

**Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Privatinės teisės katedra**

Rytės Rečiūnaitės,
V kurso privatinės teisės civilinės ir verslo teisės
studijų šakos studentės,

Magistro darbas

Daugiabalsių akcijų struktūros: leisti ar drausti?
Multiple vote share structures: allow or prohibit?

Vadovas: doc. dr. Paulius Miliauskas
Recenzentas: partnerystės doc. Gintautas Bartkus

Vilnius
2025

ANOTACIJA IR PAGRINDINIAI ŽODŽIAI

Šiame magistro darbe yra analizuojamos daugiabalsių akcijų struktūros, kurios yra sukuriamos kai bendrovė išleidžia dviejų arba daugiau klasių akcijas. Daugiau balsų suteikiančios akcijos dažniausiai priklauso bendrovės steigėjams arba vadovams, o likusios, mažiau balsų suteikiančios akcijos – išorės investuotojams. Šio magistro darbo tikslas yra, atsižvelgus į teorinius argumentus, empirinius duomenis bei Jungtinių Amerikos Valstijų, Europos Sąjungos ir atskirų jos valstybių narių patirtį, atsakyti į klausimą, kokį požiūrį į daugiabalsių akcijų reguliavimą turėtų pasirinkti Lietuvos įstatymų leidėjas.

Pagrindiniai žodžiai: daugiabalsės akcijos, akcijų klasės, privilegijuotosios akcijos, principas „viena akcija – vienas balsas“.

This master's thesis examines multiple vote share structures, which are created when a company issues two or more classes of shares. Typically, shares with greater voting power are held by the company's founders or executives, while those with fewer voting rights are allocated to external investors. The primary aim of this thesis is to assess what approach Lithuanian legislator should adopt with respect to multiple vote shares, upon considering theoretical arguments, empirical evidence, and the regulatory approaches taken in the United States, the European Union, and individual member states.

Keywords: multiple vote shares, classes of shares, preference shares, “one share – one vote” principle.

TURINYS

IŽANGA	2
1. DAUGIABALSIŲ AKCIJŲ STRUKTŪROS SAMPRATA FUNKCINIŲ IR EKONOMINIŲ POŽIŪRIŲ	7
1.1. Atstovavimo problemos akcininkų tarpusavio santykiuose.....	7
1.2. Akcininko nuosavybės ir kontrolės teisių atskyrimo būdai	10
1.3. Argumentai už ir prieš daugiabalsių akcijų struktūras	12
2. JUNGTINIŲ AMERIKOS VALSTIJŲ BENDROVIŲ TEISĖS POŽIŪRIS	14
2.1. Federalinė teisė	15
2.2. Valstijų teisė.....	15
2.3. Fiduciarinės pareigos	16
2.4. Privačių subjektų nustatomas reguliavimas	18
3. EUROPOS SĄJUNGOS BENDROVIŲ TEISĖS POŽIŪRIS	19
3.1. Europos Sąjungos reguliavimas iki Direktyvos įsigaliojimo	19
3.2. Europos modelinis bendrovių aktas	22
3.3. Atskirų Europos valstybių požiūrio apžvalga	24
3.4. Daugiabalsių akcijų direktyva.....	26
3.5. Direktyvos vertinimas	28
4. LIETUVOS BENDROVIŲ TEISĖS POŽIŪRIS	31
4.1. Dabartinio reguliavimo analizė	31
4.1.1. Daugiabalsių vertybinių popierių sąvokos įtvirtinimas Vertybinių popierių įstatyme	31
4.1.2. Akcijas reglamentuojančiuose įstatymuose numatytos taisyklės	33
4.1.3. Privačių subjektų nustatomas reguliavimas ir daugiabalsių akcijų struktūrų atskleidimo reikalavimai	34
4.1.4. Lietuvos teisėje egzistuojantys daugiabalsių akcijų funkciniai ekvivalentai	37
4.2. Pasiūlymai dėl Direktyvos įgyvendinimo Lietuvoje.....	44
IŠVADOS	50
ŠALTINIŲ SĄRAŠAS	52
SANTRAUKA	63
SUMMARY	64

IŽANGA

Kontinentinės teisės tradicijoje teisė balsuoti yra laikoma svarbiausia akcininko teise. Akcininkai ją įgyvendina visuotiniame akcininkų susirinkime, kuriame sprendimai yra priimami balsų dauguma. Todėl dažnai yra vartojamas terminas „akcininkų demokratija“. Žinoma, toks demokratijos tipas skiriasi nuo demokratinių sąlygų, egzistuojančių demokratinėse valstybėse, kuriose vienas vienodai svarbus balsas yra suteikiamas vienam asmeniui. Šiuolaikinėje „akcininkų demokratijoje“ vienas balsas yra suteikiamas vienai akcijai, o ne vienam akcininkui.

Žvelgiant istoriniu aspektu, šiuolaikinė „akcininkų demokratija“ atsirado ne iš karto. XVII-XIX amžiuje verslo kompanijos veikė taikydamos principą „vienas asmuo – vienas balsas“. Pavyzdžiui, 1602 m. įsteigtoje Olandijos Rytų Indijos bendrovėje kiekvienas pirklys turėjo po vieną balsą¹. Šio laikotarpio pabaigoje imta naudoti balsavimo teisių gradaciją, kai vieno akcininko turimų balsų skaičius didėjo mažiau nei proporcingai turimų akcijų skaičiui, taip pat galėjo būti nustatomos konkretaus akcininko balsavimo teisių viršutinės ribos (Hansmann ir Pargendler, 2013, p. 951-952, 1002).

Nuo maždaug XIX amžiaus balsavimo teisės buvo pradėtos sieti su akcijų nuosavybe, o ne su individualiu asmeniu. Tokiose sistemose kiekviena akcija suteikė vieną balsą, o tai reiškė, kad asmenys, turintys daugiau akcijų, turėjo didesnę balsavimo galią. Principas „viena akcija – vienas balsas“ šiuo metu yra numatytas daugelio valstybių bendrovių teisėje kaip standartinė taisyklė, o kai kuriose valstybėse – kaip imperatyvas nuo kurio negalima nukrypti.

Šio darbo objektas – daugiabalsių akcijų struktūros – yra sukuriamos, kai bendrovė išleidžia dviejų ar daugiau klasių akcijas, turinčias vienodas ekonomines teises, bet skirtingas balsavimo teises. Daugiabalsių akcijų struktūrą paprastai sudaro dvi akcijų klasės. Daugiau balsų suteikiančios akcijos paprastai priklauso tam tikriems bendrovės dalyviams, pavyzdžiui, steigėjams arba vadovams, ir suteikia daugiau nei vieną balsą už vieną akciją. Tuo tarpu įprastines balsavimo teises suteikiančios akcijos priklauso kitiems bendrovės akcininkams (Fisch ir Solomon, 2023, p. 2).

Darbo aktualumas. Daugiabalsių akcijų struktūros pastaraisiais metais sulaukia vis didesnio dėmesio, nes jos gali padėti steigėjams išlaikyti kontrolę pritraukiant išorinių investicijų ir taip skatinti bendrovių augimą. Jungtinėse Amerikos Valstijose (toliau – JAV)

¹ Įdomu pastebėti, kad Olandijos Rytų Indijos bendrovė (oland. *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* arba *VOC*) iš tikrųjų turėjo dviejų pakopų akcininkų struktūrą, kurią sudarė, viena vertus, *bewindhebbers*, t. y. aktyvūs pirkliai, vadovavę šešioms į bendrovę sujungtoms prekybos bendrovėms, ir, kita vertus, išorinių investuotojų klasė – *participanten*, kurie apskritai neturėjo balsavimo teisių (Hansmann ir Pargendler, 2013, p. 1002).

tokį modelį taiko ne tik didžiosios technologijų bendrovės, tokios kaip „Alphabet“ („Google“) ir „Meta“ („Facebook“), bet ir kiti dideli verslai, pavyzdžiui, „Ford Motor Company“, „Coca-Cola“ bei „Levi Strauss“. Tokios sistemos sukuria reikšmingą atotrūkį tarp nuosavybės ir kontrolės teisių, pavyzdžiui, Markas Zuckerbergas valdo apie 58% „Meta“ balsavimo teisių, turėdamas tik apie 14% bendrovės akcijų, o Ford šeima naudoja 40% balsų, turėdama vos 4% akcijų „Ford Motor Company“ bendrovėje (Council of Institutional Investors, 2025).

Nors daugiabalsių akcijų struktūros gali būti naudingos, nemaža dalis Europos Sąjungos (toliau – ES arba Europos Sąjunga) valstybių narių iki šiol jas draudė arba jų nereglementavo. Tokia situacija turėtų pasikeisti po to, kai 2024 m. spalio 23 d. Europos Parlamentas ir Taryba priėmė Direktyvą 2024/2810/ES dėl daugiabalsės akcijas apimančių akcijų struktūrų bendrovėse, kurios siekia įtraukti savo akcijas į prekybą daugiašalėje prekybos sistemoje (toliau – Direktyva).

Lietuva yra viena iš ES valstybių narių, kurios iki šiol skyrė nepakankamai dėmesio daugiabalsių akcijų reglamentavimui. Todėl šio darbo teorinė reikšmė pasireiškia diskusijos apie nukrypimus nuo principo „viena akcija – vienas balsas“ plėtojimu ir visapusišku daugiabalsių akcijų instituto išanalizavimu. Šio darbo praktinis aktualumas pasireiškia tuo, kad Lietuvos įstatymų leidėjas privalės peržiūrėti dabartinę akcijų klasių reguliavimą bei įgyvendinti Direktyvą nacionalinėje teisėje. Šiame darbe pateikiamos įžvalgos gali prisidėti prie šio proceso, padėdamos suformuoti pagrindines daugiabalsių akcijų reglamentavimo Lietuvoje gaires.

Pagrindinis šio magistro **darbo tikslas** yra atsakyti į klausimą, kokį požiūrį į daugiabalsių akcijų reguliavimą – jų draudimą ar leidimą – turėtų pasirinkti Lietuvos įstatymų leidėjas. Siekiant įgyvendinti darbo tikslą, keliami šie **uždaviniai**:

1. Atskleisti daugiabalsių akcijų funkcinę sampratą interesų konfliktų tarp kontroliuojančių ir nekontroliuojančių akcininkų kontekste bei išskirti svarbiausius argumentus už bei prieš daugiabalsių akcijų struktūrų naudojimą.
2. Apžvelgti JAV teisės požiūrį į daugiabalsės akcijas, analizuojant federalinį ir valstijų reglamentavimą, fiduciarines pareigas bei privačių subjektų nustatomą reguliavimą.
3. Įvertinti Europos Sąjungos požiūrį į daugiabalsių akcijų struktūras, daugiausiai dėmesio skiriant naujajai Direktyvai bei jos siūlomo reguliavimo palyginimui su JAV taikomomis taisyklėmis.
4. Nustatyti, kaip daugiabalsės akcijos šiuo metu reguliuojamos Lietuvos teisėje ir pateikti rekomendacijas dėl Lietuvos daugiabalsių akcijų reguliavimo tobulinimo.

Darbo objektas. Atsižvelgiant į skirtingas daugiabalsių akcijų sampratą ir jas naudojančių bendrovių įvairovę, toliau bus patikslintas šio darbo objektas apibrėžiant darbo temos nagrinėjimo ribas.

Kai kurių autorių teigimu, daugiabalsių akcijų struktūros taip pat apima atvejus, kai akcijos skirstomos į balsavimo teisę suteikiančias ir balsavimo teisės nesuteikiančias akcijas (Fisch ir Solomon, 2023, p. 2). Tačiau šiame darbe daugiausia dėmesio skiriama struktūroms, susijusioms su daugiau ir mažiau balsų suteikiančiomis akcijomis. Toks sprendimas priimtas atsižvelgiant į tai, kad balsavimo teisės nesuteikiančios akcijos Lietuvoje buvo įtvirtintos daugiau negu prieš 30 metų (1994 m. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo 35 straipsnio 10 dalis) ir jau buvo ištirtos kitų autorių darbuose (Jurčiukonytė, 2009, p. 44-50). Taip pat, naujoji Direktyva yra taikoma tik daugiabalsėms akcijoms ir neapima jokių kitų kontrolės didinimo mechanizmų, kaip pavyzdžiui akcijų be balso teisės ar lojalumo akcijų. Šiame darbe bus trumpai pristatomi kiti kontrolę stiprinantys mechanizmai, tačiau tais atvejais kai jų funkcinė paskirtis skirsis nuo daugiabalsių akcijų funkcinės paskirties, detalesnė tokių mechanizmų reguliavimo analizė nepateks į šio darbo apimtį.

Daugiabalsių akcijų struktūros gali būti sukuriamos skirtinguose bendrovės vystymosi etapuose: (i) kai bendrovė yra privati, (ii) kai ji siekia tapti biržine bendrove ir (iii) kai ji jau yra biržinė bendrovė² (Gurrea-Martinez, 2021, p. 476). Šiame darbe daugiabalsės akcijos bus nagrinėjamos didžiausią dėmesį skiriant antrajam etapui, nes būtent tuomet daugiabalsių akcijų naudojimas kelia daugiausiai ekonominių ir teisinių klausimų. Darbe koncentruojamasi į biržines bendroves, nes, kaip bus paaiškinta toliau, teisės doktrinoje vyrauja nuomonė, kad daugiabalsių akcijų išleidimas uždarąjo tipo bendrovėse neturėtų būti ribojamas. Be to, naujoji ES Direktyva yra skirta atvirojo tipo bendrovėms, todėl šios kategorijos bendrovėms bus skiriama daugiau dėmesio.

Darbo originalumas. Lietuvoje iki šiol nėra atlikta išsamių mokslinių tyrimų, skirtų daugiabalsių akcijų reguliavimo analizei. Nors V. Bitės (2022) moksliniame straipsnyje užsimenama apie daugiabalses akcijas ir naujos Direktyvos projektą, šis darbas yra skirtas apžvelgti 2022 m. lapkričio 17 d. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo (toliau – ABI) pakeitimus, todėl daugiabalsėms akcijoms yra skiriama nedaug dėmesio, jos nėra vertinamos platesniame ekonominiame kontekste. Be to, didžioji dalis

² Atsižvelgiant į tai, kad lietuvių kalboje žodis „listinguoti“ yra pripažįstamas nevertotinu (Valstybinė lietuvių kalbos komisija, 2023), šiame darbe stengiamasi naudoti taisyklingus terminus, tokius kaip „biržinė bendrovė“ ar „įtraukti į biržos prekybos sąrašą“. Vis dėlto, kai kuriose darbo vietose, siekiant aiškiau perteikti autorės mintis, bus vartojamas terminas „listinguoti“. Šis iš anglų kalbos „pasiskolintas“ terminas yra prigijęs lietuvių bendrinėje kalboje ir yra vartojamas oficialiuose NASDAQ Vilnius skelbiamuose dokumentuose.

anksčiau Lietuvoje rengtų darbų akcijų reguliavimo tema buvo parengti prieš prasidedant intensyvesnėms diskusijoms daugiabalsių akcijų leidimo klausimu tiek atskirose Europos valstybėse, tiek Europos Sąjungos lygmeniu. Pavyzdžiui, R. Jurčiukonytės (2009) magistro darbo apie akcijų klases ir rūšis rengimo metu, diskusija dėl „viena akcija – vienas balsas“ principo įtvirtinimo ES linko jo naudai. O. Yarko (2020) magistro darbe daugiausiai dėmesio skirta privilegijuotosioms akcijoms, o Lietuvos jurisdikcija apskritai nebuvo nagrinėjama. Abu šie darbai buvo parengti dar neprasidėjus Direktyvos teisėkūros procesui.

Tyrimo metodai. Rengiant šį darbą buvo panaudoti funkcinis, ekonominis, lyginamasis, lingvistinis, sisteminis ir teleologinis metodai. Funkcinis ir ekonominis bendrovių teisės analizės metodas Lietuvoje vis dar yra taikomas ganėtinai retai. Toks metodas vyrauja užsienio autorių darbuose apie daugiabalses akcijas³. Šiame darbe, skirtame Lietuvos skaitytojui, stengiamasi ekonominę teisės analizę pateikti paprasčiau, neatkartoti užsienio autorių atliktos argumentų už ir prieš daugiabalses akcijas analizės, vietoje to pristatant JAV ir ES jurisdikcijose vyraujančius, autorės nuomone, svarbiausius argumentus, leidžiančius geriau suprasti daugiabalsių akcijų reguliavimo iššūkius ir galimus jų sprendimo būdus. Ekonominis teisės analizės metodas taip pat buvo pasitelktas vertinant Direktyvos nuostatas. Lyginamasis metodas leido įvertinti daugiabalsių akcijų reguliavimą skirtingose jurisdikcijose, identifikuoti pagrindinius bendrovių teisės sistemų skirtumus bei įžvelgti galimus reguliavimo tobulinimo būdus Lietuvoje. Lingvistinis metodas buvo taikomas aiškinant Lietuvos ir užsienio teisės aktų nuostatas, siekiant suprasti teisinio teksto reikšmę. Pasitelkus sisteminį metodą buvo vertinama darbe naudojamų šaltinių visuma ir jų tarpusavio sąajos. Teleologinis metodas padėjo atskleisti įstatymų leidėjo ketinimus ir patikrinti pritaikius lingvistinį bei sisteminį metodą gautus rezultatus.

Svarbiausi šaltiniai. Iškeltas darbo tikslas ir uždaviniai reikalauja visapusiškos teisinio reguliavimo bei jo taikymo analizės, todėl darbe remiamasi Europos Sąjungos, Lietuvos ir užsienio valstybių bendrovių teisės šaltiniais. Atskirai paminėtina Direktyva, ABĮ, taip pat JAV, Švedijos, Vokietijos, Prancūzijos ir Italijos bendrovių įstatymai bei jų turinį aiškinanti teismų praktika. Daugiabalsių akcijų reguliavimas atsiskleidžia ne tik tradiciniuose teisės šaltiniuose, bet ir privačių subjektų, tokių kaip vertybinių popierių biržos, parengtuose dokumentuose.

Šiame darbe remiamasi M. Jensen ir W. Meckling straipsniu „Theory of the Firm“ ir J. Armour bei L. Enriques sudaryta knyga „The Anatomy of Corporate Law“, kurie yra

³ Pavyzdžiui, Fisch ir Solomon (2023) darbe, kuriame buvo tiriamas JAV reguliavimas bei Hopt ir Kalss (2024) darbe, kuriame atitinkamai buvo analizuojami ES ir atskirų ES valstybių narių teisės aktai.

laikomi pagrindiniais šaltiniais bendrovių teisės teorijoje, taip pat specifškai daugiabalses akcijas nagrinėjusių J. Fisch, S. D. Solomon, K. J. Hopt, S. Kalss ir A. Gurrea-Martinez įžvalgomis. Rengiant šį darbą didelę reikšmę turėjo ir L. A. Bebchuk, D. Zingales, A. Grinapell, J. J. Lin ir kitų autorių pasiektos empirinės išvados.

Kadangi šis magistro darbas yra platesnės diskusijos apie Lietuvos bendrovių teisės konkurencingumą dalis, ypatingai vertingos buvo P. Miliausko ir A. Tikniūtės įžvalgos pateiktos mokslo studijoje „Įmonių teisinių formų konvergencija ir divergencija: ar Lietuvos teisinis reglamentavimas yra patrauklus tarptautiniame kontekste?“

1. DAUGIABALSIŲ AKCIJŲ STRUKTŪROS SAMPRATA FUNKCINIU IR EKONOMINIU POŽIŪRIU

Funkcinis ir ekonominis požiūris į bendrovių teisę ypač naudingas lyginamajai teisei analizei. Įvairių jurisdikcijų bendrovių įstatymai iš pirmo žvilgsnio gali atrodyti labai skirtingi, tačiau jie dažnai yra skirti toms pačioms ekonominėms problemoms spręsti. Šios problemos, kurios didina verslo veiklos organizavimo per bendroves sąnaudas, yra universalios ir su jomis susiduria kiekviena rinkos ekonomika. Tokia lyginamoji analizė, kurioje daugiausiai dėmesio skiriama bendrovių įstatymų ekonominėms funkcijoms, o ne jų formaliems skirtumams, gali padėti geriau įvertinti skirtingų teisinių sprendimų veiksmingumą siekiant panašių ekonominių rezultatų (Armour *et al.*, 2017, p. 3-4; Baums ir Scott, 2005, p. 7).

Todėl, užuot iš karto sutelkus dėmesį į tai, kaip atskiros šalys reguliuoja daugiabalsių akcijų išleidimą ir naudojimąsi jų suteikiamomis teisėmis, svarbu suprasti, kokių universalių problemų kyla kontroliuojančiųjų ir nekontroliuojančiųjų akcininkų santykiuose, aptarti daugiabalsių akcijų struktūrą ir panašių mechanizmų funkcionalumą, pateikti argumentus už ir prieš daugiabalsių akcijų struktūras.

1.1. Atstovavimo problemos akcininkų tarpusavio santykiuose

Kaip teigia Armour *et al.* (2017, p. 2), bendrovių teisė gali būti suprantama kaip atsakas į pirmines oportunistinio apraiškas, dažnai vadinamas „atstovavimo problemomis“, tarp kurių yra vadovų ir akcininkų interesų konfliktai bei interesų konfliktai tarp kontroliuojančių ir nekontroliuojančių akcininkų⁴.

Profesorių Michael Jensen ir William Meckling prieš maždaug 50 metų išplėtotoje ekonominėje atstovavimo teorijoje⁵ daugiausiai dėmesio skiriama vadovų sprendimų sukeltiems atstovavimo kaštams (angl. *managerial agency costs*). Tačiau ši teorija taip

⁴ Ši apibrėžimas atspindi kelių ekonomikos teorijų elementus. Nors jis visų pirma grindžiamas atstovavimo teorija, jame taip pat atsispindi sandorio kaštų teorijos (angl. *transaction costs theory*) bruožai. Kaip pastebi Miliauskas (2014, p. 79), bendrovės teorijos dažnai susilieja, nes vienos teorijų koncepcijos yra perimamos aiškinant kitas. Ne išimtis ir atstovavimo teorija, kuri perėmė „oportunistinio“ sąvoką iš sandorio kaštų teorijos. Be to, kaip pažymi Lauraitytė (2014, p. 158), bendrovių teisės teorijoje dominuoja ekonominė teisės analizė, kurios pagrindas yra sutartinės bendrovės prigimties teorija. Jos teigimu, atstovavimo teorija papildė šią teoriją ir tuo pačiu padeda paaiškinti „akcininkų padėties ir interesų viršenybę, t. y. kodėl bendrovių teisės normos (arba „standartinė sutartis“) numato ir/ar turėtų numatyti būtent tokias taisykles, kurios pirmiausia užtikrina akcininkų interesus“.

⁵ Nors šiame darbe daugiausiai remiamasi Jensen ir Meckling (1976) darbu, atstovavimo teorijos samprata bendrovių valdyme buvo analizuojama ir ankstesniuose darbuose. Pavyzdžiui, prieš daugiau nei 90 metų Berle ir Means (1932) šią problemą apibūdino kaip „nuosavybės ir kontrolės atskyrimą“ didelėse viešosiose korporacijose. Kai kurie autoriai teigia, kad pirmosios įžvalgos apie bendrovių valdymo ir nuosavybės atskyrimą bei tokios atskirties padarinius buvo pateiktos Adam Smith knygoje „An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations“ (Smith, 1776, p. 990; Mikalonienė *et al.*, 2017, p. 118). Daugiau informacijos apie atstovavimo teorijos istoriją galima rasti Gwala ir Mashau (2023) darbe.

pat padeda paaiškinti interesų konfliktus, kylančius tarp kontroliuojančiųjų ir nekontroliuojančiųjų akcininkų, pateikdama pavyzdį, kas atsitinka, kai bendrovės steigėjas nusprendžia pritraukti išorinį kapitalą.

Kai steigėjui priklauso 100% teisių į bendrovės generuojamą pelną, visi jo veiksmai yra suderinti su jo, kaip vadovo ir akcininko, ekonominės gerovės maksimizavimu. Tokiu atveju jis negali patirti papildomų atstovavimo kaštų, nes bet koks oportunistinis elgesys ar nauda, kurią jis gauna iš bendrovės kaip vadovas, tiesiogiai paveiktų jo, kaip akcininko, pelną. Tačiau pardavęs 5% bendrovės nuosavybės teisių⁶, jis patirs tik 95% kaštų, atsirandančių dėl veiksmų, kurių jis ėmėsi siekdamas padidinti savo asmeninę ekonominę gerovę (Jensen ir Meckling, 1976, p. 312).

Vadovo polinkis naudotis bendrovės ištekliais siekiant asmeninės ekonominės gerovės nėra vienintelė problema, sukelianti atstovavimo kaštus. Kita problema yra ta, kad, mažėjant steigėjo nuosavybės daliai, jis gali prarasti motyvą dėti optimalias pastangas į verslą, nes jis gauna tik dalį naudos iš įdėtų pastangų (Jensen ir Meckling, 1976, p. 313). Oportunizmo, neoptimalių pastangų ir kitos atstovavimo problemos atsispindi bendrovės vertėje, nes racionalūs išorės investuotojai atsižvelgia į atstovavimo kaštus nustatydami kainą, kurią jie pasirengę mokėti už akcijas⁷ (Jensen ir Meckling, 1976, p. 313).

Minėta, kad Jensen ir Meckling modelis yra veiksmingas ne tik analizuojant santykius tarp steigėjo ir išorės investuotojo, bet ir tarp kontroliuojančių ir smulkiųjų akcininkų. Taip yra todėl, nes koncentruotos nuosavybės struktūros atveju⁸ vadovas yra ekonomiškai suinteresuotas teikti pirmenybę kontroliuojančio akcininko interesams.

Ši teorinį argumentą apie atstovavimo kaštų egzistavimą kontroliuojančiųjų ir nekontroliuojančiųjų akcininkų santykiuose patvirtina empiriniai tyrimai. Šie tyrimai nuosekliai rodo, kad kontroliuojantys akcininkai dažnai gauna neproporcingai didelę grąžą, palyginti su jų turimais akcijų paketais, dažnai smulkiųjų akcininkų sąskaita (Barclay ir Holderness, 1989; Bergstrom ir Rydqvist, 1990; Zingales, 1995; Franks ir Mayer, 2001;

⁶ Pagrindinis šio modelio apribojimas yra tas, kad jis remiasi prielaida, jog visas išorinis nuosavas kapitalas yra be balsavimo teisės. Įvedus balsavimo teisę turintį kapitalą, kyla grėsmė steigėjo ilgalaikiams interesams. Mažėjant jo nuosavybei, mažėja ir jo kontrolė, todėl gali būti, kad dėl didėjančių atstovavimo kaštų išoriniams investuotojams bus logiškiau jį pašalinti ir išpirkti (Jensen ir Meckling, 1976, p. 351-352).

⁷ Nors pagal šį modelį atrodo, kad steigėjai turėtų vengti išorinių investicijų dėl su tuo susijusių kaštų, retas verslininkas investuoja visą savo turtą į vieną bendrovę. Didesni išorinio kapitalo kaštai, atspindintys galimus atstovavimo kaštus, yra kainą, kurią dauguma steigėjų yra pasirengę sumokėti, kad sumažintų riziką, susijusią su nediversifikuotomis investicijomis į vieną bendrovę (Jensen ir Meckling, 1976, p. 348-349).

