

**Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Privatinės teisės katedra**

Dieninės studijų formos
V kurso, komercinės teisės šakos
studento Valentino Knyvos

Magistro darbas

**NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo
kodeksas. Ar jau laikas pokyčiams?**

Vadovas: dr. Paulius Miliauskas

Recenzentas: dr. Tomas Kontautas

Vilnius

2016

ĮVADAS	2
1. BENDROVIŲ VALDYMO TEISINIO REGULIAVIMO RAIDA	6
2. BENDROVĖS SOCIALINĖS ATSAKOMYBĖS ĮTRAUKIMO GALIMYBĖS VERTINIMAS	7
3. SU VALDYBA IR STEBĖTOJŲ TARYBA SUSIJUSI PROBLEMATIKA	12
3.1 Įvairovės skatinimas	12
3.2 Lyčių įvairovės skatinimas	14
3.3 Kitokio pobūdžio įvairovės skatinimas.....	20
3.4 Pasiryžimas skirti pastangų ir laiko	21
3.5 Valdybos ir stebėtojų tarybos narių rotacija	23
4. SU AKCININKŲ TEISĖMIS SUSIJĘ PROBLEMINIAI ASPEKTAI	25
4.1 Akcininkų tapatybės nustatymas	25
4.2 Akcininkų bendradarbiavimo skatinimas	28
4.3 Dalyvavimo visuotiniuose akcininkų susirinkimuose elektroninės komunikacijos priemonėmis galimybė	32
5. SISTEMOS „LAIKYKIS TAISYKLIŲ ARBA PASIAIŠKINK“ PROBLEMATIKA. ĮMONIŲ VALDYMO KODEKSŲ STEBĖSENA IR ĮGYVENDINIMAS	34
5.1 „Laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ principo efektyvumas	35
Didžiosios Britanijos bendrovių valdymo kodekso preambulėje nurodoma:	35
5.2 Įmonių pareiškimuose pateikiamų paaiškinimų kokybės gerinimas	36
5.2.1 Empirinio listinguojamų bendrovių tyrimo metodologija	37
5.2.2 Paaiškinimų vieta ataskaitoje ir suprantamumas	38
5.2.3 Paaiškinimų specifiškumas	39
6. TEISINIŲ PRIEMONIŲ TAIKYMO GALIMYBĖ TADA, KAI BENDROVĖS NETINKAMAI LAIKOSI „LAIKYKIS TAISYKLIŲ ARBA PAAIŠKINK“ PRINCIPO	43
IŠVADOS	45
ŠALTINIŲ SĄRAŠAS	48
SANTRAUKA	60
SUMMARY	62
PRIEDAI	64

Įvadas

Temos aktualumas. 2004 m. AB NASDAQ OMX Vilnius Valdyba patvirtino NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą. 2006 m. rugpjūčio 21 d. AB NASDAQ OMX Vilnius valdybos posėdyje buvo patvirtinta nauja NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso redakcija. Su 2009 m. gruodžio 14 d. priimtais ir 2010 m. sausio 1 d. įsigaliojusiais pakeitimais šis kodeksas galioja iki šiol. Prabėgus daugiau nei šešeriems metams po paskutinių šio kodekso pakeitimų būtina įvertinti, ar per šį laikotarpį pasauliniu mastu įvykę pokyčiai¹ nesukuria poreikio koreguoti jau esančius ar įtraukti naujus principus. Per šį nuo paskutinių NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso (toliau – **Listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas**) pakeitimų prabėgusį laiko tarpą, atsižvelgdamos į nuolat besikeičiantį ir su naujais iššūkiais susiduriantį bendrovių valdymą², daugybė šalių ir organizacijų priėmė naujus arba pakeitė anksčiau priimtus bendrovių valdymo kodeksus³. Kaip pavyzdžiai paminėtina tai, kad 2016 m. sausio 1 d. įsigaliojo naujas Suomijos Vertybinių popierių rinkos asociacijos parengtas Bendrovių valdymo kodeksas⁴, 2015 m. kovo mėn. buvo parengtas galutinis Japonijos Bendrovių valdymo kodekso projektas⁵, o 2015 m. rugsėjo mėn. paskelbta reikšmingai atnaujinta Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos (EBPO) bendrovių valdymo principų redakcija. Iš 28 Europos ekonominės zonos valstybių tik šešiose⁶ nėra nuo 2010 m. sausio 1 d. priimtų pakeitimų arba naujų bendrovių valdymo kodeksų.

Tyrimo tikslas – atlikus lyginamąją analizę atskleisti gerąją užsienio šalių bendrovių valdymo kodeksų, kitų bendrovių valdymo dokumentų rengimo praktiką ir, atsižvelgus į Lietuvos bendrovių teisės specifiką ir teisės mokslo atstovų pozicijas nagrinėtinais klausimais, suformuluoti pasiūlymus dėl NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų

¹ Kaip nurodoma darbo dėstomojoje dalyje, didesnę reikšmę įgijo tokie bendrovių valdymo aspektai kaip įvairovės kolegialiuose bendrovių organuose skatinimas, augantis socialinės bendrovių atsakomybės taikymas ir smulkiųjų akcininkų apsauga.

² STAFFORD, B. The Evolution of Corporate Governance. The Governance Board, 2015 [žiūrėta 2016 m. kovo 8 d.]. Prieiga per internetą: <http://diligent.com/wp-content/uploads/2015/12/The-Evolution-of-Corporate-Governance.pdf>.

³ Europos bendrovių valdymo instituto (angl. European Corporate Governance Institute, ECGI) duomenimis, 2011 m. priimti 9 su bendrovių valdymo kodeksai ar jų pakeitimai, 2012 m. – 24, 2013 m. – 18, 2014 m. – 22, 2015 m. – 9.

⁴ Vertybinių popierių rinkos asociacija. Suomijos Bendrovių valdymo kodeksas[interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi-2015eng.pdf>.

⁵ The Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code. Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal] [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/corporategovernance/20150306-1/01.pdf>.

⁶ Valstybėmis, kuriose nėra priimtų naujų ar pakeistą senų bendrovių valdymo kodeksų po 2010 m. sausio 1 d. yra Lietuva, Belgija, Estija, Lichtenšteinas, Slovakija ir Čekija.

bendrovių valdymo kodekso pakeitimų, kurie galėtų būti naudingi siekiant papildyti ir atnaujinti šį kodeksą. Taip pat šio darbo tikslu yra išnagrinėti, kaip NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamos bendrovės laikosi „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ sistemos.

Tyrimo uždaviniai – šiuo magistro darbu siekiama:

1. atskleisti teisinę problematiką, susijusią su bendrovių valdymo aspektais, susijusiais su valdybos ir stebėtojų tarybos veikla, akcininkų teisėmis ir sistemos „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ veikimu.
2. išanalizuoti teisės mokslo atstovų pozicijas ir pavyzdžius iš nuo 2010 m. sausio 1 d. priimtų arba pakeistų Europos ekonominės zonos valstybių bendrovių valdymo kodeksų bei kitų su bendrovių teise susijusių teisinę reikšmę turinčių dokumentų;
3. atsižvelgus į aukščiau nurodytą analizę, pateikti išvadas, kokie iki šiol neįtraukti principai galėtų būti įtraukti į NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą, kokie ir kaip šio kodekso principai galėtų būti reformuojami bei kokiomis kitomis su kodeksu susijusiomis priemonėmis būtų galima skatinti bendrovių valdymo efektyvumą.

Temos naujumas. Šios temos naujumas pasireiškia tuo, kad Lietuvoje iki šiol nebuvo plačiau tiriamos naujausių užsienio šalių bei tarptautinių organizacijų parengtų bendrovių valdymo aktų aktualijos. 2011 m. Vilniaus universiteto Teisės fakultete buvo parengtas magistro darbas⁷, kuriuo atlikta EBPO bendrovių valdymo principų ir NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso lyginamoji analizė ir aptarti su NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso principų laikymusi bei šio kodekso trūkumais susiję klausimai. Taip pat itin išsamiai NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso ir EBPO bendrovių valdymo principų santykis bei šių principų turinys išanalizuotas 2013 metais Vilniaus universitete apgintoje daktaro disertacijoje⁸. Tuo tarpu 2010 metais Vytauto Didžiojo universiteto Ekonomikos fakultete parengtame magistro darbe⁹ buvo atliktas NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso palyginimas su Latvijos ir Estijos bendrovių valdymo rekomendacijomis bei Varšuvos vertybinių popierių biržos bendrovių valdymo

⁷ LEIKAVIČIŪTĖ, Samanta. Vilniaus vertybinių popierių biržos bendrovių valdymo kodeksas ir EBPO bendrovių valdymo principai: magistro darbas. Vilnius: Vilniaus universitetas, 2011.

⁸ ČIOČYS, R. Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013.

⁹ BENDŽIŪNIENĖ, Giedrė. Bendrovių valdymo įtakos veiklos rezultatams vertinimas Baltijos šalių vertybinių popierių biržose: magistro darbas. Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas, 2010.

kodeksu. Darbe atliekama kitų Europos ekonominės erdvės valstybių kodeksų ir NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso analizė, o aukščiau nurodytuose mokslo darbuose nagrinėti bendrovių valdymo teisės aktai nagrinėjami tik tiek, kiek buvo šie pakito nuo mokslo darbų parengimo, taigi šio darbo naujumas pasireiškia skirtingu tyrimo objektu.

Tyrimo objektas. Tyrimo objektu yra valdybos sudėties klausimai, iš kurių didžiausias dėmesys skirtas profesinei ir lyčių įvairovei valdybose. Taip pat tyrimo objektu yra su akcininkų teisių problematika bei su sistemos „laikykis taisyklių arba paaiškink“ veikimu susiję klausimai. Siekiant atsižvelgti į pagrindines bendrovių valdymo aktualijas, į lyginamąją analizę įtraukti tik po 2010 m. sausio 1 dienos priimti ar pakeisti bendrovių valdymo kodeksai. Dėl pripažįstamos kultūros bei socialinės santvarkos įtakos bendrovių valdymo formavimuisi¹⁰ buvo tikslinga apriboti darbo objektą ir teritoriniu aspektu, pasirenkant analizuoti tik Europos ekonominės erdvės valstybėse (kaip kultūriškai artimesnėse Lietuvai) priimtus ir tarptautinio pobūdžio bendrovių valdymo kodeksus. Sutinkant su gerb. Samantos Leikavičiūtės magistro darbe¹¹ išdėstyta pozicija ir gerb. dr. Roberto Čiočio daktaro disertacijoje atlikta analize¹², šiame darbe EBPO bendrovių valdymo principai bus aptariami tik ta apimtimi, kuria šie buvo atnaujinti 2015 metais priėmus atnaujintus G20/EBPO bendrovių valdymo principus.

Tyrimo metodai. Kaip pagrindinis naudotas darbe dominuoja lyginamasis metodas, kuriuo naudojantis NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekse įtvirtinti principai buvo lyginami su Europos ekonominės erdvės valstybių valdymo kodeksų kaip artimiausių NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodeksui, Europos Sąjungos ir tarptautinių organizacijų parengtų bendrovių valdymo aktų nuostatomis. Tokiu būdu buvo siekiama atskleisti naujoves ir esminius NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso skirtumus bei probleminius aspektus palyginus jį su kitais nagrinėtais bendrovių valdymo kodeksais. Tuo pačiu tikslu taikytas ir analitinis metodas, leidžiantis identifikuoti problemines sritis ir formuluoti pasiūlymus, kaip jas koreguoti. Taip pat remtasi ir istoriniu metodu tam, kad būtų įvertinta nagrinėjamų klausimų raida. Norint įvertinti konkrečių siūlytinių pakeitimų aktualumą

¹⁰ RAMON, V.R. *Corporate Governance as Competitive Advantage in Asia: Managing Corporate Governance in Asia*. Asian Institute of Management, 2011; LUBETSKY, M. H. *Cultural Difference and Corporate Governance*. *Transitional Law & Contemporary Problems*, Volume 17, Number 1, 2008, p. 180-209; RAFIEE, V.; SARABDEEN, J. *The cultural influence in the practice of corporate governance in emerging markets*. Communication of IBIMA, 2012, p. 1-10 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1474&context=dubaipapers>

¹¹ *Ibid.* 7.

¹² *Ibid.* 8.

bendrovėms, kurių akcijomis prekiaujama NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje, taip pat naudotasi ir empirinio tyrimo metodu. Šiuo metodu pasiremta tiriant lyčių įvairovės skatinimo poreikį NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamų bendrovių valdybų ir stebėtojų tarybų sudėtyje (3.2. skirsnis) bei vertinant, ar šiuo metu minėtų bendrovių pranešimai apie kodekso laikymąsi yra pakankamai išsamūs (5.2. skirsnis).

Tyrimo šaltiniai. Daugiausia šiame darbe remtasi Europos ekonominės erdvės valstybių bendrovių valdymo kodeksais ir tarptautinių organizacijų priimtais bendrovių valdymo kodeksais. Iš doktrinos daugiausia remtasi užsienio autorių darbais, kaip esminis paminėtinas Philip J. Shrives ir Niamh M. Brennan straipsnis „*A typology for exploring the quality of explanations for non-compliance with UK corporate governance regulations*“, nes šiame straipsnyje suformuota tipologija naudojantis buvo atliktas empirinis šio darbo 5.2. skirsnyje aprašytas empirinis tyrimas, kurio rezultatai pateikiami 1 darbo priede. Kiekvieno atskiro probleminio aspekto atžvilgiu buvo remiamasi skirtingais moksliniais veikalais, todėl konkretesni pagrindiniai šaltiniai negali būti nurodyti.

1. Bendrovių valdymo teisinio reguliavimo raida

Bendrovių valdymo kodeksų istorija neatsiejamai susijusi su pačiu bendrovių valdymu kaip tiesioginė šio raidos pasekmė. Bendrovių valdymo pradžią sudėtinga apibrėžti dėl itin plačios šios sąvokos aprėpties. Jau 1602 metais įsteigtoje Nyderlandų Rytų Indijos Bendrovėje (olandiškai *Verendige Oost-Indische Compagnie*), kurios dalyviai neturėjo teisės tiesiogiai veikti bendrovės valdymo, 1622-1625 metais kilo dalininkų bendrovės protestai prieš neefektyvią ir savanaudišką bendrovės valdytojų vykdomą valdymą, kas gali būti laikoma vienu pirmųjų ankstyvojo bendrovių valdymo problemų ir dalininkų aktyvizmo apraiškų¹³. Pati „bendrovės valdymo“ sąvoka ėmė formuotis tik aštunto praėjusio amžiaus dešimtmečio viduryje¹⁴. XX a. aštunto dešimtmečio pabaigoje neoliberalizmo paskatinti valstybinės politikos pokyčiai paskatino savanoriškų nevalstybinių savireguliacijos priemonių, pagal kurias turėtų būti vykdoma bendrovių veikla, priėmimą¹⁵. Tačiau tik XX a. dešimto dešimtmečio pradžioje ėmė formuotis pirmieji bendresnio pobūdžio bendrovių valdymo aktai.

Pirmuoju moderniu Didžiosios Britanijos ir viso pasaulio bendrovių valdymo kodeksu, kuriame pritaikytas „laikykis arba paaiškink“ principas, laikytina Cadbury ataskaita¹⁶ (*Cadbury Report*), tapusi pavyzdžiu kitiems šiuolaikiniams bendrovių valdymo kodeksams. Paskata šios ataskaitos susiformavimui tapo korporacijų skandalai – Bank of Credit and Commerce International finansiniai nusikaltimai, tarp jų ir neteisėtai įgytų pinigų legalizavimas ir bankrotas bei žiniasklaidos bendrovių grupės Maxwell Communications bankrotas¹⁷. Ši sero Adrian Cadbury vadovaujamos darbo grupės parengta bendrovių valdymo aspektus nagrinėjusi ataskaita pateikė rekomendacijas bendrovių valdymo klausimais ir davė pradžią „geriausios praktikos“ kodeksų formavimuisi. Ši ataskaita buvo vienu iš pagrindų 1999 metais parengtiems EBPO bendrovių valdymo principams, kuriais buvo remiamasi rengiant daugumos Europos valstybių bendrovių valdymo kodeksus, tarp jų ir NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą.

Pastebėtina, kad nuo NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso paskutinių pakeitimų priėmimo jau yra pasikeitusi dalis nacionalinės teisės

¹³ KOPPEL, J. *Origins of Shareholder Advocacy*. Palgrave Macmillan, 2011, p. 62.

¹⁴ OCASIO, W; JOSEPH, J. *Cultural adaptation and institutional change: The evolution of vocabularies of corporate governance, 1972–2003*. *Poetics* 33, 2005, p. 167.

¹⁵ KELLER, H. *Codes of Conduct and their Implementation: the Question of Legitimacy*. Springer Berlin Heidelberg, 2008, p. 7.

¹⁶ CADBURY, A. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, 1992

¹⁷ *Ibid.* 16, preambulė.

nuostatų. Į tai būtina atsižvelgti sprendžiant dėl to, ar neatsirado galimybės įtraukti tokius bendrovių valdymo institutus, kurie nors tarptautiniu mastu buvo žinomi ir taikytini kitose šalyse, tačiau Lietuvoje negalėjo būti pritaikyti dėl teisinio reguliavimo specifikos. Pavyzdžiui, labai reikšmingi 2014 m. birželio 5 d. priimti Akcinių bendrovių įstatymo¹⁸ (toliau – **ABI**) pakeitimai, kuriais bendrovėse, kuriose nėra suformuota stebėtojų taryba, tam tikros priežiūros funkcijos bendrovės įstatuose gali būti priskirtos valdybai. Tokiu būdu iš dalies nebelieka dabartinės Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso redakcijos preambulės priešpaskutinėje pastraipoje nurodytos valdymo ir priežiūros funkcijas atliekančių kolegialių organų atskirtumo. Nors pagal ABI ir toliau nėra įtvirtintos galimybės valdyboje atskirti vykdomųjų direktorių ir direktorių konsultantų, tačiau atsiranda galimybė sudaryti valdybą, turinčią tam tikras stebėtojų tarybos funkcijas. Minėtais pakeitimais taip pat įtvirtinta ir akcinių bendrovių pareiga nuo 2015 m. liepos 1 d. suformuoti bent vieną kolegialų valdymo organą, tačiau ji iš esmės skiriasi nuo Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso 2.1. bei 2.3. punktuose įtvirtintos rekomendacijos steigti tiek kolegialų priežiūros organą, tiek kolegialų valdymo organą, o jei nusprendžiama sudaryti tik vieną kolegialų organą – steigti stebėtojų tarybą. Nors šis pakeitimas reikšmingas Lietuvos bendrovių teisei, tačiau nedaro esminės įtakos NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamoms bendrovėms, nes jos visos yra įsteigusios bent vieną kolegialų organą.

2. Bendrovės socialinės atsakomybės įtraukimo galimybės vertinimas

Bendrovės požiūrio į įmonių socialinę atsakomybę (angl. *corporate social responsibility*) nustatymas nėra vien deklaratyvus žingsnis. Remiantis pasirinkta politika, bendrovės valdyba priimdama sprendimus susiduria su situacija, kai pagal pasirinktą požiūrį „teisingi“ sprendimai gali esmingai skirtis. Išskiriamos tokios pagrindinės bendrovių socialinės atsakomybės teorijos:

1. Akcininkų (angl. *shareholder*) teorija;
2. Suinteresuotų šalių (angl. *stakeholder*) teorija;
3. Apšviestosios akcininkų vertės (angl. *Enlightened shareholder value*) teorija.

Akcininkų vertės (angl. *shareholder value*) teorija, kurios pradininku laikomas Milton Friedman kaip vienintelę socialinę atsakomybę bendrovei nurodė šios resursų

¹⁸ Akcinių bendrovių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). Valstybės žinios, 2000-07-31, Nr. 64-1914.

panaudojimą veikloje, kuri padidintų pelną¹⁹. Ši teorija paremta prielaida, kad valdymo organai yra pasamdyti kaip akcininkų atstovai ir valdantys bendrovę pagal šių norus, o įprastai tokiu noru bus didžiausio pelno gavimas. Tačiau pažymėtina, kad M. Friedman savo minties šitaip neužbaigia ir išdėsto, kad tai siekimas „maksimalaus pelno tuo pat metu paklūstant bendrosioms visuomenės taisyklėms, įtvirtintoms tiek teisėje, tiek ir etikos normose“²⁰. Tokiu būdu teisės ir etikos normos turėtų išlaikyti pirmenybę prieš pelną. Šią teoriją toliau plėtojo profesoriai Michael C. Jensen ir William H. Meckling, apibrėždami bendrovę, teigė, kad joje klostosi atstovavimo santykiai tarp akcininkų ir bendrovės valdančiųjų organų, ir šiems santykiams turėtų būti taikomas principas, kad įgaliojimas turėtų elgtis taip, kad maksimizuotų įgaliojotojo pelną, o kiti tikslai nei akcininkų pelno didinimas tik mažina socialinę gerovę augant atstovavimo išlaidoms²¹. Teorijos sėkmę lėmė tai, kad iki tol beveik pusę amžiaus pagrindine verslo bendrovių valdymo teorija buvęs menedžerizmas staiga patyrė stiprų sukrėtimą dėl 1973-74 metų akcijų biržos griūties²², išaugusio perėmimų bei konglomeratų populiarumo²³ ir kitų požiūrio į bendrovę pokyčių, atneštų post-industrializmo²⁴. Esminiu šios teorijos principu laikoma tai, kad akcininkai yra vieninteliai ekonominiai dalyviai, kurie prisideda prie bendrovės veiklos neturėdami garantijų dėl būsimos grąžos, kai tuo tarpu kiti bendrovės dalyviai (kreditoriai, darbuotojai, tiekėjai ir platintojai) gauna rinkos nustatytą vertę už bendrovei suteiktas prekes ar paslaugas, taip neprisiimdami rizikos dėl bendrovės pelningumo ir atitinkamai neturėdami suinteresuotumo valdymo organų veiklos priežiūra ir bendrovės resursų paskirstymu²⁵. Akcininkų vertės teorija patyrė skaudų smūgį Enron, WorldCom, Global Crossing ir kitų didžiųjų bendrovių griūties metu²⁶, tačiau negalima iki galo sutikti su pozicija, kad šių bendrovių valdymo organai bet kokia kaina siekdami pelno laikėsi akcininkų teorijos, nes ši bet kuriuo atveju nustato teisės ir etikos normų formuojamas

¹⁹ FRIEDMAN, M. An Economist's Protest: Columns on Political Economy. Thomas Horton & Daughters, 1972, p. 184.

²⁰ FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine, September 13, 1970.

²¹ JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H., *Agency costs and the theory of the firm*. Journal of Financial Economics, 1976, p. 343.

²² DAVIS, G. F. *Managed by the Markets: How Finance Reshaped America*. Oxford University Press, 2009, p. 81-87.

²³ STOUT, L. A. *The Toxic Side Effects of Shareholder Primacy*. Pennsylvania University Law Review, 2013, p. 2007.

²⁴ *Ibid.* 22, p. 11-14.

²⁵ LAZONICK, W. *When Managerial Capitalism Embraced Shareholder-Value Ideology*. International Journal of Political Economy, 44:2, p. 96-97.

