtų taikomos sistemiškai.

## **SUMMARY**

### **Mitigating the costs of separation of ownership and control in publicly traded companies**

The ongoing economic crisis around the world and the recent events in corporate bankruptcy sector (including Enron and Parmalat cases) have shown a clear signal to regulate more efficiently the corporate governance laws and especially the relations between shareholders and the governance body of the company. This thesis paper addresses the regulatory framework issues, which mitigate the conflict of interests between the shareholders and the governance body of publicly traded companies. Five legal instruments are analyzed in order to achieve this objective: market for corporate control and takeovers, information disclosure, director remuneration, structure of governance body and shareholder empowerment. Each legal instrument is analyzed from two legal perspectives, first, the European Union legal framework is described and then analysis concentrates on the implementation of European law in the Republic of Lithuania. Comments and proposals are given to existing implementation problems. The conclusion emphasizes that a systematic use of all the above mentioned legal instruments is required in order to mitigate the costs of separation of ownership and control in publicly traded companies.