⁸ Tokia situacija būdinga jurisdikcijoms, kuriose akcininkų struktūra yra koncentruota ir akcijų nuosavybė nėra plačiai išskaidyta – pavyzdžiui, Europoje. Priešingai, tokiose šalyse kaip JAV arba Jungtinėje Karalystėje akcijos tradiciškai priklauso dideliui skaičiui akcininkų su įvairiais interesais (Armour *et al.*; 2017, p. 25-26). Nors šiose jurisdikcijose kontroliuojančių akcininkų ar jų grupių pasitaiko rečiau, vadovybė vis tiek turi stiprią paskatą veikti tų akcininkų, kurie turi galimybę juos paskirti ar atleisti, naudai.

Nenova, 2003; Dyck ir Zingales, 2004). Šis reiškinys bendrovių teisėje yra vadinamas asmenine kontrolės nauda (angl. *private benefits of control*). Kontroliuojančio akcininko asmeninė nauda gali pasireikšti įvairiais būdais: nuo teisėto ir įstatymų leidžiamo bendrovės turto panaudojimo tam tikriems kontroliuojančio akcininko tikslams iki neteisėto turto pasisavinimo (Mikalonienė *et al.*, 2017, p. 119, 192). Vienas iš būdų, kaip tokia nauda išmatuojama empiriškai, yra akcijų, susijusių su kontroliniais paketais, ir akcijų, susijusių su nekontroliniais paketais, kainų skirtumai⁹ (Armour *et al.*, 2017, p. 79-80).

Baigiant šį skyrių galima pastebėti, kad klasikinė atstovavimo kaštų teorija yra naudinga paaiškinant interesų konfliktus tarp daugumos ir mažumos akcininkų, kuriuos turi spręsti bendrovių teisė¹⁰. Šiame kontekste kontroliuojančius akcininkus galima laikyti atstovais, o nekontroliuojančius – atstovaujamaisiais¹¹. Viena iš atstovavimo kaštų rūšių yra likutiniai nuostoliai (angl. *residual loss*), kylantys, kai atstovas, nepaisant stebėsenos (angl. *monitoring*) ir pasitikėjimo stiprinimo (angl. *bonding*) kaštų, veikia priešingai atstovaujamojo interesams (Jensen ir Meckling, 1976, p. 308). Santykiuose tarp kontroliuojančių ir nekontroliuojančių akcininkų likutinius nuostolius galima suprasti kaip asmeninę kontrolės naudą. Todėl bendrovių teisė turi užtikrinti, kad kontroliuojantys akcininkai nepiktnaudžiautų savo padėtimi ir nesukeltų nepagrįstų kaštų nekontroliuojantiems akcininkams.

⁹ Pavyzdžiui, Nenova (2003, p. 334) apskaičiavo skirtingų klasių akcijų rinkos kainos skirtumus aštuoniolikoje valstybių, naudodama 1997 m. palyginamuosius duomenis apie 661 bendrovę, turinčią daugiabalsių akcijų struktūrą. Jos rezultatai apie kontrolę suteikiančių balsų vertę palyginus su bendrovės bendra rinkos verte yra pateikti 3 lentelėje ir svyruoja nuo beveik nulinės vertės Suomijoje, mažiau nei 4% bendrovės vertės Kanadoje, Danijoje, Honkonge, Švedijoje ir Jungtinėse Amerikos Valstijose, ir 50% bendrovės vertės Brazilijoje, Čilėje, Prancūzijoje, Italijoje, Pietų Korėjoje ir Meksikoje (Morck, Wolfenzon ir Yeung, 2005, p. 682-683).

¹⁰ Tai, ar šis interesų konfliktas tarp daugumos ir mažumos akcininkų yra vyraujantis, priklauso nuo konkrečioje valstybėje susiklosčiusio akcijų nuosavybės pasiskirstymo modelio. Jei dominuoja išskaidyta nuosavybės struktūra be aiškaus kontroliuojančio akcininko, smulkieji akcininkai turi ribotas galimybes daryti įtaką bendrovės valdymui. Tokiose bendrovėse akcininkas neturi pakankamai kontrolės teisių, kad galėtų prižiūrėti valdymo organo narius ir jaučia racionalią apatiją pasinaudoti turimomis balsavimo teisėmis, todėl bendrovių valdymo organai įgyja didesnę autonomiją veikti pirmiausia savo interesais. Tokiose situacijose pagrindinis interesų konfliktas, kurį turi spręsti bendrovių teisė, kyla ne tarp akcininkų grupių, bet tarp akcininkų ir bendrovės vadovybės (Berle ir Means; 1932, p. 6, 66; Black, 1990, p. 526-529; Gordon, 1998, p. 1575-1577; Mikalonienė *et al.*, 2017, p. 118-119). Įdomu pastebėti tai, kad pastaraisiais metais šios tendencijos keičiasi ir jurisdikcijos, kurios iki šiol buvo laikomos tradiciniais išskaidytos nuosavybės pavyzdžiais darosi vis labiau koncentruotos. Pavyzdžiui, JAV institucinių investuotojų, ypač investicinių fondų ir darbdavių įsteigtų pensijų fondų, valdomo turto augimas lėmė tai, kad jie dabar valdo daugiau akcijų nei mažmeniniai investuotojai (Armour *et al.*, 2017, p. 26).

¹¹ Svarbu pažymėti, kad šiuose santykiuose gali kilti ir atvirkštinė atstovavimo problema, pavyzdžiui, kai smulkieji akcininkai naudoja veto teisę, susijusia su tam tikrais sprendimais (Armour *et al.*, 2017, p. 30).

1.2. Akcininko nuosavybės ir kontrolės teisių atskyrimo būdai

Viena iš penkių pagrindinių bendrovės savybių yra investuotojų nuosavybė (Armour *et al.*, 2017, p. 13), kurią sudaro du komponentai: (i) kontrolės teisės, leidžiančios akcininkui daryti įtaką bendrovės valdymui, ir (ii) pinigų srautų arba nuosavybės teisės, nustatančios akcininkui tenkančią bendrovės pelno dalį (Edwards ir Weichenrieder, 2009, p. 1).

Pagal Jensen ir Meckling teoriją, kuo didesnę pinigų srautų teisių dalį turi kontroliuojantis akcininkas, tuo labiau jo ekonominiai interesai sutampa su nekontroliuojančių akcininkų interesais. Tačiau didesnis kontrolės, arba, kitais žodžiais, balsavimo teisių, lygis sukuria didesnes paskatas kontroliuojančiam akcininkui siekti savanaudiškų tikslų ir taip sumažinti nekontroliuojantiems akcininkams tenkančią pelno dalį (Jensen ir Meckling, 1976 bei Edwards ir Weichenrieder, 2009, p. 1).

Remiantis šiais argumentais, būtų logiška, kad kontrolė būtų suteikiama proporcingai akcijų nuosavybės daliai, įgyvendinant principą „viena akcija – vienas balsas“. Nors daugelyje šalių šis principas yra įtvirtintas įstatymuose, įvairių teisinių mechanizmų, leidžiančių nuo jo nukrypti, buvimas rodo, kad realybė yra visai kitokia (Gurrea-Martinez, 2021, p. 478).

Daugiabalsių akcijų struktūros bene dažniausiai supriešinamos su principu „viena akcija – vienas balsas“. Kaip buvo paaiškinta įžangoje, jų naudojimas leidžia akcininkams išlaikyti kontrolę turint mažumą bendrovės įstatiniame kapitale. Daugiabalsių akcijų struktūra yra sukurama kai bendrovė išleidžia dviejų arba daugiau klasių paprastas akcijas. Daugiau balsų suteikiančios paprastosios akcijos dažniausiai priklauso bendrovės steigėjams arba vadovams, o likusios, mažiau balsų suteikiančios paprastosios akcijos – išorės investuotojams. Išorės investuotojams priklausančioms akcijoms balsavimo teisės yra suteikiamos laikantis principo „viena akcija – vienas balsas“, o steigėjų ir vadovų akcijoms – pagal iš anksto nustatytą santykį (pavyzdžiui, 10:1) (Fisch ir Solomon, 2023, p. 2; Gurrea-Martinez, 2021, p. 477).

Vienas iš ryškiausių nuosavybės ir kontrolės teisių atskyrimo būdų yra paprastųjų akcijų be balso teisės išleidimas. Svarbu pabrėžti, kad tokios akcijos neturėtų būti tapatinamos su privilegijuotosiomis akcijomis. Privilegijuotosios akcijos plačiąja prasme gali būti suprantamos kaip akcijos, kurios turi pirmumo teisę į bendrovės turtą ir pelną, palyginti su paprastosiomis akcijomis. Tiksliai privilegijuotųjų akcijų pirmenybės prieš paprastas akcijas apimtis turi būti aiškiai detalizuota, nes vien tik akcijų įvardijimas kaip privilegijuotų neturi konkrečios reikšmės. Tai gali būti pirmenybė išmokant dividendus, konkrečiai nustatytas jų dydis, pirmenybė pasidalinant bendrovės turtą likvidavimo atveju arba konkretus išmokų akcininkams eiliškumas. Privilegijuotosios akcijos gali būti

išleidžiamos su balso teise arba be jos. Vis dėlto tokios akcijos dažniausiai nesuteikia jų turėtojams balso teisės¹². Taip yra todėl, nes yra manoma, kad privilegijuotųjų akcijų suteikiamos specialios pinigų srautų teisės kompensuoja balsavimo teisių nebuvimą (Gurrea-Martinez, 2021, p. 478, Ferran ir Ho, 2014, p. 133; Jurčiukonytė, 2009, p. 20).

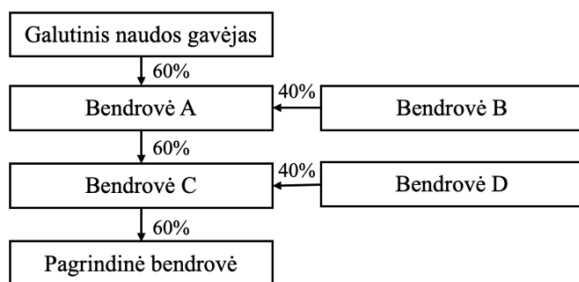
Lojalumo akcijos (angl. *loyalty shares* arba *tenure shares*) suteikia papildomų balsų akcininkams, kurie tam tikrą laiką išlaiko savo akcijas (Vicari, 2021, p. 111-112). Šios akcijos skirtos atlyginti už lojalumą ir sustiprinti ilgalaikių akcininkų kontrolę, nepriklausomai nuo to, ar jie užima mažumos, ar daugumos poziciją. Be to, lojalumo akcijos suteikia didesnes kontrolės teises, kurios išnyksta, kai akcijos perleidžiamos kitam asmeniui, o tai ne visada įvyksta daugiabalsių akcijų atveju. Šie bruožai rodo, kad lojalumo akcijos funkciškai skiriasi nuo daugiabalsių akcijų struktūrų.

Balsavimo apribojimai, draudžiantys akcininkams balsuoti virš tam tikros ribos (angl. *voting caps* arba *voting ceilings*), taip pat mažumos akcininkų pritarimas tam tikriems sprendimams bei kiti bendrovių steigimo dokumentuose arba akcininkų sutartyse pasitaikantys mechanizmai taip pat apriboja kontrolės teises, kai tuo tarpu pinigų srautų teisės išlieka nepakitusios (Gurrea-Martinez, 2021, p. 478).

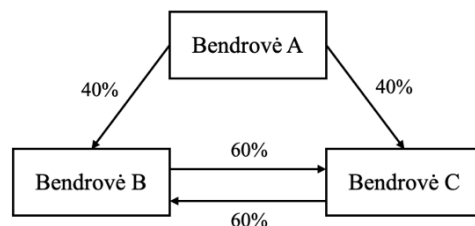
Kaip teigia Armour *et al.* (2017, p. 81), kiti pinigų srautų ir kontrolės teisių atskyrimo būdai bendrovėse yra piramidinė nuosavybės struktūra (angl. *pyramidal ownership structure*) ir žiedinis akcijų valdymo modelis (angl. *circular shareholding*), kurie yra pavaizduoti kitame puslapyje pateiktame paveiksle. Piramidinėje nuosavybės struktūroje patronuojančioji bendrovė kontroliuoja pagrindinę bendrovę (angl. *operating company*) per dukterinių bendrovių grandinę, valdydama daugiau nei 50% kiekvienos iš jų akcijų. Toks modelis leidžia patronuojančiajai bendrovei turėti reikšmingą kontrolę, nors jos tiesioginė nuosavybė pagrindinėje bendrovėje yra palyginti nedidelė. Skirtingai nei piramidės, žiedinės nuosavybės struktūros pasižymi horizontaliu kryžminiu akcijų valdymu (angl. *horizontal cross-holdings of shares*) tarp susijusių bendrovių. Tokia sistema paskirsto kontrolę tarp grupės bendrovių, o ne sutelkia ją vieno galutinio akcininko, kuriam priklauso visa grupė, rankose (Bebchuk, Kraakman ir Triantis, 1999, p. 4, 6).

¹² Net ir balso teisės nesuteikiančių privilegijuotųjų akcijų turėtojai tam tikrais išskirtiniais atvejais įgyja balsavimo teisę. Tai dažniausiai atsitinka tada, kai sprendžiami klausimai, tiesiogiai susiję su šios akcijų klasės teisių apimtimi, arba kai pažeidžiamos privilegijos, kurias suteikia tokios akcijos, pavyzdžiui, neišmokamas nustatyto dydžio dividendas.

Piramidinė nuosavybės struktūra



Žiedinis akcijų valdymo modelis



Šaltinis: Sudaryta autorės.

Apžvelgus dažniausius nukrypimus nuo proporcingumo principo, galima daryti išvadą, kad daugiabalsių akcijų struktūros gali būti suprantamos kaip vienas, bet ne vienintelis būdas atskirti akcininkų kontrolės ir pinigų srautų teises. Tačiau iki šiol šiame darbe dar nubuvo atsakyta į vieną esminį klausimą susijusį su daugiabalsėmis akcijų struktūromis. Ar suteikus akcininkams kontrolę, kuri viršija jų turimas pinigų srautų teises, padidėja atstovavimo problemos ir išauga asmeninė kontrolės nauda? O gal steigėjų siekis išlaikyti kontrolę nepaisant sumažėjusios nuosavybės dalies gali sukurti didesnę vertę, kuri atsveria su tokiu mechanizmu susijusius kaštus?

1.3. Argumentai už ir prieš daugiabalsių akcijų struktūras

Argumentų už ir prieš daugiabalsių akcijų struktūras apžvalga pateikiama Hopt ir Kalss (2024), Fisch ir Solomon (2023) ir Gurrea-Martinez (2021) darbuose, taip pat Europos Sąjungos teisės aktų parengiamuosiuose dokumentuose (pranc. *travaux preparatoires*), pavyzdžiui Europos Komisijos darbo dokumente – Poveikio vertinimo ataskaitoje (2022, p. 145-149). Kaip matyti iš toliau pateiktos apibendrinamosios lentelės, nors kai kurie autoriai vis dar laikosi skeptiško požiūrio savo tyrimus grįsdami anksčiau aptarta atstovavimo teorija, naujesniuose tyrimuose buvo rasta įtikinamų argumentų už daugiabalsių akcijų struktūrų įteisinimą.

Prieš	Už
Nukrypimai nuo principo „viena akcija – vienas balsas“ didina atstovavimo kaštus santykiuose tarp vidinių investuotojų (t. y. direktorių, vadovų ir kontroliuojančiųjų akcininkų) ir išorinių investuotojų (pvz., smulkiųjų akcininkų) (Bebchuk, Kraakman ir Triantis, 1999). Viena vertus,	Leidimas steigėjams išlaikyti kontrolę naudojant daugiabalses akcijas skatina juos inicijuoti viešą akcijų siūlymą, nes sumažina kapitalo sąnaudas ir tuo pačiu leidžia išorės investuotojams nepraleisti unikalių investavimo galimybių (Grinapell, 2020).

daugiabalsės akcijos leidžia vidiniams investuotojams išgauti asmeninę kontrolės naudą (Dyck ir Zingales, 2004). Kita vertus, daugiabalsių akcijos leidžia vadovams ir kontroliuojantiems akcininkams įsitvirtinti ir taip izoliuotis nuo bendrovių kontrolės rinkos (angl. <i>market for corporate control</i>) ¹³ (Gurrea-Martinez, 2018). Be to, steigėjo veiksmai gali pakenkti darbuotojams, tiekėjams ir kitoms su akcininkais nesusijusioms grupėms (Fisch ir Solomon, 2023).	Daugiabalsių akcijų struktūros, apsaugodamos verslininkus nuo akcijų rinkos spaudimo, užtikrina stabilumą, ilgalaikį planavimą ir inovacijas. Jos leidžia verslininkams įgyvendinti savo viziją, dėl kurios jų bendrovės yra vertingiausios (Goshen ir Hamdani, 2016). „Akcininkų demokratijos“ potencialas užtikrinti veiksmingus balsavimo rezultatus yra ribotas, nes akcininkų interesai ir lūkesčiai yra nevienodi (Yan, 2020).
--	--

Atlikus empirinius tyrimus, nustatyta, kad daugiabalsių akcijų struktūros turi ir vertę didinančių, ir mažinančių bruožų. Pavyzdžiui, jaunų bendrovių daugiabalsių akcijų struktūros pirminio viešo akcijų siūlymo etape paprastai būna rinkos įvertintos brangiau palyginus su tokio paties amžiaus bendrovėmis turinčiomis vieną akcijų klasę, todėl steigėjai ir kiti pradiniai investuotojai gali daugiau uždirbti (Kim ir Michaely, 2018, p. 18). Kita vertus, bendrovių, turinčių daugiabalsių akcijų struktūrą, vertė laikui bėgant mažėja (Lin *et al.*, 2022, p. 24). Verta paminėti, kad empiriniai duomenys ne tik prieštaringi, bet daugeliu atvejų turi ekonometrinių trūkumų, pavyzdžiui, atrankos problemų ir vertinimo sunkumų dėl skirtingo daugiabalsių struktūrų įgyvendinimo laiko (Fisch ir Solomon, 2023, p. 10-12).

Nors diskusijos apie daugiabalsių akcijų struktūras daugiausiai yra susijusios su bendrovėmis, kurių akcijomis yra prekiaujama viešai, argumentai keičiasi kalbant apie uždarojo tipo bendroves. Daugelis autorių teigia, kad tokioms bendrovėms turėtų būti suteikta daugiau lankstumo nustatant balsavimo teises, nes jose kyla mažesnė rizika patirti sandorių trūkumus (angl. *contracting failures*), kurie yra laikomi pagrindine prielaida nustatyti privalomą reguliavimą. Taip yra dėl to, nes privačiose bendrovėse akcininkai susiduria su mažesne informacijos asimetrija ir derybinės galios skirtumais palyginus su atvirojo tipo bendrovėse vyraujančia situacija (Armour *et al.*, 2017, p 18-19; Gurrea-

¹³ Terminas bendrovių kontrolės rinka apibūdina akcijų rinkų vaidmenį skatinant įmonių perėmimą. Ši sąvoka buvo pirmą kartą paaiškinta Manne (1965, p. 113) darbe teigiant, kad “kuo mažesnė akcijų kaina, palyginti su ta, kuri galėtų būti, jei valdymas būtų efektyvesnis, tuo patrauklesnis perėmimas tampa tiems, kurie tiki, kad gali efektyviau valdyti bendrovę. Sėkmingo prastai valdomos bendrovės perėmimo ir atgaivinimo potenciali grąža gali būti milžiniška”.

Martinez, 2021, p. 476). Tokiam požiūriui pritaria ir Hopt ir Kalss (2024, p. 32, 63), kurių nuomone nėra pagrindo riboti privačių bendrovių galimybę išleisti daugiabalses akcijas; vietoje to reikėtų leisti uždarojo tipo bendrovių akcininkams nuspręsti, kaip jie nori organizuoti balsavimą bendrovėje, juolab kad egzistuoja įvairūs teisiniai mechanizmai uždarojo tipo bendrovių mažumos akcininkų apsaugai užtikrinti. Argumentas dėl privalomo daugiabalsių akcijų reguliavimo prielaidų nebuvimo taip pat pasitelkiamas siekiant pateisinti jų leidimą biržinėse bendrovėse, tačiau jo reikšmė šiuo atveju yra mažesnė dėl didesnių atstovavimo kaštų ir didesnės smulkiųjų akcininkų teisių pažeidimo rizikos.

Atsižvelgiant į prieštarigus teorinius argumentus ir empirinių įrodymų neapibrėžtumą, nustatyti veiksmingiausią būdą, kaip reguliuoti daugiabalsių akcijų struktūras, yra sudėtinga. Vis dėlto, šie argumentai turėtų padėti reguliuotojams suprasti, kad nei griežtas principo „viena akcija – vienas balsas“ laikymasis, nei neribotas daugiabalsių akcijų struktūrų leidimas nėra optimalūs sprendimai¹⁴ (Hopt ir Kalss, 2023, p. 34).

2. JUNGTINIŲ AMERIKOS VALSTIJŲ BENDROVIŲ TEISĖS POŽIŪRIS

Daugiabalsių akcijų struktūros atsirado JAV XX amžiaus dešimtojo dešimtmečio pradžioje (Bainbridge, 1991, p. 5; Ashton, 1994, p. 891; Shobe ir Shobe, 2022, p. 1294; Fisch ir Solomon, 2023, p. 3). Kaip aiškina Elson ir Ferrere (2018), tuo metu bendrovės daugiabalsių akcijų struktūras rinkosi dėl įvairiausių priežasčių. Žiniasklaidos milžinės, tokios kaip „The New York Times“, „News Corp.“ ir „The Washington Post“, jas naudojo siekdamos apsaugoti redakcinę nepriklausomybę ir apsisaugoti nuo rinkos spaudimo. O tokios bendrovės kaip „Ford Motor Company“, „Berkshire Hathaway“ ir „Estee Lauder“ daugiabalses akcijas naudojo tam, kad genialią viziją turintys steigėjai galėtų išlaikyti kontrolę, o investuotojai pasitikėjo, kad šie lyderiai pasieks gerų rezultatų.

Nors iš pradžių daugiabalsių akcijų struktūros buvo gana retos, reikšmingas pokytis įvyko, kai 2004 m. „Google“ įvykdė pirminį viešą akcijų siūlymą ir tapo pirmąja technologijų bendrove, kuri pritaikė daugiabalses akcijas, kad išlaikytų kontrolę savo steigėjų rankose (Yan, 2020, p. 11 ir Fisch ir Solomon, 2023, p. 5). Netrukus jos pavyzdžiu

¹⁴ Šio neapibrėžtumo kontekste Gurrea-Martinez (2021, p. 497-507) darbe yra pateikiamas naudingas įvairių veiksmų sąrašas, padedantis įvertinti ar konkrečioje valstybėje turėtų būti leidžiamos daugiabalsių akcijų struktūros, ir jeigu jos turėtų būti leidžiamos, koku būdu jas reikėtų reglamentuoti. Jo teigimu, įstatymų leidėjas turėtų atsižvelgti į (i) kapitalo rinkų pažangumo lygį, (ii) bendrovių ir vertybinių popierių įstatymuose numatytą investuotojų apsaugos lygį, (iii) asmeninės kontrolės naudos, kuria potencialiai gali naudotis bendrovės vidiniai veikėjai, lygį, (iv) civilinio proceso įstatymus, (v) apskaitos ir audito reguliavimą, ir (vi) teisės aktų laikymosi užtikrinimo kokybę ir patikimumą.

sekė ir kitos technologijų bendrovės, įskaitant „Facebook“, „LinkedIn“ ir „Pinterest“ (Egan *et al.*, 2020, p. 1). „Google“ pirminis viešas akcijų siūlymas buvo labai sėkmingas, o laikotarpiu nuo 2004 m. iki 2020 m. JAV biržinių bendrovių su daugiabalsių akcijų struktūromis procentinė dalis išaugo iki 12,6% ir 2019-2020 m. pasiekė didžiausią daugiabalsių akcijų procentinę dalį (Shobe ir Shobe, 2022, p. 1297 bei Fisch ir Solomon, 2023, p. 5). Daugiabalsės akcijų struktūros naudojamos ir JAV privačiose bendrovėse. Pavyzdžiui 2016 m. startuolių finansavimo sandoriuose net 39% bendrovių, kurias galima laikyti vienaaragiais, turėjo daugiabalses akcijų struktūras (Fenwick, 2017).

JAV bendrovėms, įskaitant tas, kurios turi daugiabalsių akcijų struktūrą, taikoma dvipakopė federalinio ir valstijų lygmens reguliavimo sistema. Federaliniai įstatymai reguliuoja informacijos apie emitentus ir jų vertybinius popierius rengimą bei atskleidimą, lėšų judėjimą vertybinių popierių rinkose ir šių rinkų struktūrą. Tuo tarpu valstijų teisė yra skirta bendrovių valdymo reguliavimui (Committee on Capital Markets Regulation, 2020, p. 4). Tolesniuose skirsniuose bus apžvelgtas daugiabalsių akcijų reguliavimas JAV, daugiausia remiantis Committee on Capital Markets Regulation (2020) įžvalgomis.

2.1. Federalinė teisė

Šiuo metu JAV federaliniai įstatymai neriboja bendrovių, turinčių daugiabalsių akcijų struktūras, galimybės viešai platinti savo akcijas¹⁵. Tačiau federalinis vertybinių popierių įstatymas, taip kaip jis šiuo metu yra taikomas Vertybinių popierių ir biržos komisijos, reikalauja, kad bendrovės viešų siūlymų metu atskleistų riziką, susijusią su netradicinėmis valdymo struktūromis, pavyzdžiui, daugiabalsėmis akcijomis (Securities and Exchange Commission Investor Advisory Committee, 2018; Committee on Capital Markets Regulation, 2020, p. 4).

2.2. Valstijų teisė

JAV teisė pasižymi lankstumu, leidžiančiu bendrovėms nukrypti nuo įstatyme numatyto standartinio reguliavimo, ir daugiabalsių akcijų reguliavimas nėra išimtis. Nors daugumos valstijų bendrovių kodeksuose galioja bendroji taisyklė „viena akcija – vienas balsas“, bendrovėms suteikiama galimybė nuo šios dispozityvios normos nukrypti, įtvirtinant atitinkamas nuostatas steigimo dokumentuose. Tokia taisyklė yra įtvirtinta JAV

¹⁵ Tačiau taip buvo ne visada. Istorškai Vertybinių popierių ir biržų komisijos taisyklė 19C-4 draudė biržoms įtraukti į prekybos sąrašus bendroves, turinčias daugiabalsių struktūrą, tačiau JAV apeliacinis teismas 1990 m. šią taisyklę pripažino negaliojančia (Committee on Capital Markets Regulation, 2020, p. 4 ir Fisch ir Solomon, 2023, p. 4). Daugiau informacijos apie šią taisyklę galima rasti Bainbridge (1991) darbe.

modeliniame verslo įmonių įstatyme (angl. *Model Business Corporation Act*)¹⁶, kuriuo yra grindžiami atskirų valstijų bendrovių kodeksai. Tuo tarpu Delavero, vienos svarbiausių bendrovių teisės jurisdikcijų JAV ir tarptautiniu mastu, teisė leidžia steigimo dokumentuose nustatyti, kad tam tikros akcijos turi ribotas balsavimo teises arba jų visai neturi¹⁷. Daugiabalsių akcijų išleidimas ne tik plačiai leidžiamas daugelio JAV valstijų bendrovių teisės kodeksuose, bet ir nuosekliai pripažįstamas įvairių JAV jurisdikcijų teismų praktikoje¹⁸ (Bainbridge, 2007, p. 7).