²⁶ SMITH, H. J. *The Shareholders vs. Stakeholders Debate*. MIT Sloan Management Review, 2003.

ribas, neleidžiančias neatsakingai siekti pelno²⁷. Visgi, tenka pripažinti, kad optimizavimo siekis ir matematiškas vienintelio tikslo išsikėlimas, pasireiškiantis per šią teoriją, yra pakankamai tiesiogiai lemiantys neatsakingą pelno siekimą, lėmusį vadinamojo Dot Com burbulo susiformavimą. Vienas rimčiausių šios teorijos kritinių aspektų yra tai, kad fokusuodamiesi į pelno siekimą, valdymo organai neatsižvelgia į kitus bendrovės tikslus, o ir maksimali nauda kiekvieno akcininko gali būti suvokta skirtingai²⁸.

Suinteresuotų šalių teorija (dar kitaip vadinama pliuralistine) yra teorija, atsižvelgianti į moralę ir vertybes bendrovių valdyme. Šios teorijos pradininku laikomas R. Edward Freeman savo knygoje „*Strategic Management: A Stakeholder Approach*“ dar 1984 metais išdėstė grupes, kurios laikytinos bendrovės suinteresuotais asmenimis ir pabrėžė, kad bendrovės valdymo organai turėtų atitinkamai atsižvelgti į visų šių subjektų interesus. Pagal šią teoriją, valdymo organai turi veikti ne vien akcininkų, bet ir plataus rato suinteresuotų šalių (tarp kurių patenka ir akcininkai), kurios gali paveikti ar būti paveiktos bendrovės veiklos²⁹. Ši teorija paremta tuo, kad be akcininkų ir kitos grupės turi tam tikras teises į bendrovės turtą ir pajamas, nes šios grupės prisideda prie bendrovės kapitalo³⁰.

Apšviestiosios akcininkų vertės teorija nustato, kad bendrovės turėtų siekti akcininkų praturtėjimo su ilgalaikio tvaraus augimo tikslu ir pelnu, paremtu atsakingu dėmesingumu visų susijusių suinteresuotų šalių interesais. Ši teorija vis vien pripažįsta akcininkų pirmenybę ir tuo skiriasi nuo suinteresuotų šalių teorijos, bandančios vienodai subalansuoti visų suinteresuotų šalių interesus. Tačiau tai, kad ši teorija pripažįsta, kad ilgalaikė verslo sėkmė priklauso nuo visų, kurie prisideda prie bendrovės veiklos ar yra jos veikiami, tai leidžia atskirti nuo pakankamai siauros akcininkų teorijos. Tai pakankamai nauja teorija, suformuluota Bendrovių teisės peržiūros iniciatyvinės grupės (angl. *Company Law Review Steering Group, CLRSG*)³¹ ir pirmą kartą įtvirtinta 2006 metų Didžiosios Britanijos Bendrovių akto (angl. *Companies Act*) redakcijos 172 straipsnyje. Tiesa, po šių pakeitimų nagrinėtose bylose teisininkai yra pažymėję, kad,

²⁷ DAL BÓ, E.; LYONS, R. *Corporate Responsibility á la Milton Friedman*. Haas School of Business, UC Berkeley, 2012.

²⁸ STOUT, L. A. *The Shareholder Value Myth*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.] <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=883>.

²⁹ FREEMAN, R. E. *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation*, 2012 Perspectives in Business Ethics Sie, Volume 3, p. 144; BEAUCHAMP, T. L.; BOWIE, N. E. *Ethical Theory and Business*. 5 leidimas, 1997, p. 69.

³⁰ KARMEL, R. S.. *Implications of the Stakeholder Model*. George Washington Law Review 1156, 1993, p. 1171.

³¹ KEAY, A. *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*. Routledge, 2012, p. 66.

tokie pakeitimai yra tik kodifikuotos praktikoje jau egzistavusios taisyklės³². Paskata šiai teorijai kilti buvo faktas, kad jau 2007 – 2008 metų pasaulinės finansinės krizės išvakarėse ekspertai pastebėjo, jog bankai ir kitos finansų institucijos veikė metų metus pasirinkdamos trumpalaikius strateginius tikslus³³. Tai lėmė, kad to laikotarpio bendrovės neatsižvelgė į ilgalaikę perspektyvą ir prisiėmė riziką, kuri atrodė pelninga trumpajame periode, tačiau sukėlė katastrofiškas pasekmes būsimiems akcininkams ir daugybei kitų³⁴.

Austrijos bendrovių valdymo kodekso³⁵ preambulėje kaip kodekso tikslas numatytas skaidrumo padidinimas visiems dalininkams ir pabrėžiama būtinybė tinkamai informuoti dalininkus apie reikšmingus įvykius, o 13 punkte nustatoma konkreti valdybos pareiga atsižvelgti į akcininkų, darbuotojų ir viešuosius interesus. Bulgarijos bendrovių valdymo kodekse³⁶ santykių su dalininkais³⁷ sprendimo klausimams paskirtas penktas kodekso skyrius, kuriame numatoma bendrovės pareiga nustatyti savo dalininkus, suinteresuotus jos veikla, suformuoti politiką dalininkų atžvilgiu, teikti jiems informaciją ir suteikti galimybę išreikšti savo poziciją tada, kai tam kyla poreikis. Be to, Bulgarijos bendrovių valdymo kodekso 32 punkte numatyta pareiga užtikrinti balansą tarp bendrovės vystymosi ir ekonominės, socialinės ir ekologinės aplinkos, kurioje bendrovė veikia, taip dar aiškiau atskleidžiant dalininkų teorijos pasireiškimą šiame kodekse. Danijos bendrovių valdymo rekomendacijų³⁸ 2.2.1. punkte apsiribojama rekomendacija valdybai priimti socialinės atsakomybės politiką ir 1.1.2. punkte rekomenduojama palaikyti dialogą su dalininkais, įskaitant akcininkus ir kitus investuotojus, tačiau nedetalizuojama, kas dar patenka į dalininkų sąvoką. Nors Didžiosios Britanijos bendrovių valdymo kodekse³⁹

³² *Cobden Investments Ltd. v RWM Langport Ltd.* High Court of Justice, 2810 (Ch), 2008, 52 paragrafas; *Eastford Ltd. v Gillespie. Outer House, Court of Session*, 2010, 32-656, 13-14 paragrafai.

³³ BEBCHUK L. A.; SPAMANN H. *Regulating Bankers' Pay*. Georgetown Law Journal, Vol. 98, 2010, p. 247-287; WALKER D. *A review of corporate governance in the UK. banks and other financial industry entities. Final recommendations*. 2009, 1.13 punktas [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf

³⁴ Ibid. 31, p. 133.

³⁵ *Austrian Code of Corporate Governance*. Austrija, 2012 m. redakcija. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_austria_jul2012_en.pdf,

³⁶ *Bulgarian Code for Corporate Governance*. Bulgarija, 2012 m. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/codeks_bulgaria_feb2012_en.pdf.

³⁷ Dalininkai aptariamo kodekso 30 straipsnyje apibrėžiami kaip „suinteresuotos šalys arba grupės, kurie yra tiesiogiai veikiami bendrovės ir kurie tokioje padėtyje, kad galėtų paveikti bendrovę, tarp jų, pavyzdžiui: tiekėjai, darbuotojai, kreditoriai, visuomeninės grupės ir kiti“.

³⁸ *Recommendations on Corporate Governance*. Danija, 2013 m. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.] Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/recommendations_cg_denmark_may_2013_en.pdf.

³⁹ *Corporate Governance Codes and Principles*. Didžioji Britanija, 2014 m. redakcija. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/uk_cgcode_sept2014_en.pdf.

tiesiogiai nėra aptariami socialinės atsakomybės aspektai, bet A.1. principo palaikančiajame principe numatyta pareiga valdybai užtikrinti, kad bendrovės pareigos jos akcininkams ir kitiems būtų suprastos bei įgyvendintos. Graikijos listinguojamų bendrovių valdymo kodekse⁴⁰ pripažįstama bendrovės valdymo organų pareiga atsižvelgti į dalininkų (darbuotojų, klientų, kreditorių ir bendruomenių kuriose veikia bendrovė) interesus tiek, kiek tai neprieštarauja bendrovės interesams. Italijos bendrovių valdymo kodekse kaip direktorių tarybos prioritetas įtvirtintas akcininkų vertės kūrimas vidutiniu-ilguoju periodu.

Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso I principas kaip pagrindinį tikslą iškelia akcininkų interesų tenkinimą užtikrinant nuolatinį akcininkų nuosavybės vertės didinimą. Toks teiginys tarsi tiesiogiai pabrėžia kodekso iškelto tikslo artimumą akcininkų teorijai. Visgi, 1.4. kodekso punktas patikslina, kad bendrovės priežiūros ir valdymo organai turėtų užtikrinti, kad būtų gerbiamos ne vien akcininkų, bet ir kitų bendrovės veikloje dalyvaujančių ar su ta veikla susijusių asmenų (darbuotojų, kreditorių, tiekėjų, klientų, vietos bendruomenės) teisės ir interesai. Tokia Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse išdėstyta pozicija jau daug artimesnė suinteresuotų šalių teorijai nei grynai akcininkų teorijai. Tuo tarpu IX principe, apibrėžiančiame interesų turėtojų vaidmenį bendrovės valdyme, galutinai atsiskleidžia suinteresuotųjų šalių teorijos elementai. Šiuo principu yra iškeliamas reikalavimas pripažinti bei gerbti įstatyme įtvirtintas interesų turėtojų teises, skatinti bendrovės interesų ir interesų turėtojų bendradarbiavimą. Kaip ir nemažos dalies kitų aukščiau paminėtų Europos ekonominės zonos valstybių bendrovių valdymo kodeksų nuostatose, interesų turėtojais minėtame principe laikomi investuotojai, darbuotojai, kreditoriai, tiekėjai, klientai, vietos bendruomenė ir kiti asmenys, turintys interesų konkrečioje bendrovėje. Tuo tarpu apšviestosios akcininkų vertės teorijos apraiškų Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse nėra.

Lietuvos nacionalinės teisės aktuose galima pastebėti tiek akcininkų, tiek ir suinteresuotų šalių teorijos elementų. Lietuvos Aukščiausiasis teismas, sprenddamas dėl bendrovės vadovo atsakomybės bendrovės kreditoriams civilinės atsakomybės pagrindais, yra nurodęs, kad kai įmonė tampa nemokia ir bankrutuoja, o kreditoriaus reikalavimai bankroto byloje lieka nepatenkinti, jis turi turėti galimybę apsaugoti savo interesus ir tai grindžiama „įmonės valdymo organus sudariusių asmenų fiduciarinių pareigų pačiai įmonei, jos akcininkams ir kreditoriams pažeidimu, nes bendrovė privalo veikti

⁴⁰ *Hellenic Corporate Governance Code For Listed Companies*. Graikija, 2013 m.

atsižvelgdama į visų suinteresuotų asmenų, įskaitant ir kreditorius, interesus⁴¹. Vėlesnėje praktikoje Lietuvos Aukščiausiasis Teismas toliau laikėsi šios pozicijos, pažymėdamas, kad bendrovės vadovas privalo šiuos interesus derinti ir siekti jų pusiausvyros⁴². Taip aiškiai išreikštas fiduciarių pareigų interesų turėtojams principas atitinka suinteresuotų šalių teoriją. Iš kitos pusės, nors teismų praktikoje ir yra pripažįstamos tokios vadovo bei bendrovės fiduciarinės pareigos interesų turėtojams, tačiau iki bendrovės nemokumo būsenos tik akcininkams yra suteikiama teisė kreiptis į teismą su ieškiniu, prašant atlyginti bendrovei žalą, kilusią dėl bendrovės valdymo organų pareigų nevykdymo ar jų netinkamo vykdymo (ABĮ 16 str. 1 d. 4 p.). Ribotos civilinės atsakomybės juridinio asmens dalyvio subsidiari atsakomybė taip pat siejama su iš tokio asmens nesažiningų veiksmų kylančiu juridinio asmens negalėjimu įvykdyti prievolės (CK 2.50 str. 3 d.). Tai leidžia spręsti, kad bendrovės ir jos vadovo fiduciarinės pareigos bendrovei sėkmingai vykdant veiklą savo apimtimi artimesnės akcininkų teorijai, priartėja prie interesų turėtojų teorijos tada, jei bendrovė negali įvykdyti savo prievolių suinteresuotiems asmenims. Tai leidžia spręsti, kad Lietuvos nacionalinėje teisėje, lygiai kaip ir Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse, galima pastebėti tiek interesų turėtojų, tiek ir akcininkų teorijos elementų.

3. Su valdyba ir stebėtojų taryba susijusi problematika

3.1 Įvairovės skatinimas

Pripažįstama, kad nepakankama įvairovė valdybose (valdybos narių panašus išsilavinimas, profesinė patirtis, amžius, lytis) gali lemti siaurą grupinį mąstymą⁴³. Toks mąstymas, nesant pakankamo požiūrių priešingumo, gali lemti mažesnę diskusijų, idėjų ir iššūkių kėlimą valdybos posėdžių metu, o tai gali tiesiogiai daryti neigiamą poveikį valdybos gebėjimui kritiškai vertinti ir prižiūrėti vadovybės sprendimus. Tai didele dalimi pagrįsta 1984 metais suformuluotos vadinamosios Aukštutinių ešelonų teorijos (angl. *upper echelon theory*), kuri reiškia kad aukščiausių bendrovės valdymo organų nariai sudėtingose ir objektyviai neaiškiose situacijose matydami galimybes, grėsmes, alternatyvas ir įvairių pasekmių tikimybę priima sprendimus, nulemtus jų asmeninių

⁴¹ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2009 m. lapkričio 19 d. nutartis civilinėje byloje UAB „Vilniaus vandenys“ v. Vilniaus rajono apylinkės prokuratūra, bylos Nr. 3K-3-517/2009.

⁴² Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. kovo 25 d. nutartis civilinėje byloje BUAB „Limandra“ v. N. G., bylos Nr. 3K-3-130/2011; 2013 m. spalio 16 d. nutartis, priimta civilinėje byloje BUAB „AK baldai“ v. E. G. ir kt., bylos Nr. 3K-3-496/2013.

⁴³ ALLEN, S. *The Death of Groupthink*. Bloomberg Businessweek, 2008. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.bloomberg.com/bw/stories/2008-02-05/the-death-of-groupthinkbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>

vertybių, patirties, asmenybės ir kitų asmeninių kintamųjų⁴⁴, o dėl šios priežasties grupės, sudarytos iš turinčių aiškių tarpusavio skirtumų asmenų sėkmingiau sprendžia sudėtingas, neįprastas užduotis⁴⁵.

Tiesa, būtina pažymėti, kad tam tikri autoriai išskiria ir galimus neigiamus įvairovės padarinius, tokius kaip mažesnė narių integracija⁴⁶ ir izoliacija⁴⁷, galinčius paskatinti palikti užimamas pareigas. Visgi, potenciali įvairovės nauda laikytina nusveriančia galima neigiamą psichologinę esamos daugumos reakciją, be to, net ir didesnę užimamų pareigų palikimo riziką nustačiusiuose tyrimuose pripažįstama, kad neigiamas poveikis kyla ne visada, o izoliacijos galima išvengti išlaikant pusiausvyrą tarp įvairių skirtingų grupių⁴⁸.

Kaip priemonė skatinti įvairovę neretai naudojami Bendrovių valdymo kodeksai. Kaip tokios situacijos pavyzdys paminėtinas Didžiosios Britanijos bendrovių valdymo kodeksas⁴⁹. Nuo 2010 metais įsigaliojusių pakeitimų šio kodekso palaikantysis principas (angl. *Supporting Principle*) B.2.4. numato pareigą metinėje ataskaitoje išdėstyti valdybos strategiją dėl įvairovės, įskaitant ir lytinę, taip pat nusistatytus tikslus dėl strategijos įgyvendinimo ir progresą siekiant šių tikslų.

Pažymėtina, kad 2014 m. spalio 22 d. priimta Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2014/95/ES, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2013/34/ES nuostatos dėl tam tikrų didžiųjų įmonių ir grupių nefinansinės ir įvairovės informacijos atskleidimo (toliau – **Įvairovės atskleidimo Direktyva**)⁵⁰, yra suformuota prievolė tam tikroms didžiosioms įmonėms atskleisti įvairovės politiką, susijusią su tokiais aspektais, kaip, pavyzdžiui, amžius, lytis arba išsilavinimas ir profesinė patirtis administraciniuose, valdymo ir priežiūros organuose. Nors Įvairovės atskleidimo Direktyva nenumato galimybės priversti įmones parengti įvairovės politiką, tačiau per informacijos apie įvairovės politiką atskleidimą tikimasi padidinti skaidrumą ir taip netiesiogiai paskatinti įmones didinti

⁴⁴ HAMBRICK, D. C. *Upper Echelons Theory: An Update*. Academy of Managers Review, 2007, p. 334.

⁴⁵ BANTEL, K. A.; JACKSON, S. E. Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference? *Strategic Management Journal*, 1989, p. 109; MILLER, C. H.; BURKE, L. M.; GLICK, W. H. *Cognitive Diversity Among Upper-Echelon Executives: Implications for Strategic Decision Processes*. *Strategic Management Journal*, 1998, p. 39.

⁴⁶ WAGNER, W. G.; PFEFFER, J.; O'REILLY, C. A. *Organizational Demography and Turnover in Top-Management Group*. *Administrative Science Quarterly*, 1984, p. 77

⁴⁷ LEONARD, J. S.; LEVINE, D. I. *The Effect of Diversity On Turnover: a Large Case Study*. *Industrial and Labor Relations Review*, 2006, p. 550.

⁴⁸ *Ibid.* 47, p. 58-59

⁴⁹ *Ibid.* 39.

⁵⁰ Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. spalio 22 d. Direktyva 2014/95/ES, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2013/34/ES nuostatos dėl tam tikrų didžiųjų įmonių ir grupių nefinansinės ir įvairovės informacijos atskleidimo. OJ L 330, 15.11.2014, p. 1–9, CELEX:32014L0095.

įvairovę valdybose⁵¹. Pareiga pavišinti tokią informaciją numatyta įmonėms, kurių perleidžiamais vertybiniais popieriais leidžiama prekiauti bet kurios valstybės narės reguliuojamoje rinkoje⁵² (pagal Direktyvos 2013/34/ES I priedą tarp tokių įmonių patenka ir akcinės bendrovės bei uždarnosios akcinės bendrovės).

Šio darbo 4.2.1.1 dalyje plačiau nagrinėjami lyčių įvairovės, o 4.2.1.2 dalyje – kitų asmens savybių įvairovės reikšmingumo klausimai bei analizuojamas atitinkamos įvairovės skatinimo priemonių būtinumas ir galimybės.

3.2 Lyčių įvairovės skatinimas

Kaip vienas iš reikšmingų įvairovės skatinimo valdyboje ir stebėtojų taryboje aspektų paminėtina lyčių įvairovė. Pagal atliktus tyrimus dėl moterų dalyvavimo bendrovių valdymo ir priežiūros organų veikloje įtakos bendrovių finansiniams rezultatams yra iš dalies pasidalijama į dvi stovyklas. Vienų autorių teigimu, moterų narių dalyvavimas bendrovės valdyme iš esmės nesukelia jokio teigiamo poveikio, o jeigu šis poveikis ir egzistuoja, tai tik labai nežymus, tačiau pažymima, kad būtent neigiamo poveikio nebuvimas yra pagrindas skatinti nepakankamai atstovaujamos moteriškosios lyties atstovių priėmimą į bendrovių valdybas⁵³. Kiti autoriai savo tyrimais atskleidžia pakankamai žymią moterų dalyvavimo bendrovių valdyme naudą⁵⁴, o teigiamų pokyčių nebuvimą ir net potencialų bendrovės pelno sumažėjimą sieja su galimu kitų valdymo organų narių bei akcininkų šališku neigiamu požiūriu į vadovaujantį postą užimančias moteris⁵⁵. Galimai teikiama nauda šios pozicijos besilaikančių autorių teigimu pasireiškia ne vien elementaria tiesiogine finansine nauda, bet ir tokiais socialiniais aspektais kaip geresnio pasiruošimo susirinkimams skatinimas ar geresnės atmosferos sukūrimas⁵⁶ Nors

⁵¹ *Ibid.* 50, preambulės 18, 19 punktai.

⁵² *Ibid.* 50, 1 straipsnio 2 dalies a) punktas; Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2013/34/ES. OJ L 182, 29.6.2013, CELEX:3A32013L0034. 2 str. 1 punkto a papunktis, 20 str. 1 punktas.

⁵³ PLETZER, J. L.; NIKOLOVA, R.; KEDZIOR, K. K.; VOELPEL, S. C. *Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance - A Meta-Analysis* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 1 d.]. <http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC4473005/#pone.0130005.ref001>

⁵⁴ REINERT R. M.; WEIGERT, F.; WINNEFELD, C. H. *Does Female Management Influence Firm Performance? Evidence From Luxembourg Banks*. Swiss Institute of Banking and Finance, 2015 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 1 d.]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2548978>; JOECKS, J.; PULL, K.; VETTER, K. *Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a 'Critical Mass'?*, Social Sciences Research Network, Working Paper Series, 2012 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 1 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2009234.

⁵⁵ PANDE, R.; FORD, D. *Gender Quotas and Female Leadership: A Review. Background Paper for the World Development Report on Gender* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/9120/WDR2012-0008.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, p. 26-17.

⁵⁶ HUSE, M.; SOLBERG, A. G. *Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards*, Women in Management Review, 2006, p. 121, 125.

šių statistiniais tyrimais pagrįstų pozicijų besilaikantys autoriais nesutaria dėl finansinės lytinės įvairovės naudos, tačiau pripažįstama etinė būtinybė skatinti moterų įsitraukimą į bendrovių valdymą.

Šiuo metu Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse lyčių įvairovės skatinimas nėra numatytas, jokių specifinių reikalavimų šiuo klausimu nėra nustatyta ir valstybės suformuotoje bendrovių teisėje. Norint įvertinti būtinybę reguliuoti šį klausimą, pirmiausia būtina įvertinti, kokia yra esama situacija su moterų dalyvavimu listinguojamų bendrovių valdybose ir stebėtojų tarybose.

1 lentelė. Lyčių pasiskirstymas NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje kotiruojamų įmonių valdybose ir stebėtojų tarybose

Įmonės pavadinimas	Valdybos narių skaičius	Moterų dalis valdyboje		Stebėtojų tarybos narių skaičius	Moterų skaičius stebėtojų taryboje	
		Skaičius	Procentinė dalis		Skaičius	Procentinė dalis
Apranga	6	1	16,66%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
City Service	1	0	0%	3	0	0%
Energijos Skirstymo Operatorius	5	1	20%	3	1	33,33%
Grigeo Grigiškės	5	1	20%	5	1	20%
K2 LT	3	0	0%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Lietuvos energijos gamyba	4	1	25%	3	0	0%
Linus Agro Group	7	0	0%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Panevėžio statybos trestas	5	0	0%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Pieno žvaigždės	4	0	0%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Rokiškio sūris	5	0	0%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Šiaulių bankas	7	3	42,86%	7	1	14,29%
TEO LT	6	2	33,33%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Utenos trikotažas	4	0	0%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Vilkyškių pieninė	6	1	16,66%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Agrowill Group	7	0	0%	5	0	0%

Amber Grid	5	1	20%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Dvarčionių keramika	3	1	33,33%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Gubernija	5	1	20%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Invalda INVL	3	1	33,33%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
INVL Baltic Farmland	3	1	33,33%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
INVL Baltic Real Estate	3	1	33,33%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
INVL Technology	5	0	0%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Kauno energija	7	0	0%	7	0	0%
Klaipėdos nafta	4	0	0%	3	1	33,33%
Linus	3	2	66,67%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
LITGRID	5	0	0%	3	0	0%
Snaigė	5	2	40%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Vilniaus baldai	3	0	0%	Nėra sudaroma	Nėra sudaroma	-
Vilniaus degtinė	5	1	20%	3	0	0%
Žemaitijos pienas	3	1	33,33%	3	1	33,33%
			Vidutiniškai: 16,93%			Vidutiniškai: 13,43%

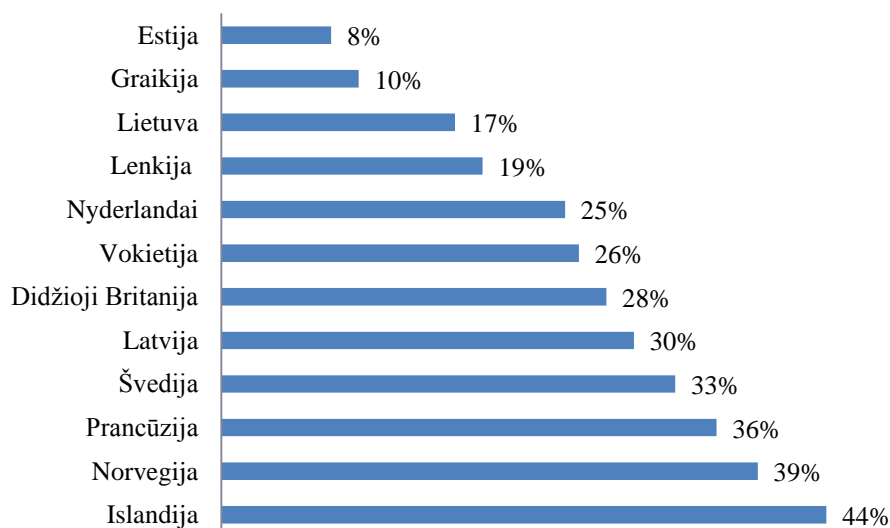
Šaltinis: Sudaryta remiantis NASDAQ Baltic interneto svetainėje pateikiama informacija. Prieiga per internetą: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=issuers&lang=lt>.

Kaip matyti iš 1 lentelėje pateiktų rezultatų, nors tam tikrų bendrovių valdybose yra sąlyginai nemažai moterų narių, tačiau vos vienoje iš jų (AB „Linus“) moterų ir vyrų dalis valdyboje daugiau nei 50 procentų, o net 13 iš 30 OMX NASDAQ Vilnius akcijų biržoje listinguojamų bendrovių valdybose nėra nei vienos moters narės. Taip pat pastebėtina, kad palyginus su ankstesnių metų situacija, vidutinis moterų narių skaičius valdymo organuose yra netgi sumažėjęs, pavyzdžiui, Europos Komisijos duomenų bazės duomenimis, 2012 metų antroje pusėje jis siekė net 18 procentų ir viršijo Europos Sąjungos vidurkį⁵⁷. Pagal antrosios 2015 metų pusės šios duomenų bazės duomenis, valdymo organų narių moterų dalies vidurkis Europos Sąjungoje jau pasiekė 23 procentus.

⁵⁷ Šaltinis: Europos Komisijos duomenų bazė. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/database/037_en.xls.

2012 metais Europos Komisijos pasiūlyme dėl Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvos dėl biržinių bendrovių nevykdomųjų direktorių pareigas einančių asmenų lyčių pusiausvyros gerinimo ir atitinkamų priemonių⁵⁸ buvo iškeltas kiekybinis mažiausiai 40% moteriškosios lyties. Kaip nurodoma aiškinamojo memorandumo 1 dalies punkte dėl pasiūlymo tikslo, pasirinktas skaičius, „esantis tarp 30 proc. – būtinojo minimumo, leidžiančio daryti tvarų poveikį valdybos veiklai, ir 50 proc. – visiškos lyčių pusiausvyros“. Šį reikalavimą šiuo metu atitiktų vos keturios iš OMX NASDAQ Vilnius akcijų biržoje listinguojamų bendrovių.

Moterų procentinė dalis Europos ekonominės zonos valstybių narių bendrovių aukščiausiuose sprendimus priimančiuose organuose



1 paveikslas. **Moterų dalis kai kurių Europos ekonominės zonos valstybių narių bendrovių aukščiausiuose sprendimus priimančiuose organuose**

Šaltinis: Sudaryta remiantis Europos Komisijos duomenų baze. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/gender-decision-making/database/business-finance/supervisory-board-board-directors/index_en.htm.

Kaip matyti iš aukščiau esančio paveikslo, Lietuvos bendrovės nagrinėjamu klausimu reikšmingai atsilieka nuo nemažos dalies kitų Europos ekonominės zonos valstybių, kas atskleidžia būtinybę formuoti priemones šio klausimo sprendimui.

⁵⁸ 2012 m. lapkričio 14 d. Europos Komisijos pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvos dėl biržinių bendrovių nevykdomųjų direktorių pareigas einančių asmenų lyčių pusiausvyros gerinimo ir atitinkamų priemonių.COM(2012) 614 final, CELEX:52012PC0614.

Kaip ganėtinau efektyvus būdas spręsti nepakankamo moteriškosios lyties atstovų dalyvavimą bendrovių valdymo organų veikloje paminėtinas kvotų nustatymas. Pirmoji tokia priemonė įgyvendino Norvegija 2003 metais priimdama teisės aktą (kuris nuo 2006 metų tapo imperatyvus dėl bendrovių pasyvumo įgyvendinant keliamus reikalavimus) ir nustatydamą 40 procentų kvotą abiejų lyčių atstovavimui bendrovių direktorių tarybose⁵⁹. Sekdamas Norvegijos pavyzdžiu, 2007 metais Ispanija, 2010 metais – Prancūzija, Islandija ir Nyderlandai taip pat nustatė moterų dalyvavimo bendrovių valdybose kvotas⁶⁰. 2011 metais Belgijoje priėmus įstatymo pakeitimą nustatytas reikalavimas trečdalį listinguojamų bendrovių valdymo organų vietų paskirti skirtingos lyties asmenims nei likusias, o nesilaikant šio reikalavimo kitiems valdymo organų nariams uždraudžiama gauti finansinę ar bet kokią kitą naudą, taip pat skirti naujus narius tos lyties, kurios valdymo organe yra per daug⁶¹. 2015 metais Vokietijos įstatymų leidėjai taip pat prisijungė prie tokios iniciatyvos, įstatymų įpareigodami didžiosioms bendrovėms suteikti mažiausiai 30 procentų vietų priežiūros organuose moterims⁶². Tam tikros bendrovės prisiėmė savanoriškas kvotas, pavyzdžiui, Deutsche Telekom AG dar 2010 m. kovo mėnesį išsikėlė tikslą moterų skaičių aukštesniosios ir vidurinės grandies valdymo padidinti iki 30 procentų⁶³. Kitų šalių bendrovės suformavo bendras savanoriškas iniciatyvas, iš kurių kaip reikšmingas pavyzdys paminėtinas Didžiojoje Britanijoje 2010 metais susiformavusi „30% Club“ organizacija, jungianti didelį skaičių Didžiojoje Britanijoje įsisteigusių didžiųjų įmonių valdymo organų narių, ir kurios tikslas yra pasiekti 30% moterų dalį vykdomųjų organų sudėtyje iki 2020 metų bendrovėse, kurios patenka į FTSE-100⁶⁴ ir FTSE-350⁶⁵ indeksus⁶⁶.

⁵⁹ BERTRAND, M.; BLACK, S. E.; JENSEN, S.; LLERAS-MUNEY, A. *Breaking The Glass Ceiling? The Effect Of Board Quotas On Female Labor Market Outcomes In Norway*. NBER Working Paper, 2014 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.nber.org/papers/w20256>, p. 3.

⁶⁰ *Ibid.* 55, p. 10.

⁶¹ Belgijos bendrovių kodeksas (ol. Wetboek van vennootschappen) (2014 m. redakcija), 518bis straipsnis.

⁶² SMALE, A; MILLER, C. C. *Germany Sets Gender Quota in Boardrooms*. The New York Times, 2015 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.nytimes.com/2015/03/07/world/europe/german-law-requires-more-women-on-corporate-boards.html>

⁶³ Deutsche Telekom AG tinklapio informacija apie bendrovėje vykdomą įvairovės skatinimą [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.telekom.com/company/human-resources/diversity/58788>.

⁶⁴ FTSE-100 (*Financial Times Stock Exchange 100 Index*) yra 100 Londono akcijų biržoje listinguojamų bendrovių, turinčių didžiausią kapitalizaciją, indeksas.

⁶⁵ FTSE-350 (*Financial Times Stock Exchange 350 Index*) yra iš FTSE-100 ir FTSE-250 indeksų sudarytas bendras indeksas, apimantis 350 Londono akcijų biržoje listinguojamų bendrovių, turinčių didžiausią kapitalizaciją.

⁶⁶ „30% Club“ organizacijos svetainė, veiklos apibūdinimas Didžiojoje Britanijoje [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://30percentclub.org/about/chapters/united-kingdom#members>

Nors kvotų nustatymas gali paspartinti norimą moterų ir vyrų santykio bendrovių valdybose ir stebėtojų tarybose, tačiau būtina atsižvelgti ir į galimas neigiamas tokio reguliavimo pasekmes. Priverstinės kvotos gali lemti efektyvumo sumažėjimą tada, jei bendrovių organų nariai būtų parenkami pirmenybę nustatant pagal poreikį pasiekti lyčių kvotą, o ne pagal asmenines savybes⁶⁷. Atliktų tyrimų duomenimis, taip pat egzistuoja rizika, kad tokio pobūdžio pozityvi diskriminacija ne sumažins, o kaip tik sustiprins stereotipus, sumažins pirmenybę gaunančių asmenų norą tobulėti⁶⁸. Visgi, net ir įvertinus šią riziką, kvotas nustačiusių valstybių, o ypač Norvegijos patirtis rodo, kad net ir tuo atveju, kai kvotų nustatymas sukelia pasipriešinimą ir nepasitenkinimą, ilginiui įsitikinama šitokių pakankamai radikalių priemonių būtinybe⁶⁹.

Kitose valstybėse yra vengiama konkrečių kvotų nustatymo. Tinkamas tokio reguliavimo pavyzdys yra Suomija, kurioje lyčių įvairovė bendrovių valdyme skatinama į Suomijos Bendrovių valdymo kodeksą įtraukta nuostata, reikalaujančia listinguojamų bendrovių valdymo organuose atstovauti abi lytis, o nesilaikant šio reikalavimo taikomas „laikykis arba paaiškink“ principas⁷⁰.

Įvertinus vis augantį atotrūkį nuo Europos Sąjungos vidurkio ir iš esmės nedidėjančią moterų dalį valdybose, galima teigti, kad būtų tikslinga įtraukti į Listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą rekomendaciją dėl lyčių įvairovės bendrovės valdymo ir priežiūros organuose skatinimo. Kvotų nustatymas, atsižvelgus į aukščiau nurodytus pranašumus ir trūkumus, atrodo kaip tinkamiausia ir labiausiai lyčių lygybę bendrovių valdybose ir stebėtojų tarybose galinti pasiekti priemonė. Tiesa, sudėtinga vertinti, ar „laikykis arba paaiškink“ principas būtų pakankama paskata ir Lietuvos bendrovėms aktyviai siekti kvotų reikalavimų, nes net ir Norvegijoje siekiama proporcija buvo pasiekta tik 2005 metais nustačius sankcijas priverstinį reikalavimų nesilaikančių bendrovių likvidavimą⁷¹. Visgi, nesant oficialiai deklaruotų nacionalinio įstatymų leidėjo planų kaip nors skatinti moterų įsitraukimą į bendrovių valdymo veiklą, o Europos Komisijai nepasiekiant susitarimo, susijusio su Direktyvos dėl biržinių bendrovių

⁶⁷ *Ibid.* 55, p. 13

⁶⁸ COATE, S.; LOURY, G. C. *Will Affirmative-Action Policies Eliminate Negative Stereotypes?* The American Economic Review, 1993, p. 1238-1239.

⁶⁹ STORVIK, A.; TEIGEN, M. *Women on Board: The Norwegian Experience*. Friedrich-Ebert-Stiftung, International Policy Analysis, 2010 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07309.pdf>, p. 11.

⁷⁰ Suomijos bendrovių valdymo kodeksas (2015 m. redakcija) [žiūrėta 2016 m. kovo 3 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/finnish_cg_code_2015_en.pdf, 8 rekomendacija, p. 24-25.

⁷¹ NYGAARD, K. *Forced board changes: Evidence from Norway* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 3 d.]. Prieiga per internetą: http://www.sv.uio.no/econ/english/research/news-and-events/events/guest-lectures-seminars/Friday-seminar/2011/papers/paper_nygaard.pdf, p. 23.

nevykdomųjų direktorių pareigas einančių asmenų lyčių pusiausvyros gerinimo⁷² priėmimu, tam tikrų reikalavimų dėl lyčių pasiskirstymo įtraukimas į bendrovių valdymo kodeksą taip pat galėtų atnešti naudą. Tai patvirtina ir tai, kad tai nebūtų pirmas atvejis, kai kvota nustatyta bendrovių valdymo kodekse – Ispanijos išsikeltas tikslas turėti 30% direktorių moterų iki 2020 metų taip pat numatytas Ispanijos bendrovių valdymo kodekse⁷³ (13 rekomendacijoje).

3.3 Kitokio pobūdžio įvairovės skatinimas

Pripažįstama, kad geriausi kolegialūs bendrovių organai yra sudaryti iš individų, turinčių skirtingus gabumus, žinias ir informuotumą, nes tada kiekvienas iš jų gali savo dalimi prisidėti prie bendro rezultato⁷⁴. Kiekvienu konkrečiu atveju kolegialūs organai turėtų nustatyti ilgalaikius ir naujai besiformuojančius prioritetus, kurių žinios yra reikalingos kolegialių organų nariams ir pagal nustatytas žinių spragas priimti naujus narius⁷⁵.

Tam tikrose Europos ekonominės zonos valstybėse priimtuose bendrovių valdymo kodeksuose yra suformuoti tam tikri įvairovės skatinimo principai. Kaip pavyzdys paminėtinas Suomijos bendrovių valdymo kodeksas⁷⁶, kurio 9 rekomendacija numato pareigą nustatyti direktorių tarybos įvairovės principus. Tiesa, skirtingai nei šio darbo 4.2.1.1. dalyje paminėtoje 8 rekomendacijoje, nustatančioje aiškią taisyklę dėl bent vienos moters narės įtraukimo į direktorių tarybą, šiuo atveju bendrovėms paliekama teisė pačioms pagal veiklos specifiką nusistatyti įvairovės principus ir juose užsibrėžtus uždavinius. Įvairovės principų atskleidimo reikalavimas apsiriboja lyčių lygybės politikos atskleidimu. Švedijos bendrovių valdymo kodekso⁷⁷ 4.1 punktą taip pat numato, kad bendrovės kolegialaus organo nariai turi turėti patirties, kvalifikacijos įvairovę ir išsamumą.

Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse nėra tiesiogiai išreikšto įvairovės skatinimo principo, tačiau jis tam tikra apimtimi yra išreikštas III principą (Visuotinio akcininkų susirinkimo renkamo kolegialaus organo sudarymo tvarka) detalizuojančiame 3.4. punkte.

⁷² 3434-ojo Europos Sąjungos Komisijos susitikimo protokolo projektas [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15066-2015-INIT/en/pdf>, p. 4.

⁷³ Ispanijos Listinguojamų bendrovių gero valdymo kodeksas (priimtas 2015 m.) [žiūrėta 2016 m. kovo 3 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/codigo_buen_gobierno_feb2015_en.pdf.

⁷⁴ CONGER, J. A.; LAWLER III, E. *Building a High-Performace Board: How to Choose the Right Members*. Business Strategy Review, 2001, p. 11

⁷⁵ *Ibid.*, p. 16.

⁷⁶ *Ibid.* 70.

⁷⁷ Švedijos bendrovių valdymo kodeksas (2015 m. redakcija). [žiūrėta 2016 m. kovo 5 d.]. Prieiga per internetą:

http://www.corporategovernanceboard.se/media/69763/svenskkodbolagsstyrn_eng_2015_151124.pdf.

Šiame punkte kolegialiam organui nustatyta pareiga užtikrinti jo narių žinių, nuomonių ir patirties įvairiapusiškumą. Taigi, profesinės, informuotumo bei gabumų įvairovės skatinimo apraiškos kodekse tam tikra apimtimi yra įtvirtintos, tačiau pareigos atskleisti šio įvairumo egzistavimą kolegialaus organo viduje nėra. Pagal aukščiau nurodytą Europos ekonominės zonos šalių patirtį galima spręsti, kad konkretnesnio principo, įpareigojančio bendrovės priimti bei viešai paskelbti (pavyzdžiui, su metiniu pranešimu) įvairovės politiką ir nusistatyti joje keliamus uždavinius, įtraukimas galėtų paskatinti bendrovės savo kolegialiuose organuose siekti didesnės įvairovės.

3.4 Pasiryžimas skirti pastangų ir laiko

Nesutariama dėl bendrovių kolegialių organų narių dalyvavimo užimamų pareigų daugiau nei vienoje bendrovėje. Vienu mokslo atstovų atliktų tyrimų rezultatai neatskleidė jokių sąsajų tarp direktorių dalyvavimo keleto bendrovių kolegialių organų veikloje ir bendrovės našumo⁷⁸ ar netgi tokių direktorių atnešamą naudą tada, kai yra bendrovei būtina ne priežiūra, o konsultavimas⁷⁹. Tuo tarpu kiti atskleidžia ryšį tarp direktorių užimtumo ir blogesnių bendrovės rezultatų⁸⁰ bei klaidinančių finansinių ataskaitų rengimo⁸¹. Visgi, nors pats daugiau nei vienos bendrovės kolegialaus organo pareigų užėmimas savaime galbūt ir nesukelia neigiamų pasekmių, o turima patirtis ir reputacija gali būti naudingi, tačiau per didelis skaičius užimamų pareigų gali neigiamai paveikti rezultatus dėl neskiriamo pakankamo dėmesio ir laiko⁸². Atsižvelgdamos į tai, kai kurios Europos valstybės yra nustačiusios tam tikrus kolegialių bendrovių organų nariams užimti pareigas kitose bendrovėse.

Didžiosios Britanijos bendrovių valdymo kodekse⁸³ direktorių galėjimas skirti pakankamai laiko efektyviai vykdyti savo pareigas yra iškeltas kaip vienas pagrindinių principų (principas B.3). Kodekso punktuose, detalizuojančiuose šį įpareigojimą,

⁷⁸ FERRIS, S. P.; JAGANNATHAN, M.; PRITCHARD, A. C. *Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments*. The Journal of Finance, 2003 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: <http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2554&context=articles>.

⁷⁹ FIELD, L. C.; LOWRY, M.; MKRTCHYAN, A. *Journal of Financial Economics*, 2012 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: http://www.personal.psu.edu/mbl3/Field_Lowry_Mkrtchyan.pdf.

⁸⁰ HAUSER, R. *Busy Directors and Firm Performance: Evidence from Mergers* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: http://www.eief.it/files/2014/01/hauser_jmp.pdf; FICH, E. M.; SHIVDASANI, A. *Are Busy Boards Effective Monitors?* The Journal of Finance, 2006 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2006.00852.x/pdf>.

⁸¹ BEASLEY, M. S. *An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*. The Accounting Review, 1996, p. 443-465.

⁸² HOITASH, U. *The Effects of Social Ties and Internal Busyness of Independent Committee Members on the Advising Role of Boards of Directors*. New Jersey: 2008, p. 89

⁸³ *Ibid.* 39.

nurodoma, kad skyrimo komitetai turėtų apskaičiuoti ir pretendentams nurodyti, kiek apytiksliai laiko turės būt skiriama tokiam darbui (atsižvelgdami į galimas krizines situacijas), o valdybos narių reikšmingi įsipareigojimai atitinkamai turi būti atskleisti valdybai bei įtraukiami į metinę ataskaitą. B.3.3. punkte taip pat rekomenduojama vykdomajam direktoriui, dirbančiam pilnu etatu, neturėti daugiau nei vieno direktoriaus konsultanto posto bei nepirmininkauti į FTSE-100 indeksą patenkančioje bendrovėje.

Austrijos bendrovių valdymo kodekso⁸⁴ 25 punkte nurodyta, kad be stebėtojų tarybos sutikimo valdybos nariai neturi teisės vadovauti įmonei arba būti stebėtojų tarybos nariu kitoje bendrovėje, nesančioje grupės įmone ir neturinčioje kitokių sąsajų su bendrove, kurios valdybos nariu jis yra. Dalyvavimas kitų bendrovių stebėtojų tarybų veikloje taip pat apribotas, 26 punkte nustatytas draudimas valdybos nariams turėti daugiau nei keturis mandatus (buvimas pirmininku skaičiuojasi dvigubai), o 56 punkte nustatyta, kad stebėtojų tarybos nariai negali turėti daugiau kaip aštuonių mandatų (buvimas pirmininku skaičiuojasi dvigubai) kaip stebėtojų tarybos nariai listinguojamose bendrovėse. Galimas nepakankamas stebėtojų tarybos narių dalyvavimo posėdžiuose klausimas sprendžiamas 2 priede nustatant pareigą bendrovių valdymo ataskaitose nurodyti atvejus, kai stebėtojų tarybos narys nesudalyvavo daugiau kaip pusėje posėdžių per bendrovės finansinius metus.

Tiesa, ne visų valstybių bendrovių valdymo kodeksuose yra įtvirtinti konkretūs dalyvavimo kituose kolegialiuose organuose reikalavimai. Ispanijos bendrovių valdymo kodekso⁸⁵ 13 principe numatyta direktorių pareiga skirti bendrovei pakankamai laiko, tačiau pripažįstama, kad negalima nustatyti universalaus standarto, tinkančio kiekvienu konkrečiu atveju, todėl rekomenduojama direktorių tarybai pačiai nustatyti maksimalų skaičių kolegialių organų, kurių nariu gali būti direktorius. Italijos bendrovių valdymo kodekso⁸⁶ 1.C.3. punktas taip pat perduoda pareigą direktorių taryboms suformuoti gaires, numatančias maksimalų skaičių bendrovių, kurių direktoriumi ar priežiūros organo nariu galėtų būti jų narys.

Aukščiau nurodyti pavyzdžiai atskleidžia, kad nors nėra draudžiama kolegialių organų nariams apskritai dalyvauti daugiau nei vienoje bendrovėje, tačiau neretai yra nustatomas maksimalus užimamų pareigų skaičius, kuris reikšmingai skiriasi priklausomai nuo valstybės. Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso 4.3. punkte yra įtvirtinta

⁸⁴ *Ibid.*, 35.

⁸⁵ *Ibid.*, 73.