2.3. Fiduciarinės pareigos

Kadangi daugelio JAV valstijų teisė leidžia išleisti daugiabalses akcijas, svarbu aptarti, kaip JAV bendrovių teisė sprendžia dėl jų sustiprėjančius interesų konfliktus tarp kontroliuojančių ir nekontroliuojančių akcininkų. Jungtinėse Amerikos Valstijose pagrindinis teisinis mechanizmas, skirtas spręsti įvairius bendrovių teisei būdingus interesų konfliktus yra vadovų ir kontroliuojančių akcininkų fiduciarinės pareigos. Kadangi JAV teisėje vyrauja akcininkų pirmenybės teorija (Mikalonienė *et al.*, 2017, p. 132-133), šios pareigos pirmiausia galioja bendrovės ir jos akcininkų atžvilgiu (jų naudai). Toliau, siekiant paprastesnės lyginamosios analizės, daugiausia dėmesio skiriama Delavero valstijos jurisdikcijai.

Šio darbo kontekste svarbiausia yra fiduciarinė vadovų lojalumo pareiga, kuri pačia bendriausia prasme reikalauja, kad direktoriai siektų apsaugoti geriausius bendrovės interesus ir neleistų, kad jų pačių interesai būtų svarbesni už bendrovės ir jos akcininkų interesus. Lojalumo pareiga yra principas, o ne konkretus reikalavimas. Laikui bėgant ji buvo sukonkretinta valstijų bendrovių kodeksuose ir teismų sprendimuose, tačiau jos paskirtis yra apimti labai platų situacijų ratą – nuo bendrovės turto pasisavinimo iki pernelyg didelio vadovų atlyginimo arba bendrovės verslo galimybių perėmimo. Lojalumo pareigos pažeidimas dažniausiai pasireiškia kaip sandoris su pačiu savimi (angl. *self-*

¹⁶ Modelinio verslo įmonių įstatymo 7.21 straipsnio a dalyje įtvirtinta, kad jei steigimo dokumentuose nenumatyta kitaip, kiekviena apyvartoje esanti akcija, neatsižvelgiant į jos klasę ar seriją, turi teisę į vieną balsą kiekvienu klausimu, dėl kurio balsuojama akcininkų susirinkime.

¹⁷ Delavero bendrojo korporacijų įstatymo (angl. *Delaware General Corporation Law*) 8 dalies 151 straipsnio a punkte nurodyta, kad „kiekviena korporacija gali išleisti vieną ar daugiau akcijų klasių arba vieną ar daugiau bet kurios klasės akcijų serijų <...> kurios gali turėti visas ar ribotas balsavimo teises arba neturėti balsavimo teisių, <...> ir kurių apribojimais turi būti nurodomi ir išreiškiami steigimo dokumentuose ar jų pakeitimuose arba nutarime, numatančiame tokių akcijų išleidimą“.

¹⁸ Pavyzdžiui, Kentukio valstijos Apeliacinio Teismo 1959 m. byloje *Deskins* prieš *Lawrence County Fair & Development Corp.*, Misūrio valstijos Aukščiausiojo Teismo 1963 m. byloje *Shapiro* prieš *Tropicana Lanes, Inc.*, Kolorado valstijos Apeliacinio Teismo 1972 m. byloje *Hampton* prieš *Tri-State Finance Corporation*, Delavero valstijos Aukščiausiojo Teismo 1977 m. byloje *Providence & Worcester Co.* prieš *Baker*, ir Luizianos valstijos Apeliacinio Teismo 1982 m. byloje *Groves* prieš *Rosemound Improvement Association Inc.*

dealing transaction), kuris yra ganėtinai konkrečiai reguliuojamas atskirų valstijų bendrovių įstatymuose. Daugumoje jų ši problema apibrėžiama kaip „sandoris tarp korporacijos ir vieno ar daugiau jos direktorių ar valdymo organų narių <...> arba organizacijos, kurioje vienas ar daugiau jos direktorių ar valdymo organų narių yra direktoriai ar valdymo organų nariai arba turi finansinių interesų“¹⁹. Tokiu atveju yra reikalaujama, kad tokie sandoriai būtų arba (i) patvirtinti nepriklausomų direktorių ar akcininkų balsų dauguma, kuriai buvo visiškai atskleista visa aktuali informacija, arba (ii) kad tokie sandoriai būtų „sąžiningi bendrovės atžvilgiu“²⁰ (Baums ir Scott, 2005, p. 7-8).

Nors tradiciškai fiduciarinės pareigos yra taikomos valdymo organų nariams, Delavere jos yra taikomos ir kontroliuojantiems akcininkams²¹, įskaitant tuos, kurie valdo daugiabalses akcijas. Kai kontroliuojančiojo akcininko interesai skiriasi nuo kitų akcininkų interesų, Delavero teisėje yra daroma prielaida, kad valdybos nepriklausomumas yra pažeistas. Taip yra dėl kontroliuojančiojo akcininko galios atšaukti ir skirti valdymo organų narius, o tai mažina valdybos gebėjimą priimti nešališkus sprendimus, atitinkančius bendrovės ir akcininkų interesus (Committee on Capital Markets Regulation, 2020, p. 5; Strine, 2006, p. 678). Delavero teismai taip pat pripažino, kad akcininkas gali būti kontroliuojantis ir turėti fiduciarines pareigas kitų akcininkų atžvilgiu, net jei jam priklauso tik mažuma bendrovės akcijų. Akcininkai gali įgyti kontroliuojančia padėtį ne tik dėl turimos nuosavybės teisių į akcijas dalies, bet ir dėl įvairių sutartinių mechanizmų, tokių kaip valdybos kontrolė ir veto teisė²² (Fisch ir Solomon, 2023, p. 16).

Delavero teismai sandoriams, kuriuose dalyvauja kontroliuojantys akcininkai, taiko griežtą „visiško teisingumo“ (angl. *entire fairness*) standartą, reikalaudami įrodyti ir sąžiningą kainą, ir sąžiningą procesą, priešingai nei švelnesnės „verslo sprendimo“ (angl. *business judgement*) taisyklės atveju, kuri taikoma tipiniams valdybos sprendimams (Capital Markets Regulation Committee, 2020, p. 5). Šis griežtesnis standartas yra ypač svarbus tais atvejais, kai naudojamos daugiabalsės akcijos ar kiti kontrolę stiprinantys mechanizmai, nes griežtos fiduciarinės pareigos užtikrina apsaugą nuo galimo piktnaudžiavimo.

¹⁹ Tokia nuostata yra įtvirtinta Delavero bendrojo korporacijų įstatymo 8 dalies 144 straipsnio a dalyje.

²⁰ Tokios taisyklės yra įtvirtintos Delavero bendrojo korporacijų įstatymo 8 dalies 144 straipsnio a dalies 1-3 punktuose.

²¹ Toks išaiškinimas pateiktas Delavero valstijos Aukščiausiojo Teismo 1994 m. byloje *Kahn prieš Lynch Communication Systems*.

²² Toks išaiškinimas pateiktas Delavero valstijos Kanceliarijos Teismo 2014 m. byloje *In re KKR Financial Holdings LLC*, o ši pozicija vėliau buvo patvirtinta Delavero valstijos Aukščiausiojo Teismo 2015 m. byloje *Corwin prieš KKR Financial Holdings LLC*.

Be standartinių piktnaudžiavimo atvejų, tokių kaip bendrovės turto pasisavinimas, fiduciarinės pareigos taip pat yra svarbus saugiklis įvedant arba pakeičiant daugiabalsių akcijų struktūrą bendrovėje ir taip perskirstant kontrolės teises tarp esamų akcininkų. Per pastaruosius 15 metų tokių bendrovių kaip „Google“, „Facebook“, „InterActiveCorp“ ar „CBS Corporation“ planai rekapitalizuoti esamas daugiabalsių akcijų struktūras galiausiai pasibaigė paprastąsias akcijas turinčių akcininkų ieškiniais Delavero teismuose. Visos šios bylos pasibaigė arba taikos sutartimis, arba bendrovėms nusprendus atsisakyti kontrolės teisių perskirstymo planų, todėl teismų praktika šiuo klausimu dar nėra susiformavusi²³ (Goshen ir Hamdani, 2016, p. 944-945).

2.4. Privačių subjektų nustatomas reguliavimas

Daugiabalsių akcijų struktūros paplitimą JAV lemia ne tik oficialus reguliavimas, bet ir privačių subjektų, pavyzdžiui, vertybinių popierių biržų, indeksų sudarytojų ir institucinių investuotojų, politika ir veiksmai.

Tiek Niujorko vertybinių popierių birža, tiek NASDAQ šiuo metu leidžia bendrovėms, turinčioms akcijas su nevienodomis balsavimo teisėmis, įtraukti savo akcijas į biržos sąrašus²⁴, tačiau abi biržos riboja į biržos sąrašus įtrauktų bendrovių galimybę sumažinti jau išleistų akcijų balsavimo teises, pavyzdžiui, išleidžiant naujos klasės akcijų, suteikiančių daugiau balsavimo teisių²⁵ (Capital Markets Regulation Committee, 2020, p. 12-13).

Kita vertus, indeksų sudarytojai ir instituciniai investuotojai dažnai griežtai pasisako prieš daugiabalses akcijas. Pavyzdžiui, nuo 2017 iki 2023 m. į S&P 500 indeksą nebuvo įtraukiamos bendrovės, turinčios kelių klasių akcijų, o tokios organizacijos, kaip Institucinių investuotojų taryba, nuosekliai reikalauja vienodų balsavimo teisių visiems

²³ Įdomu pastebėti, kad šios bylos paskatino diskusijas JAV teisės doktrinoje, ar sandoriams tarp susijusių asmenų taikomas „visiško teisingumo“ standartas, kuris reikalauja įrodyti sąžiningą kainą, galėtų būti pritaikytas kontrolės teisėms, kurių neįmanoma įvertinti jokiais egzistuojančiais ekonominiais modeliais ir kurių vertė priklauso nuo konkrečios bendrovės situacijos ir steigėjo, norinčio įgyti daugiau kontrolės teisių, asmeninių savybių. Platesnę diskusiją šia tema galima rasti Goshen ir Hamdani (2020) darbe.

²⁴ Žvelgiant iš istorinės perspektyvos ši pozicija einant laikui keitėsi. XX amžiaus trečiajame dešimtmetyje „Dodge Brothers“ ir „Industrial Rayon“ buvo vienos pirmųjų bendrovių, išleidusių akcijų be balso teisės. Nors šie veiksmai buvo teisiškai patvirtinti (angl. *legally upheld*), jie sulaukė didelio visuomenės dėmesio. Reaguodama į tai, 1926 m. Niujorko vertybinių popierių birža pradėjo laikytis „viena akcija – vienas balsas“ politikos, kuri iš esmės uždraudė bendrovių, turinčių daugiabalsių akcijų struktūrą, listingavimą. Nepaisant to, birža šios taisyklės netaikė nuosekliai. 1956 m. bendrovei „Ford Motor Company“ buvo leista listinguoti savo akcijas, o iki 1985 m. Niujorko vertybinių popierių biržoje buvo listinguojama dar dešimt panašių struktūrų bendrovių (Seligman, 1986, p. 694 ir 702; Committee on Capital Markets Regulation, 2020, p. 12; Fisch ir Solomon, 2023, p. 3).

²⁵ Niujorko vertybinių popierių biržos listinguojamų bendrovių 313.00 taisyklės A ir B punktai: Balsavimo teisės (New York Stock Exchange, 2024) bei NASDAQ vertybinių popierių biržos listingavimo taisyklių 5640 taisyklė: Balsavimo teisės (Nasdaq, 2025).

akcininkams, pabrėždamas principą „viena akcija – vienas balsas“ (Committee on Capital Markets Regulation, 2020, p. 15-18).

Prieš pereinant prie kito skirsnio, svarbu pastebėti, kad JAV daugiabalsių akcijų reguliavimo sistema yra ganėtinai lanksti ir leidžia bendrovėms laisvai pasirinkti kaip bus paskirstomos balsavimo teisės. Tuo tarpu griežtos fiduciarinės pareigos, ypač tokiose valstijose kaip Delaveras, veikia kaip stipri atsvara galimam piktnaudžiavimui koncentruota kontrole. Toks privačiu reguliavimu (angl. *private ordering*) grindžiamas JAV bendrovių teisei būdingas reguliavimo būdas suteikia bendrovėms lankstumo savarankiškai nustatyti tokią daugiabalsių akcijų struktūrą, kuri geriausiai atitiktų jų poreikius, o kitiems privatiems subjektams nustatyti tam tikras taisykles, kurios atliepia rinkos poreikius.

3. EUROPOS SĄJUNGOS BENDROVIŲ TEISĖS POŽIŪRIS

Europos šalys neturi ilgų ir nuoseklių daugiabalsių akcijų struktūrų reguliavimo tradicijų²⁶. Nepaisant intensyvių diskusijų ES lygmeniu²⁷, Europos Sąjungos šalys vis dar neatranda vieningo požiūrio į šį JAV sukurtą teisinį instrumentą. Iki šiol galimybė išleisti daugiabalsių akcijų ES valstybėse narėse daugiausiai buvo reguliuojama nacionaliniu lygmeniu.

3.1. Europos Sąjungos reguliavimas iki Direktyvos įsigaliojimo

Nors ES bendrovių teisės direktyvose dažnai minimos „akcijos“, „akcijų paketai“ ir „akcininkai“, nei viena iš jų iki šiol nereglementavo pagrindinių akcijų bruožų ir jų suteikiamų balsavimo teisių (Vicari, 2021, p. 105). Pavyzdžiui, 2007 m. liepos 11 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje

²⁶ Verta paminėti, kad kitas nuosavybės ir kontrolės teisių atskyrimo mechanizmas – lojalumo akcijos – yra ganėtinai plačiai paplitęs Europos šalyse, ypač Prancūzijoje, kur nuo 2014 m., priėmus *Florange* įstatymą (pranc. *Loi Florange*), jos tapo įstatymu nustatyta standartinė taisyklė, kuri yra taikoma tuo atveju, jeigu akcininkai nesusitaria kitaip. Kaip jau buvo minėta, funkcinio požiūriu lojalumo akcijos nėra tapačios daugiabalsių akcijų struktūroms, todėl šiame darbe nebus analizuojama, kaip jos yra ar buvo reguliuojamos atskirose Europos Sąjungos šalyse.

²⁷ Įdomu pastebėti, kad iki 2007 m. įvairios ES politikos iniciatyvos buvo linkusios įtvirtinti principą „viena dalis – vienas balsas“ visose valstybėse narėse. Pavyzdžiui, 1970-1991 m. rengtuose Penktosios bendrovių teisės direktyvos ir Europos bendrovės (lot. *societas Europaea*) reglamento projektuose buvo siūloma uždrausti daugiabalsių akcijų struktūras, tačiau šie projektai taip ir nebuvo priimti. Vėliau, apie 2000-uosius metus, svarstant Direktyvą dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (angl. *takeover bids*), Europos Komisija vėl grįžo prie diskusijų dėl „viena akcija – vienas balsas“ principo įtvirtinimo. Šios idėjos buvo atspindėtos ir 2003 m. Komisijos priimtame Veiksmų plane dėl bendrovių teisės. Tačiau atlikus daugybę išsamių tyrimų „viena akcija – vienas balsas“ principo įtvirtinimo klausimu, 2007 m. Komisija padarė išvadą, kad ES lygmeniu nereikia imtis jokių teisėkūros veiksmų. Nuo to laiko Komisija nebebandė įtvirtinti proporcingo balsavimo principo visoje ES, tačiau diskusijos šiuo klausimu tęsiasi (Ringe, 2011, p. 211 bei Schmidt, 2024, p. 1-2).

(toliau – Akcininkų teisių direktyva), reglamentuoja akcininkų teisę balsuoti pagal įgaliojimą ir nuotoliniu būdu, akcininkų teisę gauti informaciją prieš visuotinį akcininkų susirinkimą bei užduoti klausimus jo metu, tačiau joje nėra numatyta išsamių taisyklių dėl pačios balsavimo teisės bei daugiabalsių akcijų.

Vis dėlto, Akcininkų teisių direktyvoje, taip pat kaip ir 1996 m. priimtoje Antrojoje bendrovių teisės direktyvoje²⁸, kuri šiuo metu yra kodifikuota į Direktyvą dėl tam tikrų bendrovių teisės aspektų²⁹, yra įtvirtintas akcininkų lygybės ir nediskriminavimo principas, kuris reikalauja, kad valstybių narių įstatymai užtikrintų vienodas sąlygas visiems akcininkams, esantiems tokioje pačioje padėtyje³⁰. Svarbu pabrėžti, kad šis principas nėra absoliutus. Visų pirma, daugumos ir mažumos akcininkų padėtis natūraliai skiriasi dėl to, kad mažumos akcininkai įgyja mažesnę įtaką bendrovės valdyme nei daugiau kapitalo suteikę akcininkai. Antra, šis principas neriboja galimybės nustatyti skirtingas atskirų klasių akcininkų teises ir nedraudžia tokių struktūrų kaip privilegiuoti dividendai, daugiabalsės akcijos arba akcijos be balso teisės. Šio principo esmė yra draudimas bendrovei (taigi ir bendrovės organams, pavyzdžiui, valdybai) diskriminuoti akcininkus, tačiau ne reikalavimas, kad visi bendrovės akcininkai turėtų vienodas teises (Andersen *et al.*, 2017, p. 80; Vicari, 2021, p. 109). Europos Sąjungos Teisingumo Teismo praktikoje šis principas buvo paaiškintas 2009 m. priimtame *Audiolux* sprendime. Šioje byloje teismas nurodė, kad ES teisėje nepripažįstamas bendrasis akcininkų lygybės principas, o ES antrinėje teisėje įtvirtintų nuostatų taikymo sritis apsiriboja konkrečiose direktyvose reguliuojamais santykiais (*Audiolux*, 61, 62 ir 64 punktai). Konkrečiau, tuo metu Antrosios bendrovių teisės direktyvos 42 straipsnyje įtvirtintas akcininkų lygiateisiškumo principas galėjo būti taikomas „tik šios direktyvos ribose, t. y. kaip nurodyta jos preambulės penktoje konstatuojamojoje dalyje, kiek tai susiję su kapitalo didinimu ar mažinimu“ (*Audiolux*, 37 punktas). Todėl atsakydamas į šioje byloje spręstą su bendrovių perėmimu (angl. *takeover*) susijusį prejudicinį klausimą, teismas išaiškino, kad ES teisėje „nėra jokio bendro teisės principo, pagal kurį smulkieji akcininkai būtų saugomi įpareigojant kontroliuojantį akcininką, kai jis įgyja ar įgyvendina bendrovės kontrolę, pasiūlyti pirkti jų akcijas tokiomis pačiomis sąlygomis, kokios buvo sutartos daugumos

²⁸ Pilnas pavadinimas – 1976 m. gruodžio 13 d. Antroji Tarybos Direktyva 77/91/EEC dėl apsaugos priemonių, kurių valstybės narės, siekdamos tokias priemones suvienodinti, reikalauja iš Sutarties 58 straipsnio antroje pastraipoje apibrėžtų acinių bendrovių, jų narių ir kitų interesų apsaugai, bendrovės steigiant, palaikant ir keičiant jų kapitalą, koordinavimo (toliau – Antroji bendrovių teisės direktyva).

²⁹ Pilnas pavadinimas – 2017 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2017/1132/ES dėl tam tikrų bendrovių teisės aspektų (toliau – Direktyva dėl tam tikrų bendrovių teisės aspektų).

³⁰ Akcininkų teisių direktyvos 4 straipsnis, Antrosios bendrovių teisės direktyvos 42 straipsnis ir Direktyvos dėl tam tikrų bendrovių teisės aspektų 85 straipsnis.

akcininkui įsigyjant kontrolę suteikiantį ar sustiprinantį akcijų paketą“ (*Audiolux*, 64 punktas).

Kaip matyti iš aptartos bylos, akcijų suteikiamų balsavimo teisių klausimas yra glaudžiai susijęs su įmonių perėmimo pasiūlymais, t. y. viešais siūlymais įsigyti visus arba dalį reguliuojamoje rinkoje listinguojamos bendrovės vertybinių popierių. ES mastu ši sritis yra reglamentuojama 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir tarybos Direktyvoje 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (toliau ir – Direktyva dėl įmonių perėmimo pasiūlymų). Šia direktyva yra reglamentuojamas biržinių bendrovių perėmimas, numatoma smulkiųjų akcininkų apsauga įgyvendinant privalomo pasiūlymo teikimo taisyklę bei įtvirtinamas reikalavimas atskleisti informaciją įsigyjamų bendrovių akcininkams. Tai yra vienintelis ES teisės aktas iki šiol tiesiogiai paminėjęs daugiabalses akcijų struktūras. Direktyvos dėl įmonių perėmimo pasiūlymų reguliavimas daugiabalsių akcijų atžvilgiu yra grindžiamas tuo, kad nukrypimai nuo principo „viena akcija – vienas balsas“ gali apriboti galimybę varžytis dėl įmonių kontrolės (angl. *contestability of corporate control*), sudarydami neįveikiamas kliūtis įgyvendinti priešišką (angl. *hostile*) bendrovės perėmimą. Todėl direktyva siekiama užtikrinti, kad būtų atskleista visa informacija apie tai, ar bendrovė išleido akcijų, nukrypstančių nuo principo „viena akcija – vienas balsas“³¹, ir numatoma, kad neproporcingos balsavimo teisės gali būti neutralizuojamos taikant vadinamąją proveržio taisyklę (angl. *breakthrough rule*). Pastarąją taisyklę siekiama, kad perėmimo laikotarpiu kontrolę didinantys mechanizmai negalėtų, o pasiūlymą įgyvendinęs asmuo galėtų lengvai pašalinti esamą įsigijamos bendrovės valdybą ir pakeisti jos įstatus³². Vis dėlto šia direktyva valstybėms narėms buvo leista nukrypti nuo siūlomo

³¹ Pagal Direktyvos dėl įmonių perėmimo pasiūlymų 10 straipsnio 1 dalies a punktą reikalaujama, kad valstybės narės užtikrintų, jog bendrovės, kurių akcijomis leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skelbtų išsamią informaciją apie „savo kapitalo struktūrą <...>, nurodydamos skirtingas akcijų klases ir su jomis susijusias teises bei pareigas ir tokioms akcijoms tenkančią viso kapitalo procentinę dalį“. Taip pat turi būti skelbiama informacija apie „visų vertybinių popierių, turinčių specialias kontrolės teises, savininkus“ ir apie „bet kokius balsavimo teisių apribojimus, pavyzdžiui, tam tikros procentinės dalies arba tam tikro balsų skaičiaus turėtojų balsavimo teisių apribojimus, balsavimo teisių įgyvendinimo terminus arba sistemas, pagal kurias, bendrovei bendradarbiaujant, su vertybiniais popieriais susijusios finansinės teisės atskiriamos nuo vertybinių popierių turėjimo“ (10 straipsnio 1 dalies d ir f punktai).

³² Direktyvos dėl įmonių perėmimo pasiūlymų 11 straipsnio 3 dalies paskutiniame sakinyje reikalaujama, kad daugiabalsės akcijos visuotiniame akcininkų susirinkime, kuriame sprendžiama dėl bet kokių gynybos priemonių pagal 9 straipsnį, turėtų tik vieną balsą. 11 straipsnio 5 dalyje taip pat numatyta, kad „už bet kokią šių teisių turėtojų patirtą žalą turi būti teisingai kompensuojama“ valstybių narių nustatytomis sąlygomis. Pagal 11 straipsnio 4 dalį toks pats daugiabalsių akcijų neutralizavimo principas yra taikomas ir „pirmajame visuotiniame akcininkų susirinkime po pasiūlymo pateikimo pabaigos“, kai pasiūlymą įgyvendinusiame asmeniui priklauso 75% ar daugiau kapitalo, suteikiančio balsavimo teisę ir jis siekia „pakeisti įstatus arba atšaukti ar paskirti valdybos narius“.

reguliavimo ir atsisakyti nacionaliniuose teisės aktuose įtvirtinti proveržio taisyklę³³, todėl daugiabalsių akcijų reguliavimo harmonizavimas šiuo aspektu išliko ribotas. Iki šiol, tik trys valstybės narės (Lietuva, Latvija ir Estija) nusprendė įgyvendinti direktyvoje numatytą proveržio taisyklę nacionaliniuose teisės aktuose (European Commission, 2022, p. 144).

Matyti, kad ES teisės aktai iki šiol labai ribotai reglamentavo akcijas ir jų suteikiamas balsavimo teises, o didžiąją dalį ES reguliavimo bendrovių teisės srityje sudaro teisės aktai skirti biržinėms bendrovėms³⁴. Nors akcininkų lygybės principas yra įtvirtintas ES antrinėje teisėje, remiantis Europos Sąjungos Teisingumo Teismo praktika, jo taikymo sritis yra aiškiai apribota, todėl abejotina ar jis galėtų būti interpretuojamas kaip sudarantis kliūtis išleisti daugiabalses akcijas. Be to, nors daugiabalsės akcijos yra tiesiogiai paminėtos Direktyvoje dėl įmonių perėmimo pasiūlymų, šia direktyva pirmiausia siekiama užtikrinti kontrolės ir nuosavybės teises išskiriančių mechanizmų skaidrumą ir nustatyti tam tikras taisykles bendrovių perėmimo atvejams. Vis dėlto, ši direktyva neatsakė į klausimą, ar tokios akcijų struktūros apskritai turėtų būti leidžiamos ES valstybėse narėse. Tai reiškia, kad daugiabalsių akcijų reguliavimas vis dar priklauso nuo kiekvienos valstybės narės nacionalinės teisės, o ES teisė šioje srityje iki šiol nebuvo sukūrusi vieningo reguliavimo modelio.

3.2. Europos modelinis bendrovių aktas

Viena iš svarbiausių iniciatyvų sukurti vieningą ES reguliavimą tiek atvirojo, tiek uždarojo tipo bendrovėms yra Europos modelinis bendrovių aktas (toliau – EMCA), kuris gali būti suprantamas tarsi minkštosios teisės (angl. *soft law*) šaltinis, principų rinkinys, arba parengiamoji medžiaga įstatymų leidėjui. Remiantis JAV modelinio verslo korporacijų įstatymo idėja, EMCA buvo sukurtas kaip išsamus bendrovių teisės aktas, kurį pilna apimtimi arba iš dalies galėtų naudoti ES valstybių narių įstatymų leidėjai, nors pats modelinis įstatymas neturi privalomosios teisinės galios. EMCA yra suskirstytas į 16 skyrių atspindinčių skirtingas bendrovių teisės sritis, o penktasis skyrius skirtas reglamentuoti su akcijomis susijusius klausimus, įskaitant balsavimo teises ir daugiabalsių akcijų išleidimo galimybę (Andersen *et al.*, 2017, p. 1 ir 6).

³³ Valstybės narės gali atsisakyti taikyti proveržio taisyklę pagal 12 straipsnio 1 dalį, pagal kurią joms leidžiama „pasilikti teisę nereikalauti, kad bendrovės, kurių registruota buveinė yra jų teritorijoje, laikytųsi 9 straipsnio 2 ir 3 dalių [dėl akcininkų pritarimo gynybai po pasiūlymo pateikimo] ir (arba) 11 straipsnio“.