⁸⁶ Italijos bendrovių valdymo kodeksas (priimtas 2015 m.) [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_italy_15july2015_en.pdf.

kolegialaus organo nario pareiga skirti užimamoms pareigoms atlikti pakankamai laiko ir dėmesio ir taip apriboti kitus savo profesinius įsipareigojimus, kad šie netrukdytų kolegialaus organo nario pareigas. Tame pačiame kodekso punkte yra nustatyta, kad kolegialaus organo nariui dalyvavus mažiau kaip pusėje (kaip paaiškinama devintoje kodekso išnašoje, bendrovės skatinamos dar labiau padidinti privalomų lankyti posėdžių skaičių) kolegialaus organo posėdžių per bendrovės finansinius metus, apie tai turėtų būti informuojami bendrovės akcininkai. Galima teigti, kad ši nuostata galimai išsprendžia laiko skyrimo dalyvavimui posėdžiuose klausimą, tačiau neužtikrina, kad tinkamai dalyvaujantis posėdžiuose kolegialaus organo narys iš tikro skirs pakankamai dėmesio pačiai įmonės veiklai. Nenustačius jokios formalios ribos bendrovės kolegialaus organo nariui dalyvauti kitos bendrovės kolegialiuose organuose, egzistuoja rizika, kad, net ir dalyvaudamas pakankamame posėdžių skaičiuje, didelio skaičiaus organų narys galėtų neskirti pakankamo dėmesio tinkamam pasiruošimui posėdžiams. Sprendžiant dėl užimamų pareigų skaičiaus apribojimo perkėlimo į Listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą, atkreiptinas dėmesys į tai, kad tokiu būdu įtvirtintas ribojimas galėtų neatnešti siekiamo rezultato dėl palaikymo iš bendrovių pusės trūkumo. Lietuvos Banko 2012 metais atlikto tyrimo metu iš apklaustų bendrovių net 88% išreiškė nepritarimą organų kolegialių narių kitose bendrovėse einamų pareigų skaičiaus ribojimui⁸⁷. Sudėtinga vertinti, kaip nuo 2012 metų pasikeitė bendrovių požiūris į užimamų pareigų skaičiaus ribojimą, tačiau yra pagrindo manyti, kad tokios nuostatos nustatymo Listinguojamų bendrovių kodekse iniciatyva nesulauktų didesnio palaikymo iš bendrovių pusės.

3.5 Valdybos ir stebėtojų tarybos narių rotacija

Kolegialių bendrovės organų narių maksimalaus kadencijų skaičiaus klausimas yra pakankamai įvairiapusis. Esminiai kolegialių organų narių kaitos skatinantys veiksniai yra būtinybė papildyti bendrovės organus naujais talentais, galinčiais atnaujinti supratimą apie rinkoje besiformuojančias technologines, socialines naujienas, paliečiančias iš esmės bet kurią rinką⁸⁸. Mokslininkų nuomonė dėl maksimalaus laiko, kurį kolegialaus organo narys gali pradirbti bendrovėje, yra nevienoda. Kai kurių tyrimų rezultatai atskleidė, kad bendrovės, turinčios ilgą laikotarpį dirbančius kolegialių organų narius, sėkmingiau

⁸⁷ Lietuvos bankas. Bendrovių valdymo praktikos apžvalga. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: https://www.lb.lt/bendroviu_valdymo_praktikos_apzvalga.

⁸⁸ AIELLO, M; HANSON, L. *Time's up: Director tenure moves to the front burner* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 6 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.heidrick.com/~media/Publications%20and%20Reports/Times-up-Director-tenure-moves-to-the-front-burner.pdf>.

vykdė veiklą nei turinčios trumpesnę laikotarpį dirbančius narius⁸⁹, o ilgesnis laikotarpis leidžia tinkamiau stebėti bendrovės vadybos veiklą nebijant socialinės izoliacijos⁹⁰. Tuo tarpu kiti tyrimai atskleidė sąsają tarp ilgalaikių kolegialių organų narių ir bendrovių valdymo problemų tikimybės⁹¹, o per mažą direktorių kaitą turinčios bendrovės savo rezultatais gerokai atsilieka nuo dažnesnę rotacijų turinčių bendrovių⁹². Tiesa, net ir atskleisdami tam tikrą ribą, kada direktorius yra sukaupęs su bendrovės specifikos išmanymu susijusią naudą, bet dar nesukaupęs išlaidų įsitvirtinimui savo poste, tam tikri autoriai pabrėžia reikšmingą tokio momento variaciją, priklausomą nuo rinkos ir konkrečios bendrovės specifikos, neleidžiančios nustatyti konkretų privalomą limitą⁴⁰.

Austrijos bendrovių valdymo kodekso 1 priede (gairėse dėl nepriklausomumo) nustatyta, kad stebėtojų tarybos narys negali užimti savo pareigų ilgiau nei 15 metų. Išimtis yra daroma tiems stebėtojų tarybos nariams, kurie yra akcininkai, tiesiogiai investavę į bendrovę arba atstovaujantys tokio akcininko interesus.

Nemažai šalių bendrovių valdymo kodeksai neįtvirtina formalaus rotacijos reikalavimo. Kaip pavyzdžiai paminėtinas Italijos bendrovių valdymo kodeksas. Danijos bendrovių valdymo kodekso⁹³ 3.5.1 rekomendacijos komentare taip pat apsiribojama rekomendacija užtikrinti naujų talentų integraciją į direktorių tarybą, tuo pat metu išlaikant tęstinumą, tačiau nėra formuojami formalūs direktorių rotacijos reikalavimai.

Listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas nenumato maksimalaus buvimo kolegialaus organo nariu metų skaičiaus. Išimtis yra numatyta tik nepriklausomiems kolegialių organų nariams – pagal 3.7. punkto 8 dalį šie negali būti laikomi nepriklausomais tada, jei yra ėję tokias pareigas ilgiau kaip 12 metų. Kaip nurodoma Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso 4 išnašoje, atsižvelgiant į nepriklausomų narių kategorijos naujumą Lietuvoje, kodekse lanksčiai nustatyta bendrovių teisė pačioms pasirinkti, koks nepriklausomų narių skaičius yra pakankamas. Tuo tarpu Akcinių bendrovių įstatymo atitinkamai 31 str. 4 dalyje ir 33 str. 6 dalyje numatyta, kad stebėtojų tarybos ir valdybos narių kadencijų skaičius yra neribojamas.

⁸⁹ MCFARLAND, J. Countries set out rules on directors' tenure.

⁹⁰ VAN NESS, R. K.; MIESING, P; KANG, J. *Board of Director Composition and Financial Performance in a Sarbanes-Oxley World*. Academy of Business & Economics Journal, 2010 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 6 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.albany.edu/faculty/vanness/AA/ARTICLES/DirectorSOX.pdf>, p. 8-9.

⁹¹ BERBERICH, G.; NIU, F. *Director Busyness, Director Tenure and the Likelihood of Encountering Corporate Governance Problems* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 6 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1742483, p. 5

⁹² ANDERSON, G. M.; CHUN, D. *How Much Board Turnover Is Best?* Harvard Business Review, 2014. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 6 d.]. Prieiga per internetą: <https://hbr.org/2014/04/how-much-board-turnover-is-best>.

⁹³ *Ibid.* 38.

Maksimalaus kadencijų skaičiaus bei maksimalios trukmės nustatymas, kaip minėta, turi ne vien privalumų, bet ir reikšmingų trūkumų, ir panašu, kad tobulos formulės, koks formalus terminas būtų universaliai tinkamas bet kurios bendrovės atveju, nėra galimybės nustatyti. Todėl, atsižvelgiant į galimą neigiamą poveikį, manytina, kad esamas reikalavimas tik nepriklausomiems nariams priskirti maksimalų pareigų ėjimo terminą, yra pakankamas. Tiesa, svarstyтина alternatyva galėtų būti principo, įpareigojančio bendrovės pačioms nusistatyti maksimalų kadencijų skaičių arba pareigų ėjimo laikotarpį, taip nenustatant formalaus termino, kuris galėtų neatitikti konkrečios bendrovės poreikių ir specifikos, tačiau leistų užkirsti kelią galimiems neigiamiems neriboto pareigų užėmimo padariniams.

4. Su akcininkų teisėmis susiję probleminiai aspektai

4.1 Akcininkų tapatybės nustatymas

Akcininkų tapatybės nustatymo mechanizmas gali būti naudojamas įvairių funkcijų atlikimui: bendrovės dialogo su akcininkais pradėjimui, jų informavimui apie reikšmingus pokyčius, valdymo organų sprendimų paaiškinimui. Identifikavimas gali tapti būtinas tada, kai akcininkai patys ar per tarpininkus siekia perimti bendrovės kontrolę ar pakeisti bendrovės valdybos narius arba administracijos darbuotojus⁹⁴. Akcininkai gali pasinaudoti tuo, kad jų tapatybė nėra žinoma tam, kad galėtų užsiimti neteisėta veikla, tokia kaip mokesčių vengimas ar pinigų plovimas⁹⁵.

Tada, kai akcijos yra nematerialios ir jomis prekiaujama elektroninėmis priemonėmis, akcininkų identifikavimo procesas yra itin sudėtingas. Šis procesas reikalauja sistemos, leidžiančios naudojantis įvairių šaltinių informacija atsekti ir suskaičiuoti akcijų paketus bei nustatyti juos turinčius investuotojus (institucinius investuotojus ir individualius akcininkus)⁹⁶. Ne vien bendrovės, bet ir akcininkai, o ypač instituciniai investuotojai yra suinteresuoti sužinoti kitų akcininkų tapatybes, nes jiems tai gali suteikti vertingų žinių apie galimus akcijų vertės pokyčius⁹⁷.

Nors nacionalinių investuotojų ir akcininkų tapatybės nustatymas nekelia reikšmingesnių problemų, tačiau bendrovėms nėra galimybės nustatyti individualius

⁹⁴ BÖCKLI, P., et al. *Shareholder engagement and identification*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2568741>, p. 7.

⁹⁵ Financial Action Task Force (FATF). *Guidance On Transparency and Beneficial Ownership* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Guidance-transparency-beneficial-ownership.pdf>, p. 3.

⁹⁶ GUIMARD, A. *Investor Relations: Principles and International Best Practices in Financial Communications*. Springer, May 21, 2013, p. 93. [knyga]

⁹⁷ *Ibid.*

tarptautinius akcininkus, tik bankus, kuriuose yra saugomos šiems priklausančios akcijos⁹⁸.

2014 m. balandžio mėnesį Europos Komisija suformulavo pasiūlymą⁹⁹ dėl direktyvos, keičiančios 2007 m. liepos 11 d. Direktyvą 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje¹⁰⁰, pakeitimo. Be kitų su akcininkais susijusių pakeitimų, siūloma direktyva siekiama sukurti sistemą, kuria būtų galima identifikuoti akcininkus¹⁰¹. Pagal šią sistemą, bendrovei paprašius tarpininkas pernelyg nedelsdamas privalės pranešti bendrovei nurodytų akcininkų vardą, pavardę ir kontaktinius duomenis, o jeigu akcininkai yra juridiniai asmenys, unikalųjį identifikatorių, šie tokius turi¹⁰². Galutinis būsimos direktyvos tekstas dar nėra galutinai suderintas, bet iš 2015 m. liepos 8 d. Europos Parlamento priimtų pakeitimų¹⁰³ matyti, kad buvo patikslinti pradiniam pasiūlyme nepakankamai išsamiai suformuluoti pateiktini duomenys apie akcininkus – išvardijami kontaktiniai akcininkų duomenys, kurie apima pilna adresą, telefono numerį, el. pašto adresą (jei aktualu) ir, svarbiausia, akcininko turimą akcijų bei balsų skaičių¹⁰⁴. Kaip savo ataskaitoje nurodė Europos Komisijos suformuota Svarstymo grupė, nėra jokios priežasties neleisti bendrovėms sužinoti savo akcininkų tapatybės, tačiau tokią informaciją bendrovės turėtų laikyti konfidencialia ir naudotina tik komunikacijos tarp akcininkų ir bendrovės reikmėms¹⁰⁵. Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse akcininkų tapatybės nustatymo klausimas nėra sprendžiamas, tačiau tam tikras tapatybės nustatymo mechanizmas yra nustatytas nacionalinėje teisėje. ABĮ 41 str. 5 dalyje nustatyta, kad „Akcinė bendrovė turi teisę vertybinių popierių rinką reglamentuojančių

⁹⁸ *Ibid*, p. 94.

⁹⁹ Europos Komisijos Pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvos, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2007/36/EB nuostatos, susijusios su akcininkų ilgalaikio dalyvavimo skatinimu, ir Direktyvos 2013/34/ES nuostatos, susijusios su tam tikrais įmonės valdymo pareiškimo elementais. COM/2014/0213 final [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52014PC0213&from=EN>.

¹⁰⁰ 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.

¹⁰¹ *Ibid*. 99, 4 preambulės punktas.

¹⁰² *Ibid*. 99, 3a str. 2 dalis.

¹⁰³ 2015 m. liepos 8 d. Europos Parlamento priimti Komisijos pateikto pasiūlymo dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2007/36/EB nuostatos, susijusios su akcininkų ilgalaikio dalyvavimo skatinimu, ir Direktyvos 2013/34/ES nuostatos, susijusios su tam tikrais įmonės valdymo pareiškimo elementais pakeitimai [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2015-0257+0+DOC+XML+V0//EN#BKMD-7>

¹⁰⁴ *Ibid*, 20 direktyvos preambulės punktas.

¹⁰⁵ *Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law*. Briuselis, 2011 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 27 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf.

teisės aktų nustatyta tvarka gauti iš sąskaitų tvarkytojų informaciją apie jų tvarkomose akcininkų asmeninėse vertybinių popierių sąskaitose įrašytas tos bendrovės akcijas, akcininkų sąrašus ir duomenis apie juos“. Pagal Finansinių priemonių rinkos įstatymo¹⁰⁶ 65 str. 4 d., emitentas (listinguojama akcinė bendrovė) turi teisę bet kada pareikalauti, kad sąskaitų tvarkytojai pateiktų jo išleistų vardinių finansinių priemonių savininkų ir asmenų, kurių vardu atidarytos finansinių priemonių sąskaitos, sąrašus. Ši teisė įgyvendinama pateikiant paklausimą Lietuvos centriniam vertybinių popierių depozitoriumui, kuris emitento pasirinkimu pateikia sąskaitų tvarkytojų sąrašą arba finansinių priemonių savininkų sąrašą.

Taip pat Vertybinių popierių įstatymo¹⁰⁷ (toliau – VPI) 25 str. 1 dalyje nustatyta 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 ir 95 procentus balsų emitento visuotiniame akcininkų susirinkime įgijusio asmens pareiga ne vėliau kaip per 4 prekybos dienas pranešti apie priežiūros institucijai ir emitentui turimų balsų kiekį. Tokiu būdu išsprendžiamas nacionalinių akcininkų tapatybės atskleidimo klausimas, nes reikšmingą akcijų dalį turintys akcininkai priverčiami pranešti apie savo turimą akcijų kiekį. Tačiau pagal VPI 25 str. 5 dalį, išimtis yra taikoma valstybėse narėse ir trečiojoje valstybėje registruotiems sąskaitų tvarkytojams, kurie, veikdami kaip sąskaitų tvarkytojai, emitentų visuotiniuose akcininkų susirinkimuose turi teisę balsuoti akcijų suteikiamais balsais tik pagal klientų instrukcijas.

Daugelis akcininkų teisių siejamos su galimybe nustatyti jų tapatybę, nes pagal Akcinių bendrovių įstatymą, tik akcininkai, kurių tapatybė gali būti nustatyta, gali: gauti atsakymus į bendrovei užduotus klausimus (ABĮ 16¹ str.), gauti iš bendrovės informaciją (ABĮ 18 str. 1 d.), balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime tiek iš anksto užpildydamas bendrąjį balsavimo biuletenį (ABĮ 21 str. 3 d.), tiek naudodamasis elektroninių ryšių priemonėmis (ABĮ 21 str. 5 d.), tiek ir asmeniškai dalyvaudamas visuotiniame akcininkų susirinkime (ABĮ 21 str. 8 d.), teikti įgaliojimus ir pranešimus apie duotus įgaliojimus elektroninių ryšių priemonėmis (ABĮ 30² str. 4 d.). Bendrovių, kurių akcijomis leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, akcininkai įpareigoti bendrovei atskleisti galutinių klientų tapatybę (ABĮ 30³ str. 1 d.). Šios priemonės netiesiogiai skatina akcininkų tapatybės atskleidimo procesą, tačiau akcininkui aktyviai nesinaudojant turimomis teisėmis, nėra mechanizmo, leidžiančio bendrovei nustatyti akcininko ne rezidento tapatybę.

¹⁰⁶ Finansinių priemonių rinkos įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). Valstybės žinios, 2007-02-08, Nr. 17-627.

¹⁰⁷ Vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). Valstybės žinios, 2007-02-08, Nr. 17-626.

Užsienio šalyse įsikūrusių akcininkų tapatybės nustatymo mechanizmo įtvirtinimas Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse nebūtų tinkamas, nes pareiga pateikti informaciją būtų keliama ne bendrovėms, bet tarpininkams.

4.2 Akcininkų bendradarbiavimo skatinimas

Kaip nurodoma G20/EBPO bendrovių valdymo principų¹⁰⁸ II principo D rekomendacijoje, akcininkams, tarp jų ir instituciniams investuotojams turi būti suteikiama galimybė konsultuotis vieniems su kitais dėl jų pagrindinių teisių, išskyrus išimtinus atvejus ir situacijas, kai būtina išvengti piktnaudžiavimo. Tokia nuostata yra grindžiama tuo, kad individualūs investuotojai gali turėti per mažas dalis bendrovėje tam, kad jiems apsimokėtų patirti išlaidas bendrovės veiklos stebėjimui ar kitokiai veiklai. Tokiai situacijai spęsti siūloma skatinti tokią akcininkų koordinaciją ir kooperaciją, kuri leistų akcininkams bendradarbiauti be tarpininko pagalbos¹⁰⁹.

Pakankamai unikali akcininkų bendradarbiavimo skatinimo sistema yra taikoma JAV. 2008 m. sausio 18 dieną JAV Vertybinių popierių ir biržos komisija (angl. *Securities and Exchange Commission*) priėmė 1934 metų JAV vertybinių popierių biržos įstatymo (angl. *Securities Exchange Act of 1934*) pakeitimus¹¹⁰, sudariusius sąlygas formuoti elektroninius akcininkų forumus. Kaip galima tokių forumų naudą paminėta tai, kad akcininkai galėtų aptrati aktualius bendrovės valdymo klausimus daug dažniau nei vien per metinius akcininkų susirinkimus, galbūt netgi formuoti tam tikrus balsavimo mechanizmus tam, kad išreikštų savo nuomonę dėl galimų sprendimų¹¹¹. Kaip teisingai nurodyta Broadridge Financial Solutions, Inc. atstovų laiške Vertybinių popierių ir biržos komisijai, jau egzistuoja technologijos, leidžiančios sukurti saugią komunikaciją tarp akcininkų, prie kurios prieigą turėtų tik tam teisę turintys akcininkai, ir naudojančią interneto erdvę efektyviam tęstiniam bendravimui tarp akcininkų¹¹². Panašios idėjos buvo iškeltos ir 2010 metų žaliosios knygos dėl bendrovių respondentų, nurodžiusių forumų kūrimą kaip vieną iš alternatyvių būdų akcininkų bendradarbiavimui gerinti¹¹³.

¹⁰⁸ G20/EBPO bendrovių valdymo principai [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: http://www.oecd-http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en.

¹⁰⁹ *Ibid.* p. 23-24.

¹¹⁰ JAV Vertybinių popierių ir biržos komisijos aiškinamasis raštas [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.sec.gov/rules/final/2008/34-57172.pdf>.

¹¹¹ *Ibid.*

¹¹² Broadridge Financial Solutions, Inc. vykdomojo direktoriaus Richard J. Daly atsakymas Vertybinių popierių ir biržos komisijai [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.sec.gov/comments/s7-16-07/s71607-452.pdf>.

¹¹³ Žalioji knyga dėl ES įmonių valdymo sistemos [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_lt.pdf.

Teisės reikalų komiteto siūlytini šio darbo 6.1 dalyje aptarto Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2007/36/EB nuostatos, susijusios su akcininkų ilgalaikio dalyvavimo skatinimu, ir Direktyvos 2013/34/ES nuostatos, susijusios su tam tikrais įmonės valdymo pareiškimo elementais, projekto pakeitimai¹¹⁴ taip pat iškelia tikslą palengvinti akcininkų tarpusavio bendradarbiavimo sąlygas. Pagal šio pakeisto direktyvos projekto 33a. punktą, savo akcininkus identifikavusios bendrovės akcininko prašymu jam turėtų suteikti su visais identifikuotais akcininkais, turinčiais daugiau negu 0,5 proc. akcijų, susijusią informaciją apie akcininko tapatybę tam, kad šis galėtų susisiekti su kitais akcininkais dėl su bendrove susijusių reikalų. Žinoma, nėra aišku, ar tokia nuostata pateks į galutinį direktyvos tekstą, tačiau tokia tvarka leistų suteikti pakankamai efektyvias galimybes akcininkams bendrauti tarpusavyje. Iš kitos pusės, tokio pasiūlymo praktinio įgyvendinimo realumas kelia abejonių dėl to, kad toks informacijos atskleidimas sukeltų rimtą asmens duomenų teisinės apsaugos pažeidimo riziką. Nors į 3a direktyvos straipsnio 3a punktą siūloma įtraukti pareigą valstybėms užtikrinti, kad akcininkų sąrašą gaunantiems akcininkams būtų leidžiama jį naudoti tik norint susisiekti su kitais akcininkais dėl su bendrove susijusių reikalų ir nebūtų leidžiama atskleisti jame pateiktos informacijos, tačiau nėra iki galo aišku, koku būdu tai būtų užtikrinama.

Įvertinus aukščiau išdėstytas JAV naudojamą ir ES svarstomą akcininkų bendradarbiavimo skatinimo formas, galima pastebėti, kad direktyvos projekte siūlomas identifikuotų akcininkų sąrašo perdavimas to prašantiems akcininkams atrodo paprastesnis ir galimai reikalaujantis mažiau sudėtingų technologinių priemonių taikymo. Tačiau negalima neatsižvelgti į reikšmingą nenuasmenintų akcininkų duomenų perdavimo keliamą grėsmę asmens duomenų saugumui ir potencialų gautų duomenų panaudojimą ne pagal paskirtį. Be to, akcininkų forumo naudojimas suteiktų galimybes plačiau išnaudoti akcininkų tarpusavio bendravimo galimybes skatinant ne vien dviejų akcininkų dialogą, o ir diskusijas, galinčias įtraukti daug didesnę akcininkų skaičių. Kaip minėta aptariant JAV taikomą akcininkų forumų modelį, tai tuo pačiu leistų ir bendrovei palaikyti dialogą su akcininkais, suteikti efektyvią priemonę atsiklausti jų nuomonės ne vien bendrovės akcininkų metinių susirinkimų metu.

¹¹⁴ 2015 m. gegužės 12 d. priimti Teisės reikalų komiteto priimti Komisijos pateikto pasiūlymo dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2007/36/EB nuostatos, susijusios su akcininkų ilgalaikio dalyvavimo skatinimu, ir Direktyvos 2013/34/ES nuostatos, susijusios su tam tikrais įmonės valdymo pareiškimo elementais pakeitimai [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2015-0158+0+DOC+XML+V0//LT#title1>.

Kiek susiję su akcininko teise gauti informaciją apie akcininkus iš akcinės bendrovės, svarbus ABĮ 18 str. Akcininkų neturtinės teisės yra nurodytos ABĮ 16 str., viena jų (ABĮ 16 str. 1 d. 4 p.) - gauti ABĮ 18 str. 1 d. nurodytą informaciją apie bendrovę. ABĮ 18 str. 1 d. nustato, kad akcininkui raštu pareikalavus, bendrovė ne vėliau kaip per 7 dienas nuo reikalavimo gavimo dienos privalo sudaryti akcininkui galimybę susipažinti ir (ar) pateikti kopijas šioje dalyje nurodytų dokumentų, įskaitant akcininkų sąrašus. ABĮ nustato, kad akcinės bendrovės akcininkams pateikiamame akcinės bendrovės akcininkų sąraše turi būti nurodyti akcinės bendrovės turimi kiekvieno akcininko, o jei akcija priklauso keliems savininkams, – kiekvieno savininko ir jų atstovo duomenys (fizinio asmens vardas, pavardė, gyvenamoji vieta arba adresas korespondencijai; juridinio asmens pavadinimas, teisinė forma, buveinė), akcininkui nuosavybės teise priklausančių akcijų skaičius. Bendrovės dokumentai, jų kopijos ar kita informacija akcininkams turi būti pateikiama neatlygintinai, jei ko kita nenumato bendrovės įstatai. Įstatuose nustatytas atlyginimas negali viršyti šių dokumentų ir kitos informacijos pateikimo išlaidų (ABĮ 18 str. 2 d.).

Sprendžiant akcininkų tarpusavio bendradarbiavimo skatinimo klausimą, būtina įvertinti ne vien bendradarbiavimo priemones, bet ir iš paties bendradarbiavimo galinčias kilti teisines problemas. Esminė šiuo atveju būtų Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymo¹¹⁵ 2 str. 48 punkte nurodyta „sutartinai veikiančių asmenų“ sąvoka. Kaip nurodoma minėtoje įstatymo nuostatoje, sutartinai veikiančias asmenys yra „fiziniai ar juridiniai asmenys, kurie bendradarbiauja su oficialaus siūlymo teikėju ar bendrove, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, remdamiesi aiškiai sudarytu ar numanomu žodiniu arba rašytiniu susitarimu, kuriuo siekiama įgyti kontrolę, suteikiančią 1/3 ar daugiau balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teikiamas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, arba sužlugdyti sėkmingą oficialaus siūlymo rezultatą“. Sutartinai veikiančias asmenys, įgiję daugiau kaip 1/3 balsų bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, visuotiniame akcininkų susirinkime, privalo perleisti akcijas, viršijančias šią ribą, arba teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės, dėl kurios akcijų teiktinas oficialus siūlymas, akcijas ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius (VPI 36 str. 1 d.). Akcininkų suderintų veiksmų sąvokos interpretavimas galėtų apimti ir tokius akcininkų veiksmus kaip tarpusavio diskusijos dėl

¹¹⁵ Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (aktuali 2013 m. sausio 30 d. redakcija). Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-626.

klausimų, kuriuos reikėtų svarstyti bendrovės valdyboje ar bendrų projektų teikimas bendrovei, todėl akcininkai galėtų vengti pasinaudoti galimybe bendradarbiauti. Galimų neaiškumų šiuo klausimu sprendimui, Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija (angl. European Securities and Markets Authority, ESMA) 2013 m. lapkričio 12 d. pateikė pranešimą dėl 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų (toliau – TBD direktyva) nuostatų, susijusių su akcininkų sutartiniu veikimu ir valdybos narių skyrimu¹¹⁶. Šiuo pranešimu, kuriame pateiktomis rekomendacijomis vadovaujasi ir Lietuvos Bankas¹¹⁷, nustatytas sąrašas veiklų, kurios savaime negali reikšti suderintų akcininkų veiksmų:

- tarpusavio diskusijos dėl klausimų, kuriuos reikėtų svarstyti bendrovės valdyboje;
- bendrų sprendimų projektų, susijusių su įmonės politika ir konkrečiais veiksmais, kurių reikėtų imtis, pateikimas bendrovės valdybai;
- naudojimasis akcininkų teisėmis (pvz., teise inicijuoti neeilinį akcininkų susirinkimą, įtraukti klausimus į susirinkimo darbotvarkę ar teikti nutarimų projektus darbotvarkės klausimais), išskyrus atvejus, susijusius su valdybos narių skyrimu;
- bendro balsavimo susitarimai dėl konkrečių, į visuotinio akcininkų susirinkimo darbotvarkę įtrauktų klausimų (pvz., dėl įstatinio kapitalo didinimo ar mažinimo, savų akcijų supirkimo), išskyrus klausimus dėl konkrečių valdybos narių paskyrimo ir kt.

Kitas akcininkų bendradarbiavimo rizikos elementas yra galimas bendradarbiavimo pripažinimas manipuliavimu rinka ar kita nesąžininga veikla. Bendradarbiaudami tarpusavyje, akcininkai savo elgesiu galėtų atlikti vieną iš 63 str. 2 dalyje nustatytame nebaigtiniame sąraše nurodytų ar kitokia forma pasireiškiančių manipuliavimo rinka veiksmų. Skirtingai nei suderintų veiksmų atveju, šiuo atveju nėra aiškiai išreikšto bendradarbiavimo atskyrimo nuo manipuliavimo rinka. Dėl šios priežasties akcininkai ir investuotojai gali nebūti linkę bendradarbiauti tarpusavyje net ir sudarius tam sąlygas, nes nenorėtų rizikuoti prisiimti atsakomybę tada, jei jų veiksmai būtų interpretuoti kaip manipuliavimas rinka. Dėl šios priežasties, pradėjus įgyvendinti technines

¹¹⁶European Securities and Markets Authority. Public statement containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive (ESMA/2013/1642) [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 30 d.]. Prieiga per internetą: http://www.uebkom.at/takeover_new/download/2013-1642_esma_public_statement_-_information_on_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert_under_the_takeover_bids_directive.pdf.

¹¹⁷ 2013 m. lapkričio 19 d. Lietuvos Banko pranešimas [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 30 d.]. Prieiga per internetą: http://www.lb.lt/esma_pranesime_sutartinio_akcininku_veikimo_vertinimas.

bendradarbiavimo priemonės, kartu turėtų būti suformuluotos gairės, leidžiančios sumažinti akcininkų ir investuotojų netikrumą dėl galimų neigiamų bendradarbiavimo pasekmių ir nubrėžiančios aiškias saugaus bendradarbiavimo ribas. Vienokių ar kitokių priemonių pagalba užtikrintas akcininkų tarpusavio bendradarbiavimas atneštų akivaizdžią naudą, ypač skatinant mažumos akcininkų dalyvavimą bendrovės valdyme. Atsižvelgiant į aukščiau išdėstytus Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos suformuotus leidžiamo bendradarbiavimo atvejus, akcininkai neperžengdami tam tikrų ribų galėtų laisvai bendradarbiauti nerizikuodami, kad tokia veikla bus pripažinta sutartu veikimu. Tačiau papildomos gairės galėtų būti reikalingos tam, kad akcininkų bendradarbiavimas netaptų manipuliavimu rinka ar kitu būdu nepažeistų teisės aktų reikalavimų.

Akcininkų ne rezidentų identifikavimo mechanizmas galėtų būti nustatytas tik tarptautiniu ar Europos Sąjungos lygmeniu, todėl jo negalima nustatyti Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse. Tačiau net ir tada, kai bendrovei nepavyksta gauti informacijos apie užsienyje įsikūrusius akcininkus, bendradarbiavimas tarp žinomų akcininkų gali būti skatinamas tiek apsiribojant žinomų akcininkų sąrašo suteikimu to prašantiems akcininkams, tiek ir didesnių organizavimo išlaidų reikalaujantis, bet galimai efektyvesnis elektroninio akcininkų forumo kūrimas..

4.3 Dalyvavimo visuotiniuose akcininkų susirinkimuose elektroninės komunikacijos priemonėmis galimybė

Galimybė akcininkams dalyvauti susirinkimuose elektroninio ryšio priemonėmis galėtų paskatinti bendrovės valdyme aktyviau dalyvauti bendrovės valdyme ir tinkamiau pasinaudoti savo teisėmis, išvengiant trikdžių, kuriuos galėtų sukelti akcininko negalėjimas ar nenoras fiziškai dalyvauti susirinkime¹¹⁸.

Tam tikrose JAV valstijose yra sudarytos sąlygos tiek hibridiniams (susirinkimams, kurie vyksta gyvai, tačiau kai kurie akcininkai dalyvauja interneto pagalba), tiek ir skaitmeniniams (organizuojamiems vien tik internetu, tuo pačiu metu nevykstant gyvam susirinkimui) susirinkimams¹¹⁹. Egzistuoja technologijos, leidžiančios pasinaudoti tokia galimybė¹²⁰ ir bendrovių, organizuojančių hibridinius arba visiškai skaitmeninius

¹¹⁸ VAN DER KRANS, A. *The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work?* Journal of International Commercial Law and Technology, 2007, p. 32.

¹¹⁹ NOKED, N. Online Shareholder Participation in Annual Meetings [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 24 d.] prieiga per internetą: <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/07/19/online-shareholder-participation-in-annual-meetings/>.

¹²⁰ Tam tikros IT bendrovės teikia virtualių arba hibridinių akcininkų susirinkimų organizavimo sistemas, kaip viena populiariesnių paminėtina Broadridge Financial Solutions, Inc.

susirinkimus, skaičius JAV auga, hibridinius susirinkimus organizuoja tokios bendrovės kaip Microsoft, Intel, Hewlett-Packard¹²¹.

2007 m. liepos 11 d. priimta Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje¹²². Be kitų klausimų, šia direktyva taip pat reguliuojami ir dalyvavimo visuotiniame akcininkų susirinkime elektroninėmis priemonėmis. Minėtos direktyvos 8 str. 1 dalyje įtvirtintas įpareigojimas valstybėms narėms leisti bendrovėms siūlyti savo akcininkams bet kurį dalyvavimo visuotiniame susirinkime būdą naudojantis elektroninėmis priemonėmis. Ši direktyvos nuostata yra perkelta į ABĮ 21 str. 4 dalį, kurioje nurodyta, kad bendrovė „gali sudaryti galimybę akcininkams visuotiniame akcininkų susirinkime dalyvauti ir balsuoti elektroninių ryšių priemonėmis“. Tai lemia, kad bendrovės niekaip nėra įpareigojamos užtikrinti balsavimo elektroninio ryšio priemonėmis galimybę, tiesiog tam yra sudaromos sąlygos.

Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso 6.7. punkte įtvirtinta rekomendacija balsavimo procese plačiau taikyti modernias technologijas ir sudaryti galimybę balsuoti akcininkų susirinkimuose naudojantis telekomunikacijų galiniais įrenginiais. Iš trisdešimties NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamų bendrovių, nei viena nesilaiko šio principo, o penkios nurodė, kad šis principas joms nėra aktualus. Kaip esminius šio principo netaikymą ar nesilaikymą paaiškinančius argumentus, daugelis bendrovių nurodo poreikio bei pageidavimų iš akcininkų pusės nebuvimą. Taip pat nemažai bendrovių nurodo didelius balsavimo telekomunikacijų galiniais įrenginiais sistemos įdiegimo kaštus bei technologines kliūtis, tokias kaip balsuojančio akcininko tapatybės nustatymas. Be to, iš bendrovių paaiškinimų galima spręsti, kad esama tvarka, kai akcininkai gali balsuoti iš anksto užpildę bendrąjį balsavimo biuletenį arba per savo atstovus, yra pakankamai efektyvi užtikrinti net ir negalinčių asmeniškai atvykti į visuotinius akcininkų susirinkimus akcininkų teisę išreikšti savo poziciją.

Atsižvelgiant į tai, kad bendrovės nesiima iniciatyvos pačios spręsti balsavimo elektroninio ryšio priemonėmis klausimo, gali būti svarstomas šio klausimo sprendimas nacionaliniu lygmeniu. Puikiu pavyzdžiu galėtų būti Estijoje įgyvendinamos „e-

<http://www.broadridge.com/corporate-issuer-solutions/annual-meeting/annual-meeting/virtual-shareholder-meeting>

¹²¹ McGregor, J. *More companies are going virtual for their annual shareholder meeting* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 25 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2015/03/17/more-companies-are-going-virtual-for-their-annual-shareholder-meetings/>.

¹²² Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:LT:PDF>.

Residency“ sistemos panaudojimas balsavimo elektroninėmis priemonėmis sistemai kurti. Pasinaudodami blokų grandinės principu paremta „e-Residency“ sistema, NASDAQ Estijoje ėmė įgyvendinti e-balsavimo sistemos formavimą, kuri leistų efektyviai identifikuoti akcininkus ir leistų Estijos gyventojams ir e-rezidentams – reguliuojamos vertybinių popierių rinkos bendrovių akcininkams – suteikti galimybę balsuoti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose naudojantis skaitmeninėmis priemonėmis¹²³. Bendrovėms savo paaiškinimuose deklaruojant poreikio iš akcininkų pusės nebuvimą dėl egzistuojančių pakankamai efektyvių alternatyvų, papildomas dalyvavimo visuotiniuose akcininkų susirinkimuose elektroninio ryšio priemonėmis skatinimas šiuo metu galimai nebūtų tikslingas.

5. Sistemos „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ problematika. Įmonių valdymo kodeksų stebėseną ir įgyvendinimas

Principas „laikykis taisyklių arba paaiškink“ yra esminė beveik visų bendrovių kodeksų dalis¹²⁴. Pagal šį principą bendrovės, turi teisę nukrypti nuo bendrovių valdymo kodekso nuostatų tada, jei šios paaiškina savo sprendimą taip pasielgti¹²⁵. Pripažįstama, kad tam tikrai atvejais nukrypimas nuo bendrovių valdymo kodekso nuostatų gali leisti valdyti įmonę efektyviau, todėl taikant principą „laikykis taisyklių arba paaiškink“ bendrovėms suteikiama galimybė lanksčiai priderinti įmonės valdymą atsižvelgiant į bendrovės dydį, akcijų valdymo struktūrą arba sektoriaus ypatumus ir išvengti vieno konkretaus modelio, prie kurio tektų prisitaikyti visais atvejais, taikymo¹²⁶. Tai ypač svarbu tada, jei bendrovės veikia reikšmingai skirtingose srityse, turinčiose įvairią kilmę ir struktūrą, nes taikydamos „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principu paremtą

¹²³ Nasdaq blokų grandinės technologija transformuos Estijos „e-Residency“ programos akcininkų e-balsavimą [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 30 d.]. Prieiga per internetą: <https://globenewswire.com/news-release/2016/02/12/810234/0/lt/Nasdaq-blok%C5%B3-grandin%C4%97s-technologija-transformuos-Estijos-e-Residency-programos-akcinink%C5%B3-e-balsavim%C4%85.html>.

¹²⁴ SEIDL, D.; SANDERSON, P.; ROBERTS, J. *Applying 'Comply-Or-Explain': Conformance With Codes of Corporate Governance in the UK and Germany* [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: http://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp389.pdf.

¹²⁵ HADJIKYPRIANOU, G. C. *The Principle of "Comply or Explain" Underpinning the UK Corporate Governance Regulation: Is There a Need for a Change?* *Corporate Law: Corporate Governance Law Journal*, 2015 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2690687>.

¹²⁶ WEN, S. *Shareholder Primacy and Corporate Governance: Legal Aspects, Practices and Future Directions*. Routledge, 2013, p. 128; MOORE, M. T. *"Whispering Sweet Nothings": The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance*. *Journal of Corporate Law Studies*, 2009, p. 101.

reguliuojamą tokios bendrovės pasiekia geresnių rezultatų nei paklusdamos bendram visais atvejais vienodam privalomam reguliavimui¹²⁷.

Tradiciskai, iš bendrovių yra tikimasi tinkamo bendrovių valdymo kodeksuose keliamų rekomendacijų laikymosi nenustatant teisinių sankcijų už jų nesilaikymą¹²⁸. Kodekse keliamų rekomendacijų nesilaikymas negali būti laikomas teisėtumo problema, nes pagal „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ principą, nesilaikymas yra visiškai teisėtas tol, kol tam yra pateikiamas paaiškinimas¹²⁹.

Pareiga „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo laikytis teikiant paaiškinimus apie Listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą nustatyta paties kodekso preambulėje, kurioje nustatyta rekomendacija bent kartą per metus viešai paskelbti pranešimą apie bendrovės valdymą pagal šio kodekso nuostatas (rekomenduotina, kad toks pranešimas būtų metinio pranešimo dalis) ir jame be kitų dalykų nurodyti, kokių kodekso rekomendacijų nėra laikomasi ir dėl kokių priežasčių. Privalomas įpareigojimas pateikti informaciją apie Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso nustatytas laikymąsi Vertybinių popierių įstatymo 21 str. 3 dalyje. Šioje įstatymo nuostatoje taip pat įtvirtintas ir įpareigojimas metiniame pranešime nurodyti, kokių konkrečiai nuostatų ir dėl kokių priežasčių nesilaikoma. Tokios įstatymo nuostatos egzistavimas lemia, kad nors pačių Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų laikymasis nėra privalomas, tačiau paaiškinimų dėl tokio nesilaikymo teikimas yra privaloma metinės ataskaitos dalis.

5.1 „Laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ principo efektyvumas

Didžiosios Britanijos bendrovių valdymo kodekso preambulėje nurodoma:

„bendrovės turi turėti teisę paaiškinti savo valdymo politiką principų kontekste, įskaitant visas specialias aplinkybes, privedusias prie konkretaus požiūrio. Akcininkai ir kiti turi įvertinti šią bendrovės ataskaitos dalį“.

Tai tam tikrų autorių nuomone lemia, kad esminę reikšmę efektyviam „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ principo veikimui turi akcininkų dėmesys bendrovės teikiamiems paaiškinimams, o jei akcininkai neverčia bendrovės pateikti geresnius paaiškinimus, bendrovės turi teisę to nedaryti¹³⁰. Tačiau net „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“

¹²⁷ ARCOT, S; BRUNO, V. *One size Does Not Fit All, After All: Evidence From Corporate Governance*. 1st Annual Conference on Empirical Legal Studies, 2007 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887947.

¹²⁸ PASS, C. The revised Combined Code and corporate governance: An empirical survey of 50 large UK companies. *Managerial Law*, Vol. 48 Iss: 5, 2006, p. 441 – 475.

¹²⁹ SHRIVES, P. J.; BRENNAN, N. M. *A typology for exploring the quality of explanations for non-compliance with UK corporate governance regulations*. *The British Accounting Review*, 2014, p. 12.

¹³⁰ FAURE-GRIMAUD, A.; ARCOT, S; BRUNO, V. *Corporate Governance in the UK: is the Comply-or-Explain Approach Working?* *Corporate Governance at LSE*, 2005 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 20

principo kilmės šalimi laikytinoje Didžiojoje Britanijoje atlikto tyrimo rezultatai¹³¹ atskleidžia, kad akcininkams labiau rūpi ne paaiškinimai dėl nukrypimų nuo rekomendacijų, o pats rekomendacijų laikymasis tada, kai pablogėja bendrovių rezultatai. Akcininkai ne visais atvejais, o ypač besivystančių šalių, neturinčių ilgamečių bendrovių valdymo tradicijų, kontekste neturi pakankamai galių bei noro stebėti bendrovių valdymo kodeksų laikymąsi ir skatinti bendroves pateikti tinkamus paaiškinimus, todėl valstybės prievartos priemonėmis neparemtų kodeksų priėmimas neturi jokio poveikio praktikoje¹³².

5.2 Įmonių pareiškimuose pateikiamų paaiškinimų kokybės gerinimas

Europos Komisijos rekomendacijų dėl įmonių valdymo ataskaitų kokybės¹³³ 8 straipsnyje nustatyta tokia kiekvieno nukrypimo nuo kodekso rekomendacijų atveju pateiktina informacija:

- a) paaiškinti, koku būdu bendrovė nukrypo nuo rekomendacijos;
- b) apibūdinti tokio nukrypimo priežastis;
- c) apibūdinti, kaip bendrovėje buvo priimtas sprendimas nukrypti nuo rekomendacijos;
- d) jeigu nukrypimas turi terminą – paaiškinti, kada bendrovė numato laikytis konkrečios rekomendacijos;
- e) jei tai atitinka situaciją, apibūdinti alternatyvią priemonę, kurios imtasi vietoj rekomenduojamosios, ir paaiškinti, kaip ta priemone siekiama svarbiausio konkrečios rekomendacijos ar viso kodekso tikslo, kaip ja prisidedama prie gero bendrovės valdymo.

Teisės doktrinoje naudojami ir kitokie paaiškinimų tinkamumo vertinimo kriterijai. Tam tikri autoriai apsiriboja paaiškinimų skirstymu į priimtinius ir nepriimtinius¹³⁴, kitų autorių atliktuose tyrimuose paaiškinimai skirstomi į konkrečius paaiškinimus, bendro pobūdžio paaiškinimus ir atvejus, kai paaiškinimai nėra pateikti¹³⁵. Savo straipsnyje¹³⁶ Philip J. Shrives ir Niamh M. Brennan pateikia itin išsamią paaiškinimų vertinimo tipologiją, paremtą ankstesne bendresnio pobūdžio Vivien Beattie, Bill McInnes ir Stella

d.]. Prieiga per internetą: http://eprints.lse.ac.uk/24673/1/dp581_Corporate_Governance_at_LSE_001.pdf, p.15.

¹³¹ *Ibid.*, p. 16, 17.

¹³² ARARAT, M. "Comply Or Explain" Without Consequences; The Case Of Turkey Corporate Governance Forum, 2010 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1599831.

¹³³ 2014 m. balandžio 9 d. Europos Komisijos rekomendacija dėl įmonių valdymo ataskaitų kokybės (principas „laikykis taisyklių arba paaiškink“) (2014/208/ES).

¹³⁴ *Ibid.* 128, p. 469.

¹³⁵ AKKERMANS, D; VAN EES, H; HEMES, N *et. al.* Corporate Governance in the Netherlands: an overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004. Corporate Governance: An International Review, 2007, p. 1106-1118.

¹³⁶ *Ibid.* 129.

Fearnley suformuota metinių pranešimų analizės ir vertinimo metodologija¹³⁷. P. J. Shrives ir N. M. Brennan savo metodologija skirsto paaiškinimų kokybės vertinimą į septynis elementus:

1. vietą ataskaitoje;
2. suprantamumą;
3. mimetikos (mėgdžiojimo) pasireiškimą;
4. ilgį;
5. sudėtingumą;
6. specifiškumą;
7. patvirtinimą.

5.2.1 Empirinio listinguojamų bendrovių tyrimo metodologija

Siekiant ištirti NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių paaiškinimų kokybę, remiamasi P. J. Shrives ir N. M. Brennan išdėstyta metodologija, o vertinant paaiškinamų išsamumą kaip vieną iš kokybės elementų, iš dalies pasiremta Europos Komisijos rekomendacija dėl įmonių valdymo ataskaitų kokybės. Patvirtinimo kriterijus nebus nagrinėjamas atskirai, nes yra atliekamas tik listinguojamų bendrovių finansinių ataskaitų ir metiniame pranešime pateikiamos finansinės informacijos, tačiau pagal Lietuvos teisę nėra atliekamas paaiškinimų apie Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi auditas, taigi šis kokybės vertinimo aspektas yra neaktualus. Taip pat paaiškinimai nebus vertinami pagal jų ilgį, nes ryšys tarp paaiškinimų ilgio ir kokybės yra ginčytinas, be to, reikšmingai skiriasi ne vien paaiškinimų, bet ir skirtingų rekomendacijų ilgiai, todėl būtų sudėtinga atsakyti, koks paaiškinimų ilgis būtų pakankamas.