³⁴ Šiame darbe buvo pasirinkta neanalizuoti 2001 m. spalio 8 d. Tarybos Reglamento 2157/2001/EB dėl Europos bendrovės (SE) statuto ir kitų iniciatyvų sukurti tarpvalstybines bendrovių formas (pavyzdžiui, *Societas Privata Europea* arba *Societas Unius Personae*). Toks sprendimas priimtas atsižvelgiant į tai, kad *Societas Europea* teisinė forma nesulaukė didelės sėkmės. Pavyzdžiui, 2020 m. buvo įregistruota tik 3,3 tūkstančių šios teisinės formos bendrovių, kai bendras uždarojo ir atvirojo tipo bendrovių skaičius visoje ES šiuo metu siekia 24 milijonus (Vicari, 2021, p. 35 bei Europos Parlamentas, 2024).

EMCA yra numatytas lankstus požiūris į akcijoms suteikiamas balsavimo teises. Jei įstatuose nenumatyta kitaip, kiekviena akcija suteikia vieną balsą³⁵. Analogiškai, jei nenurodyta kitaip, kiekviena akcija suteikia balsavimo teises, proporcingas jos nominaliajai vertei³⁶. Pagal šį modelinį įstatymą aiškiai leidžiama išleisti daugiabalsių ir balsavimo teisių neturinčių akcijų, jeigu tokia akcijų struktūra yra numatyta bendrovės įstatuose³⁷. Šio straipsnio komentare teigiama, kad modelinio įstatymo rengėjai nusprendė nenustatyti maksimalios daugiabalsių akcijų suteikiamų balsų ribos, kaip tai yra daroma kai kuriose valstybėse. Viena iš priežasčių yra ta, kad daugiabalsių akcijų ekonominis efektas gali būti pasiekiamas ir kitais būdais, pavyzdžiui, išleidžiant skirtingų nominalių verčių akcijas, kurių toks apribojimas neveiktų (Andersen *et al.*, 2017, p. 96 ir 98).

EMCA nustato apsaugos priemonę balsavimo teisės neturinčių akcijų turėtojams, suteikdama jiems vieną balsą už akciją, priimant sprendimus, turinčius įtakos jų teisėms³⁸. Vis dėlto, iš šio straipsnio komentaro nėra iki galo aišku, kodėl turimų akcijų ir balsavimo teisių proporcingumo taisyklė nėra taikoma priimant sprendimus turinčius įtakos mažiau balsų suteikiančių akcijų turėtojams kai bendrovėje yra išleistos daugiabalsės akcijos.

Kitas svarbus EMCA požiūrio į balsavimo teises aspektas yra 5.09 straipsnyje aprašytas akcijų klasių teisių keitimo procesas. Keičiant akcijų klasės teises, įskaitant naujų klasių įvedimą ar esamų panaikinimą, reikia laikytis tokių pačių procedūrinių reikalavimų kaip ir keičiant įstatus, t. y. už bendrovės akcijų klasių pakeitimą turi balsuoti ne mažiau kaip 2/3 susirinkime dalyvaujantiems akcininkams suteikiamų *balsų* ir ne mažiau kaip 2/3 visuotiniame susirinkime atstovaujamo *įstatinio kapitalo*³⁹. Jei bendrovė siūlo keisti tam tikros klasės akcijų suteikiamas teises, valdyba turi parengti rašytinę ataskaitą, kurioje būtų nurodytos galimos tokių pakeitimų pasekmės⁴⁰. Ši ataskaita turi būti pateikta akcininkams kartu su visuotinio susirinkimo darbotvarke. Be to, į šią ataskaitą įtrauktus finansinius duomenis turi patikrinti išorės auditorius, kuris privalo įvertinti, ar informacija yra teisinga ir neklaidinanti⁴¹. Manytina, kad šiame straipsnyje įtvirtinta plati apsauga akcijų klasių keitimo atveju atsveria automatinės „viena akcija – vienas balsas“ taisyklės netaikymą daugiabalsėms akcijoms.

³⁵ EMCA 5.06 straipsnio 1 dalies 1 sakiny.

³⁶ EMCA 5.06 straipsnio 1 dalies 2 sakiny.

³⁷ EMCA 5.06 straipsnio 1 dalies 4 sakiny.

³⁸ EMCA 5.06 straipsnio 2 dalies 2 sakiny.

³⁹ EMCA 5.09 straipsnio 1, 3, 4 ir 5 dalys bei 11.29 straipsnis.

⁴⁰ EMCA 5.09 straipsnio 2 dalies 1 sakiny.

⁴¹ EMCA 5.09 straipsnio 2 dalies 2 sakiny.

Viena vertus, EMCA autorių siūlomas reglamentavimas užtikrina aukštą akcininkų apsaugos lygį, tuo pačiu atspindėdamas pagrįstą idėją, kad nebiržinėse bendrovėse nėra pagrindo riboti daugiabalsių akcijų išleidimo. Kita vertus, EMCA autoriai pripažįsta, kad penktame skyriuje nurodytų taisyklių gali neužtekti į biržos prekybos sąrašus įtrauktoms bendrovėms, nes yra įtikinamų argumentų nustatyti šioms bendrovėms tam tikrus apribojimus (Andersen *et al.*, 2017, p. 97). Todėl EMCA galima laikyti kokybišku daugiabalsių akcijų reglamentavimo modeliu privačioms bendrovėms, kuris tuo pačiu nepateikia vienareikšmiško atsakymo į klausimą, kokius griežtesnius apribojimus turėtų pasirinkti ES įstatymų leidėjai biržinių bendrovių atžvilgiu.

3.3. Atskirų Europos valstybių požiūrio apžvalga

Žvelgiant į konkrečių valstybių reguliavimą iš lyginamosios teisės perspektyvos, Europos šalių požiūrį į daugiabalsių akcijas galima suskirstyti į: (i) labai liberalias, tokias kaip Skandinavijos šalys ir Nyderlandai; (ii) visiškai draudžiančias arba labai ribojančias, tokias kaip Austrija ar Rumunija; ir (iii) šalis, tokias kaip Vokietija, kurios leidžia daugiabalses akcijas uždarojo tipo bendrovėms, tačiau nustato aiškius apribojimus biržinėms bendrovėms (Hopt ir Kalss, 2024, p. 14-23; Vicari, 2021, p. 112-113).

Daugiabalsių akcijų struktūros yra labai paplitusios Skandinavijos šalyse, ypač Švedijoje. Per pastarąjį šimtmetį jų naudojimas Stokholmo vertybinių popierių biržoje listinguojamose bendrovėse tapo įprasta praktika, nepriklausomai nuo bendrovių dydžio ar ūkio šakos⁴². Labiausiai paplitusi Švedijos biržinių bendrovių daugiabalsių akcijų rūšis suteikia dešimt balsų, t. y. maksimalų įstatymo leidžiamą balsų skaičių⁴³. Be šio apribojimo, Švedijos įstatymai nenustato jokių kitų konkrečių apribojimų daugiabalsių akcijų struktūroms, nes yra taikomos bendrosios mažumos akcininkų apsaugos taisyklės⁴⁴ (Lidman ir Skog, 2021, p. 19-23).

⁴² Daugiabalsių akcijų struktūrų paplitimas Švedijos biržinėse bendrovėse laikui bėgant svyravo, tačiau pastaruosius septyniasdešimt metų jis nebuvo mažesnis nei 40% ir didesnis nei 87%. 2022 m. duomenimis maždaug pusė Stokholmo vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių turėjo daugiabalsę akcijų struktūrą (Lidman ir Skog, 2021, p. 19-20, Nevilleir Sorensen, 2024, p. 5). Viena iš priežasčių, kodėl Švedijoje plačiai naudojamos daugiabalsės akcijos, yra tai, kad šioje jurisdikcijoje dominuoja šeimų valdomos bendrovės. Pavyzdžiui, tokios bendrovės kaip Investor AB, kontroliuojama Wallenbergų šeimos, ir H&M Hennes & Mauritz AB, valdoma Perssonų šeimos, išleido daugiabalses akcijas, kad išlaikytų kontrolę šeimos rankose. Nenuostabu, kad tokios šeimos yra vienos iš didžiausių daugiabalsių akcijų struktūrų rėmėjų, kurios tarptautinėje erdvėje dažnai pabrėžia Švedijos reguliavimo metodo pranašumus (Milne, 2023 bei Gurrea-Martinez, 2021, p. 492).

⁴³ Švedijos bendrovių įstatymo (šved. *Aktiebolagslag*) 4 skyriaus 5 straipsnyje nurodyta, kad „nė viena akcija negali suteikti daugiau kaip dešimt kartų daugiau balsavimo teisių nei bet kuri kita akcija“. Tokia taisyklė Švedijos uždarojo ir atvirojo tipo bendrovėms taikoma nuo 1994 m. (Neville ir Sorensen, 2024, p. 7).

⁴⁴ Daugiau informacijos apie Švedijos teisėje įtvirtintas mažumos akcininkų apsaugos priemones galima rasti Mikalonienės *et al.* (2017, p. 178-179, 206-208) darbe.

Pastaraisiais metais, net ir patį griežčiausią požiūrį turėjusios ES valstybės narės pradeda įteisinti daugiabalses akcijas.

Vokietija nuo 1998 m. buvo viena griežčiausiai daugiabalsių akcijų struktūras ribojančių valstybių, visiškai drausdama jų naudojimą visoms bendrovėms be jokių išimčių, tačiau 2023 m. jos įstatymų leidėjai pakeitė savo požiūrį. 2023 m. gruodžio 11 d. buvo priimtas Ateities investicijų finansavimo įstatymas (vok. *Zukunftsfinanzierungsgesetz*), kuriuo buvo pakeisti net 34 įstatymai, tarp jų ir tie, kurie iki tol draudė uždarojo ir atvirojo tipo bendrovėms išleisti daugiabalses akcijas. Šiuo metu Vokietijoje uždarojo tipo bendrovėms yra leidžiama išleisti daugiabalses akcijas be didesnių apribojimų⁴⁵, o biržinėms bendrovėms yra numatyti tokie saugikliai kaip perleidimu arba dešimties metų terminu pagrįstos saulėlydžio taisyklės⁴⁶ (Hopt ir Kalss, 2024, p. 11-14, 20-21, 50-58).

Prancūzijoje daugiabalsės akcijos buvo uždraustos nuo 1933 m., tačiau nuo 2019 m. buvo pradėta leisti jas naudoti į biržos prekybos sąrašus neįtrauktoms bendrovėms⁴⁷, o nuo 2024 m. daugiabalses akcijas išleisti leidžiama ir tais atvejais, kai bendrovės akcijos pirmą kartą įtraukiamos į prekybą reguliuojamoje rinkoje arba daugiašalėje prekybos sistemoje⁴⁸ (Hopt ir Kalss, 2024, p. 23).

Italija taip pat buvo viena iš šalių, kuri ilgą laiką laikėsi principo „viena akcija - vienas balsas“, tačiau po to, kai 2014 m. svarbi Italijos tarptautinė korporacija „Chrysler-Fiat“ perregistravo savo buveinę Nyderlanduose, siekdama pasinaudoti lankstesne

⁴⁵ Šiuo metu galiojančio Vokietijos akcinių bendrovių įstatymo (vok. *Aktiengesetz*) 135a straipsnio 1 dalyje teigiama, kad „įstatuose gali būti numatytos vardinės akcijos su daugybinėmis balsavimo teisėmis“. Tame pačiame straipsnyje yra numatyti ir keli bendrieji saugikliai: (i) daugiabalsių akcijų suteikiamos balsavimo teisės negali būti daugiau nei 10 kartų didesnės už tas, kurios yra suteikiamos pagal standartinę „viena akcija – vienas balsas“ taisyklę, ir (ii) sprendimas išleisti daugiabalses akcijas turi būti priimamas visų suinteresuotų akcininkų dauguma.

⁴⁶ Pagal Vokietijos akcinių bendrovių įstatymo 135a straipsnio 2 dalį ir Vokietijos vertybinių popierių biržos įstatymo (vok. *Börsengesetz*) 48 straipsnį tokie papildomi saugikliai yra taikomi į biržos sąrašus įtrauktoms bendrovėms ir bendrovėms, kurių akcijomis prekiaujama užbiržinėje rinkoje.

⁴⁷ Pacte įstatymu (pranc. *Loi Pacte*) bendrovėms buvo leista išleisti privilegijuotąsias daugiabalses akcijas, išskyrus „bendroves, kurių akcijomis leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje arba daugiašalėje prekybos sistemoje“ (Prancūzijos komercinio kodekso (pranc. *Code de commerce*) L. 228-11 straipsnio 1 dalis (versija, galiojusi nuo 2019 m. gegužės 24 d. iki 2024 m. birželio 15 d.)).

⁴⁸ Įstatymu, kuriuo siekiama padidinti verslo finansavimą ir Prancūzijos patrauklumą (pranc. žinomas kaip *Loi Attractivite*) Prancūzijos komercinis kodeksas buvo papildytas L. 22-10-46-1 straipsniu reglamentuojančiu bendrovių, kurių akcijos yra įtraukiamos į prekybą reguliuojamoje rinkoje arba daugiašalėje prekybos sistemoje teisę išleisti daugiabalses akcijas ir atitinkamus saugiklius.

Nyderlandų daugiabalsė sistema, ji pradėjo leisti daugiabalsių akcijų struktūras⁴⁹ (Ventoruzzo, 2015, p. 3 bei Vicari, 2021, p. 112).

Tuo metu kai ES valstybės narės vis dažniau leidžia išleisti daugiabalses akcijas, ES lygmeniu ši tendencija atsispindi 2024 m. spalio 23 d. priimtoje⁵⁰ Direktyvoje. Nusprendusi neskirti daugiau dėmesio išsamiai atskirų ES jurisdikcijų reguliavimo analizei, toliau šiame darbe analizuosiu, kokia daugiabalsių akcijų reguliavimo strategija yra siūloma Direktyvoje.

3.4. Daugiabalsių akcijų direktyva

Direktyvos tikslas yra sudaryti geresnes sąlygas bendrovėms, ypač startuoliams ir ilgalaikius projektus vykdančioms įmonėms, patekti į kapitalo rinkas ir paskatinti steigėjus platinti bendrovės akcijas viešai⁵¹. Joje yra nustatomas vienodas taisyklių rinkinys, reglamentuojantis daugiabalsių akcijų struktūras, kuris yra taikomas bendrovėms, ketinančioms įtraukti savo akcijas į daugiašalių prekybos sistemų (toliau – DPS)⁵² sąrašus. Direktyvos reguliavimą galima suskirstyti į toliau nurodomas pagrindines sritis.

Pirma, Direktyva taikoma bendrovėms, kurios nustato arba pakeičia daugiabalsę akcijų struktūrą, siekdamos įtraukti savo akcijas į prekybą DPS⁵³. Daugiabalsės akcijos apibrėžiamos kaip atskira akcijų klasė, kuriai visuotiniame akcininkų susirinkime tenka daugiau balsų, palyginus su kita akcijų klase⁵⁴. Direktyva netaikoma jokiame kitame kontrolės stiprinimo mechanizmui, pavyzdžiui, akcijoms, neturinčioms balso teisės, arba akcijoms, suteikiančioms veto teisę priimant tam tikrus sprendimus, taip pat lojalumo

⁴⁹ Nuo 2014 m. pagal Italijos civilinio kodekso (ital. *Codice Civile*) 2351 straipsnio 4 dalį akcinėms bendrovėms, kurių akcijos nėra įtrauktos į biržos prekybos sąrašus, buvo leista išleisti akcijas, turinčias iki trijų balsų. 2024 m. Italijos parlamentas priėmė naujas kapitalo rinkų taisykles (ital. *Decreto Capitali*) pagal kurias į biržos prekybos sąrašus neįtrauktų bendrovių įstatuose buvo numatyta galimybė išleisti akcijas suteikiančias iki 10 balsų vienai akcijai. Nors šios taisyklės skirtos tik į biržos prekybos sąrašus neįtrauktoms Italijos bendrovėms, iki įtraukimo į biržos prekybos sąrašus išleistos daugiabalsės akcijos gali būti išsaugotos ir po įtraukimo į biržos prekybos sąrašus, nors ši akcijų kategorija ir negali būti listinguojama.

⁵⁰ Daugiau informacijos apie teisėkūros procesą ir įvairius pasiūlymus dėl Direktyvos turinio galima rasti Schmidt (2024) ir Hopt ir Kalss (2024) darbuose.

⁵¹ Direktyvos preambulės 2 punktas.

⁵² DPS yra Europos finansų prekybos vieta, veikianti kaip alternatyva tradicinėms vertybinių popierių biržoms. Skirtingai nuo reguliuojamos rinkos, kuriai paprastai taikomos griežtesnės taisyklės ir kurią atidžiai prižiūri nacionalinės reguliavimo institucijos, DPS paprastai yra mažiau reguliuojama, tačiau vis tiek organizuota platforma prekybai vertybiniais popieriais, pavyzdžiui, akcijomis, obligacijomis ir investicinėmis finansinėmis priemonėmis. DPS gali valdyti investicinės įmonės, bankai arba vertybinių popierių biržos, o jomis dažnai naudojasi mažesnės arba augančios bendrovės, kurios gali neatitikti griežtesnių reguliuojamos rinkos listingavimo reikalavimų. DPS gali būti įregistruota kaip mažųjų ir vidutinių įmonių (toliau – MVI) augimo rinka, jeigu bent 50% jos emitentų yra MVI. Darbo rengimo metu Europos Sąjungoje yra įregistruotos 165 DPS (iš jų 24 MVI augimo rinkos), o Lietuvoje veikia viena DPS – Nasdaq Vilnius administruojama „First North Lithuania“, kuri nėra MVI augimo rinka. Oficialų DPS registrą galima rasti Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos puslapyje (European Securities and Markets Authority, 2025).

⁵³ Direktyvos 1 straipsnio 1 dalis, 3 straipsnio 1 dalis ir 3 straipsnio 5 dalis.

⁵⁴ Direktyvos 2 straipsnio 2 dalis.

akcijoms ir struktūroms, kuriose skirtingos balsavimo teisės grindžiamos vien tik nominalia akcijų verte⁵⁵. Nors Direktyva taikoma tik bendrovėms, kurios siekia, kad jų akcijomis būtų prekiaujama DPS, valstybės narės gali nustatyti papildomas taisykles, reglamentuojančias daugiabalsių akcijų struktūrų taikymą kitais atvejais, pavyzdžiui, kitose reguliuojamose rinkose, arba leisti nustatyti tokią akcijų struktūrą uždarojo tipo bendrovėms, kurios neketina platinti akcijų biržoje⁵⁶.

Antra, Direktyvoje reikalaujama, kad valstybės narės nustatytų apsaugos priemones, kurios (i) taikomos išleidžiant daugiabalses akcijas, ir (ii) daro poveikį sprendimų priėmimo procesui, kai tokios akcijos jau yra išleistos⁵⁷.

Daugiabalsių akcijų išleidimui ar pakeitimui turi pritarti visuotinis akcininkų susirinkimas nacionalinėje teisėje nustatyta kvalifikuota balsų dauguma. Tais atvejais, kai bendrovėje yra išleistos kelios akcijų klasės, kiekvienos pakeitimų paveiktos klasės akcininkai privalo pritarti sprendimui atskirame balsavime⁵⁸.

Kalbant apie apsaugos priemones, susijusias su sprendimų priėmimu, valstybės narės gali rinktis vieną iš dviejų variantų: (a) apriboti balsų, tenkančių vienai akcijai, santykį daugiabalsių akcijų struktūrose⁵⁹ arba (b) reikalauti, kad priimant tam tikrus svarbius sprendimus į daugiabalses akcijas nebūtų atsižvelgiama arba kad tokie sprendimai būtų patvirtinti kiekvienos paveiktos akcijų klasės suteikiamais balsais. Tokiems svarbiems sprendimams turi būti taikomas kvalifikuotos daugumos reikalavimas pagal nacionalinę teisę, tačiau jie negali būti susiję su bendrovės valdymo organų skyrimu ir atšaukimu ar jų priimamais verslo sprendimais, kurie teikiami visuotinio akcininkų susirinkimo patvirtinimui⁶⁰.

Be to, valstybėms narėms suteikiama galimybė taikyti papildomas apsaugos priemones, tokias kaip laiko, perleidimo ar įvykio pagrindu nustatytas daugiabalsių akcijų galiojimo pabaigos (arba kitais žodžiais – saulėlydžio) sąlygas (angl. *time-based, transfer-based and event-based sunset provisions*), kurios ribotų sustiprintų balsavimo teisių galiojimo trukmę⁶¹.

Trečia, bendrovės, išleidusios daugiabalses akcijas, privalo atskleisti išsamią informaciją apie savo akcijų struktūrą, bet kokius balsavimo teisių apribojimus ir daugiau

⁵⁵ Direktyvos preambulės 4-6 punktai.

⁵⁶ Direktyvos preambulės 10 dalis.

⁵⁷ Direktyvos 4 straipsnio 1 dalis.

⁵⁸ Direktyvos 4 straipsnio 1 dalies a punktas.

⁵⁹ Direktyvos 4 straipsnio 1 dalies b punkto i papunktis.

⁶⁰ Direktyvos 4 straipsnio 1 dalies b punkto ii papunktis.

⁶¹ Direktyvos 4 straipsnio 2 dalis.

nei 5% balso teisių turinčių akcininkų tapatybę⁶². Ši informacija turi būti pateikta prospektuose, leidimo prekiauti dokumentuose ir metinėse finansinėse ataskaitose⁶³. Be to, investicinės įmonės ir DPS valdytojai privalo aiškiai identifikuoti daugiabalsių akcijų struktūras⁶⁴.

3.5. Direktyvos vertinimas

Direktyvos tikslas yra aiškus ir pažangus – leisti daugiabalsių akcijas, kad būtų padidintas Europos jurisdikcijų, kaip palankių buveinių startuoliams ir ilgalaikiais projektais užsiimančioms bendrovėms, konkurencingumas. Vis dėlto galima teigti, kad Direktyva, kaip Europos Sąjungos teisės harmonizavimo priemonė, yra kompromisas. Nors ji yra progresyvus žingsnis leidžiant įgyvendinti daugiabalsių akcijų struktūras, jos taikymo srities ir reguliavimo metodo gali neužtekti, kad būtų galima konkuruoti su JAV jurisdikcijomis arba visiškai patenkinti kai kurių pažangesnių Europos šalių poreikius.

Visų pirma, matyti, kad Direktyvos taikymo sritis yra per siaura: viena vertus, ji netaikoma uždarojo tipo bendrovėms, kita vertus, ji neapima visų į biržos prekybos sąrašus įtrauktų atvirojo tipo bendrovių. Šiame darbe jau buvo minėta, kad nėra įtikinamų argumentų skatinančių riboti privačių bendrovių galimybę išleisti daugiabalses akcijas. Atitinkamai, kaip buvo aptarta anksčiau, JAV valstijų įstatymai leidžia uždarojo tipo bendrovėms pasirinkti savo akcijų struktūrą be jokių reikšmingų reguliavimo apribojimų. Tačiau privačių bendrovių nereglamentavimas Direktyvoje lemia kitokias pasekmes. Įgyvendinus Direktyvą, tikėtina, kad ES vis dar bus jurisdikcijų, kuriose privatioms bendrovėms bus draudžiama arba griežtai ribojama galimybė išleisti daugiau balsų suteikiančias akcijas.

Nors tai, kad Direktyva netaikoma privatioms bendrovėms, gali būti pateisinama ribota ES kompetencija šioje srityje, tai negalioja biržinėms bendrovėms⁶⁵. Lyginamoji teisė, ekonomikos teorija ir empiriniai duomenys rodo, kad įstatymų leidėjai turėtų leisti

⁶² Direktyvos 5 straipsnio 3 dalis.

⁶³ Direktyvos 5 straipsnio 1 ir 2 dalys.

⁶⁴ Direktyvos 5 straipsnio 4 dalis.

⁶⁵ Pagal Sutartį dėl Europos Sąjungos veikimo (toliau – SESV), ES neturi nei išimtinės, nei pasidalijamosios kompetencijos bendrovių teisės srityje (SESV 3 ir 4 straipsniai). Vadovaujantis SESV 2 straipsnio 5 dalimi, srityse, kuriose ES neturi išimtinės ar pasidalijamosios kompetencijos, ji gali tik remti, koordinuoti ar papildyti nacionalinius veiksmus, laikydamasi subsidiarumo ir proporcingumo principų (SESV 5 straipsnis). Pagal SESV 6 straipsnį ES gali koordinuoti valstybių narių veiksmus tam tikrose srityse, įskaitant pramonę, kuri netiesiogiai apima bendroves (Vicari, 2021, p. 8-10). Vis dėlto, ES turi platesnę kompetenciją biržinių bendrovių reguliavimo atžvilgiu, nes ši sritis yra glaudžiai susijusi su kapitalo rinkomis ir vidaus rinkos veikimu. Pagal SESV 114 straipsnio 1 dalį ES turi kompetenciją priimti priemones, kuriomis siekiama suderinti nacionalinius įstatymus, turinčius įtakos vidaus rinkos kūrimui ir veikimui. Tuo tarpu ES kompetencija privačių bendrovių atžvilgiu yra žymiai labiau ribota, išskyrus atvejus, kai tai susiję su tarpvalstybinio įsisteigimu (SESV 49–54 straipsniai).

atvirojo tipo bendrovėms išleisti daugiabalses akcijas, jeigu tuo pačiu yra nustatomos tinkamos apsaugos priemonės (Hopt ir Kalss, 2024, p. 35). Tokios pačios nuomonės laikosi ir EMCA autoriai (Andersen *et al.*, 2017, p. 81). Nors pirminis Direktyvos pasiūlymas apsiribojo MVĮ augimo rinkomis, o vėliau buvo išplėstas įtraukiant DPS, dabartinė Direktyvos taikymo sritis vis dar neapima daugelio į biržos prekybos sąrašus įtrauktų bendrovių, o tai gali lemti nenuoseklius reguliavimo standartus ES.

Labai svarbus su daugiabalsėmis akcijomis susijusio reguliavimo aspektas yra apsaugos priemonės, skirtos apsaugoti smulkiuosius akcininkus. JAV ir ES požiūris į akcininkų apsaugą labai skiriasi dėl jų teisinės ir institucinės sistemos. JAV teismai atlieka svarbų vaidmenį užtikrinant fiduciarinių pareigų vykdymą, kruopščiai vertindami kontroliuojančių akcininkų ir vadovų veiksmus, kad apsaugotų smulkiuosius akcininkus nuo galimo piktnaudžiavimo. Dėl to JAV bendrovių teisė suteikia steigėjams didelę veiksmų laisvę, leidžiančią jiems struktūrizuoti bendrovės valdymą taip, kad būtų išlaikoma kontrolė, bet nesumažėtų nekontroliuojančių akcininkų apsauga. Priešingai, Europos šalys tradiciškai akcentuoja reguliavimą išsamiais taisyklėmis, o ne pasikliauja fiduciarinių standartų vykdymu. Šis reguliavimo metodas atsispindi Direktyvoje, kuria siekiama apsaugoti smulkiuosius akcininkus taikant konkrečias apsaugos priemones.