Paaiškinimų kokybės tyrimo metu nebuvo plačiau tiriamas bendrovės patvirtinimo dėl bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų laikymosi teisingumas, tačiau pastebėtina, kad bendrovės, nurodančios, kad laikosi tam tikros rekomendacijos, galimai ne visais atvejais iš tikro jos laikosi. Kaip pavyzdys paminėtini AB „Žemaitijos pienas“ komentarai dėl Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų 3.6. – 3.11., susijusių su nepriklausomais valdybos ir stebėtojų tarybos nariais. Nors bendrovė prie 3.6. rekomendacijos nurodo, kad valdybą sudaro nepriklausomi valdybos nariai, tačiau tolesniuose su nepriklausomumu susijusiuose paaiškinimuose nurodo, kad bendrovės valdyboje esantys nariai nėra visiškai nepriklausomi, taip visiškai neatsižvelgiant į

¹³⁷ BEATTIE, V.; MCINNES, W.; FEARNLEY, S. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205-236.

Listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą kaip visumą. Net pagrindinių 3.7. rekomendacijoje nustatytų kriterijų neatitinkantis valdybos narys negalėtų būti laikomas nepriklausomu 3.6. rekomendacijos prasme. Bendrovių paaiškintuose galimai yra ir daugiau panašaus pobūdžio neteisingų patvirtinimų dėl kodekso nuostatų laikymosi, tačiau jų nustatymui galėtų prireikti viešai neprieinamos informacijos apie tikrąjį bendrovių vidinį valdymą, todėl šiame darbe bus taikoma prezumpcija, kad listinguojamose bendrovės patvirtindamos Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų laikymąsi tai padarė teisingai ir dėmesys bus sutelkiamas į paaiškinimus dėl nuostatų nesilaikymo.

Pastebėtina, kad paaiškinimuose pasitaiko akivaizdžių korektūros klaidų, pavyzdžiui, AB „Rokiškio sūris“ pranešime nieko nėra parašyta prie 9.3. rekomendacijos, o 10.7. rekomendacija apskritai praleista¹³⁸.

Kritiškai vertintini atvejai, kai paaiškinkime bendrovė nurodo, kad rekomendacijos nesilaikoma dėl to, kad rekomenduojama priemonė nėra reikalaujama įstatymu. Tokios situacijos pavyzdžiu galėtų būti AB „Linas“ pranešime prie 3.5. rekomendacijos nurodyta aplinkybė, kad „Individuali programa nėra numatyta, nes to nereikalauja jokie įstatymai“¹³⁹. Tai negali būti laikoma tinkamu paaiškinimu, nes Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso nuostatų taikymas tik tada, kai rekomendacijų reikalavimai yra įtvirtinti įstatymu, pažeistų pačią kodekso esmę ir teisinio reguliavimo lankstumą, kurį siekiama užtikrinti.

5.2.2 Paaiškinimų vieta ataskaitoje ir suprantamumas

Tiek paaiškinimų vieta ataskaitoje, tiek ir paaiškinimų suprantamumas aptariami kartu dėl to, kad abu šie požymiai yra susiję su bendru visų paaiškinimų pateikimu, o ne konkrečių paaiškinimų turinio savybėmis.

Paaiškinimų vieta ataskaitoje reikšminga dėl to, kad investuotojai turi ribotą galimybę sutelkti dėmesį, todėl skirtingi būdai pateikti tą pačią informaciją gali turėti reikšmingą poveikį jų suvokimui¹⁴⁰. Daugelis NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamų

¹³⁸ AB „Rokiškio sūris“ 2014 metų konsoliduoto metinio pranešimo priedas pranešimas apie Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi 2014 metais, p. 77, 79 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/rsu/2014_ar_lt_ltl_con_ias.pdf.

¹³⁹ AB „Linas“ 2014 metų konsoliduoto metinio pranešimo priedas pranešimas apie Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi 2014 metais, p. 3 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/lins/2014_ar_lt_ltl_con_ias.pdf.

¹⁴⁰ HIRSHLEIFER, D.; TEOH, S. H.. Limited attention, information disclosure and financial reporting. Journal of Accounting and Economics, 2003, p. 51.

bendrovių ataskaitas paaiškinimus teikia kaip metinio pranešimo priedus, išskirtina tik AB „Dvarčionių keramika“, teikianti pranešimą apie Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi metinio pranešimo viduryje. Tikslesnis įpareigojimas teikti nustatytos formos pranešimus apie kodekso laikymąsi kaip pranešimo priedus leistų užtikrinti, kad investuotojams būtų kiek paprasčiau surasti šią informaciją.

Suprantamumas. Beveik visos NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamos bendrovės laikosi 2010 m. vasario 9 d. AB NASDAQ OMX Vilnius valdybos posėdyje priimtose NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymosi atskleidimo tvarkos 1 priede pateikiamos kodekso laikymosi atskleidimo formos. Vienintelė išimtis yra AB „Linus Agro Group“, kuri vietoje lentelės išvardija principus bei rekomendacijas ir prie kiekvieno iš jų pateikia bendrovės komentarus. Nors savaime nukrypimas nuo standartinės formos nėra neigiamas sprendimas, tačiau pastebėtina, nurodytų būdu pateikiant informaciją, skaitytojui ne visada aišku, ar bendrovė laikosi nurodyto principo ir jei taip, ar pilna apimtimi. Neaktualūs Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso punktai yra nurodyti tiesiogiai, taip pat kai kur nurodoma, kad rekomendacijos yra laikomasi pilna apimtimi, tačiau kiti, net jei ir labai išsamūs paaiškinimai, neretai neleidžia susidaryti aiškaus įspūdžio, ar bendrovė laikosi atitinkamų kodekso rekomendacijų.

Tai lemia, kad nors formos taikymas ir toliau galėtų būti savanoriškas, tačiau jei tokie formos elementai kaip aiškiai ir nedviprasmiškai išreikštas rekomendacijos laikymasis/nesilaikymas/aktualumas būtų privalomi, tai galėtų padėti išvengti ne iki galo aiškių paaiškinimų teikimo atvejų.

5.2.3 Paaiškinimų specifiškumas

Konstatuojamojo pobūdžio paaiškinimai yra tokie, kuriais yra paaiškinama, kaip buvo nukrypta nuo rekomendacijos, tačiau nėra nurodomos nesilaikymo priežastys, pritaikytos alternatyvios priemonės ar planai laikytis rekomendacijos ateityje. Tokio paaiškinimo pavyzdžiu galėtų būti AB „Utenos trikotažas“ 4.12. rekomendacijos dėl skyrimo komiteto funkcijų nesilaikymo paaiškinimas: „Nėra skyrimo komiteto“¹⁴¹. Toks paaiškinimas tik formaliai galėtų būti laikomas paaiškinimu, nes informacija apie tai, kaip buvo nukrypta nuo rekomendacijų savaime nepaaiškina nukrypimo priežasčių, todėl nėra įgyvendinamas

¹⁴¹ AB „Utenos trikotažas“ 2014 metų konsoliduoto metinio pranešimo priedas. AB „Utenos trikotažas“ pranešimas apie Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi 2014 metais, p. 99 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/utr/2014_ar_lt_ltl_con_ias.pdf.

„laikykitis taisyklių arba paaiškink“ principas. Dėl šių priežasčių tai laikytina antru pagal blogumą paaiškinimų tipu po atveju, kai paaiškinimas apskritai nepateikiamas.

Prie bendro pobūdžio paaiškinimų priskiriami tie, kuriais nors iš dalies atsakoma į klausimą „kodėl?“, tačiau be papildomų paaiškinimų atsakymas vis vien nepateisina principo nesilaikymo. Pavyzdžiui, AB „Vilniaus degtinė“, pateikia tokį paaiškinimą dėl 8.6.-8.23. rekomendacijų nesilaikymo: „įmonė viešai neskelbia atlyginimų politikos, nes tai įmonės konfidenciali informacija. Įmonėje nėra praktikos atlyginti akcijomis“¹⁴². Toks paaiškinimas negali būti laikomas išsamiu, nes tokiu atveju turėtų būti pagrindžiama, kodėl tokio pobūdžio informacija yra konfidenciali.

Išsamiais laikomi tokie paaiškinimai, kuriuo neapsiribojama vien formaliu paaiškinimu, kodėl nesilaikoma tam tikro principo, tačiau išdėstomos alternatyvios priemonės, taikomos vietoje nurodytų rekomendacijoje (jei tokios taikomos), paaiškinimai apie tai, kada planuojama taikyti rekomendaciją ir/ar kokio sprendimo pagrindu rekomendacija netaikoma. Nėra būtina, kad paaiškiniame būtų visi šie elementai, išsamų atsakymą sudaro pakankama elementų kombinacija. Kaip išsamaus paaiškinimo pavyzdys pateiktinas AB „TEO LT“ paaiškinimas dėl 2.1. rekomendacijos nesilaikymo, kuriame nurodoma:

„Bendrovėje nesudaroma stebėtojų taryba, tačiau jos funkcijas iš esmės atlieka valdyba, kuri atstovauja tiek pagrindiniam, tiek smulkiems akcininkams, ir kurios nariai nėra įtraukti į kasdienę įmonės veiklą. Reguliarūs valdybos posėdžiai, kuriuose Bendrovės vadovų komanda reguliariai atsiskaito už įmonės valdymą, užtikrina efektyvią Bendrovės veiklos priežiūrą ir kontrolę.“¹⁴³

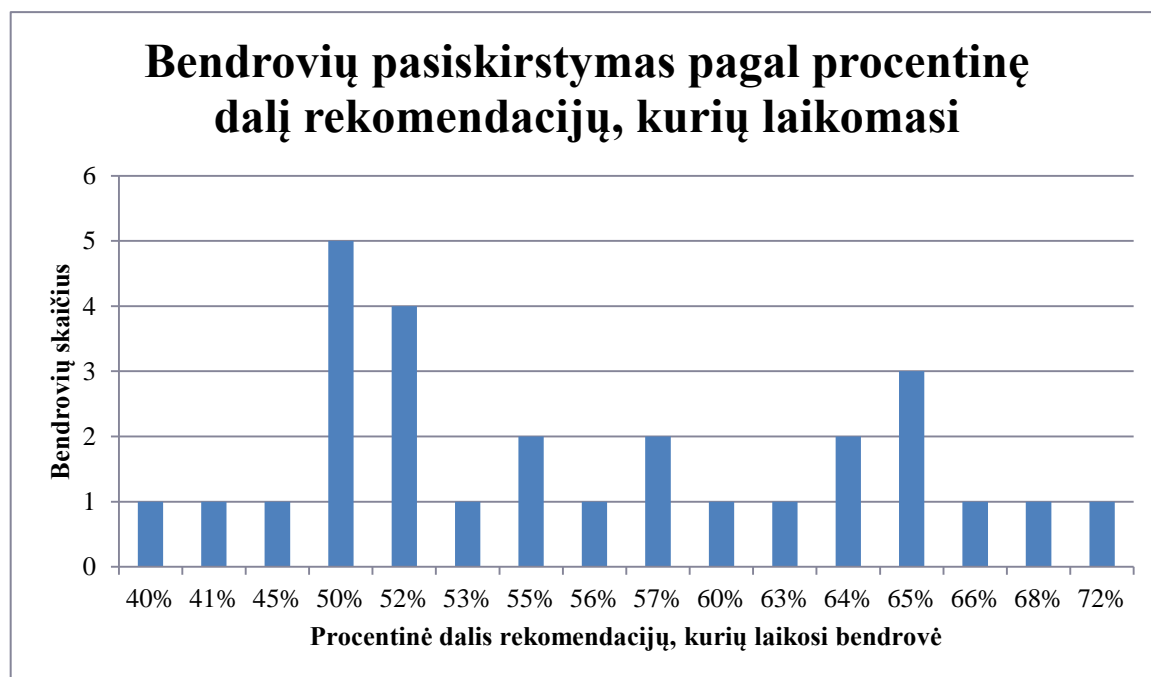
Nors ir šiame paaiškiniame galima pastebėti trūkumų (nėra paaiškinama, dėl kokių priežasčių nuspręsta nesudaryti stebėtojų tarybos), tačiau jis yra išsamus, pakankamai aiškiai išdėstoma, kokiomis alternatyviomis priemonėmis siekiama įgyvendinti rekomendacijoje išskeltus tikslus.

Siekiant iširti bendrovių teikiamų ataskaitų kokybę buvo atliktas visų NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių pateikiamų paaiškinimų vertinimas, kiekvieną bendrovių pateikiamą paaiškinimą įvertinant pagal aukščiau nurodytus kriterijus. Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse yra 88 rekomendacijos (neskaidant

¹⁴² AB „Vilniaus degtinė“ 2014 metų metinio pranešimo priedas pranešimas apie Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi 2014 metais. [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/vdg/2014_ar_lt_ltl_solo_ias.pdf.

¹⁴³ TEO LT, AB Konsoliduoto metinio pranešimo priedas. Valdymo kodekso laikymosi atskleidimas už 2014 m. gruodžio 31 d. pasibaigusius metus [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/teo/2014_ar_lt_ltl_con_ias.pdf.

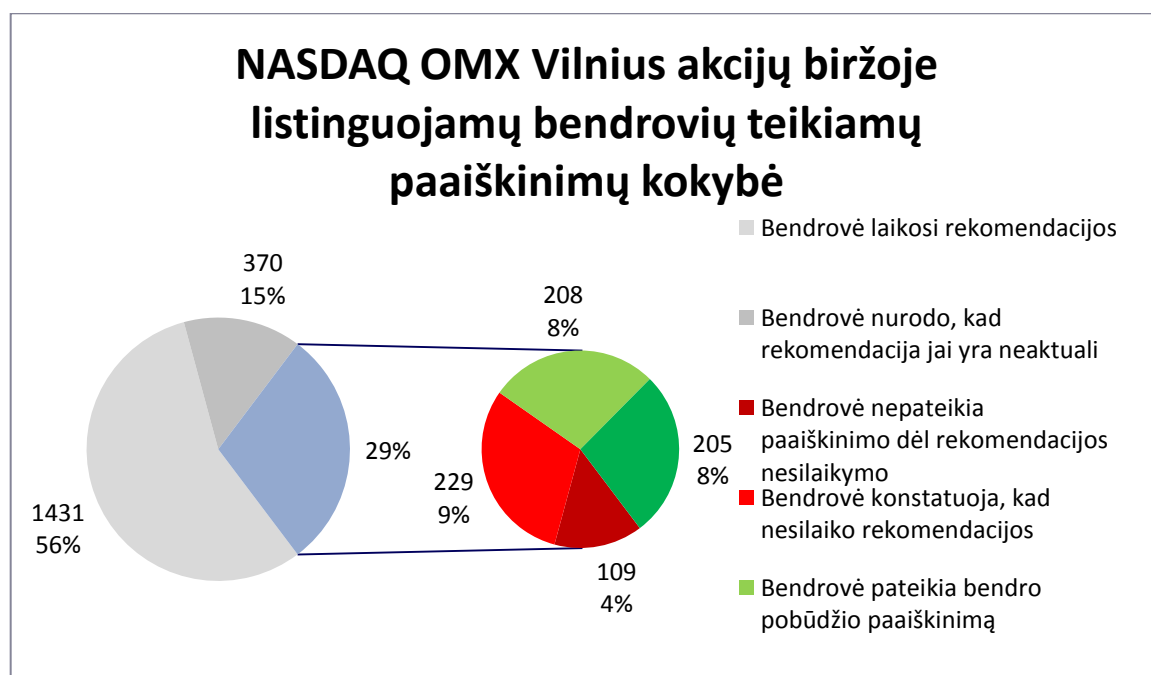
rekomendacijų į smulkesnes dalis), todėl 29 tirtos NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamos bendrovės bendrai turėjo pateikti 2552 paaiškinimus dėl rekomendacijų laikymosi. Tyrimo pagrindu suformuota lentelė pateikiama pirmame magistro darbo priede, o žemiau pateikiami apibendrinti tyrimo rezultatai.



2 paveikslas. **Bendrovių, besilaikančių tam tikros dalies principų, skaičius.**

Šaltinis: 1 priede išdėstyti empirinio tyrimo rezultatai.

Kaip matyti iš aukščiau pateiktos lentelės, tyrimas atskleidė, kad nei viena bendrovė nesilaiko visų Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų. Didžiausios dalies rekomendacijų laikosi AB „TEO LT“ (63 iš 88), mažiausios – AB „Linus“ (36 iš 88).



3 paveikslas. NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamų bendrovių paaiškinimų kokybė ir atvejai, kai bendrovės laikosi rekomendacijų.

Šaltinis: 1 priede išdėstyti empirinio tyrimo rezultatai.

Kaip matyti iš 3 paveikslo, bendrovės vidutiniškai laikosi tik kiek daugiau nei pusės Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų. Atsižvelgiant į tai, kad principas „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ turėtų būti taikomas tik tada, kai bendrovė turi pakankamą pagrindą nukrypti nuo rekomendacijų, toks didelis skaičius principų, kurių nėra laikomasi vertintinas neigiamai, ypač atsižvelgiant į pakankamai didelį skaičių nekokybiškų paaiškinimų. Daugiausiai paaiškinimų dėl nesilaikymo nepateikusi yra AB „Dvarčionių keramika“ (trisdešimt. Konstatuojamojo pobūdžio paaiškinimų nebuvo tik AB „Linas Agro Group“ ir AB „Lietuvos energija“ pranešimuose, o tokių paaiškinimų daugiausiai pateikė AB „Grigeo Grigiškės“ (trisdešimt vienas). Bendro pobūdžio paaiškinimų daugiausiai pateikė AB „Vilniaus degtinė“ (dvidešimt du). Visa tai parodo, kad nors bendrovės pateikia pakankamai nemažai tinkamos ar pakankamos kokybės paaiškinimų, reikšmingą paaiškinimų dalį užima konstatuojamieji paaiškinimai ir atvejai, kai paaiškinimai apskritai nebuvo pateikti. Šią situaciją galimai galėtų padėti spręsti paaiškinimų dėl rekomendacijų laikymosi gairių, kuriose būtų įtvirtinti konkretesni reikalavimai paaiškinimų turiniui, parengimas.

Tik 16 ir 88 rekomendacijų (1.2., 1.4., 4.1., 4.4., 5.1., 5.3., 6.1., 6.2., 6.4.-6.6., 7.1., 7.2., 9.1., 9.2. ir 10.6.) nurodo besilaikančios visos bendrovės. Visgi, aktualesnės kokybės klausimu yra rekomendacijos, kurių nesilaiko nei viena bendrovė ir jų nesilaikymo priežastys. Į šį sąrašą patenka 6.7. rekomendacija dėl galimybių balsuoti akcininkų susirinkimuose, kurios nesilaikymo priežastys nagrinėtos šio darbo 4.3. skyriuje. Visos kitos rekomendacijos, kurių nesilaiko bendrovės, susijusios su bendrovės atlyginimų politikos nustatymo principu. Esminė priežastis, kurią nurodo bendrovės nesilaikydamos 8.5. 8.9 ir 8.12 rekomendacijų yra informacijos apie vadovų atlyginimus priskyrimo konfidencialiai informacijai. Nors tam tikromis aplinkybėmis tokia informacija iš tikro gali būti pripažįstama konfidencialia, bendrovės turėtų neapsiriboti paaiškinimu, kad tai laikoma konfidencialia informacija ir plačiau pagrįsti, kodėl tokia informacija negali būti pavišinta. Geresnio šių rekomendacijų laikymosi pasiekti būtų įmanoma skatinant bendroves gerinti paaiškinimų kokybę, nes bendrovės galimai atsisakytų tokios informacijos traktavimo konfidencialia tada, jei privalėtų paaiškinti, kodėl jos atskleidimas sukeltų bendrovei žalą. 8.19 – 8.23 rekomendacijų bendrovės dažniausiai nesilaiko todėl, kad schemas, kai bendrovių vadovams atlyginama akcijomis nėra paplitusios, todėl bendrovės nesilaiko ir tokią atlyginimo schemą reguliuojančių

rekomendacijų. Nemažai įmonių dėl šios priežasties apskritai neįtraukia šių rekomendacijų į savo ataskaitą, tačiau tokia praktika kritikuotina dėl to, kad bendrovės neturėtų savavališkai pašalinti joms nepatogių rekomendacijų. Sudėtinga vertinti, kokiomis priemonėmis atlyginimo nustatymo akcijomis schemos populiarumas galėtų būti padidintas. Rekomendacijose nustatyti tokio akcijų suteikimo apribojimai, o kolegialaus organo narys, gaudamas atlyginimą akcijomis, tuo pačiu rizikuotų, kad perduodamas tokiu būdu įgytas akcijas būtų apkaltintas viešai neatskleistos informacijos panaudojimu, o už tai numatyta tiek administracinė (Administracinių teisės pažeidimų kodekso¹⁴⁴ 17³⁵ str.), tiek ir baudžiamoji atsakomybė (Baudžiamojo Kodekso¹⁴⁵ 217 str.).

6. Teisinių priemonių taikymo galimybė tada, kai bendrovės netinkamai laikosi „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo

Kaip jau buvo minėta septintame šio darbo skyriuje, Vertybinių popierių įstatymo 22 str. 3 dalyje įtvirtinta pareiga į metines ataskaitas ne vien įtraukti informaciją apie bendrovių valdymo kodekso laikymąsi, bet ir paaiškinti, kodėl nesilaikoma tam tikrų kodekso nuostatų. Nors praktikoje dar nėra iškilę tokios situacijos, tačiau atsižvelgiant į tokiu būdu įstatyme įtvirtintą pareigą, Lietuvos bankas, kaip finansinių priemonių rinkų priežiūros institucija, galėtų nustatiusi pažeidimus dėl neteikiamų paaiškinimų, taikyti Vertybinių popierių įstatymo 51 str. 1 dalyje nustatytas poveikio priemones: asmens paskelbimą, nurodant jo padarytą pažeidimą, įspėjimą dėl veiklos trūkumų arba piniginę baudą (pagal šio įstatymo 52 str. 1 d. 1 punktą 21 straipsnio nustatytų reikalavimų nesilaikančioms bendrovėms gali būti skirta iki 10 000 000 eurų arba iki 5 procentų paskutinių finansinių metų pajamų dydžio bauda). Nors ši nuostata savaimė negalėtų paskatinti bendrovės pagerinti teikiamų paaiškinimų kokybės, tačiau galėtų paskatinti bendrovės vengti situacijų, kai paaiškinimai apskritai nėra pateikiami arba vietoje paaiškinimų taikomi konstatuojamojo pobūdžio sakiniai, paprasčiausiai patvirtinantys faktą, kad bendrovė tiesiog nesilaiko atitinkamos rekomendacijos, nes tokių teiginių apskritai negalima laikyti paaiškinimais.

Manytina, kad toks jau šiuo metu įtvirtintas, tačiau netaikomas reguliavimas, sudarantis sąlygas Lietuvos bankui valstybės prievartos priemonėmis priversti bendrovės bent jau iš tikro pritaikyti „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principą vietoje formalus

¹⁴⁴ Administracinių Teisės Pažeidimų Kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). Vyriausybės žinios, 1985-01-01, Nr. 1-1.

¹⁴⁵ Baudžiamasis Kodeksas (su pakeitimais ir papildymais).. Valstybės žinios, 2000-10-25, Nr. 89-2741.

netinkamo šios metinės ataskaitos dalies sutvarkymo, galėtų reikšmingai prisidėti prie šio principo realaus ir pilnaverčio įgyvendinimo.

Tuo tarpu galimybė atlikti išsamesnę bendrovių teikiamų paaiškinimų turinio priežiūrą Lietuvos bankui kaip finansinių priemonių rinkų priežiūros institucijai būtų suteikta tada, jei ši listinguojamų bendrovių teikiama informacija būtų priskiriama prie reglamentuojamos informacijos. Tada Lietuvos bankas kaip stebėsenos įstaiga būtų įgaliota tikrinti, ar turima informacija (visų pirma paaiškinimai) yra pakankamai informatyvi ir visapusiška. Tokia idėja buvo išreikšta Žaliojoje Knygoje¹⁴⁶, siūlant įmonių valdymo pareiškimą apibrėžti kaip reglamentuojamą informaciją, kaip apibrėžta Direktyvos 2004/109/EB 2 straipsnio 1 dalies k punkte, ir taip ją priskirti nacionalinių kompetentingų institucijų įgaliojimams, nustatytiems direktyvos 24 straipsnio 4 dalyje. Esminė tokios siūlytinios sistemos kritika yra ta, kad tai neatitinka pradinės principo „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ dvasios, nes Didžiojoje Britanijoje akcininkai vertina paaiškinimų kokybę, o priežiūros institucijos tik padeda suformuluoti aiškų suvokimą, kokie turėtų būti paaiškinimai ir negali pakeisti akcininkų¹⁴⁷. Visgi, atsižvelgiant į esamą padėtį ir bendrovių valdymo kodeksų laikymosi tradicijų nebuvimą, bendrovių teikiamų paaiškinimų priskyrimas prie reglamentuojamos informacijos galėtų reikšmingai pasitarnauti skatinant bendroves rimtai, išsamiai ir ne formaliai patekti paaiškinimus..

¹⁴⁶ *Ibid.* 113, p. 19.

¹⁴⁷ *FRC response to the European Commission Green Paper On the EU Corporate Governance Framework*. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 30 d.]. Prieiga per internetą <https://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/FRC-response-to-the-Green-Paper-on-the-EU-corporat.aspx>.

Išvados

1. Lietuva Europos Sąjungos mastu reikšmingai atsilieka moterų užimamų pareigų valdymo ir priežiūros organuose skaičiumi, teigiami pokyčiai šioje srityje vyksta nepakankamai greitai, todėl į Listinguojamų bendrovių valdymo kodeksą būtų naudinga įtraukti rekomendaciją skatinančią lyčių įvairovę kolegialiuose bendrovių organuose. Atsižvelgiant į teigiamą kvotas įvedusių valstybių patirtį, galima daryti išvadą, kad kvotos, pagal kurią bendrovių kolegialių organų sudėties tikrą procentinę dalį (dažniausiai taikoma pirminė riba yra 30%) sudarytų moteriškosios lyties asmenys, nustatymas geriausiai užtikrintų lyčių įvairovę.
2. Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso 3.4. rekomendacijos papildymas įpareigojimu bendroves priimti bei viešai paskelbti (pavyzdžiui, su metiniu pranešimu) įvairovės politiką ir nusistatyti joje keliamus uždavinius galėtų paskatinti bendroves savo kolegialiuose organuose siekti didesnės įvairovės.
3. Bendrovių kolegialių organų narių kitose bendrovėse užimamų pareigų skaičiaus apribojimas galėtų užtikrinti, kad bus skiriamas pakankamas dėmesys įmonės veiklai, tačiau turėtų būti įvertintas tokio apribojimo palaikymas iš bendrovių pusės ir galimas formalios pareigų skaičiaus ribos nustatymo galimas neatitikimas bendrovių interesams. Atsižvelgiant į tai, galima būtų apsiriboti rekomendacija, nenustatančia konkretaus užimamų pareigų skaičiaus, tačiau įpareigojančia bendroves nusistatyti ir pagrįsti maksimalų užimamų pareigų skaičių.
4. Maksimalaus valdymo ir stebėjimo organų narių kadencijų skaičiaus bei maksimalios trukmės nustatymas galėtų būti įgyvendintas, įpareigojant bendroves pačioms nusistatyti maksimalų kadencijų skaičių arba pareigų ėjimo laikotarpį, taip nenustatant formalaus termino, kuris galėtų neatitikti konkrečios bendrovės poreikių ir specifikos, tačiau leistų užkirsti kelią galimiems neigiamiems neriboto pareigų užėmimo padariniams.
5. Užsienio šalyse įsikūrusių ar gyvenančių akcininkų tapatybės nustatymo mechanizmas negalėtų būti įtvirtintas Listinguojamų bendrovių valdymo kodekse, nes pareiga pateikti informaciją būtų keliami ne bendrovėms, bet tarpininkams, todėl šis klausimas turėtų būti reglamentuotas Europos Sąjungos lygmeniu.
6. Tiek pagal JAV modelį suformuotas akcininkų forumų kūrimas, tiek ir Europos Parlamento Teisės reikalų komiteto siūloma akcininkų teisė iš bendrovės gauti

sąrašą su kitų akcininkų duomenimis sudarytų geresnes sąlygas akcininkų tarpusavio bendradarbiavimui ir komunikavimui.

7. Nesant poreikio iš akcininkų pusės, papildomas dalyvavimo visuotiniuose akcininkų susirinkimuose elektroninio ryšio priemonėmis skatinimas šiuo galėtų būti įgyvendinamas valstybei arba Nasdaq kaip vertybinių popierių prekybos technologijų, vertybinių popierių kotiravimo ir informacijos paslaugų tiekėjai savo iniciatyva pateikus saugaus balsavimo elektroninio ryšio priemonėmis sistemą. Tai galėtų paskatinti bendroves praktikoje taikyti tokio pobūdžio technologijas nepatiriant nuo to atgrasančių didelių investicijų į technologines priemones.
8. Bendrovių paaiškinimų dėl Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų laikymosi kokybės esminiais trūkumais yra tai, kad bendrovės neretai pateikia konstatuojamojo pobūdžio paaiškinimus arba apskritai nepaaiškina, kodėl nesilaiko tam tikros rekomendacijos, taip neįgyvendindamos „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo. Spręsti šią situaciją padėtų spręsti gairių, kuriose būtų įtvirtinti konkretni reikalavimai paaiškinimų turiniui, parengimas.
9. Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso 8.5. 8.9 ir 8.12 rekomendacijų nesilaiko nei viena bendrovė, dažniausiai dėl to, kad informaciją apie vadovų atlyginimus priskiria konfidencialiai informacijai. Šių rekomendacijų laikymosi pasiekti būtų įmanoma skatinant bendroves gerinti paaiškinimų kokybę, nes bendrovės galimai atsisakytų tokios informacijos traktavimo konfidencialia tada, jei privalėtų paaiškinti, kodėl tokios informacijos atskleidimas sukeltų bendrovei žalą.
10. 8.19 – 8.23 rekomendacijų bendrovės dažniausiai nesilaiko todėl, kad schemas, kai bendrovių vadovams atlyginama akcijomis nėra paplitusios, todėl bendrovės nesilaiko ir tokią atlyginimo schemą reguliuojančių rekomendacijų. Parduodamas būdu įgytas akcijas, kolegialaus organo narys rizikuotų būti apkaltintas viešai neatskleistos informacijos panaudojimu, todėl siekiant paskatinti bendroves taikyti tokią schemą, turėtų būti koreguojamas nacionalinis reguliavimas tam, kad sudarytų geresnes sąlygas toji tipo atlyginimui gauti.
11. Vertybinių popierių įstatymo 22 str. 3 dalyje įtvirtinta pareiga į metines ataskaitas ne vien įtraukti informaciją apie bendrovių valdymo kodekso laikymąsi, bet ir paaiškinti, kodėl nesilaikoma tam tikrų kodekso nuostatų, nors praktikoje ir nebuvo pritaikyta tokiu būdu, galėtų leisti Lietuvos Bankui valstybės prievartos priemonių pagalba priversti bendroves teikti paaiškinimus dėl rekomendacijų

nesilaikymo ir vengti situacijų, kai paaiškinimai apskritai nėra pateikiami arba apsiribojama konstatuojamai.

12. Galimybė atlikti išsamesnę bendrovių teikiamų paaiškinimų turinio priežiūrą Lietuvos bankui kaip finansinių priemonių rinkų priežiūros institucijai galėtų būti suteikta tada, jei ši listinguojamų bendrovių teikiama informacija būtų priskiriama prie reglamentuojamos informacijos. Nors tai iš dalies neatitiktų principo, kad bendrovių paaiškinimų vertinimą atlieka akcininkai, tačiau galėtų reikšminai pasitarnauti gerinant paaiškinimų kokybę.

Šaltinių sąrašas

Nacionaliniai teisės aktai

- 1) Administracinių Teisės Pažeidimų Kodeksas (su pakeitimais ir papildymais). Vyriausybės žinios, 1985-01-01, Nr. 1-1.
- 2) Akcinių bendrovių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). Valstybės žinios, 2000-07-31, Nr. 64-1914.
- 3) Baudžiamasis Kodeksas (su pakeitimais ir papildymais).. Valstybės žinios, 2000-10-25, Nr. 89-2741.
- 4) Finansinių priemonių rinkų įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). Valstybės žinios, 2007-02-08, Nr. 17-627.
- 5) Vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais). Valstybės žinios, 2007-02-08, Nr. 17-626.

Europos Sąjungos teisės aktai

- 1) Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje.
- 2) Europos Parlamento ir Tarybos 2014 m. spalio 22 d. Direktyva 2014/95/ES, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2013/34/ES nuostatos dėl tam tikrų didžiųjų įmonių ir grupių nefinansinės ir įvairovės informacijos atskleidimo. OJ L 330, 15.11.2014.
- 3) Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje OJ L 184, 14.7.2007.
- 4) Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2013/34/ES dėl tam tikrų rūšių įmonių metinių finansinių ataskaitų, konsoliduotųjų finansinių ataskaitų ir susijusių pranešimų, kuria iš dalies keičiama Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2006/43/EB ir panaikinamos Tarybos direktyvos 78/660/EEB ir 83/349/EEB. OJ L 182, 29.6.2013.

Travaux préparatoires

- 1) 2012 m. lapkričio 14 d. Europos Komisijos pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvos dėl biržinių bendrovių nevykdomųjų direktorių pareigas einančių asmenų lyčių pusiausvyros gerinimo ir atitinkamų priemonių.COM(2012) 614 final, CELEX:52012PC0614.
- 2) 2014 m. balandžio 9 d. Europos Komisijos rekomendacija dėl įmonių valdymo ataskaitų kokybės (principas „laikykis taisyklių arba paaiškink“) (2014/208/ES).

- 3) 2015 m. gegužės 12 d. priimti Teisės reikalų komiteto priimti Komisijos pateikto pasiūlymo dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2007/36/EB nuostatos, susijusios su akcininkų ilgalaikio dalyvavimo skatinimu, ir Direktyvos 2013/34/ES nuostatos, susijusios su tam tikrais įmonės valdymo pareiškimo elementais pakeitimai [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2015-0158+0+DOC+XML+V0//LT#title1>.
- 4) 2015 m. liepos 8 d. Europos Parlamento priimti Komisijos pateikto pasiūlymo dėl Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2007/36/EB nuostatos, susijusios su akcininkų ilgalaikio dalyvavimo skatinimu, ir Direktyvos 2013/34/ES nuostatos, susijusios su tam tikrais įmonės valdymo pareiškimo elementais pakeitimai [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2015-0257+0+DOC+XML+V0//EN#BKMD-7>
- 5) 3434-ojo Europos Sąjungos Komisijos susitikimo protokolo projektas [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15066-2015-INIT/en/pdf>.
- 6) Europos Komisijos Pasiūlymas dėl Europos Parlamento ir Tarybos Direktyvos, kuria iš dalies keičiamos Direktyvos 2007/36/EB nuostatos, susijusios su akcininkų ilgalaikio dalyvavimo skatinimu, ir Direktyvos 2013/34/ES nuostatos, susijusios su tam tikrais įmonės valdymo pareiškimo elementais. COM/2014/0213 final [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/LT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52014PC0213&from=EN>.
- 7) Žalioji knyga dėl ES įmonių valdymo sistemos [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_lt.pdf.

Užsienio šalių teisės aktai

- 1) Belgijos bendrovių kodeksas (ol. *Wetboek van vennootschappen*) (2014 m. redakcija).

Nacionalinių teismų sprendimai

- 1) Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2009 m. lapkričio 19 d. nutartis civilinėje byloje UAB “Vilniaus vandenys” v Vilniaus rajono apylinkės prokuratūra, bylos Nr. 3K-3-517/2009.

- 2) Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus 2011 m. kovo 25 d. nutartis civilinėje byloje BUAB „Limantra“ v. N. G., bylos Nr. 3K-3-130/2011; 2013 m. spalio 16 d. nutartis, priimta civilinėje byloje BUAB „AK baldai“ v. E. G. ir kt., bylos Nr. 3K-3-496/2013.

Užsienio šalių teismų sprendimai

- 1) Cobden Investments Ltd. v RWM Langport Ltd. High Court of Justice, 2810 (Ch), 2008.
- 2) Eastford Ltd. v Gillespie. Outer House, Court of Session, 2010, 32-656.

Bendrovių valdymą reglamentuojantys dokumentai

- 1) Austrian Code of Corporate Governance. Austrija, 2012 m. redakcija. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_austria_jul2012_en.pdf,
- 2) Bulgarian Code for Corporate Governance. Bulgarija, 2012 m. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/codeks_bulgaria_feb2012_en.pdf.
- 3) CADBURY, A. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), 1992.
- 4) Corporate Governance Codes and Principles. Didžioji Britanija, 2014 m. redakcija. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/uk_cgcode_sept2014_en.pdf.
- 5) G20/EBPO bendrovių valdymo principai [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: http://www.oecd-http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en.
- 6) Hellenic Corporate Governance Code For Listed Companies. Graikija, 2013 m.
- 7) Ispanijos Listinguojamų bendrovių gero valdymo kodeksas (priimtas 2015 m.) [žiūrėta 2016 m. kovo 3 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/codigo_buen_gobierno_feb2015_en.pdf.
- 8) Italijos bendrovių valdymo kodeksas (priimtas 2015 m.) [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_italy_15july2015_en.pdf.
- 9) Recommendations on Corporate Governance. Danija, 2013 m. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.] Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/recommendations_cg_denmark_may_2013_en.pdf.

- 10) Suomijos bendrovių valdymo kodeksas (2015 m. redakcija) [žiūrėta 2016 m. kovo 3 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/codes/documents/finnish_cg_code_2015_en.pdf.
- 11) Švedijos bendrovių valdymo kodeksas (2015 m. redakcija). [žiūrėta 2016 m. kovo 5 d.]. Prieiga per internetą: http://www.corporategovernanceboard.se/media/69763/svenskkodbolagsstyrn_eng_2015_151124.pdf.
- 12) The Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code. Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal] [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/corporategovernance/20150306-1/01.pdf>.
- 13) Vertybinių popierių rinkos asociacija. Suomijos Bendrovių valdymo kodeksas[interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi-2015eng.pdf>.

Daktaro disertacijos

- 1) ČIOČYS, R. Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013.

Monografijos

- 1) BEAUCHAMP, T. L.; BOWIE, N. E. Ethical Theory and Business. 5 leidimas, 1997, p. 69
- 2) DAVIS, G. F. Managed by the Markets: How Finance Reshaped America. Oxford University Press, 2009.
- 3) FRIEDMAN, M. An Economist's Protest: Columns on Political Economy. Thomas Horton&Daughters, 1972.
- 4) GUIMARD, A. Investor Relations: Principles and International Best Practices in Financial Communications. Springer, 2013.
- 5) HOITASH, U. The Effects of Social Ties and Internal Busyness of Independent Committee Members on the Advising Role of Boards of Directors. ProQuest, 2008.
- 6) KEAY, A. The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance. Routledge, 2012.
- 7) KELLER, H. Codes of Conduct and their Implementation: the Question of Legitimacy. Springer Berlin Heidelberg, 2008.
- 8) KOPPEL, J. Origins of Shareholder Advocacy. Palgrave Macmillan, 2011.

- 9) RAMON, V.R. Corporate Governance as Competitive Advantage in Asia: Managing Corporate Governance in Asia. Asian Institute of Management, 2011.
- 10) WEN, S. Shareholder Primacy and Corporate Governance: Legal Aspects, Practices and Future Directions. Routledge, 2013.

Elektroniniai dokumentai

- 1) 2013 m. lapkričio 19 d. Lietuvos Banko pranešimas [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 30 d.]. Prieiga per internetą: http://www.lb.lt/esma_pranesime_sutartinio_akcininku_veikimo_vertinimas.
- 2) AB „Linus“ 2014 metų konsoliduoto metinio pranešimo priedas pranešimas apie Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi 2014 metais, p. 3 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/lins/2014_ar_lt_ltl_con_ias.pdf.
- 1) AB „Rokiškio sūris“ 2014 metų konsoliduoto metinio pranešimo priedas pranešimas apie Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi 2014 metais, p. 77, 79 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/rsu/2014_ar_lt_ltl_con_ias.pdf.
- 3) AB „Utenos trikotažas“ 2014 metų konsoliduoto metinio pranešimo priedas. AB „Utenos trikotažas“ pranešimas apie Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi 2014 metais, p. 99 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/utr/2014_ar_lt_ltl_con_ias.pdf.
- 4) AB „Vilniaus degtinė“ 2014 metų metinio pranešimo priedas pranešimas apie Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymąsi 2014 metais [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqbaltic.com/upload/reports/vdg/2014_ar_lt_ltl_solo_ias.pdf.
- 5) AIELLO, M; HANSON, L. Time's up: Director tenure moves to the front burner [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 6 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.heidrick.com/~media/Publications%20and%20Reports/Times-up-Director-tenure-moves-to-the-front-burner.pdf>.
- 6) ALLEN, S. The Death of Groupthink. Bloomberg Businessweek, 2008. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą:

<http://www.bloomberg.com/bw/stories/2008-02-05/the-death-of-groupthinkbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>.

- 7) ANDERSON, G. M.; CHUN, D. How Much Board Turnover Is Best? Harvard Business Review, 2014. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 6 d.]. Prieiga per internetą: <https://hbr.org/2014/04/how-much-board-turnover-is-best>.
- 8) ARARAT, M. "Comply Or Explain" Without Consequences; The Case Of Turkey Corporate Governance Forum, 2010 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1599831.
- 9) ARCOT, S; BRUNO, V. One size Does Not Fit All, After All: Evidence From Corporate Governance. 1st Annual Conference on Empirical Legal Studies, 2007 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887947.
- 10) BERBERICH, G.; NIU, F. Director Busyness, Director Tenure and the Likelihood of Encountering Corporate Governance Problems [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 6 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1742483.
- 11) BERTRAND. M.; BLACK, S. E.; JENSEN, S.; LLERAS-MUNEY, A. Breaking The Glass Ceiling? The Effect Of Board Quotas On Female Labor Market Outcomes In Norway. NBER Working Paper, 2014 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.nber.org/papers/w20256>.
- 12) BÖCKLI, P., et al. Shareholder engagement and identification. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2568741>.
- 13) Broadridge Financial Solutions, Inc. vykdomojo direktoriaus Richard J. Daly atsakymas Vertybinių popierių ir biržos komisijai [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.sec.gov/comments/s7-16-07/s71607-452.pdf>.
- 14) DAL BÓ, E.; LYONS, R. Corporate Responsibility á la Milton Friedman. Haas School of Business, UC Berkeley, 2012 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: <http://faculty.haas.berkeley.edu/lyons/friedmannote.pdf>.
- 15) Deutsche Telekom AG tinklapio informacija apie bendrovėje vykdomą įvairovės skatinimą [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.telekom.com/company/human-resources/diversity/58788>.

- 16) European Securities and Markets Authority. Public statement containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive (ESMA/2013/1642) [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 30 d.]. Prieiga per internetą: http://www.uebkom.at/takeover_new/download/2013-1642_esma_public_statement_-_information_on_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert_under_the_takeover_bids_directive.pdf.
- 17) FAURE-GRIMAUD, A.; ARCOT, S; BRUNO, V. Corporate Governance in the UK: is the Comply-or-Explain Approach Working? Corporate Governance at LSE, 2005 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 20 d.]. Prieiga per internetą: http://eprints.lse.ac.uk/24673/1/dp581_Corporate_Governance_at_LSE_001.pdf.
- 18) FERRIS, S. P.; JAGANNATHAN, M.; PRITCHARD, A. C. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments. The Journal of Finance, 2003 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą:
<http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2554&context=articles>.
- 19) FICH, E M.; SHIVDASANI, A. Are Busy Boards Effective Monitors? The Journal of Finance, 2006 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2006.00852.x/pdf>.
- 20) FIELD, L. C.; LOWRY, M.; MKRTCHYAN, A. Journal of Financial Economics, 2012 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: http://www.personal.psu.edu/mbl3/Field_Lowry_Mkrtchyan.pdf.
- 21) Financial Action Task Force (FATF). Guidance On Transparency and Beneficial Ownership [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 12 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Guidance-transparency-beneficial-ownership.pdf>.
- 22) FRC response to the European Commission Green Paper On the EU Corporate Governance Framework. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 30 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/FRC-response-to-the-Green-Paper-on-the-EU-corporat.aspx>.
- 23) HADJIKYPRIANOU, G. C. The Principle of “Comply or Explain” Underpinning the UK Corporate Governance Regulation: Is There a Need for a Change?

- Corporate Law: Corporate Governance Law Journal, 2015 [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2690687>.
- 24) HAUSER, R. Busy Directors and Firm Performance: Evidence from Mergers [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 4 d.]. Prieiga per internetą: http://www.eief.it/files/2014/01/hauser_jmp.pdf.
- 25) JAV Vertybinių popierių ir biržos komisijos aiškinamasis raštas [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 11 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.sec.gov/rules/final/2008/34-57172.pdf>.
- 26) JOECKS, J.; PULL, K.; VETTER, K. Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a 'Critical Mass'?, Social Sciences Research Network, Working Paper Series, 2012 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 1 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2009234.
- 27) Lietuvos bankas. Bendrovių valdymo praktikos apžvalga. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: https://www.lb.lt/bendroviu_valdymo_praktikos_apzvalga.
- 28) MCFARLAND, J. Countries set out rules on directors' tenure. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 30 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/careers/management/board-games-2013/countries-set-out-rules-on-directors-tenure/article15574442/>.
- 29) McGregor, J. *More companies are going virtual for their annual shareholder meeting* [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 25 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2015/03/17/more-companies-are-going-virtual-for-their-annual-shareholder-meetings/>.
- 30) NYGAARD, K. Forced board changes: Evidence from Norway [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 3 d.]. Prieiga per internetą: http://www.sv.uio.no/econ/english/research/news-and-events/events/guest-lectures-seminars/Friday-seminar/2011/papers/paper_nygaard.pdf.
- 31) NOKED, N. Online Shareholder Participation in Annual Meetings [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 24 d.] prieiga per internetą: <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/07/19/online-shareholder-participation-in-annual-meetings/>.
- 32) PANDE, R.; FORD, D. Gender Quotas and Female Leadership: A Review. Background Paper for the World Development Report on Gender [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą:

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/9120/WDR2012-0008.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

- 33) PLETZER, J. L.; NIKOLOVA, R.; KEDZIOR, K. K.; VOELPEL, S. C. Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance - A Meta-Analysis [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 1 d.]. <http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC4473005/#pone.0130005.ref001>
- 34) RAFIEE, V.; SARABDEEN, J. *The cultural influence in the practice of corporate governance in emerging markets*. Communication of IBIMA, 2012, p. 1-10 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: <http://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1474&context=dubaipapers>.
- 35) REINERT R. M.; WEIGERT, F.; WINNEFELD, C. H. Does Female Management Influence Firm Performance? Evidence From Luxembourg Banks. Swiss Institute of Banking and Finance, 2015 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 1 d.]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2548978>.
- 36) Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law. Briuselis, 2011 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 27 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf.
- 37) SEIDL, D.; SANDERSON, P.; ROBERTS, J. Applying ‘Comply-Or-Explain’: Conformance With Codes of Corporate Governance in the UK and Germany [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 22 d.]. Prieiga per internetą: http://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp389.pdf.
- 38) SMALE, A; MILLER, C. C. Germany Sets Gender Quota in Boardrooms. The New York Times, 2015 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.nytimes.com/2015/03/07/world/europe/german-law-requires-more-women-on-corporate-boards.html>.
- 39) STAFFORD, B. The Evolution of Corporate Governance. The Governance Board, 2015 [žiūrėta 2016 m. kovo 8 d.]. Prieiga per internetą: <http://diligent.com/wp-content/uploads/2015/12/The-Evolution-of-Corporate-Governance.pdf>.
- 40) STORVIK, A.; TEIGEN, M. Women on Board: The Norwegian Experience. Friedrich-Ebert-Stiftung, International Policy Analysis, 2010 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/07309.pdf>.