Nors Direktyvos apsaugos priemonių negalima tiesiogiai palyginti su JAV apsaugos priemonėmis, nes JAV bendrovių teisėje nėra lygiavertčio taisyklių rinkinio, jas galima įvertinti atsižvelgiant į jų ekonominį pagrindimą.

Viena iš Direktyvoje siūlomų apsaugos priemonių leidžia valstybėms narėms apriboti balsų, tenkančių vienai akcijai, santykį. Taip sprendžiamas Bebchuk ir Kastiel (2019, p. 20) iškeltas susirūpinimas, kad didesnis atotrūkis tarp balsavimo ir pinigų srautų teisių lemia didesnes atstovavimo problemas. Panašūs apribojimai jau taikomi tokiose šalyse kaip Švedija, Italija ir Vokietija (Hopt ir Kalss, 2024, p. 46). Manytina, kad toks Direktyvoje siūlomas saugiklis yra pagrįstas, nes jis riboja potencialius atstovavimo kaštus bei mažina riziką, kad kontroliuojantys akcininkai piktnaudžiaus savo padėtimi.

Kita neprivaloma apsaugos priemonė, įtraukta į Direktyvą, yra nuostatos dėl daugiabalsių akcijų struktūrų galiojimo pabaigos. Laiku pagrįstos saulėlydžio nuostatos atspindi empirines išvadas, kurios rodo, kad su daugiabalsėmis akcijomis susiję atstovavimo kaštai didėja bendrovės gyvavimo ciklo metu (Lin *et al.*, 2022, p. 24). Perleidimu ir įvykiais pagrįstos saulėlydžio nuostatos dažnai pateisinamos idėja, kad jos turėtų leisti steigėjams išlaikyti kontrolę tik tol, kol jie aktyviai dalyvauja įgyvendinant ilgalaikę bendrovės viziją, o papildoma kontrolė turėtų išnykti, kai steigėjas pasitraukia arba nebegali atlikti šio vaidmens. Kai panašios nuostatos buvo pasiūlytos JAV, Fisch ir

Solomon (2019, p. 1092) padarė išvadą, kad investuotojams ir politikos formuotojams trūko pakankamai informacijos apie daugiabalsių struktūras ir saulėlydžio nuostatas, kad būtų galima pateisinti reguliavimo, indeksų sudarytojų reikalavimų ar biržos taisyklių taikymą siekiant priversti bendroves taikyti saulėlydžio nuostatas. Nepaisant to, Direktyvoje siūlomos laiko, perleidimo ir įvykiu pagrįstos daugiabalsių akcijų pabaigos nuostatos kaip neprivalomos apsaugos priemonės.

Viena iš siūlomų apsaugos priemonių, kuri kelia abejonių, yra reikalavimas, kad priimant tam tikrus sprendimus nebūtų atsižvelgiama į daugiau balsų turinčias akcijas arba kad kiekviena tokių sprendimų paveikta akcijų klasė jas patvirtintų. Iš pirmo žvilgsnio ši apsaugos priemonė visiškai panaikina daugiabalsių akcijų struktūrų funkcionalumą sprendžiant tam tikrus klausimus. Tačiau ši taisyklė neapima valdymo organų skyrimo ar jų sprendimų tvirtinimo, todėl svarbiausi verslo sprendimai ir toliau liktų didžiausias balsavimo teises turinčių akcininkų rankose. Nepaisant to, ES pasirinktas reguliavimo metodas didina atvirkštinio atstovavimo kaštų riziką, kai nekontroliuojantys akcininkai gali imtis sulaikymo (angl. *hold-up*) veiksmų ir blokuoti visai bendrovei naudingus sprendimus. Todėl prieš pasirinkdamos įgyvendinti šį Direktyva siūlomą saugiklį, valstybės narės turėtų įvertinti ar jis nekelia grėsmės bendrovių gebėjimui priimti strateginius sprendimus.

Galiausiai, JAV bendrovių teisės ir Direktyvos požiūris į informacijos apie daugiabalsių akcijų struktūrą atskleidimo reglamentavimą yra gana panašus. Abiejose sistemose pabrėžiama skaidrumo svarba, reikalaujant, kad bendrovės informuotų investuotojus apie mechanizmus, suteikiančius daliai akcininkų didesnę kontrolę.

Apibendrinant galima daryti išvadą, kad pagrindinis Direktyvos trūkumas yra ribota jos taikymo sritis, ypač tai, kad ji netaikoma uždarojo tipo bendrovėms ir tik iš dalies apima biržines bendroves. Siaura Direktyvos taikymo sritis tuo pačiu reiškia praleistą galimybę sukurti išsamesnę ir vieningesnę sistemą, kuri apimtų įvairius kontrolės stiprinimo mechanizmus visoje ES. Lyginant JAV ir ES reglamentavimą, išryškėja keli esminiai skirtumai, ypač dėl to, kaip šiose jurisdikcijose sprendžiama su daugiabalsių akcijų struktūromis susijusi rizika. JAV požiūris grindžiamas lankstesne teisine sistema, o teismai atlieka svarbų vaidmenį užtikrinant fiduciarinių pareigų vykdymą siekiant apsaugoti smulkiuosius akcininkus. Tuo tarpu Direktyvoje daugiausia dėmesio skiriama konkrečiomis taisyklėmis pagrįstoms apsaugos priemonėms. Nors kai kurios iš šių taisyklių, kaip pavyzdžiui, balsų, tenkančių vienai akcijai, santykio apribojimas, yra ekonomiškai pagrįstos, Direktyvos siūloma saugiklių sistema nėra tokia pati lanksti kaip JAV privačiu reguliavimu grindžiamas metodas ir pati savaime negali užtikrinti tokio paties lygio visapusiškos smulkiųjų akcininkų apsaugos, koks yra užtikrinamas JAV sistemoje.

Kadangi Direktyva yra minimalaus harmonizavimo lygio, viskas priklausys nuo to, kaip ES valstybės narės įgyvendins šią Direktyvą nacionalinėje teisėje.

4. LIETUVOS BENDROVIŲ TEISĖS POŽIŪRIS

4.1. Dabartinio reguliavimo analizė

Užsienio literatūroje bei Europos Sąjungos teisės aktų parengiamuosiuose dokumentuose Lietuvos jurisdikcija yra pristatoma kaip draudžianti daugiabalses akcijas (Hopt ir Kalss, 2024, p. 65; European Commission, 2022, p. 140). Lietuvos teisės doktrinoje situacija yra apibendrinama ganėtinai panašiai. Yra laikomasi pozicijos, kad Lietuvoje yra neleidžiama nukrypti nuo principo „viena akcija – vienas balsas“ su tam tikromis išimtimis privilegijuotosioms akcijoms⁶⁶ (Šenavičius, 2016, p. 27 ir 32; Miliauskas, 2014, p. 116-117). Toliau šiame darbe bus pateikiama nuosekli Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatyme, ABĮ ir kituose teisės šaltiniuose įtvirtintų taisyklių analizė siekiant pateikti tikslų atsakymą dėl galimybės Lietuvoje išleisti daugiabalses akcijas.

4.1.1. Daugiabalsių vertybinių popierių sąvokos įtvirtinimas Vertybinių popierių įstatyme

Analizuojant daugiabalsių akcijų teisinį reguliavimą Lietuvoje, pirmiausia verta atkreipti dėmesį į Vertybinių popierių įstatymą – vienintelį teisės aktą, kuris tiesiogiai įvardija šį instrumentą. 2006 m. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatyme buvo įtvirtinta daugiabalsių vertybinių popierių sąvoka, apibrėžianti juos kaip prie atskiros klasės priskiriamus vertybinius popierius, suteikiančius daugiau nei vieną balsą⁶⁷. Ši sąvoka Lietuvos nacionalinėje teisėje atsirado įgyvendinant Direktyvos dėl įmonių perėmimo pasiūlymų nuostatas, susijusias su valdybos neutralumo ir persilaužimo (angl. *breakthrough*) taisyklėmis.

Šiuo metu daugiabalsiai vertybiniai popieriai yra paminėti Vertybinių popierių įstatymo 31 straipsnio 3 ir 5 dalyse. Šios normos numato, kad daugiabalsis vertybinis popierius suteikia tik vieną balsą (i) visuotiniame akcininkų susirinkime, kuriame sprendžiama dėl kliudymo įgyvendinti oficialų siūlymą bei (ii) pirmajame po oficialaus

⁶⁶ Galima pastebėti kad, 2022 m. priimtus ABĮ pakeitimus apžvelgiančiame straipsnyje V. Bitė situaciją apibendrina priešingai, teigdamas, kad Lietuvoje bendrovės faktiškai galėjo ir gali išleisti daugiau negu vieną balsą suteikiančias akcijas, to pagrindu nurodydamas specialų privilegijuotų akcijų reguliavimą (Bitė, 2022, p. 198-199).

⁶⁷ Ši sąvoka buvo įtvirtinta Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo 2 straipsnio 53 dalyje, o nuo 2007 m. ji yra įtvirtinta šį įstatymą pakeitusio Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo 2 straipsnio 7 dalyje.

siūlymo įgyvendinimo visuotiniame akcininkų susirinkime, kuriame siekiama pakeisti bendrovės įstatus, atšaukti ar rinkti valdybos narius.

Atsižvelgiant į šį reguliavimą, galima kelti klausimą, ar daugiabalsių vertybinių popierių sąvokos įtvirtinimas ir naudojimas Vertybinių popierių įstatyme reiškia, kad Lietuvoje galima išleisti daugiabalses akcijas. Viena vertus, jų paminėjimas gali signalizuoti apie tokios galimybės egzistavimą. Kita vertus, teisės doktrinoje yra argumentuojama, kad šios nuostatos skirtos užsienio bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama Lietuvoje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje.

Pastarąją interpretaciją galima rasti Šenavičiaus (2016, p. 27) darbe. Jis teigia, kad šios nuostatos negali būti suprantamos kaip leidžiančios Lietuvos bendrovėms išleisti daugiabalses akcijas, nes „Vertybinių popierių įstatymo nuostatos gali būti taikomos ir užsienyje įsteigta bendrovei, jeigu jos vertybiniais popieriais prekiaujama Lietuvoje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje“ ir „teoriškai tokios bendrovės galėtų turėti ir kitokius balso teisių skaičiavimo mechanizmus“.

Vis dėlto, tokia argumentacija turi trūkumų. Vertybinių popierių įstatymo nuostatos iš tiesų tam tikrais atvejais gali būti taikomos ir kitoje valstybėje įsteigta bendrovei, tačiau kiekviename Vertybinių popierių įstatymo skyriuje yra aiškiai nurodomos to skyriaus reglamentuojamiems santykiams taikytinos teisės taisyklės. Nuo pat Direktyvos dėl įmonių perėmimo pasiūlymų įgyvendinimo buvo numatyta, kad sprendžiant klausimus, susijusius su daugiabalsėmis akcijomis, taikoma tos valstybės narės teisė, kurioje buvo įsteigta bendrovė, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas⁶⁸. Taigi, jei kitoje ES valstybėje narėje įsteigtos bendrovės akcijomis būtų prekiaujama Lietuvos Respublikoje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje, vertinant, kiek balsų turėtų suteikti daugiabalsės akcijos visuotiniame akcininkų susirinkime, kuriame sprendžiama dėl kludymo įgyvendinti oficialų pasiūlymą arba visuotiniame akcininkų susirinkime, kuriame siekiama įgyvendinti pokyčius po oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo, būtų vadovaujamasi bendrovės steigimo vietos, o ne Lietuvos Respublikos teise.

Galiausiai, analizuojant įstatymų leidėjo ketinimus tenka pripažinti, kad Vertybinių popierių įstatymo reguliavimu nebuvo siekiama įteisinti daugiabalsių akcijų Lietuvoje.

⁶⁸ Vertybinių popierių rinkos įstatymo 19³ straipsnio 2 dalyje buvo numatyta, kad „sprendžiant klausimus, susijusius su <...> bendrovių teise, ypač balsavimo teisių, kurias įgijus turi būti teikiamas oficialus pasiūlymas, procentu, <...> taip pat su sąlygomis, kurioms esant bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus pasiūlymas, valdymo organai gali imtis priemonių oficialaus pasiūlymo įgyvendinimo procedūrai sukliudyti, taikoma tos Europos Sąjungos valstybės narės, kurioje bendrovė, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus pasiūlymas, turi savo registruotą buveinę, teisė ir šiuos klausimus prižiūri atitinkama tos Europos Sąjungos valstybės narės kompetentinga institucija“. Analogiška nuostata šiuo metu yra įtvirtinta Vertybinių popierių įstatymo 35 straipsnio 2 dalyje.

Aiškinamajame rašte, parengtame ruošiantis įgyvendinti Direktyvą dėl įmonių perėmimo pasiūlymų, buvo aiškiai nurodyta, kad pagal tuo metu galiojusį reglamentavimą Lietuvoje negalėjo būti išleidžiami daugiabalsiai vertybiniai popieriai, tačiau jie galėjo būti leidžiami kitose Europos Sąjungos valstybėse narėse⁶⁹.

Todėl, nors įstatymų leidėjo vizija dėl daugiabalsių akcijų reguliavimo įtvirtinimo tam, kad jis galėtų būti taikomas užsienyje įsteigtoms bendrovėms, yra ydinga, aiškinamajame rašte buvo išreikšta konkreti įstatymų leidėjo valia šiais pakeitimais neišspręsti daugiabalsių akcijų įteisinimo klausimo. Tai leidžia manyti, kad atsakymas į klausimą, ar Lietuvoje šiuo metu yra leidžiama išleisti daugiabalses akcijas, slypi kituose akcijas reglamentuojančiuose teisės aktuose.

4.1.2. Akcijas reglamentuojančiuose įstatymuose numatytos taisyklės

Lietuvoje akcijų, kaip civilinės apyvartos objekto sampratoje, pateikiamoje Lietuvos Respublikos civilinio kodekso (toliau – CK) pirmojoje knygoje, yra užkuoduotas vienas pagrindinių jų požymių – teisės dalyvauti valdant įmonę suteikimas. Akcija yra suprantama kaip nuosavybės vertybinis popierius (CK 1.101 straipsnio 7 dalis), taigi ir civilinių teisių objektas (CK 1.97 straipsnio 1 dalis), suteikiantis jo turėtojui (akcininkui) „teisę dalyvauti valdant įmonę, jeigu įstatymai nenustato ko kita, teisę gauti akcinės įmonės pelno dalį dividendais ir teisę į dalį įmonės turto, likusio po jos likvidavimo, ir kitas įstatymų nustatytas teises“ (CK 1.102 straipsnio 1 dalis). Intarpą „jeigu įstatymai nenumato ko kita“ galima suprasti kaip taikomą pirmajai sakinio daliai, o tai patvirtina tai, kad CK komentare yra nurodyta, kad „bendrovės įstatuose gali būti nustatyta, kad privilegijuotųjų akcijų savininkai neturi teisės balsuoti“ (Mikelėnas, *et al.*, 2001, p. 224). Taigi, pagal bendrąją taisyklę įtvirtintą CK, akcijos turi suteikti jų turėtojams teisę dalyvauti valdant bendrovę, išskyrus įstatymų numatytas išimtis.

Panašus principas yra įtvirtintas ir ABĮ 16 straipsnio 3 dalyje, kurioje numatyta, kad teisę balsuoti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose gali būti uždrausta ar apribota šio ir kitų įstatymų nustatytais atvejais⁷⁰. ABĮ yra numatyta taisyklė, kad visos paprastosios

⁶⁹ Vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto aiškinamajame rašte buvo nurodyta, kad „šiuo metu pagal galiojančią Lietuvos Respublikos teisę negali būti leidžiami daugiabalsiai vertybiniai popieriai, suteikiantys daugiau nei vieną balsą visuotiniame akcininkų susirinkime, tačiau tokie vertybiniai popieriai gali būti leidžiami kitose Europos Sąjungos valstybėse narėse“.

⁷⁰ Išimties iš bendrosios taisyklės yra įtvirtintos ABĮ 27 straipsnio 4 dalyje, pagal kurią „visuotiniame akcininkų susirinkime nustatant bendrovės akcijų teikiamų balsų skaičių ir šio susirinkimo kvorumą, nesuteikiančiomis balsų akcijomis laikomos: 1) bendrovės įgytos savos akcijos; 2) bendrovės įstatuose nustatytos klasės privilegijuotosios akcijos, kurios nesuteikia balsavimo teisės; 3) akcijos, kurių suteikiamos balsavimo teisės yra apribotos kitų įstatymų nustatytais atvejais, taip pat ginčijama nuosavybės teisė į akciją ir teismas taiko laikinąsias apsaugos priemones, kuriomis apribota akcininko teisė balsuoti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose“.

akcijos turi suteikti balso teisę ir turėti vienodą nominalią vertę (ABĮ 42 straipsnio 1 ir 3 dalis). Atsižvelgiant į ABĮ 17 straipsnio 2 dalies 1 sakinyje nustatytą balsų skaičiavimo taisyklę, pagal kurią bendrovei išleidus vienodos nominalios vertės akcijas, kiekviena akcija visuotiniame akcininkų susirinkime suteikia po vieną balsą, galima teigti, kad ABĮ yra įtvirtintas griežtas „viena akcija – vienas balsas“ principas paprastųjų akcijų atžvilgiu.

Tačiau toks principas nėra taikomas privilegijuotųjų akcijų atžvilgiu. Pagal ABĮ 42 straipsnio 2 dalį ir 17 straipsnio 3 dalį bendrovė gali išleisti skirtingų klasių privilegijuotąsias akcijas, kurių suteikiamos teisės (įskaitant balsavimo teisę) nustatomos bendrovės įstatuose. ABĮ 42 straipsnio 8 dalyje taip pat numatyta, kad privilegijuotosios akcijos gali būti išleidžiamos su kaupiamuoju arba su nekaupiamuoju dividendu, su balso teise ar be balso teisės (pagal ABĮ 42 straipsnio 2 dalį pastarosios akcijos negali sudaryti daugiau kaip 1/2 įstatinio kapitalo dalies), taip pat yra paliekama laisvė išleisti ir kitokias pagal suteikiamas teises privilegijuotąsias akcijas, jeigu tokia galimybė yra numatyta bendrovės įstatuose. Matyti, kad daugiabalses privilegijuotąsias akcijas pagal dabartinį ABĮ reglamentavimą galima išleisti dviem būdais. Pirma, remiantis ABĮ 17 straipsnio 2 dalies 2 sakiniu išleidus skirtingos nominalios vertės akcijas, viena mažiausios nominalios vertės akcija jos savininkui suteiktų vieną balsą, o kitų akcijų suteikiamų balsų skaičius būtų lygus jų nominaliai vertei, padalytai iš mažiausios nominalios akcijos vertės. Antra, 2023 m. gegužės 1 d. įsigaliojus ABĮ pakeitimams, buvo pašalintas tuometinio ABĮ 47 straipsnio 7 dalies⁷¹ sukurtas teisinis netikrumas dėl privilegijuotų daugiabalsių akcijų išleidimo galimybės, ABĮ 17 straipsnio 3 dalyje nurodant, kad privilegijuotųjų akcijų suteikiamos balsavimo teisės gali būti detalizuojamos bendrovės įstatuose.

Taigi, Lietuvoje negalima išleisti paprastųjų daugiabalsių akcijų, tačiau tokia galimybė yra numatyta privilegijuotųjų akcijų atžvilgiu. ABĮ reguliavimas šiuo klausimu nesiskiria ir yra toks pats tiek atvirojo, tiek uždarojo tipo bendrovėms.

Ši išvada kelia klausimą, ar funkcinio požiūriu privilegijuotosios daugiabalsės akcijos gali būti laikomos alternatyva paprastosioms daugiabalsėms akcijoms ir ar jos gali padėti pasiekti tokį patį balsavimo teisių diferencijavimo rezultatą. Šis klausimas bus išsamiai nagrinėjamas 4.1.4. skyriuje.

4.1.3. Privačių subjektų nustatomas reguliavimas ir daugiabalsių akcijų struktūrų atskleidimo reikalavimai

Galiausiai, bendrovės, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje arba DPS privalo laikytis vertybinių popierių biržų nustatomų taisyklių ir su informacijos atskleidimu

⁷¹ Kurioje buvo numatyta, kad privilegijuotosios akcijos gali būti su balso teise ar be balso teisės.

susijusių reikalavimų. Šie iš pirmo žvilgsnio skirtingo pobūdžio šaltiniuose įtvirtinti reikalavimai analizuojami kartu dėl glaudaus jų tarpusavio ryšio. Pavyzdžiui, už vertybinių popierių biržų rengiamų bendrovių valdymo kodeksų nesilaikymą įstatymai nenumato jokių sankcijų, tačiau jų privalomumas gali būti paaiškinamas principu „laikykis arba paaiškink“ (angl. *comply or explain*). Šis principas iš esmės reiškia, kad bendrovės turi laikytis valdymo kodeksų reikalavimų arba viešai nurodyti priežastis, dėl kurių nukrypstama nuo tokių taisyklių (Miliauskas, 2014, p. 52).

Pagal Lietuvos Respublikos įmonių ir įmonių grupių atskaitomybės įstatymo 24 straipsnio 1 dalies 2, 6 ir 7 punktus vadovybės ataskaitos dalyje, skirtoje informacijai apie bendrovių valdyseną, turi būti pateikiama: (i) informacija apie taikomų bendrovių valdymo kodeksų nuostatas, kurių nesilaikoma arba nuo kurių yra nukrypstama ir to priežastis, (ii) informacija apie įmonės akcininkus, turinčius specialias kontrolės teises, ir šių teisių aprašymas, bei (iii) informacija apie visus balsavimo teisių apribojimus, tokius kaip tam tikrą balsų procentą arba skaičių turinčių asmenų balsavimo teisių apribojimai, terminus, iki kurių galima pasinaudoti balsavimo teisėmis, arba sistemas, pagal kurias vertybinių popierių suteikiamos turtinės teisės yra atskiriamos nuo vertybinių popierių turėtojo. Nors vadovybės ataskaitą privalančių rengti įmonių ratas yra didesnis, aukščiau nurodytą informaciją apie įmonių valdyseną turi pateikti tik tos įmonės, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje⁷² (Įmonių ir įmonių grupių atskaitomybės įstatymo 19 straipsnio 1-2 dalys ir 20 straipsnio 1 dalies 14 punktas).

Lietuvoje į biržos prekybos sąrašus įtrauktoms bendrovėms vadovybės ataskaitoje reikia teikti paaiškinimus apie NASDAQ Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi. Jo I dalies 2 punkte nurodyta, kad kodeksas yra taikomas toms bendrovėms, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje Lietuvos Respublikoje, tačiau bendrovės, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti daugiašalėse prekybos sistemose ar panašiuose segmentuose, taip pat yra raginamos jo laikytis. Kodekso III dalies 1.2. punkte rekomenduojama, kad bendrovės kapitalą sudarytų tik tokios akcijos, kurios jų turėtojams suteikia vienodas balsavimo, nuosavybės, dividendų ir kitas teises. Galima pastebėti, kad Lietuvos bendrovių valdymo kodeksas buvo paskutinį kartą atnaujintas 2019 m. pradžioje. Tai reiškia, kad per pastaruosius kelerius metus kodekso nuostatos nebuvo peržiūrėtos, nors kapitalo rinkos ir bendrovių valdymo praktikos nuolat keičiasi. Kitų šalių praktika rodo, kad bendrovių valdymo kodeksai yra atnaujinami

⁷² Bendrovėms, kurių akcijomis yra prekiaujama DPS šios taisyklės netaikomos.

dažniau⁷³. Pavyzdžiui, Vokietijos bendrovių valdymo kodekse iki 2017 m. buvo įtvirtinta nuostata, kad „kiekviena akcija suteikia vieną balsą ir negali būti akcijų, suteikiančių kelias balsavimo teises.“ Tačiau ši rekomendacija buvo panaikinta 2019 m., o naujausioje, 2022 m. redakcijoje, jos taip pat nebeliko. Atsižvelgiant į tai, galima daryti išvadą, kad Lietuvos bendrovių valdysenos kodeksas gali būti atsilikęs nuo rinkos realijų, ypač kalbant apie proporcingumo principo taikymą. Todėl būtų tikslinga peržiūrėti jo nuostatas ir svarstyti galimybę panaikinti „viena akcija – vienas balsas“ principo laikymosi rekomendaciją. Vietoje to galėtų būti numatytos kitos rinkos poreikius atliepiančios rekomendacijos. Viena iš galimų krypčių būtų rekomendacijų dėl daugiabalsių akcijų struktūrų saulėlydžio taisyklių įtraukimas į kodeksą. Šio darbo 3.5 skyriuje jau buvo minėta, kad tokių taisyklių nustatymui griežtosios teisės šaltiniuose trūksta argumentų, tačiau mokslininkai siūlo diskutuoti dėl jų įtvirtinimo savireguliaciniuose dokumentuose (Fisch ir Solomon, 2019, p. 1092, 1094).

Siekiant ištirti daugiabalsių akcijų paplitimą tarp Lietuvos bendrovių, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje ir DPS, buvo atlikta NASDAQ puslapyje pateikiamų metinių finansinių ataskaitų analizė. Nei viena Lietuvoje įsteigta bendrovė, kuri yra įtraukta į oficialųjį arba papildomą reguliuojamos rinkos sąrašą (iš viso darbo rengimo metu tokių bendrovių buvo 23), finansinių ataskaitų dalyje, kurioje atskleidžiami nukrypimai nuo valdysenos kodekso, nenurodė turinti privilegijuotųjų akcijų, kurios suteikia skirtingas balsavimo teises. Tuo tarpu visos 3 Lietuvoje įsteigtos bendrovės, kurių akcijomis prekiaujama First North rinkoje, metinėse finansinėse ataskaitose atskleidė, kad jų įstatinį kapitalą sudaro tik paprastosios akcijos, kas leidžia teigti, kad šios bendrovės taip pat nėra išleidusios daugiabalsių akcijų. Tai patvirtina, kad praktikoje bendrovės nėra linkusios nukrypti nuo vertybinių popierių biržos taikomos rekomendacijos išleisti tik tokias akcijas, kurios akcininkams suteikia vienodos apimties teises.

Paskutinis šaltinis, kuriame galima rasti atsakymų apie daugiabalsių akcijų platinimą reguliuojamoje rinkoje arba DPS yra vertybinių popierių biržos taisyklės. Nors kaip ir valdysenos kodeksų atveju, šias taisykles nustato privatus subjektas, reguliuojamos rinkos ir DPS taisyklės turi *de facto* privalomąją galią, nes jų pažeidimas gali lemti

⁷³ Prancūzijos į biržos prekybos sąrašus įtrauktų bendrovių valdysenos kodeksas (dar žinomas kaip AFEP-MEDEF kodeksas) paskutinį kartą buvo atnaujintas 2022 m. gruodžio mėnesį, Švedijos bendrovių valdysenos kodeksas – 2024 m. pradžioje, o Jungtinės Karalystės bendrovių valdysenos kodeksas – 2025 m. pradžioje.

pašalinimą iš rinkos⁷⁴. NASDAQ Vilnius listingavimo taisyklių 4.3. punktas numato, kad finansinės priemonės turi būti laisvai cirkuliuojančios, suteikiančios vienodas teises ir visiškai apmokėtos⁷⁵. Analogišką reikalavimą nustato ir NASDAQ Vilnius First North taisyklių 4.7. punktas. Šis reikalavimas iš esmės reškia tai, kad nors bendrovės teoriškai gali turėti skirtingas akcijų klases, suteikiančias skirtingos apimties balsavimo teises, į prekybos sąrašus galima įtraukti tik tokias pačias turtines ir neturtines teises suteikiančias akcijas.

Apibendrinant galima teigti, kad Lietuvoje paprastosios akcijos gali būti išleidžiamos tik laikantis principo „viena akcija – vienas balsas“. Nors Vertybinių popierių įstatymas aiškiai indikuoja apie daugiabalsių akcijų išleidimo galimybę, remiantis įstatymų leidėjo ketinimų metodu, šis įstatymas negali būti interpretuojamas kaip įteisinantis daugiabalses akcijas. Šiuo metu galimybė išleisti daugiau balsų suteikiančias akcijas yra numatyta tik privilegijuotosioms akcijoms. Be to, NASDAQ taisyklės draudžia tokias akcijas įtraukti į biržos prekybos sąrašus, o rekomendacijos, kurių praktikoje yra nuosekliai laikomasi, skatina bendrovės neturėti daugiabalsių akcijų struktūrų. Kaip ir kitose jurisdikcijose, Lietuvoje bendrovės, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, privalo atskleisti išsamią informaciją apie kontrolę didinančius mechanizmus, įskaitant ir daugiau balsų suteikiančias akcijas (kurios, kaip analizuota anksčiau, Lietuvoje gali būti tik privilegijuotosios akcijos).

4.1.4. Lietuvos teisėje egzistuojantys daugiabalsių akcijų funkciniai ekvivalentai

Nustačius, kad Lietuvoje nėra galimybės išleisti daugiabalses paprastas akcijas, verta išanalizuoti, ar mūsų teisinėje sistemoje yra kitų mechanizmų, kurie leistų akcininkams pasiekti tokį patį ekonominį efektą. Tokios analizės rezultatai yra svarbūs sprendžiant dėl reguliavimo tobulinimo pasiūlymų, nes galimybė įgyvendinti daugiabalsėms akcijoms

⁷⁴ NASDAQ Vilnius listingavimo taisyklių 17.1.4. punkte yra numatyta, kad „Nasdaq Vilnius turi teisę sustabdyti prekybą finansinėmis priemonėmis, jeigu Emitentas nesilaiko šių Listingavimo taisyklių reikalavimų ar nevykdo jam nustatytų pareigų“. NASDAQ Vilnius First North taisyklių 44.1. punkte nurodyta, kad „jeigu Bendrovė, jos valdymo organų arba stebėtojų tarybos narys ar darbuotojas pažeidžia šiose Taisyklėse nustatytus reikalavimus, kitus teisės aktus ar geros praktikos principus vertybinių popierių rinkoje, Nasdaq Vilnius gali priimti Bendrovei privalomus vykdyti sprendimus arba skirti jai nuobaudas, taip pat taikyti kitus apribojimus, įskaitant prekybos sustabdymą ar nutraukimą“.

⁷⁵ Tame pačiame punkte nurodyta, kad „tais atvejais, kai į Oficialųjį ar Papildomąjį sąrašą siekiama įtraukti tuos nuosavybės vertybinius popierius, kuriuos galima įsigyti tik turint atitinkamą leidimą, Nasdaq Vilnius gali nesilaikyti šio punkto pirmoje pastraipoje įtvirtinto reikalavimo su sąlyga, kad toks leidimas nesutrikdo rinkos“. Vis dėlto, ši išimtis yra taikoma akcijų perleidimo apribojimams, o ne jų suteikiamų teisių apimčiai. Tokie leidimai, kuriuos reikia gauti, tam kad būtų galima perleisti vertybinius popierius, gali būti susiję su tam tikruose sektoriuose veikiančių bendrovių akcijomis (siekiant užtikrinti nacionalinio saugumo ar strateginių objektų apsaugą).

funkciškai lygiaverčius mechanizmus lemtų neegzistuojantį papildomo reguliavimo poreikį.

Iš aukščiau pateiktos ABĮ analizės matyti, kad įstatymų leidėjas pasirinko privilegijuotąsias akcijas reglamentuoti liberaliau negu paprastasias akcijas, leisdamas pirmųjų akcijų atžvilgiu nustatyti nevienodas balsavimo teises. Tai kelia klausimą, ar steigėjai galėtų pasinaudoti privilegijuotosiomis akcijomis tam, kad išlaikytų kontrolę bendrovėje, net jei jų procentinė dalis įstatiniame kapitale sumažėtų dėl naujų investicijų pritraukimo.

Šio darbo 1.2. skyriuje aptarta privilegijuotųjų akcijų samprata lemia tai, kad tokios akcijos turi suteikti jų turėtojams tam tikrų privalumų, t. y. pirmenybės teisę į bendrovės turtą ir pelną, palyginti su paprastosiomis akcijomis. Paprastai privilegijuotųjų akcijų suteikiami privalumai yra detalizuojami bendrovės įstatuose, tačiau pagal Lietuvos reguliavimą tam tikrų šių akcijų suteikiamų privilegijų šalys negalėtų atsisakyti, nes jos yra imperatyviai įtvirtintos įstatyme. Pavyzdžiui, ABĮ 42 straipsnio 3 dalyje yra numatyta, kad paprastųjų akcijų savininkų teisė į dividendą įgyvendinama tik po to, kai yra įgyvendintos atitinkamos privilegijuotųjų akcijų savininkų turtinės teisės. Įstatymas taip pat reikalauja, kad bendrovės, kuri išleidžia privilegijuotąsias akcijas, įstatuose būtų nustatytas konkretus (nekintamas) privilegijuotųjų akcijų dividendo dydis procentais, skaičiuojant nuo akcijos nominalios vertės, arba jo apskaičiavimo tvarka (ABĮ 42 straipsnio 7 dalis).

Teoriškai akcininkai galėtų bandyti pritaikyti privilegijuotąsias akcijas taip, kad jos suteiktų ne ekonominius, bet kontrolės privalumus, pavyzdžiui, įstatuose nustatydami labai mažą pirmumo tvarka gaunamo dividendo dydį. Vis dėlto toks pritaikymas neatitiktų privilegijuotųjų akcijų esmės. Šios akcijos paprastai naudojamos pritraukiant išorės investuotojus, siekiant suteikti jiems ekonominių pranašumų mainais į investicijas. Tai patvirtina ir 2022 m. priimtų ABĮ pakeitimų aiškinamasis raštas, kuriame pažymėta, kad privilegijuotosios akcijos yra skirtos būtent investuotojų pritraukimui⁷⁶. Bandymas transformuoti šias akcijas į vien tik kontrolės stiprinimo priemonę galėtų prieštarauti jų paskirčiai.

Nors privilegijuotąsias akcijas įmanoma bandyti pritaikyti kontrolės išlaikymo tikslui, Lietuvoje jos negali būti laikomos pilnaverčiu daugiabalsių paprastųjų akcijų ekvivalentu dėl toliau nurodomų priežasčių. Pirma, jei būtų įteisintos daugiabalsės paprastosios akcijos, jos natūraliai įsiliėtų į bendrovių teisės sistemą, praplėsdamos galimų

⁷⁶ Aiškinamajame rašte dėl Akcinių bendrovių įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto buvo nurodyta, kad „siekiant pritraukti investicijų jaunam, aukštą pridėtinę vertę kuriančiam verslui, neretai leidžiamos būtent privilegijuotosios akcijos ar akcijos suteikiančios specialiąsias teises atskirų investuotojų pritraukimui“.

išleisti akcijų rūšių ribas. Tuo tarpu bandymas naudoti privilegijuotąsias akcijas kaip alternatyvą daugiabalsėms akcijoms gali prieštarauti tiek dabartinei akcijų klasifikavimo logikai, tiek įstatymo leidėjo ketinimams. Antra, įvairūs veiksmai naudojant ekonominių privalomų nesuteikiančias privilegijuotąsias akcijas, gali būti ginčijami teisme kaip prieštaraujantys imperatyvioms įstatymo normoms⁷⁷. Todėl galima teigti, kad daugiabalsių akcijų įtvirtinimas Lietuvos įstatymuose suteiktų aiškumo dėl jų atitikties privalomoms teisės normoms, kurio nesuteikia kūrybingas būdas pritaikyti privilegijuotąsias akcijas siekiant to paties tikslo.

Lyginamuoju požiūriu galima pastebėti, kad daugumoje Europos valstybių, kaip pavyzdžiui, Švedijoje, Vokietijoje ir Italijoje daugiabalsės akcijos yra įtvirtintos kaip atskira paprastųjų akcijų rūšis, kuriai nėra privaloma suteikti papildomų ekonominių

⁷⁷ Pavyzdžiui, jei įstatuose būtų numatyta, kad daugiabalsių privilegijuotųjų akcijų dividendas sudaro tik 0,000000001% akcijos nominalios vertės, tokie veiksmai sudarytų apsimestinę teisinę konstrukciją, kuri *de facto* leistų egzistuoti į paprastąsias daugiabalses panašesnėms akcijoms, nors formaliai jos būtų vadinamos privilegijuotosiomis. Tokių akcijų išleidimas galėtų prieštarauti ABĮ 42 straipsnio 1 daliai ir 17 straipsnio 2 daliai, CK 1.102 straipsnio 1 daliai bei bendriesiems civilinės teisės principams dėl toliau nurodytų priežasčių. Pirma, pagal ABĮ 42 straipsnio 1 dalį ir 17 straipsnio 2 dalį, paprastosioms akcijoms yra taikomas griežtas „viena akcija – vienas balsas“ principas. Tuo tarpu bandymas įstatuose numatyti daugiabalses privilegijuotąsias akcijas su minimaliais ar nereikšmingais dividendais akivaizdžiai apeitų įstatymo leidėjo nustatytą proporcingumo principą paprastosioms akcijoms ir todėl prieštarautų imperatyvioms teisės normoms.

Antra, pagal CK 1.102 straipsnio 1 dalį, akcija turi suteikti „teisę gauti akcinės įmonės pelno dalį dividendais“. Simbolinis dividendas paneigtų akcininko teisę į realų ekonominį atlygį, o tai neatitiktų akcijų instituto esmės. Akcininko teisė į dividendą yra fundamentali, todėl jos paneigimas būtų teisinis pagrindas ginčyti tokias įstatų nuostatas kaip prieštaraujančias CK normoms.

Trečia, tokia konstrukcija pastatytų privilegijuotųjų akcijų savininką į blogesnę padėtį nei paprastųjų akcijų turėtoją. Privilegijuotosios akcijos paprastai turi suteikti tam tikrus pranašumus, pavyzdžiui, garantuotą dividendą ar pirmumo teisę į bendrovės turtą. Tačiau minimalus ar simbolinis dividendas ne tik nesuteiktų jokių pranašumų, bet faktiškai reikštų, kad šių akcijų savininkas yra ekonomiškai diskriminuojamas, o tai galėtų prieštarauti bendriesiems sąžiningumo, protingumo ir teisingumo principams (CK 1.5 straipsnio 1 dalis).

Verta atkreipti dėmesį, kad dabartiniame privilegijuotųjų akcijų dividendo reguliavime (ABĮ 42 straipsnio 7 dalyje) yra užkoduota problema, kuri kyla dėl neaiškumo, ar įstatuose nurodytas dividendų dydis yra minimalus, ir ar esant didesniam pelnui galima nemokėti privilegijuotųjų akcijų savininkams didesnio dividendo. Todėl manytina, kad atsakymą į klausimą ar minimalaus dividendo nustatymas ir mokėjimas neprieštarauja imperatyvioms įstatymo normoms, nesvarbu ar jis įgyvendinamas siekiant išleisti daugiabalses akcijas ar kitų tikslų, ateityje turės būti atsakyta teismų praktikoje nagrinėjant konkrečias bylas.

teisių⁷⁸. Tuo tarpu Prancūzijoje daugiabalsės akcijos yra priskiriamos privilegijuotųjų akcijų kategorijai, tačiau, skirtingai nei Lietuvoje, Prancūzijos teisės aktai nenumato, kad visos privilegijuotosios akcijos privalo turėti ekonominius pranašumus, tokius kaip pirmenybė išmokant dividendus⁷⁹.

Kitas Lietuvos teisėje egzistuojantis mechanizmas, kuris leidžia perskirstyti balsavimo teises tarp bendrovės akcininkų yra CK 2.89 straipsnyje įtvirtinta balsavimo teisių perleidimo sutartis. Jos pagrindu bendrovės akcininkas gali perleisti teisę balsuoti bendrovės visuotiniame akcininkų susirinkime kitiems asmenims nustatydamas balsavimo teisės įgyvendinimo tvarką ir būdus (CK 2.89 straipsnio 1 dalis). Perleidęs balsavimo teisę, akcininkas nebetenka teisės ją pasinaudoti pats, o juridinio asmens pareigos, susijusios su juridinio asmens dalyvių susirinkimo sušaukimu yra įgyvendinamos įgijusio balsavimo teisės asmens atžvilgiu (CK 2.89 straipsnio 3 dalies 2 sakiny). Balsavimo teisių perleidimo sutartis įsigalioja nuo jos atskleidimo bendrovei momento (CK 2.89 straipsnio 2 dalis) ir negali galioti ilgiau nei dešimt metų (CK 2.89 straipsnio 4 dalis).

Teisės doktrinoje yra nurodoma, kad ši sutartis nėra skirta vien tik nuosavybės teisių atskyrimui nuo balsavimo teisių, nesiekiant palengvinti balsavimo teisių įgyvendinimo. Priešingai, šios sutarties tikslas yra leisti bendrovės akcininkams veiksmingiau naudotis savo neturtinėmis teisėmis suteikiant jiems priemonių nustatyti efektyvią ir ilgalaikę bendrovės kontrolės politiką (Miliauskas, 2014, p. 251). Panašios nuomonės apie

⁷⁸ Švedijoje daugiabalsės akcijos yra laikomos atskira paprastųjų akcijų klase. Švedijos akcinių bendrovių įstatymo 4 skyriaus 2 straipsnis leidžia bendrovės įstatuose numatyti skirtingas akcijų klases ir joms suteikiamas teises, tačiau nei daugiabalsės akcijas reglamentuojantis 4 skyriaus 5 straipsnis, nei kitos šio įstatymo normos nereikalauja, kad daugiabalsės akcijos būtų privilegijuotosios arba kad joms privalėtų būti suteiktos papildomos ekonominės teisės, tokios kaip pirmumo teisė į dividendus.

Vokietijos akcinių bendrovių įstatymo 135a straipsnio 1 dalyje daugiabalsės akcijos taip pat yra aiškiai įtvirtintos kaip atskira vardinių (ne privilegijuotųjų) akcijų rūšis. Analogišką išvadą leidžianti daryti akcijų rūšių klasifikacija yra įtvirtinta Vokietijos akcinių bendrovių įstatymo 12 straipsnio 2 sakinyje.

Italijoje daugiabalsės akcijos taip pat nėra priskiriamos privilegijuotųjų akcijų kategorijai. Italijos civilinio kodekso 2348 straipsnio 2 dalyje numatyta, kad „įstatuose ar vėlesniuose jų pakeitimuose gali būti nustatytos akcijų kategorijos, suteikiančios skirtingas teises <...> tokiu atveju bendrovė, neperžengdama įstatymo nustatytų ribų, gali laisvai nustatyti įvairių kategorijų akcijų turinį“. Be to, Italijos civilinio kodekso 2350 straipsnio 1 dalis, reglamentuojanti grynojo pelno ir grynojo turto paskirstymą akcininkams numato, kad turi būti „atsižvelgiama į specialioms akcijų kategorijoms nustatytas teises“, tačiau neįpareigoja daugiabalsėms akcijoms suteikti ekonominių pranašumų. Tokių pranašumų nenumato nei Italijos civilinio kodekso 2351 straipsnio 4 dalis, įtvirtinanti daugiabalsių akcijų kategoriją, nei kitos Italijos civilinio kodekso normos.

⁷⁹ Prancūzijos komercinio kodekso L. 228-11 straipsnyje yra nurodyta, kad „steigiant bendrovę arba jos gyvavimo metu, laikinai ar nuolat gali būti sukurtos privilegijuotosios akcijos su balso teise arba be jos, turinčios bet kokio pobūdžio specialias teises“. Prancūzijos komercinio kodekso L. 22-10-46-1 straipsnis taip pat patvirtina, kad daugiabalsės akcijos yra priskiriamos privilegijuotųjų akcijų rūšiai, nes įtvirtina, kad „pirmą kartą įtraukiant bendrovės akcijas į reguliuojamą rinką arba daugiašalę prekybos sistemą, gali būti sukurtos privilegijuotosios akcijos, kurių balsavimo teisės yra pakoreguotos“. Vis dėlto, skirtingai nei Lietuvoje, Prancūzijos teisė nenumato, kad visos privilegijuotosios akcijos privalo turėti ekonominius pranašumus, nes Prancūzijoje teisė į pirmenybės tvarką išmokamą privilegijuotąjį dividendą yra suteikiama tik balsavimo teisės neturinčioms privilegijuotoms akcijoms (Prancūzijos komercinio kodekso L. 228-35-4 straipsnis).

balsavimo teisių perleidimo sutarties esmę laikosi ir kasacinis teismas. Pavyzdžiui, Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2020 m. gegužės 27 d. nutartyje civilinėje byloje Nr. e3K-3-168-378/2020 buvo išaiškinta, kad „balsavimo teisės perleidimo institutu siekiama sudaryti paprastą ir prieinamą visiems akcininkams būdą balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime, taip pat užtikrinti, kad bendrovė būtų valdoma ir kontroliuojama pačiu efektyviausiu ir geriausiai bendrovės ir akcininkų interesus atitinkančiu būdu“.

Kasacinis teismas toje pačioje byloje taip pat išaiškino, kad „lingvistinė CK 2.89 straipsnio 1 dalies analizė leidžia daryti išvadą, jog balsavimo teisės perleidimo sutarties esminis požymis yra balsavimo teisės įgyvendinimo ir būdo nustatymas pačioje sutartyje“. Nepaisant pastarojo išaiškinimo, kitoje Lietuvos Aukščiausiojo Teismo nutartyje buvo analizuojama balsavimo teisių perleidimo sutartis, kuria balsavimo teises įgijusiam asmeniui buvo suteikta teisė balsuoti savo nuožiūra. Šioje byloje kasacinis teismas pažymėjo, kad „bylą nagrinėję teismai pagrįstai konstatavo, kad šalių sudaryta balsavimo teisių perleidimo sutartis tiesiogiai nenustato trečiajam asmeniui jokių balsavimo apribojimų ar pareigos atsižvelgti į ieškovės nurodymus balsuojant. Kita vertus, vien tai, kad balsavimo teisių perleidimo sutartimi trečiajam asmeniui buvo suteikta teisė balsuoti savo nuožiūra, nereiškia, jog trečiojo asmens balsavimo ieškovės akcijomis teisė buvo absoliuti ir nevaržoma. <...> Trečiasis asmuo, balsuodamas jam perleistais balsais, privalėjo paisyti ne tik bendrovės (atsakovės) interesų, tačiau negalėjo veikti ir prieš balsus jam perleidusios ieškovės interesus, turėjo išlaikyti tiek bendrovės, tiek jos akcininkų (sutarties šalių) interesų pusiausvyrą“⁸⁰ (Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2021 m. lapkričio 24 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-3-294-823/2021). Taigi, net ir tada, kai balsavimo teisių perleidimo sutartimi yra suteikiama teisė balsuoti savo nuožiūra, tokia balsavimo teisė nėra absoliuti ir nevaržoma ir ją riboja draudimas veikti prieš balsavimo teises perleidusio asmens interesus.

Akcininkų pareiga paisyti bendrovės ir kitų jos akcininkų interesų yra išplėtotą Lietuvos teismų praktikoje ir savo taikymo sritimi nėra apribota tik tais atvejais kai yra sudaryta balsavimo teisių perleidimo sutartis. Nors Lietuvos teismai nepripažįsta, kad

⁸⁰ Šioje byloje susiklostė situacija, kai 60% akcijų turinti akcininkė perleido jų suteikiamus balsus akcininkui, turinčiam 40% akcijų ir balsų. Balsus gavęs akcininkas pakeitė įstatus numatydamas, kad vadovo ir valdybos pakeitimui reikalinga 2/3 bendrovės akcininkų balsų dauguma. Teismas pripažino šį visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimą negaliojančiu, nes pasibaigus balsavimo teisių perleidimo sutarčiai, balsus perleidusi akcininkė neturėtų galimybių be balsus gavusio akcininko pritarimo pakeisti bendrovės įstatų ir susigrąžinti turėtos bendrovės valdymo organų formavimo kontrolės.

bendrovės akcininkai yra saistomi fiduciarinių pareigų⁸¹, akcininkų elgesį jie kontroliuoja be kita ko vertindami, ar akcininkai naudojami jiems suteikiamomis teisėmis pagal jų paskirtį, t. y. ar jie nepažeidžia draudimo piktnaudžiauti teise, numatyto CK 1.137 straipsnio 3 dalyje, o taip pat vertindami, ar kontroliuojančių akcininkų veiksmai atitinka sąžiningumo ir protingumo principus, nes pagal CK 2.82 straipsnio 4 dalį šių principų pažeidimas yra pagrindas pripažinti visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimus negaliojančiais (Mikalonienė, 2015, p. 103, 119). Pavyzdžiui, Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2015 m. sausio 9 d. nutartyje civilinėje byloje Nr. 3K-3-66/2015 buvo išaiškinta, kad „pareiga naudotis akcininko turtinėmis ir neturtinėmis teisėmis pagal šių teisių paskirtį saisto tiek smulkiuosius, tiek pagrindinius akcininkus. Kadangi balsų daugumą turinčio akcininko įtaka bendrovės veiklai yra lemiamą, toks akcininkas privalo užtikrinti, kad priimti sprendimai bus naudingi ne tik jam, bet ir bendrovei bei smulkiems akcininkams. Jeigu priimtas sprendimas tenkina tik didžiojo akcininko interesus, atsiranda pagrindas spręsti dėl piktnaudžiavimo akcininko teisėmis“.

Nors balsavimo teisių perleidimo sutartis leidžia perskirstyti balsavimo teises tarp akcininkų, ji nėra funkcinis daugiabalsių akcijų ekvivalentas. Viena vertus, reikalavimas, kad balsavimo teises įgijęs asmuo veiktų geriausiai bendrovės ir akcininkų interesus atitinkančiu būdu, yra universalus ir galėtų būti pritaikytas net ir daugiabalsių akcijų atveju. Kita vertus, balso teisę įgijusio akcininko pareiga skirti ypatingą dėmesį balsus perleidusio akcininko interesams apsunkina šios sutarties pritaikomumą norint pasiekti daugiabalsių akcijų sukuriamą efektą.

Be to, balsavimo teisių perleidimas, skirtingai nei daugiabalsės akcijos, nėra standartizuotas mechanizmas – jo turinys priklauso nuo konkrečios sutarties sąlygų, kuriose nustatoma, kaip turi būti naudojamos perleista balsavimo teisė. Atitinkamai, kadangi kiekviena sutartis yra individuali, akcininkai turi skirti išteklių jos rengimui, vykdymo priežiūrai ir atnaujinimui. Vis dėlto, daugiabalsių akcijų išleidimas taip pat gali sukelti kaštų susijusių su dokumentų rengimu, notaro pastangomis tikrinant ar jų turinys atitinka įstatymų reikalavimus bei pakeistų bendrovės įstatų registravimu. Be to, biržinės bendrovės gali pasirinkti sutartinį būdą perskirstyti balsavimo teises tam, kad išvengtų privačių subjektų, pavyzdžiui, vertybinių popierių biržų ar indeksų sudarytojų veiksmų nukreiptų

⁸¹ Žr., pvz., Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2020 m. lapkričio 4 d. nutarties civilinėje byloje Nr. e3K-3-288-1075/2020 28 punktą, Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2016 m. lapkričio 25 d. nutarties civilinėje byloje Nr. 3K-3-485-421/2016 50 ir 51 punktą, Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2015 m. gruodžio 11 d. nutarties civilinėje byloje Nr. 3K-3-665-969/2015 12 pastraipą bei Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2014 m. rugsėjo 12 d. nutarties civilinėje byloje Nr. 3K-3-389/2014 44 ir 48 pastraipą.

prieš tradicines daugiabalsių akcijų struktūras. Privačių bendrovių akcininkai turi dar didesnes paskatas sudaryti balsavimo teisių perleidimo susitarimus, nes privačioms bendrovėms nėra taikomi griežti informacijos apie akcininkų sutartis atskleidimo reikalavimai ir šalys gali norėti kontrolės paskirstymo klausimus aptarti ne bendrovės įstatuose, o konfidencialioje sutartyje (Crowe, 2024). Šie bruožai lemia, kad balsavimo teisių perleidimo sutartis gali būti laikoma artimiausia daugiabalsių akcijų alternatyva.

Lietuvoje būtų galima atrasti dar ne vieną į daugiabalses akcijas funkcinių požiūriu panašų mechanizmą. Pavyzdžiui, ABĮ 17 straipsnio 1 dalyje numatyta galimybė balsuoti įgaliojimo pagrindu, tiek teisės doktrinoje (Miliauskas, 2012, p. 209; 2014, p. 251) tiek teismų praktikoje⁸² yra laikoma turinti funkcinių panašumų į balsavimo teisių perleidimo sutartį. Vis dėlto, įgaliojimo institutas taip pat kaip ir balsavimo teisių perleidimas negalėtų būti laikomas visišku daugiabalsių akcijų ekvivalentu, nes (i) pagal CK 6.760 straipsnio 1 dalį įgaliotinis privalo įvykdyti jam duotą pavedimą taip, kad įvykdymas geriausiai atitiktų įgaliotojo interesus, bei vengti savo asmeninių interesų konflikto su įgaliotojo interesais, o (ii) CK 2.146 straipsnio 1 dalis suteikia įgaliotojui teisę bet kada panaikinti įgaliojimą⁸³. CK 2.88 straipsnyje įtvirtintas akcininkų susitarimas dėl balsavimo konkrečiu būdu, taip pat gali atrodyti kaip potencialus daugiabalsių akcijų ekvivalentas kai investuotojas įsipareigoja visais atvejais balsuoti taip, kaip balsuoja bendrovės steigėjas, tačiau jo pritaikymą daugiabalsių akcijų sukeliams rezultatams pasiekti riboja tai, kad pagal šią sutartį negali būti susitariama balsuoti už visus juridinio asmens valdymo organų pateiktus pasiūlymus arba pagal jų nurodymus (CK 2.88 straipsnio 1 dalies 1 ir 2 punktas).

Net ir išsamiai neaptarus visų įmanomų būdų atkartoti daugiabalsių akcijų funkcijas pasitelkiant kitus Lietuvos teisėje egzistuojančius mechanizmus, matyti, kad daugelis šiuo metu egzistuojančių alternatyvų turi savų trūkumų. Poreikį įtvirtinti paprastųjų daugiabalsių akcijų reguliavimą sustiprina ir tai, kad daugiabalsės akcijos yra laikomos vienu iš skaidriausių kontrolę didinančių mechanizmų, kuris sudaro aiškų ir lengvai suprantamą vaizdą apie bendrovės kontrolės teisių paskirstymą, ypač palyginus su kitais kontrolės stiprinimo mechanizmais, tokiais kaip žiedinis akcijų valdymo modelis, akcininkų susitarimai ar piramidinės akcijų nuosavybės struktūros (European Commission, 2022, p. 147; Gurrea-Martinez, 2021, p. 481-482; Gurrea-Martinez, 2018).

⁸² Žr. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2020 m. gegužės 27 d. nutarties civilinėje byloje Nr. e3K-3-168-378/2020 23 punktą.

⁸³ Nors pagal CK 2.146 straipsnio 2 dalį gali būti sudaromas neatšaukiamas įgaliojimas, jei tai nustato šalių sutartis.

4.2. Pasiūlymai dėl Direktyvos įgyvendinimo Lietuvoje

Lietuva privalės perkelti Direktyvą į nacionalinę teisę iki 2026 m. gruodžio 5 d.⁸⁴. Todėl, visų pirma, kyla klausimas, ar Lietuvos įstatymų leidėjas turėtų imtis aktyvių teisėkūros veiksmų, ar priešingai – Lietuva galėtų būti laikoma jau įgyvendinusia Direktyvos reikalavimus pagal esamą reguliavimą, kaip tai yra padaryta Prancūzijoje. Prancūzija kol kas yra vienintelė ES valstybė narė, oficialiai paskelbusi, kad įgyvendino Direktyvą, 2024 m. priimdama anksčiau šiame darbe aptartą *Attractivite* įstatymą.

Darbo autorės nuomone, Lietuvos privilegijuotųjų daugiabalsių akcijų teisinis reguliavimas nėra pakankamas, kad būtų galima teigti, kad Lietuvoje yra sudaromos galimybės bendrovėms, ketinančioms prekiauti akcijomis DPS, išleisti daugiabalses akcijas. Tam yra kelios pagrindinės priežastys. Pirma, Direktyvos preambulės 4 punkte aiškiai nurodyta, kad daugiabalsėmis akcijomis negali būti laikomos tokios akcijos, kurių balsavimo teisės skirtumus lemia tik nominalioji vertė. Taigi, ABĮ 17 straipsnio 2 dalies 2 sakinyje, numatantis privilegijuotųjų akcijų suteikiamų balsavimo tiesių apskaičiavimo formulę negalėtų būti laikomas prielaida teigti, kad Lietuvoje galima išleisti tokias daugiabalses akcijas, kaip jos yra suprantamos pagal Direktyvą. Antra, privilegijuotosios daugiabalsės akcijos negali būti laikomos paprastųjų daugiabalsių akcijų funkcinio ekvivalentu dėl ankstesniame skyriuje nurodytų priežasčių, ypač dėl to, nes pagal Lietuvos bendrovių teisės imperatyvias taisykles jos privalo suteikti pirmumo teisę gauti dividendų prieš juos išmokant paprastųjų akcijų savininkams (ABĮ 42 straipsnio 3 dalis). Be to, Direktyvos 3 straipsnio 1 dalies 3 sakinyje nurodoma, kad valstybės narės negali reikalauti, jog akcijos be papildomų balsavimo teisių būtų siejamos su išplėstomis ekonominėmis teisėmis. Manytina, kad mechanizmas reikalaujantis suteikti išplėstines ekonomines teises daugiabalsėms akcijoms taip pat yra netinkamas⁸⁵.

Nustačius, kad Direktyvos įgyvendinimas pareikalaus papildomų teisėkūros veiksmų, verta aptarti, kokiame įstatyme turėtų būti įtvirtintos naujosios taisyklės dėl

⁸⁴ Toks terminas numatytas Direktyvos 7 straipsnyje.

⁸⁵ Verta paminėti, kad Lietuva galėtų svarstyti kitokią Direktyvos įgyvendinimo strategiją ir sekdamą Prancūzijos pavyzdžiu liberalizuoti privilegijuotųjų akcijų reglamentavimą, atsisakydama imperatyvaus reikalavimo suteikti joms ekonominius pranašumus. Tačiau toks Direktyvos įgyvendinimo būdas turėtų du esminius trūkumus. Pirma, įstatyme numatytų ekonominių privalumų atsisakymas galėtų paneigti šiuo metu privilegijuotąsias akcijas išleidusių bendrovių akcininkų lūkesčius, ypač jei jų įstatuose nėra aiškiai apibrėžta šių akcijų pirmumo teisė į dividendus ir ši pirmumo teisė yra kildinama tik iš įstatymo (darbo autorei žinomi treji šiuo metu galiojantys įstatai, kuriuose numatytos privilegijuotosios akcijos, tačiau nėra aptarta jų pirmumo teisė gauti dividendus). Dėl šios priežasties ABĮ 42 straipsnio 3 dalies 2 sakinyje neturėtų būti pripažintas netekusiu galios. Antra, jei įstatymų leidėjas nuspręstų ir toliau leisti individualizuoti akcijas (kurti skirtingas jų klases, įskaitant daugiabalses) tik privilegijuotųjų akcijų pagrindu, tai keltų tolimesnius neaiškumus dėl privilegijuotųjų akcijų sampratos Lietuvoje, kuri neatitiktų daugelyje kitų jurisdikcijų, pavyzdžiui JAV, Švedijoje, Vokietijoje ir Italijoje, įtvirtintos akcijų klasių ir rūšių klasifikavimo logikos, o tai galėtų kelti sunkumus tarptautiniams investuotojams.

daugiabalsių akcijų. Darbo autorės nuomone nuoseklesnis požiūris būtų daugiabalsių akcijų reglamentavimą įtvirtinti ABĮ, kurio tikslas yra be kita ko reglamentuoti akcinių bendrovių ir uždaryjū akcinių bendrovių valdymą ir veiklą (ABĮ 1 straipsnio 1 dalis), o ne Vertybinių popierių įstatyme, kuriame reglamentuojami santykiai susiję su oficialaus siūlymo dėl vertybinių popierių teikimu (Vertybinių popierių įstatymo 1 straipsnio 1 dalis). Jei įstatymų leidėjas nuspręstų Direktyvą įgyvendinti minimaliausia apimtimi, t. y. leisti išleisti daugiabalses akcijas tik bendrovėms, ketinančioms prekiauti akcijomis DPS, tokia siaura taikymo sritis turėtų būti aiškiai nurodyta įstatyme, pavyzdžiui, pasinaudojant Direktyvos 3 straipsnio 3 dalyje numatyta galimybe nustatyti, kad daugiabalsių akcijų suteikiamomis papildomomis balsavimo teisėmis būtų galima naudotis tik po to, kai bendrovės akcijos jau yra įtrauktos į prekybą DPS.

Vis dėlto Lietuvos įstatymų leidėjas neturėtų apsiriboti daugiabalsių akcijų įteisinimu tik toms bendrovėms, kurios ketina prekiauti akcijomis DPS. Vertinant Direktyvos taikymo sritį aptarti argumentai ir kitų ES valstybių patirtis skatina leisti daugiabalses akcijas tiek uždarojo tipo bendrovėms, tiek toms bendrovėms, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje, pastarosioms nustatant tam tikrus saugiklius. Todėl kyla klausimas, ar Lietuvos bendrovių teisė pasižymi kokiais nors ypatumais, dėl kurių platesnis daugiabalsių akcijų įteisinimas uždarojo tipo arba biržinėms bendrovėms galėtų būti nepageidautinas.

Didžiąją dalį Lietuvoje įregistruotų juridinių asmenų šiuo metu sudaro uždarnosios akcinės bendrovės⁸⁶. Kaip buvo minėta šio darbo 1.3. skyriuje, užsienio doktrinoje vyrauja požiūris, kad uždarojo tipo bendrovės susiduria su mažesne informacijos asimetrija ir derybinės galios skirtumais, todėl nėra būtinybės joms nustatyti privalomo daugiabalsių akcijų reguliavimo. Lietuvos teisės doktrinoje vyrauja šiek tiek kitoks požiūris į uždarojo tipo bendrovių reguliavimą. Nors yra pripažįstama, kad sutartinės priemonės yra veiksmingas būdas spręsti problemas uždarojo tipo bendrovėse, laikomasi pozicijos, kad tai ne visada yra pakankama priemonė (Mikalonienė *et al.*, 2017, p. 186). Yra teigiama, kad akcininkų padėtis uždarojo tipo bendrovėse pasižymi specifiniais požymiais, o ypač tuo, kad akcininkai turi ribotas galimybes pasitraukti iš bendrovės, kurie lemia mažesnes galimybes efektyviai ginti mažumos akcininkus taikant klasikinius teisių gynimo mechanizmus (Mikalonienė, 2015, p. 16; Mikalonienė *et al.*, 2017, p. 192–193). Vis dėlto, net ir identifikavus tokias specifines problemas, Lietuvos mokslininkai siūlo ne nustatyti

⁸⁶ Remiantis 2025 m. sausio 1 d. duomenimis Lietuvoje iš viso yra 229 709 neišregistruotų juridinių asmenų, iš jų 253 (arba 0,11%) akcinių bendrovių ir 102 206 (arba 44,49%) uždaryjū akcinių bendrovių (Registrų centras, 2025a ir 2025b).

privalomą reguliavimą uždarojo tipo bendrovėms, o įgalinti smulkiuosius akcininkus ginti savo pažeistas teises (pavyzdžiui, palengvinant akcininkų teisės kreiptis į teismą dėl netinkamo bendrovės valdymo įgyvendinimą). Tik tuo atveju, jeigu siekiamų tikslų nebūtų įmanoma pasiekti įgalinant smulkiuosius akcininkus, būtų galima svarstyti riboti kontroliuojančių akcininkų teises, pavyzdžiui suformuluojant kontroliuojančio akcininko naudojimosi savo teisėmis vertinimo standartą⁸⁷ (Mikalonienė *et al.*, 2017, p. 250). Atsižvelgiant į Lietuvos teisės doktrinoje pateikiamus argumentus, galima sutikti su siūlymais stiprinti smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą Lietuvoje. Tačiau tai savaime nereikia, kad uždarojo tipo bendrovėms turėtų būti draudžiama išleisti daugiabalses akcijas.

Šiame darbe jau buvo minėta, kad sprendimas dėl daugiabalsių akcijų reguliavimo būdo, ypač biržinėms bendrovėms, priklauso nuo įvairių kompleksinių veiksnių, susijusių su konkrečios valstybės ekonominiu ir teisiniu kontekstu. Įstatymų leidėjas turėtų atsižvelgti į kapitalo rinkų išsivystymo lygį, bendrovių ir vertybinių popierių įstatymuose numatytą investuotojų apsaugos lygį, privačios kontrolės naudą, kuria gali pasinaudoti bendrovės vidiniai veikėjai, civilinio proceso įstatymus, apskaitos ir audito reguliavimą bei teisės aktų laikymosi užtikrinimo kokybę ir patikimumą (Gurrea-Martinez, 2021, p. 497-507). Šiame darbe nėra siekiama išsamiai ištirti visus šiuos veiksniai Lietuvoje. Net ir koncentruojantis vien į glaudžiausiai su bendrovių teise susijusį nekontroliuojančių akcininkų apsaugos aspektą, reikėtų išsamiai įvertinti daugiau nei dešimties skirtingų institutų efektyvumą užtikrinant smulkiųjų akcininkų interesų apsaugą. Todėl šiame darbe daroma prielaida, kad esamas smulkiųjų akcininkų apsaugos lygis nuo kontroliuojančių akcininkų piktnaudžiavimo yra adekvatus arba taptų adekvatus, jei būtų įgyvendinti teisės mokslo darbuose, kuriuose buvo analizuojami konkretūs bendrovių teisės institutai, pateikti pasiūlymai⁸⁸. Atsižvelgiant į šią prielaidą, toliau bus analizuojama, ar šiuo metu egzistuojančios nekontroliuojančių akcininkų interesų apsaugos priemonės ir teisių gynimo būdai galėtų būti taikomi įteisinus daugiabalsių akcijų struktūras.

⁸⁷ Toks standartas galėtų remtis dviem aspektais: pirma, kontroliuojančio akcininko elgesys turėtų būti vertinamas pagal sąžiningumo principą tiek procedūriniu, tiek materialiu požiūriu; antra, jo veiksmų tikslingumas turėtų būti analizuojamas pagal bendrovės interesų objektyvųjį standartą (Mikalonienė *et al.*, 2017, p. 250).

⁸⁸ Pavyzdžiui, be anksčiau jau minėtame Mikalonienės *et al.* (2017) darbe pateikiamų siūlymų, būtų galima atsižvelgti į Šenavičiaus (2013, p. 568-569; 2016, p. 106-108) darbuose pateiktus pasiūlymus dėl privalomojo oficialaus siūlymo instituto tobulinimo, Miliausko (2014, p. 420-421) disertacijoje pateiktas rekomendacijas dėl akcininkų sutarčių reglamentavimo, Vilniškio (2024, p. 54-57) magistro darbe nurodytas akcijų išpirkimo instituto tobulinimo kryptis, Mikalonienės (2015, p. 232-237) monografijoje pateikiamus pasiūlymus dėl uždarytųjų akcinių bendrovių reglamentavimo keitimo (įtvirtinant smulkiųjų akcininkų teisę į minimalų dividendą ir kiekvienam akcininkui suteikiant teisę reikalauti priverstinio akcijų nupirkimo pagal CK 2.123 straipsnį) ir kt.

Pirmoji akcininkų interesų apsaugos priemonių ir teisių gynimo būdų grupė yra suteikiama kiekvienam akcininkui. Tai yra akcininkų teisė gauti informaciją (ABĮ 18 straipsnio 1 dalis), teisė ginčyti visuotinio akcininkų susirinkimo ir bendrovės valdymo organų sprendimus (CK 2.82 straipsnio 4 dalis ir ABĮ 19 straipsnio 10 dalis), teisė reikalauti bendrovės vadovo ir valdybos narių bendrovei padarytos žalos atlyginimo reiškiant išvestinį ieškinį (ABĮ 16 straipsnio 1 dalies 5 punktas), teisė ginčyti juridinio asmens teisnumui prieštaraujančius sandorius (CK 1.82 straipsnio 3 dalis ir 2.83 straipsnis) ir uždraudimas bendrovės valdymo organams sudaryti tokius sandorius ateityje (CK 2.81 straipsnio 3 dalis), teisė ginčyti sandorius, kurie buvo sudaryti pažeidžiant akcininko pirmumo teisę įsigyti naujai išleidžiamų akcijų pirminėje apyvartoje (ABĮ 49 straipsnio 5 dalis) arba pirmumo teisę įsigyti kitų akcininkų parduodamų akcijų antrinėje apyvartoje (ABĮ 47 straipsnio 2 dalis). Šių teisių įgyvendinimas nėra tiesiogiai susijęs su akcininko turimų balsų skaičiumi, todėl daugiabalsių akcijų įteisinimas neužkirstų kelio jomis pasinaudoti.

Antrajai akcininkų interesų apsaugos priemonių ir teisių gynimo būdų grupei gali būti priskiriamos teisės, kurios yra suteikiamos tik tam tikrą įstatinio kapitalo arba balsų dalį turintiems akcininkams. Pavyzdžiui, juridinio asmens veiklos tyrimą gali inicijuoti tik 1/10 įstatinio kapitalo turintis akcininkas (CK 2.125 straipsnio 1 dalies 1 punktas). Teisė išėiti iš bendrovės priverstinai parduodant savo akcijas (CK 2.123 straipsnis) ir teisė „išstumti“ akcininką priverstinai išperkant jo akcijas (CK 2.115 straipsnis) suteikiama tik tiems uždarnosios akcinės bendrovės akcininkams, kurių turimų akcijų nominali vertė yra ne mažesnė kaip 1/3 įstatinio kapitalo (CK 2.116 straipsnio 1 dalies 1 punktas). Kadangi juridinio asmens veiklos tyrimo ir priverstinio akcijų nupirkimo bei pardavimo mechanizmai yra tiesiogiai siejami su turimo įstatinio kapitalo dalimi, daugiabalsių akcijų įvedimas jų veikimo nepakeistų.

Kitos akcininkų teisės yra siejamos su turima balsų dalimi. Pavyzdžiui, mažiau negu 5% balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių akcijų turėtojas turi teisę reikalauti kito tos bendrovės akcininko, kuris įsigijo ne mažiau kaip 95 procentus balsų visuotiniame akcininkų susirinkime suteikiančių bendrovės akcijų, išpirkti jam priklausančias akcijas (ABĮ 46¹ straipsnio 2 dalis, Vertybinių popierių įstatymo 32 straipsnio 14 dalis). Bendrovės, kurios akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje arba daugiašalėje prekybos sistemoje ir kurioje kitas akcininkas įgyja akcijų, kurios kartu su jo turimu akcijų paketu suteikia daugiau kaip 1/3 bendrovės balsų, turi teisę parduoti savo turimas akcijas pagal privalomojo oficialaus siūlymo taisykles (Vertybinių popierių įstatymo 26 straipsnio 1 dalies 2 punktas). Bendrovės akcijų išpirkimo ir privalomojo

oficialaus siūlymo institutai yra be kita ko skirti užtikrinti, kad bendrovės akcininkų struktūrai tapus labiau koncentruotai, mažesnes kontrolės teises turintys akcininkai turėtų galimybę pasitraukti, todėl šios akcininkų teisės turėtų ir toliau būti siejamos su turima balsų, o ne įstatinio kapitalo dalimi, tam, kad galėtų užtikrinti mažiau balsų suteikiančių akcijų turėtojų interesus, kai bendrovėje yra suformuota daugiabalsių akcijų struktūra.

Trečiąją akcininkų interesų apsaugos priemonių grupę sudaro svarbiausi bendrovės sprendimai, kuriuos būtina patvirtinti kvalifikuota akcininkų dauguma. Šiuo metu ABI numato, kad sprendimai dėl įstatinio kapitalo didinimo ir mažinimo (ABI 49 straipsnio 1 dalis ir 52 straipsnio 1 dalis), privilegijuotų akcijų konvertavimo (ABI 42 straipsnio 6 dalis), konvertuojamųjų obligacijų išleidimo (ABI 56 straipsnio 2 dalis), bendrovės reorganizavimo ir pertvarkymo (ABI 62 straipsnio 1 dalis ir 72 straipsnio 5 dalis) turi būti priimami kvalifikuota balsų dauguma, pritarant kiekvienos akcijų klasės savininkų, su kurių teisėmis tokie sprendimai yra susiję, balsais, dažniausiai *expressis verbis* nurodant, kad dėl šių sprendimų teisę balsuoti turi ir tie akcininkai, kuriems priklauso balso teisės nesuteikiančios akcijos. Įteisinus daugiabalses akcijas, būtų galima svarstyti taisyklę numatančią, kad priimant aukščiau nurodytus sprendimus visos bendrovės išleistos akcijos suteiktų po vieną balsą.

Kitas itin svarbus kvalifikuota balsų dauguma priimamas sprendimas yra bendrovės įstatų keitimas (ABI 28 straipsnio 1 dalies 1 punktas). Pagal galiojančius teisės aktus, būtent įstatuose yra apibrėžiama skirtingų klasių privilegijuotų akcijų suteikiamų teisių apimtis (ABI 17 straipsnio 3 dalis ir 42 straipsnio 2 dalis). Todėl įteisinus daugiabalses akcijas būtų tikslinga nustatyti, kad bendrovės įstatai yra keičiami ne tik ne mažesnė kaip 2/3 visų susirinkime dalyvaujančių akcininkų akcijų suteikiamų balsų dauguma, bet ir ne mažiau kaip 2/3 visuotiniame susirinkime atstovaujamo įstatinio kapitalo turinčių akcininkų pritarimu. Tokia taisyklė yra siūloma EMCA projekte ir turėtų padėti užtikrinti, kad keičiant akcijų klasių teises, įskaitant naujų klasių įvedimą ar esamų panaikinimą, būtų užtikrinama mažiau balsų suteikiančių akcijų savininkų interesų apsauga.

Ketvirta, įstatymų leidėjas perkeldamas Direktyvą turės pasirinkti kokius papildomus su daugiabalsėmis akcijomis susijusius saugiklius įgyvendinti Lietuvos nacionalinėje teisėje. Atsižvelgiant į šio darbo 3.4. ir 3.5. skyriuose pateiktą analizę manytina, kad vienas iš efektyviausių būdų apsaugoti akcininkų teises bendrovei nustačius daugiabalsių akcijų struktūrą būtų balsų skaičiaus, tenkančio vienai akcijai, ribojimas. Lietuva galėtų pasirinkti santykį 10:1, kuris dažniausiai taikomas kitose Europos Sąjungos valstybėse narėse (Hopt ir Kalss, 2024, p. 65-66). Šis saugiklis turėtų būti privalomas bendrovėms, kurių akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje ir DPS, taip pat,

atsižvelgiant į specifinę uždarytųjų akcinių bendrovių smulkiųjų akcininkų padėtį Lietuvoje, jis galėtų būti taikomas ir į biržos sąrašus neįtrauktoms bendrovėms.

Apibendrinant galima teigti, kad Lietuvos įstatymų leidėjas, siekdamas sėkmingai įgyvendinti Direktyvą, turės papildyti dabartinį reguliavimą taisyklėmis dėl daugiabalsių akcijų išleidimo galimybės toms bendrovėms, kurios planuoja platinti savo akcijas DPS. Direktyvos perkėlimas į nacionalinę teisę neturėtų būti vertinamas vien kaip formalus įsipareigojimas – tai ir galimybė liberalizuoti paprastųjų akcijų klasių reglamentavimą bei įvertinti, kaip bendrovių teisės reguliavimas gali prisidėti prie kapitalo rinkos plėtros bei startuolių bei ilgalaikiais projektais užsiimančių bendrovių finansavimo galimybių, ir bendrai – Lietuvos sėkmingos konkurencijos su kitomis ES ar pasaulio valstybėmis, turinčiomis efektyviai veikiančias kapitalo rinkas.

Teisės ir ekonomikos doktrina bei kitų valstybių patirtis skatina neapsiriboti minimalia Direktyvos taikymo apimtimi ir Lietuvoje leisti daugiabalses paprastas akcijas tiek uždarojo, tiek atvirojo tipo bendrovėse. Vis dėlto, klausimas, kokias privalomas apsaugines nuostatas reikėtų pasirinkti bei kaip tiksliai reikėtų reguliuoti daugiabalses akcijas, išlieka atviras. Sprendimas dėl konkretaus daugiabalsių akcijų reguliavimo būdo priklauso nuo įvairių kompleksinių veiksnių, susijusių su šalies ekonominiu ir teisiniu kontekstu. Nors darbe remiamasi prielaida, kad smulkiųjų akcininkų apsaugos lygis Lietuvoje yra arba gali tapti adekvatus, būtina pripažinti, kad išsamus šių veiksnių (tokių kaip (i) asmeninės kontrolės naudos lygio, (ii) kapitalo rinkų pažangumo, (iii) bendrovių, vertybinių popierių, apskaitos ir audito bei civilinio proceso įstatymų efektyvumo bei (iv) jų laikymosi užtikrinimo kokybės) tyrimas nebuvo šio darbo tikslas.

Vis dėlto, šiame darbe atlikta analizė leidžia teigti, kad kartu su daugiabalsių akcijų įteisinimu turėtų būti numatytas ir papildomas reguliavimas, užtikrinantis balsų mažumą turinčių akcininkų interesų apsaugą. Šiame kontekste gali būti aktualios tiek EMCA, tiek Direktyvoje siūlomos taisyklės, tačiau jų perėmimas turėtų būti grindžiamas išsamia analize, įvertinant jų pagrįstumą ir tinkamumą Lietuvos teisiniame bei ekonominiame kontekste.

Nors šiame darbe nėra pateikiamas galutinis atsakymas į visus su daugiabalsėmis akcijomis susijusius klausimus (jei toks apskritai egzistuoja), tikimasi, kad jame išdėstytos įžvalgos ir toliau pateikiamos išvados padės geriau struktūruoti tolesnes akademines diskusijas ir įstatymų leidėjo sprendimus daugiabalsių akcijų tema.

IŠVADOS

1. Funkciškai daugiabalsių akcijų struktūros gali būti suprantamos kaip vienas iš akcininkų kontrolės stiprinimo mechanizmų. Remiantis klasikine atstovavimo kaštų teorija ir empiriniais duomenimis apie asmeninę kontrolės naudą, jos gali sukelti atstovavimo kaštus kontroliuojančių ir nekontroliuojančių akcininkų santykiuose skurdamos atotrūkį tarp balsavimo ir nuosavybės teisių. Tačiau remiantis naujausiais tyrimais, daugiabalsės akcijos gali paskatinti bendrovių steigėjus inicijuoti pirminį viešą akcijų siūlymą, užtikrinti stabilumą, ilgalaikį planavimą ir inovacijas apsaugodamos sprendimų priėmėjus nuo akcijų rinkos spaudimo bei leisti vadovams įgyvendinti savo viziją, dėl kurios jų bendrovės tampa vertingesnės.
2. Daugiabalsės akcijos buvo sukurtos Jungtinėse Amerikos Valstijose ir yra labiausiai žinomos dėl jų panaudojimo Delavere įsteigtose technologijų bendrovėse. Šioje jurisdikcijoje bendrovių teisė yra grindžiama privačiu reguliavimu (angl. *private ordering*), kuris suteikia bendrovėms lankstumo savarankiškai nustatyti tokią daugiabalsių akcijų struktūrą, kuri geriausiai atitiktų jų poreikius, o kitiems privatiems subjektams (tokiems kaip indeksų sudarytojai, vertybinių popierių biržos ir instituciniai investuotojai) nustatyti taisykles, kurios atliepia rinkos poreikius. Jungtinėse Amerikos Valstijose, ypač Delavere, pagrindinis teisinis mechanizmas, skirtas spręsti daugiabalsių akcijų sukeltas atstovavimo problemas yra griežtos fiduciarinės pareigos, kurios veikia kaip saugiklis nuo piktnaudžiavimo koncentruota kontrole.
3. Aktyviu teismų vaidmeniu užtikrinant fiduciarinių standartų laikymąsi pagrįstas Jungtinių Amerikos Valstijų reguliavimas negalėtų būti lengvai perkeliamas į Europos Sąjungos teisės sistemą. Europos Sąjungoje ir atskirose valstybėse narėse vyrauja išsamiomis taisyklėmis pagrįstas bendrovių teisės reguliavimo metodas. Todėl daugiabalsių akcijų direktyva yra vienintelis mechanizmas, galintis paskatinti Europos Sąjungos valstybes nars pripažinti daugiabalsių akcijų ekonominę naudą, nustatydamas pozityviosios teisės vystymosi kryptį. Europos Sąjungos direktyva yra žingsnis teisinga linkme siekiant, kad vis daugiau valstybių narių leistų išleisti daugiabalses akcijas. Šios direktyvos ribotumas (pavyzdžiui, siaura jos taikymo sritis arba privalomomis taisyklėmis grindžiama saugiklių sistema), kuris išryškėja lyginant ją su Jungtinėse Amerikos Valstijose egzistuojančia sistema, yra neišvengiamai nulemtas Europos Sąjungos teisėkūros proceso ir kontinentinės teisės tradicijos specifikos.
4. Lietuvoje šiuo metu yra draudžiama išleisti daugiabalses paprastas akcijas. Galimybė išleisti daugiau balsų suteikiančias akcijas yra numatyta tik privilegijuotosioms akcijoms. Šiame darbe atlikta analizė parodė, kad daugiabalsės privilegijuotosios

- akcijos negali būti laikomos daugiabalsių paprastųjų akcijų funkciniu ekvivalentu ir kad balsavimo teisių perleidimo sutartis gali būti laikoma artimesne šio mechanizmo alternatyva. Be to, NASDAQ Vilnius listinguojamų bendrovių valdysenos kodekso rekomendacijos, kurių praktikoje yra nuosekliai laikomasi, skatina bendroves neturėti daugiabalses privilegijuotąsias akcijas apimančių struktūrų.
5. Lietuvos daugiabalsių akcijų reguliavimas galėtų būti tobulinamas remiantis šiomis gairėmis:
- 5.1. Direktyvos įgyvendinimas Lietuvoje neturėtų apsiriboti minimalia jos taikymo sritimi tik toms bendrovėms, kurios planuoja akcijas platinti daugiašalėje prekybos sistemoje. Daugiabalsės paprastosios akcijos turėtų būti įtvirtintos Akcinių bendrovių įstatyme ir leidžiamos visose uždarojo ir atvirojo tipo bendrovėse.
 - 5.2. Vienas iš efektyviausių būdų apsaugoti akcininkų teises bendrovei nustačius daugiabalsių akcijų struktūrą būtų balsų skaičiaus, tenkančio vienai akcijai, ribojimas. Lietuva galėtų pasirinkti santykį 10:1, kurį yra nustačiusios tokios šalys, kaip Švedija, Italija ir Vokietija, ir jis galėtų būti taikomas visoms bendrovėms.
 - 5.3. Įstatymų leidėjas turėtų nustatyti, kad bendrovės įstatai yra keičiami ne tik ne mažesnė kaip 2/3 visų susirinkime dalyvaujančių akcininkų akcijų suteikiamų *balsų* dauguma, bet ir ne mažiau kaip 2/3 visuotiniame susirinkime atstovaujamo *įstatinio kapitalo* turinčių akcininkų pritarimu.
 - 5.4. Įteisinus daugiabalses akcijas, būtų galima svarstyti taisyklę numatančią, kad priimant tam tikrus svarbiausius bendrovės sprendimus, nesusijusius su valdymo organų skyrimu ar jų sprendimų tvirtinimu, kiekviena tokių sprendimų paveikta akcijų klasė juos patvirtintų ir suteikiamų *balsų*, ir atstovaujamo *įstatinio kapitalo* kvalifikuota dauguma. Tokie sprendimai galėtų būti susiję su įstatinio kapitalo didinimu ir mažinimu, akcijų konvertavimu, konvertuojamųjų obligacijų išleidimu, bendrovės reorganizavimu ir pertvarkymu.
 - 5.5. NASDAQ Vilnius listinguojamų bendrovių valdysenos kodeksas galėtų būti atnaujintas atsisakanti „viena akcija – vienas balsas“ rekomendacijos ir nustatant rekomendaciją bendrovėms riboti daugiabalsių akcijų galiojimo trukmę laiko, perleidimo ar įvykio pagrindu (angl. *time-based, transfer-based and event-based sunset provisions*).
 - 5.6. Darbo rengimo metu nebuvo nustatyta jokių informacijos apie daugiabalsių akcijų struktūrą atskleidimo reglamentavimo, kuris privalės būti nustatytas Lietuvoje įgyvendinus Direktyvą, trūkumų.

ŠALTINIŲ SĄRAŠAS

Teisės norminiai aktai

Europos Sąjungos teisės aktai

1. Sutartis dėl Europos Sąjungos Veikimo (1957). *Sutarties dėl Europos Sąjungos Veikimo suvestinė redakcija*, OL C 202, 2016, p. 48-201.
2. Antroji Tarybos 1976 m. gruodžio 13 d. direktyva Nr. 77/91/EEC dėl apsaugos priemonių, kurių valstybės narės, siekdamos tokias priemones suvienodinti, reikalauja iš Sutarties 58 straipsnio antroje pastraipoje apibrėžtų akcinių bendrovių, jų narių ir kitų interesų apsaugai, bendroves steigiant, palaikant ir keičiant jų kapitalą, koordinavimo. OJ L 26, 1977, p. 1-13.
3. Tarybos 2001 m. spalio 8 d. reglamentas Nr. 2157/2001/EB dėl Europos bendrovės (SE) statuto. OL L 294, 2001, p 1-21.
4. Europos Parlamento ir Tarybos 2004 m. balandžio 21 d. direktyva Nr. 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (konsoliduota redakcija). OL L 142, 2004, p. 20-31.
5. Europos Parlamento ir Tarybos 2007 m. liepos 11 d. direktyva Nr. 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje. OL L 184, 2007, p. 17-24.
6. Europos Parlamento ir Tarybos 2017 m. birželio 14 d. direktyva Nr. 2017/1132/ES dėl tam tikrų bendrovių teisės aspektų (konsoliduota redakcija). OL L 169, 2017, p. 46-127.
7. Europos Parlamento ir Tarybos 2024 m. spalio 23 d. direktyva Nr. 2024/2810, dėl daugiabalsės akcijas apimančių akcijų struktūrų bendrovėse, kurios siekia įtraukti savo akcijas į prekybą daugiašalėje prekybos sistemoje. OL L 2024/2810, 2024, p. 1-9.

Lietuvos Respublikos teisės aktai

8. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (1994), Valstybės žinios, 1994 Nr. 55-1046; 2000, Nr. 64-1914; 200.
9. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas (1996), Valstybės žinios, 1996, Nr. 16-412; 2001, Nr. 112-4074.
10. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (2000), Valstybės žinios, 2000, Nr. 74-2262; 200.
11. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (2000), Valstybės žinios, 2000, Nr. 64-1914; 2003, Nr. 123-5574.

12. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (2007), Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-626; 2011, Nr. 145-6819; TAR, 2015-12-03, Nr. 2015-19282; 2019-07-19, Nr. 2019-11978.
13. Lietuvos Respublikos įmonių ir įmonių grupių atskaitomybės įstatymas (2024), TAR, 2024, Nr. 2024-12134.

Užsienio valstybių teisės aktai

14. Aktiengesetz (AktG) (1965) Bundesgesetzblatt I Nr. 48 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/> [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].
15. Börsengesetz (BörsG) (1986) Bundesgesetzblatt I Nr. 68 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/ [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].
16. Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG) (2023) Bundesgesetzblatt I Nr. 354. Prieiga per internetą: <https://www.recht.bund.de/bgbl/1/2023/354/VO.html> [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].
17. Code de commerce (1804), JORF Nr. 0219 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000005634379 [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].
18. Loi Florange (2014) Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, JORF Nr. 0077 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000028811102> [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].
19. Loi Pacte (2019) Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, JORF Nr. 0119 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000038496102> [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].
20. Loi Attractivite (2024) Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, JORF Nr. 0138 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000049707573> [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].
21. Codice Civile (1942) Gazzetta Ufficiale Nr. 79 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&atto.codiceRedazionale=042U0262&atto.articolo.numero=0&atto.articolo.sottoArticolo=1&atto.articolo.sottoArticolo1=0&qId=8325910f-db10-48d5->

94b7-09780d8dd960&tabID=0.9245017996067075&title=lbl.dettaglioAtto [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].

22. Decreto Capitali (2023) Legge 5 marzo 2024, n. 21, Gazzetta Ufficiale Nr. 60 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:2024-03-25;21> [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].
23. Aktiebolagslag (2005), SFS Nr. 551 [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebolagslag-2005551_sfs-2005-551/ [žiūrėta: 2025 m. kovo 22 d.].
24. Delaware General Corporation Law (DGCL) (1899) [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://delcode.delaware.gov/title8/> [žiūrėta: 2025 m. vasario 12 d.].

Soft law šaltiniai ir travaux preparatoires

25. American Bar Association (2023). *Model Business Corporation Act* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/model-business-corporation-act/.
26. Andersen, P.K. et al. (2017). European Model Company Act (EMCA), First edition [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2929348 [žiūrėta 2025 m. vasario 7 d.].
27. European Commission (2022). Staff Working Document Impact Assessment Report [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52022SC0762> [žiūrėta 2025 m. vasario 7 d.].
28. Lietuvos Respublikos finansų ministerija (2006). Aiškinamasis raštas dėl Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymo projekto [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAK/TAIS.276401?jfwid=o0z443cpi> [žiūrėta 2025 m. vasario 7 d.].
29. Lietuvos Respublikos ekonomikos ir inovacijų ministerija (2022). Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo Nr. VIII-1835 2, 15, 17, 21, 27, 28, 29, 30, 30¹, 32, 34, 37, 37², 40, 42, 45, 47, 47¹, 51 ir 78 straipsnių, priedo pakeitimo ir įstatymo papildymo 46¹ straipsniu įstatymo projekto aiškinamasis raštas [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAK/25521d90f24011ecbfe9c72e552dd5bd?jfwid=1i6pw6tz5> [žiūrėta 2025 m. vasario 7 d.].

Specialioji literatūra

30. Armour, J., Enriques, L. et al. (2017). *The Anatomy of Corporate Law*. Oxford: Oxford University Press.
31. Ashton, D. (1994). Revisiting Dual-Class Stock. *St. John's Law Review*, 68(4).
32. Bainbridge, S. (1991). The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4. *Washington University Law Quarterly*, 69(2).
33. Bainbridge, S.M. (2007). The Scope of the SEC's Authority Over Shareholder Voting Rights. *UCLA School of Law Research Paper*, 7(16).
34. Barclay, M.J. ir Holderness, C.G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25(2).
35. Baums, T. ir Scott, K.E. (2005). Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the U.S. and Germany. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4).
36. Bebchuk, L.A., Kraakman, R.H. ir Triantis, G.G. (1999). Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 249*.
37. Bebchuk, L.A. ir Kastiel, K. (2019). The Perils of Small-Minority Controllers. *Georgetown Law Journal*, 107.
38. Bergstrom, C. ir Rydqvist, K. (1992). Differentiated bids for voting and restricted voting shares in public tender offers. *Journal of Banking & Finance*, 16(1).
39. Berle, A. ir Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.
40. Bitė, V. (2022). Bendrovių reglamentavimo pokyčiai: ar atėjo startuolių aukso amžius? *Lietuvos teisė 2022: esminiai pokyčiai*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.
41. Black, B.S. (1990). Shareholder Passivity Reexamined. *Michigan Law Review*, 89(3).
42. Committee on Capital Markets Regulation (2020). *The rise of dual-class shares: regulation and implications*. [interaktyvus] Prieiga per internetą: <https://capmksreg.org/wp-content/uploads/2022/11/The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1-1.pdf> [žiūrėta 2025 m. vasario 12 d.].
43. Crowe, J. (2024). *Misalignment Under the Radar: Stealth Dual-Class Stock*. [interaktyvus] The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Prieiga per internetą: <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/08/30/misalignment-under-the-radar-stealth-dual-class-stock/> [žiūrėta 2025 m. vasario 12 d.].

44. Dyck, A. ir Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59(2).
45. Edwards, J.S.S. ir Weichenrieder, A.J. (2009). Control rights, pyramids, and the measurement of ownership concentration. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 72(1).
46. Egan, T.J., et al. (2020). The Revival of Dual Class Shares. *International Financial Law Review*, Spring 2020.
47. Elson, C. ir Ferrere, C. (2018). *Unequal Voting and the Business Judgment Rule*. [interaktyvus] The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Prieiga per internetą: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/04/07/unequal-voting-and-the-business-judgment-rule/> [žiūrėta 2025 m. vasario 27 d.].
48. Ferran, E. ir Ho, L.C. (2014). *Principles of Corporate Finance Law*. Oxford: Oxford University Press.
49. Fisch, J. ir Solomon, S.D. (2019). The Problem of Sunsets. *Boston University Law Review*, 99.
50. Fisch, J. ir Solomon, S.D. (2023). Dual Class Stock. *University of Pennsylvania Carey Law School, Law & Economics Research Paper No. 23-21*.
51. Franks, J. ir Mayer, C. (2001). Ownership and Control of German Corporations. *The Review of Financial Studies*, 14(4).
52. Gordon, J.N. (1989). The Mandatory Structure of Corporate Law. *Columbia Law Review*, 89(7).
53. Goshen, Z. ir Hamdani, A. (2016). Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *Yale Law Review*, 125(3).
54. Goshen, Z. ir Hamdani, A. (2020). Corporate Control and the Limits of Judicial Review. *Columbia Law Review*, 120(4).
55. Grinapell, A. (2020). Dual-Class Stock Structure and Firm Innovation. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, 25(1).
56. Gurrea-Martinez, A. (2018). *Should securities regulators allow companies going public with dual-class shares?* [interaktyvus] Oxford Business Law Blog. Prieiga per internetą: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/> [žiūrėta 2025 m. vasario 27 d.].
57. Gurrea-Martinez, A. (2021). Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate. *European Business Organization Law Review*, 22(3).

58. Gwala, R.S. ir Mashau, P. (2023). Tracing the Evolution of Agency Theory in Corporate Governance. *Advances in Public Policy and Administration*.
59. Hansmann, H. ir Pargendler, M. (2013). The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption. *Yale Law Journal*, 123(948).
60. Hopt, K.J. ir Kalss, S. (2024). Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis. *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 786/2024*.
61. Yarko, O. (2020). *Types of Preference Shares and Rights of Their Owners: Legal Regulation and Practice in Selected Jurisdictions*. Master's thesis, Mykolo Romerio universitetas.
62. Jensen, M.C. ir Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4).
63. Jurčiukonytė, R. (2009). *Akcijų klasės ir rūšys*. Magistro darbas, socialiniai mokslai, teisė (01S), Vilniaus universitetas. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
64. Kim, H. ir Michaely, R. (2018). Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures. *Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-09*.
65. Lauraitytė, E. (2014). Sutartinė bendrovės teorija ir akcininkų interesų pirmenybės principas. *Teisė*, 90.
66. Lidman, E. ir Skog, R.R. (2021). London Allowing Dual Class Premium Listings: A Swedish Commentary. *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 580/2021*.
67. Lin, J.J., et al. (2022). Corporate Cash and the Firm's Life-cycle: Evidence from Dual-class Firms. *International Review of Economics & Finance*, 80.
68. Manne, H.G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 73(4).
69. Mikalonienė, L. (2015). *Uždarnosios akcinės bendrovės akcininko teisės ir jų gynimo būdai*. Vilnius: Registrų centras.
70. Mikalonienė, L., et al. (2017). *Įmonių teisinių formų konvergencija ir divergencija: ar Lietuvos teisinis reglamentavimas yra patrauklus tarptautiniame kontekste?* Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
71. Mikelėnas, V. et al. (2001). Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras. Pirmoji knyga. Bendrosios Nuostatos. Vilnius: Justitia.

72. Miliauskas, P. (2014). *Company law aspects of shareholders' agreements in listed companies*. Doctoral dissertation, social sciences, law (01 S). Vilnius university and Ghent University, Vilnius: Vilnius University press.
73. Milne, R. (2023). Sweden's Jacob Wallenberg hits out at ISS over dual-class share attack. *Financial Times* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.ft.com/content/5239d92d-564b-4450-9880-58f5f16b965c>.
74. Morck, R., Wolfenzon, D. ir Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3).
75. Nenova, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3).
76. Neville, M. ir Sorensen, K.E. (2024). Differential voting rights in listed companies in Denmark and Sweden – to be challenged or boosted by harmonization? *European Company Case Law*, 2(1).
77. Ringe, W.-G. (2011). Deviations from Ownership-Control Proportionality - Economic Protectionism Revisited. In: *Company Law and Economic Protectionism: New Challenges to European Integration*. Oxford: Oxford University Press.
78. Schmidt, J.J. (2024). The Multiple Voting Rights Directive (MVRD) – Comeback of Multiple Voting Rights with the Listing Act. *ECCML Working Papers*, 2024/1.
79. Securities and Exchange Commission Investor Advisory Committee (2018). *Recommendation of the Investor as Owner Subcommittee: Dual Class and Other Entrenching Governance Structures in Public Companies* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/iac030818-investor-as-owner-subcommittee-recommendation.pdf> [žiūrėta 2025 m. vasario 20 d.].
80. Seligman, J. (1986). Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One-Share-One-Vote Controversy. *George Washington Law Review*, 54.
81. Shobe, G. ir Shobe, J. (2022). The Dual-Class Spectrum. *Yale Journal on Regulation*, 39(1343).
82. Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Cambridge: The Electric Book Company.
83. Strine, L.E. (2006). The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face. *Delaware Journal of Corporate Law*, 30(3).
84. Šenavičius, V. (2013). Smulkiojo akcininko interesų apsauga privalomo oficialaus siūlymo metu: Europos Sąjungos ir Lietuvos patirtis. *Socialinių mokslų studijos*, 5(2).

85. Šenavičius, V. (2016). *Oficialus siūlymas dėl emitento vertybinių popierių: teisinis reguliavimas ir jo įgyvendinimas*. Daktaro disertacija, socialiniai mokslai. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.
86. Ventoruzzo, M. (2015). The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat. *Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2574236*.
87. Vicari, A. (2021). *European Company Law*. Berlin, Boston: De Gruyter.
88. Vilniškis, D. (2024). Akcinių bendrovių įstatymo 46¹ straipsnyje numatyto bendrovės akcijų išpirkimo instituto teorinės ir praktinės problemos. Magistro darbas, socialiniai mokslai, teisė (01S), Vilniaus universitetas. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
89. Yan, M. (2020). A Control-Accountability Analysis of Dual Class Share (DCS) Structures. *Delaware Journal of Corporate Law*, 45(1).
90. Zingales, L. (1995). What Determines the Value of Corporate Votes? *The Quarterly Journal of Economics*, 110(4).

Teismų praktika

Europos Sąjungos Teisingumo Teismo sprendimas

91. Audiolux SA ir kt. prieš Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) ir kt., Bertelsmann AG ir kt. [ESTT], Nr. C-101/08, [2009 m. spalio 15 d.]. ECLI:EU:C:2009:626.

Lietuvos Respublikos teismų sprendimai

92. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2014 m. rugsėjo 12 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-389/2014.
93. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2015 m. gruodžio 11 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-665-969/2015.
94. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2016 m. lapkričio 25 d. nutartis civilinėje byloje Nr. 3K-3-485-421/2016.
95. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2020 m. gegužės 27 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-3-168-378/2020.
96. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2020 m. lapkričio 4 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-3-288-1075/2020.
97. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2021 m. lapkričio 24 d. nutartis civilinėje byloje Nr. e3K-3-294-823/2021.

Užsienio šalių teismų sprendimai

98. Deskins v. Lawrence County Fair & Develop. Corp. [Kentucky Court of Appeals]. Nr. 321 S.W. 2d 408 [1959 m. vasario 27 d.].
99. Shapiro v. Tropicana Lanes, Inc. [Supreme Court of Missouri, First Division]. Nr. 371 S.W. 2d 237 [1963 m. spalio 14 d.].
100. Hampton v. Tri-State Finance Corporation [Colorado Court of Appeals, Second Division]. Nr. 495 P. 2d 566 [1972 m. kovo 7 d.].
101. Providence & Worcester Co. v. Baker [Supreme Court of Delaware]. Nr. 378 A. 2d 121 [1977 m. rugsėjo 8 d.].
102. Groves v. Rosemound Imp. Ass'n, Inc. [Louisiana Court of Appeals, First Circuit]. Nr. 490 So. 2d 348 [1982 m. balandžio 13 d.].
103. Business Roundtable v. SEC [United States Court of Appeals, District of Columbia Circuit]. Nr. 905 F. 2d 406 [1990 m. birželio 12 d.].
104. Kahn v. Lynch Communication Systems [Supreme Court of Delaware]. Nr. 638 A. 2d 1110 [1994 m. balandžio 5 d.].
105. In re KKR Financial Holdings LLC [Court of Chancery of Delaware]. Nr. 101 A. 3d 980 [2014 m. spalio 14 d.].
106. Corwin v. KKR Financial Holdings LLC [Supreme Court of Delaware]. Nr. 125 A. 3d 304 [2015 m. spalio 2 d.].

Kiti šaltiniai

107. AFEP (Association Francaise des Entreprises Privees) ir MEDEF (Mouvement des Entreprises de France) (2022). *Code de gouvernement d'entreprise des societes cotees* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://hcge.fr/le-code-afep-medef/> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
108. Council of Institutional Investors (2025). *List of Dual-Class Companies* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://councilofinstitutionalinvm-my.sharepoint.com/:x:/g/personal/onedrive_cii_org/EZhCaASpEnJHmdnotaJvGQMBB9Q71bQ_sBPCBz-YBX_2ng?e=n0dHnP [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
109. European Securities and Markets Authority (2025). *ESMA Registers* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://registers.esma.europa.eu/publication/> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
110. Europos Parlamentas (2024). *Bendrovių teisė. Faktų apie Europos Sąjungą suvestinės* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/lt/sheet/35/company-law> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].

- 111.Fenwick. (2017). *Unicorn Survey - As of December 31, 2016*. [interaktyvus] Prieiga per internetą: <https://www.fenwick.com/insights/publications/unicorn-survey-as-of-december-31-2016> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 112.Financial Reporting Council (2024). *UK Corporate Governance Code*. [interaktyvus] Prieiga per internetą: <https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/corporate-governance/uk-corporate-governance-code/> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 113.Nasdaq (2025). *Nasdaq Listing Center Rulebook* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5600-series> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 114.Nasdaq Vilnius (2019). Nasdaq Vilnius listinguojamų bendrovių valdysenos kodeksas [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://www.nasdaqbaltic.com/files/vilnius/teisesaktai/Nasdaq_Vilnius_bendroviu_valdysenos_kodeksas_galioja_nuo_2019_01_15.pdf [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 115.Nasdaq Vilnius (2020). Alternatyviosios vertybinių popierių rinkos First North Lietuvoje taisyklės [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://nasdaqbaltic.com/market/upload/files/vilnius/first_north_taisykles/Nasdaq%20Vilnius%20First%20North%20taisykl%C4%97s%20Galioja%20nuo%2001_04_2020_Approved.pdf [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 116.Nasdaq Vilnius (2022). Nasdaq Vilnius listingavimo taisyklės [interaktyvus]. Prieiga per internetą: https://nasdaqbaltic.com/market/upload/files/vilnius/listing/Nasdaq%20Vilnius%20listingavimo%20taisykles_Galioja%20nuo%202022_12_08.pdf [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 117.New York Stock Exchange (2024). *NYSE Listed Company Manual* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 118.Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2022). *Deutscher Corporate Governance Kodex* [interaktyvus] Prieiga per internetą: <https://www.dcgk.de/en/code.html> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 119.Registrų centras (2025a). *Neišregistruotų juridinių asmenų skaičius* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.registrucentras.lt/jar/stat/neisreg.php> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
- 120.Registrų centras (2025b). *Neišregistruotų juridinių asmenų sk. pagal teisinės formas* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://www.registrucentras.lt/jar/stat/for.php?for=310> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].

121. Swedish Corporate Governance Board (2024). *Swedish Corporate Governance Code* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://bolagsstyrning.se/current-code> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].
122. Valstybinė lietuvių kalbos komisija (2023). *Ar vartotinas žodis „listinguoti“?* [interaktyvus]. Prieiga per internetą: <https://vlkk.lt/konsultacijos/4876-listinguoti> [žiūrėta 2025 m. kovo 10 d.].

SANTRAUKA

Daugiabalsių akcijų struktūros: leisti ar drausti?

Rytė Rečiūnaitė

Šiame darbe analizuojamos daugiabalsių akcijų struktūros siekiant nustatyti kokią jų reguliavimo strategiją turėtų pasirinkti Lietuva, daugiausia dėmesio skiriant Jungtinėse Amerikos Valstijose, Europos Sąjungoje ir pasirinktose Europos Sąjungos valstybėse narėse vyraujančiam požiūriui į šią priemonę. Daugiabalsės akcijos leidžia tam tikriems akcininkams (dažniausiai steigėjams arba vadovams) išlaikyti neproporcingai didelę kontrolę, nepaisant to, kad jie valdo mažumą bendrovės įstatinio kapitalo sudarančių akcijų. Iki šiol Europos Sąjungos ir atskirų valstybių narių politika daugiabalsių akcijų atžvilgiu buvo griežta, o reguliavimo pokyčiai paspartėjo tik pastaruoju metu.

Pirmoji šio darbo dalis yra skirta aptarti ekonominį ir teisinį daugiabalsių akcijų kontekstą bei išskirti pagrindinius argumentus už ir prieš tokias akcijas apimančias struktūras. Kituose darbo skyriuose daugiausiai dėmesio skiriama atskirų valstybių reguliavimui. Antroje šio darbo dalyje apžvelgiama Jungtinių Amerikos Valstijų reguliavimo sistema, kurioje daugiabalsės akcijos yra leidžiamos ir plačiai paplitusios, o nekontroliuojančių akcininkų apsauga visų pirma užtikrinama pasitelkiant valdymo organų narių ir kontroliuojančių akcininkų fiduciarines pareigas. Trečioje šio darbo dalyje Europos Sąjungos požiūris analizuojamas daugiausiai dėmesio skiriant direktyvai, kuria valstybės narės buvo įpareigosotos suteikti bendrovėms galimybes išleisti daugiabalses akcijas, jei jos siekia įtraukti savo akcijas į prekybą daugiašalėje prekybos sistemoje.

Ketvirtoje darbo dalyje buvo nustatyta, kad Lietuvoje paprastas akcijas galima išleisti tik griežtai laikantis principo „viena akcija – vienas balsas“, o tai neatitinka naujosios direktyvos reikalavimų ir gali apriboti balsavimo teisių individualizavimo galimybes. Šioje darbo dalyje atlikta funkcinė analizė parodė, kad Lietuvos bendrovių teisė neleidžia taikyti mechanizmų, kurie būtų visiškai lygiaverčiai daugiabalsėms paprastosioms akcijoms. Remiantis teisės ir ekonomikos mokyklos doktrina bei kitų valstybių patirtimi darbe pateikiamas pasiūlymas Lietuvoje įteisinti paprastas daugiabalses akcijas uždarojo ir atvirojo tipo bendrovėse, kartu numatant saugiklius, kurie užtikrintų nekontroliuojančių akcininkų apsaugą.

SUMMARY

Multiple vote share structures: allow or prohibit?

Rytė Rečiūnaitė

This thesis examines multiple voting share structures to determine the most appropriate regulatory strategy for Lithuania, with a focus on the prevailing approaches in the United States, the European Union, and selected European Union member states. Multiple voting shares allow certain shareholders – typically founders or executives – to retain disproportionate control over a company despite holding a minority of its share capital. Historically, the European Union and individual member states have pursued a restrictive policy towards multiple voting shares, and regulatory changes began only in recent years.

The first part of this thesis explores the economic and legal context of multiple voting shares and identifies the main arguments for and against their use. Subsequent chapters examine the regulatory approaches of different jurisdictions. The second part of the thesis analyses the United States' regulatory framework, where multiple voting shares are widely used, and minority shareholder protection is primarily ensured through fiduciary duties of the governing bodies and major shareholders. The third part focuses on the European Union's approach, with particular attention to the directive requiring member states to allow companies to issue multiple voting shares if they seek to list their shares on a multilateral trading facility.

The fourth part of this thesis establishes that Lithuanian corporate law provides for a strict “one share, one vote” principle for ordinary shares, which does not comply with the requirements of the new directive and may limit the possibilities to customise the voting rights. A functional analysis conducted in this part shows that Lithuanian corporate law does not provide mechanisms fully equivalent to multiple voting ordinary shares. Based on the doctrine of law and economics, as well as the experience of other jurisdictions, the thesis proposes allowing multiple-voting ordinary shares in both private and public companies in Lithuania, while introducing safeguards to protect non-controlling shareholders.