- 41) STOUT, L. A. The Shareholder Value Myth. [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.] <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=883>.
- 42) TEO LT, AB Konsoliduoto metinio pranešimo priedas. Valdymo kodekso laikymosi atskleidimas už 2014 metus [interaktyvus] [žiūrėta 2016 m. kovo 23 d.]. Prieiga per internetą: https://www.teo.lt/ma2014/sites/www.teo.lt.ma2014/files/2014_metine_ataskaita.pdf.
- 43) VAN NESS, R. K.; MIESING, P; KANG, J. Board of Director Composition and Financial Performance in a Sarbanes-Oxley World. Academy of Business & Economics Journal, 2010 [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. kovo 6 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.albany.edu/faculty/vanness/AA/ARTICLES/DirectorSOX.pdf>.
- 44) WALKER D. A review of corporate governance in the UK. banks and other financial industry entities. Final recommendations. 2009, 1.13 punktas [interaktyvus]. [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.

Straipsniai periodiniuose leidiniuose

- 1) AKKERMANS, D; VAN EES, H; HEMES, N et. al. Corporate Governance in the Netherlands: an overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004. Corporate Governance: An International Review, 2007, t. 6 (15), p. 1106-1118.
- 2) BANTEL, K. A.; JACKSON, S. E. Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference? Strategic Management Journal, 1989, t. 10(S1), p. 107-124;
- 3) BEASLEY, M. S. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. The Accounting Review, 1996, p 443-465.
- 4) BEATTIE, V.; MCINNES, W.; FEARNLEY, S. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. Accounting Forum, 2004, t. 28(3), p. 205-236.
- 5) BEBCHUK L. A.; SPAMANN H. Regulating Bankers' Pay. Georgetown Law Journal, 2010, t.. 98, p. 247-287;

- 6) COATE, S.; LOURY, G. C. Will Affirmative-Action Policies Eliminate Negative Stereotypes? *The American Economic Review*, 1993, p. 1220-1240.
- 7) CONGER, J. A.; LAWLER III, E. Building a High-Performace Board: How to Choose the Right Members. *Business Strategy Review*, 2001, t. 12(3), p. 11-19.
- 8) FREEMAN, R E. A Stakeholder Theory of the Modern Corporation, *Perspectives in Business Ethics* Sie, 2001, t. 3, p. 144;
- 9) FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, 1970 m. lapkričio 13 d.
- 10) HAMBRICK, D. C. Upper Echelons Theory: An Update. *Accademy of Managers Review*, 2007, t. 32.2, p. 334-343.
- 11) HIRSHLEIFER, D.; TEOH, S. H.. Limited attention, information disclosure and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 2003, t. 36, p. 337–386.
- 12) HUSE, M.; SOLBERG, A. G. Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards, *Women in Management Review*, 2006, t. 21(2), p. 113-130.
- 13) JENSEN, M.C.; MECKFING, W.H., Agency costs and the theory of the firm. *Journal of Financial Economics*, 1976, t. 3.4, p. 305-360.
- 14) KARMEL, R. S.. Implications of the Stakeholder Model. *George Washington Law Review*, 1992, t.1156, p. 1164-1171.
- 15) LAZONICK, W. When Managerial Capitalism Embraced Shareholder-Value Ideology. *International Journal of Political Economy*, t. 44:2, p. 90-99.
- 16) LEONARD, J. S.; LEVINE, D. I. The Effect of Diversity On Turnover: a Large Case Study. *Industrial and Labor Relations Review*, 2006, t. 59 (4), p. 547-572.
- 17) LUBETSKY, M. H. Cultural Difference and Corporate Governance. *Transitional Law & Contemporary Problems*, t. 17, Nr. 1, 2008, p. 180-209;
- 18) MILLER, C. H.; BURKE, L. M.; GLICK, W. H. Cognitive Diversity Among Upper-Echelon Executives: Implications for Strategic Decision Processes. *Strategic Management Journal*, 1998, t. 19 (1), p. 39-58.
- 19) MOORE, M. T. “Whispering Sweet Nothings”: The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance. *Journal of Corporate Law Studies*, 2009, 9(1), p. 95-138.
- 20) OCASIO, W; JOSEPH, J. Cultural adaptation and institutional change: The evolution of vocabularies of corporate governance, 1972–2003. *Poetics* t. 33.3, 2005, p. 163-178.

- 21) PASS, C. The revised Combined Code and corporate governance: An empirical survey of 50 large UK companies. *Managerial Law*, 2006, t. 5 (48), p. 441 – 475.
- 22) SHRIVES, P. J.; BRENNAN, N. M. A typology for exploring the quality of explanations for non-compliance with UK corporate governance regulations. *The British Accounting Review*, 2014, t. 47, p. 85-99.
- 23) SMITH, H. J. The Shareholders vs. Stakeholders Debate. *MIT Sloan Management Review*, 2013, t. 161, p. 2003-2023.
- 24) STOUT, L. A. The Toxic Side Effects of Shareholder Primacy. *Pennsylvania University Law Review*, 2013, t. 161, p. 2007.
- 25) VAN DER KRANS, A. The Virtual Shareholders Meeting: How to make it work? *Journal of International Commercial Law and Technology*, 2007, p. 32.
- 26) WAGNER, W. G.; PFEFFER, J.; O'REILLY, C. A. Organizational Demography and Turnover in Top-Management Group. *Administrative Science Quarterly*, 1984, p. 74-92

Santrauka

Prabėgus daugiau nei šešeriams metams po paskutinių NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso pakeitimų būtina įvertinti, ar per šį laikotarpį pasauliniu mastu įvykę pokyčiai (įvairovės kolegialiuose bendrovių organuose skatinimas, augantis socialinės bendrovių atsakomybės taikymas ir stiprėjanti smulkiųjų akcininkų apsauga) nesukuria poreikio koreguoti esamus ar įtraukti naujus principus į kodeksą. Taip pat būtina įvertinti, ar NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamos bendrovės laikosi „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ sistemos.

Šiame magistro darbe nagrinėjama problematika, susijusi su valdybos ir stebėtojų tarybos veikla, akcininkų teisėmis ir sistemos „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ veikimu, o tikslas - suformuluoti pasiūlymus dėl NASDAQ OMX Vilnius listinguojamų bendrovių valdymo kodekso pakeitimų, kurie galėtų būti naudingi siekiant papildyti ir atnaujinti šį kodeksą. Taip pat šio darbo tikslu yra išnagrinėti, kaip NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamos bendrovės laikosi „laikykis taisyklių arba pasiaiškink“ sistemos.

Kaip atskleidžiama magistro darbe, narių įvairovės kolegialiuose bendrovių organuose, o ypač lyčių įvairovės skatinimo atžvilgiu NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamos bendrovės vis labiau atsilieka nuo nemažos dalies Europos Ekonominės Erdvės valstybių. Tokios situacijos sprendimui yra siūloma kodekse įtvirtinti rekomendaciją dėl bendrovių įvairovės politikos nustatymo, o lyčių įvairovės skatinimui naudingiausias būtų kvotų nustatymas. Tuo tarpu bendrovių kolegialių organų narių pakankamo pastangų ir laiko skyrimo klausimas galėtų būti sprendžiamas rekomenduojant bendrovės viduje nustatyti maksimalų užimamų pareigų skaičių. Toks pats valdymo ir stebėjimo organų narių kadencijų skaičiaus bei trukmės reguliavimo būdas taip pat būtų geriausias, nes leistų išvengti formalaus termino, kuris galėtų neatitikti konkrečios bendrovės poreikių ir specifikos, taikymo.

Nagrinėjant su akcininkų teisėmis susijusią problematiką, šiame magistro darbe pabrėžiamas poreikis Europos Sąjungos lygiu nustatyti geresnį užsienio akcininkų ir investuotojų tapatybės nustatymo mechanizmą. Taip pat nagrinėjami akcininkų forumų ir akcininkų teisės gauti sąrašą su kitų akcininkų duomenimis nauda kuriant geresnes sąlygas akcininkų tarpusavio bendradarbiavimui ir komunikavimui. Išnagrinėjus dalyvavimo visuotiniuose akcininkų susirinkimuose elektroninės komunikacijos priemonėmis galimybę, prieita išvados, kad nors teisinės sąlygos tam jau yra sukurtos, tiek akcininkai, tiek listinguojamos bendrovės neišreiškia poreikio vykdyti tokią veiklą.

Siekiant įvertinti įmonių pareiškimuose pateikiamų paaiškinimų kokybę ir nustatyti esminius paaiškinimų trūkumus, magistro darbe atliktas empirinis NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamų bendrovių paaiškinimų vertinimas. Pagal šio tyrimo rezultatus nustačius esmines bendrovių daromas klaidas ir rekomendacijas, kurių daugiausiai nesilaiko bendrovės, magistro darbe pateikiamos išvados, kokiomis priemonėmis būtų įmanoma pagerinti bendrovių teikiamų paaiškinimų kokybę. Galiausiai darbe įvertinta ir teisinių priemonių taikymo galimybė tada, jei bendrovės teikia netinkamus paaiškinimus dėl bendrovių valdymo kodekso laikymosi ir paaiškinimų priskyrimas prie reglamentuojamos informacijos kaip griežtesnė alternatyva šiuo metu veikiančiam reguliavimui.

Summary

After more than six years since the last changes were implemented in Code of Management of NASDAQ OMX Vilnius Listed Companies, the necessity to evaluate whether global changes (promotion of diversity in collegial bodies, implementation of increasing social responsibility of companies, and strengthening of security of minority shareholders) have created the imperative to correct the existing principles or introduce new ones into the Code. Also, it is important to evaluate whether the companies listed in NASDAQ OMX Vilnius Stock Exchange follow the system “comply or explain”.

This Masters Thesis analysis problems related to Board and Board of Observers activities, rights of shareholders, and effect of the system “comply or explain”, and the aim aspired is to create suggestions regarding changes in Code of Management of NASDAQ OMX Vilnius Listed Companies that could be useful aiming to amend and renew the Code. The analysis of how companies listed in NASDAQ OMX Vilnius Stock Exchange follow the system “comply or explain” is one more aim of the Thesis.

As it is shown in the Thesis companies listed in NASDAQ OMX Vilnius Stock Exchange increasingly fall behind large part of States of European Economic Area in variety of members in collegial bodies and especially in gender diversity promotion. Aiming to solve this situation there is a proposal in the Thesis to establish the recommendation regarding the policy of variety of members in the Code and regarding gender diversity quota setting would be the most valuable way, while the question of sufficient effort and time designation of collegial members could be solved recommending to establish maximum amount of positions inside the company. The same tenures of Management and Observation Body members and the mode of term regulation would be the best as it would help to avoid implementation of formal term which may conflict with needs and specifics of certain company.

Having examined problems related to rights of shareholders, the need of establishment of better mechanism aiming to determine the identity of foreign shareholders and investors in the level of European Union is depicted in this Thesis. Also, the value of the right for shareholder forums and shareholders to receive data lists of other shareholders aiming to establish better conditions for mutual cooperation and communication is evaluated. Having examined the possibility to participate in General Shareholder Meetings via electronic communication the decision was made, that though legal basis was already established, both shareholders and Listed Companies do not express the need for such activities.

Aiming to evaluate the quality of explanations furnished by the companies and determine main drawbacks the empiric evaluation of explanations of companies listed in NASDAQ OMX Vilnius Stock Exchange is performed in the Masters Thesis. Based on the results of the analysis having determined main mistakes of the companies and recommendations that are mostly not observed by them, the conclusions on the remedies to improve the quality of explanations of the companies are furnished in the Master Thesis. Finally the possibility of implementation of legal remedies in case the company furnishes insufficient explanations regarding observance of Code of Company Management and assignment of explanations to the sphere of regulated information as more strict alternative to the existing regulation are evaluated in the Thesis.

Priedai

1 priedas. NASDAQ OMX Vilnius akcijų biržoje listinguojamų bendrovių teikiamų paaiškinimų dėl Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso laikymosi kokybės vertinimas

Lentelėje naudojamų santrumpų paaiškinimai:	
L	Bendrovė laikosi rekomendacijos
N	Bendrovė nurodo, kad tam tikra rekomendacija jai yra neaktuali
X	Bendrovė nepateikia paaiškinimo dėl rekomendacijos nesilaikymo
K	Bendrovė vietoje paaiškinimo konstatuoja, kad nesilaiko rekomendacijos
B	Bendrovė pateikia bendro pobūdžio paaiškinimą
I	Bendrovė pateikia pakankamai išsamų paaiškinimą

Įmonės pavadinimas	Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijos numeris														
	1.1.	1.2.	1.3.	1.4.	2.1.	2.2.	2.3.	2.4.	2.5.	2.6.	2.7.	3.1.	3.2.	3.3.	3.4.
	Apranga	L	L	L	L	B	L	B	B	L	N	L	L	B	B
City Service	L	L	L	L	K	L	N	L	B	N	L	L	N	N	L
Energijos Skirstymo Operatorius	L	L	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	I	I	I
Grigeo Grigiškės	L	L	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L
Lietuvos energijos gamyba	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	I
Linus Agro Group	L	L	L	L	B	L	I	L	L	N	I	L	L	L	L
Panevėžio statybos trestas	L	L	L	L	K	B	B	K	L	K	L	L	I	L	L
Pieno žvaigždės	L	L	L	L	K	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L
Rokiškio sūris	L	L	L	L	K	L	K	L	L	L	K	L	L	L	L
Šiaulių bankas	L	L	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	I	I	I
TEO LT	L	L	L	L	I	L	I	L	L	L	L	L	L	L	L
Utenos trikotažas	L	L	L	L	B	L	B	L	L	N	L	L	L	L	L
Vilkyškių pieninė	L	L	L	L	B	L	B	L	L	L	I	L	L	L	L
Agrowill Group	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L
Amber Grid	L	L	L	L	K	L	K	K	L	L	L	L	K	L	L
Dvarčionių keramika	K	L	L	L	L	L	N	X	L	X	X	X	L	L	L
Gubernija	L	L	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L
Invalda INVL	L	L	L	L	I	L	K	L	L	K	L	L	L	L	L
INVL Baltic Farmland	L	L	L	L	I	L	K	L	L	K	L	L	L	L	L
INVL Baltic Real Estate	L	L	L	L	I	L	K	L	L	K	L	L	L	L	L
INVL Technology	L	L	L	L	I	L	K	L	L	K	L	L	L	L	L
Kauno energija	L	L	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L
Klaipėdos nafta	L	L	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L
Linus	L	L	L	L	K	L	K	L	L	L	L	L	L	K	L
LITGRID	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	B	L	L	I	B
Snaigė	L	L	N	L	L	L	K	L	L	N	L	L	L	L	L
Vilniaus baldai	L	L	L	L	B	L	K	K	L	K	L	L	L	L	L
Vilniaus degtinė	L	L	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L
Žemaitijos pienas	L	L	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L

Įmonės pavadinimas	Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijos numeris															
	3.5.	3.6.	3.7.	3.8.	3.9.	3.10	3.11	4.1.	4.2.	4.3.	4.4.	4.5.	4.6.	4.7.	4.8.	
Apranga	I	K	N	N	N	N	N	L	L	B	L	L	B	I	I	
City Service	N	K	N	N	N	N	N	L	L	L	L	L	L	L	L	
Energijos Skirstymo Operatorius	N	L	L	I	I	N	L	L	L	L	L	K	L	I	I	
Grigeo Grigiškės	L	K	L	K	K	K	L	L	L	L	L	L	L	L	L	
Lietuvos energijos gamyba	I	L	L	I	L	B	L	L	L	L	L	B	I	I	I	
Linus Agro Group	N	B	N	N	L	N	N	L	L	L	L	L	L	I	L	
Panevėžio statybos trestas	L	I	K	N	K	K	L	L	L	L	L	N	L	I	L	
Pieno žvaigždės	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	
Rokiškio sūris	K	B	I	X	K	I	K	L	L	L	L	L	I	I	I	
Šiaulių bankas	L	L	L	L	L	N	B	L	L	L	L	I	L	K	L	
TEO LT	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	
Utenos trikotažas	L	K	K	K	K	K	K	L	L	L	L	K	L	B	L	
Vilkyškių pieninė	L	I	L	L	N	B	L	L	L	L	L	L	L	L	L	
Agrowill Group	I	L	L	K	K	K	L	L	L	L	L	L	L	L	L	
Amber Grid	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L	L	N	N	
Dvarčionių keramika	X	X	K	K	X	X	N	L	L	L	L	L	L	L	X	
Gubernija	L	K	K	K	K	K	N	L	L	L	L	L	L	L	L	
Invalda INVL	K	K	K	X	K	K	N	L	L	L	L	B	L	B	B	
INVL Baltic Farmland	K	K	K	K	K	K	N	L	L	L	L	B	L	B	B	
INVL Baltic Real Estate	K	K	K	K	K	K	N	L	L	L	L	B	L	B	B	
INVL Technology	K	K	K	K	K	K	N	L	L	L	L	B	L	B	B	
Kauno energija	L	I	I	L	L	N	N	L	L	L	L	L	L	N	L	
Klaipėdos nafta	N	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	
Linus	B	K	K	N	K	B	N	L	K	K	L	L	L	B	K	
LITGRID	B	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	K	K	B	K	
Snaigė	L	B	B	K	K	K	N	L	L	L	L	L	L	L	L	
Vilniaus baldai	L	K	I	I	B	B	I	L	L	L	L	L	L	I	I	
Vilniaus degtinė	L	K	K	K	K	B	N	L	L	L	L	L	L	I	N	
Žemaitijos pienas	L	L	K	K	K	B	K	L	L	L	L	L	B	I	B	

Įmonės pavadinimas	Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijos numeris															
	4.9.	4.10	4.11	4.12	4.13	4.14	4.15	5.1.	5.2.	5.3.	5.4.	6.1.	6.2.	6.3.	6.4.	
Apranga	I	I	I	I	I	B	K	L	K	L	K	L	L	K	L	
City Service	L	L	L	N	N	L	I	L	L	L	L	L	L	I	L	
Energijos Skirstymo Operatorius	I	I	I	I	I	I	K	L	L	L	L	L	L	K	L	
Grigeo Grigiškės	L	L	L	K	K	L	K	L	L	L	L	L	L	L	L	
Lietuvos energijos gamyba	I	I	I	B	B	B	K	L	L	L	L	L	L	K	L	
Linus Agro Group	L	L	L	N	N	L	I	L	L	L	N	L	L	I	L	
Panevėžio statybos trestas	L	L	L	N	N	L	N	L	L	L	N	L	L	K	L	
Pieno žvaigždės	L	L	L	N	N	L	X	L	L	L	L	L	L	L	L	
Rokiškio sūris	L	L	L	K	K	L	K	L	L	L	B	L	L	K	L	
Šiaulių bankas	K	K	L	K	K	L	K	L	L	L	L	L	L	K	L	
TEO LT	L	L	L	B	L	L	K	L	L	L	B	L	L	K	L	
Utenos trikotažas	K	B	L	K	K	L	K	L	L	L	N	L	L	B	L	
Vilkyškių pieninė	L	L	L	L	L	L	I	L	L	L	N	L	L	L	L	
Agrowill Group	L	L	L	L	L	L	B	L	L	L	L	L	L	L	L	
Amber Grid	N	N	N	N	N	N	B	L	L	L	N	L	L	K	L	
Dvarčionių keramika	X	X	X	X	X	K	L	L	L	L	L	L	L	L	L	
Gubernija	L	L	L	N	N	L	K	L	L	L	L	L	L	K	L	
Invalda INVL	B	B	B	B	B	L	L	L	L	L	B	L	L	L	L	
INVL Baltic Farmland	B	B	B	B	B	L	L	L	L	L	B	L	L	L	L	
INVL Baltic Real Estate	B	B	B	B	B	L	L	L	L	L	B	L	L	L	L	
INVL Technology	B	B	B	B	B	L	L	L	L	L	B	L	L	L	L	
Kauno energija	L	B	B	B	N	L	B	L	L	L	L	L	L	L	L	
Klaipėdos nafta	L	L	L	N	N	L	K	L	L	L	L	L	L	L	L	
Linus	K	K	K	K	K	L	K	L	K	L	N	L	L	B	L	
LITGRID	L	L	L	K	K	L	K	L	L	L	L	L	L	L	L	
Snaigė	L	B	B	N	N	L	B	L	L	L	N	L	L	L	L	
Vilniaus baldai	I	B	B	B	B	L	K	L	L	L	B	L	L	I	L	
Vilniaus degtinė	N	I	I	I	I	L	K	L	L	L	L	L	L	L	L	
Žemaitijos pienas	L	L	L	K	K	L	K	L	L	L	L	L	L	L	L	

Įmonės pavadinimas	Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijos numeris														
	6.5.	6.6.	6.7.	7.1.	7.2.	7.3.	7.4.	8.1.	8.2.	8.3.	8.4.	8.5.	8.6.	8.7.	8.8.
Apranga	L	L	I	L	L	L	L	I	I	I	I	I	N	N	N
City Service	L	L	I	L	L	L	L	I	N	N	N	N	N	N	N
Energijos Skirstymo Operatorius	L	L	I	L	L	L	L	B	B	B	B	B	L	L	L
Grigeo Grigiškės	L	L	I	L	L	L	L	K	K	K	K	K	K	K	K
Lietuvos energijos gamyba	L	L	I	L	L	L	L	I	K	B	I	N	I	L	I
Linus Agro Group	L	L	I	L	L	L	L	I	N	N	N	N	N	N	N
Panevėžio statybos trestas	L	L	I	L	L	N	L	B	B	B	B	B	L	L	L
Pieno žvaigždės	L	L	X	L	L	L	L	N	N	N	N	N	N	N	N
Rokiškio sūris	L	L	I	L	L	L	L	I	L	K	K	X	L	L	L
Šiaulių bankas	L	L	I	L	L	L	L	I	L	I	K	K	L	L	L
TEO LT	L	L	I	L	L	L	L	I	L	K	I	K	L	L	X
Utenos trikotažas	L	L	I	L	L	L	L	K	K	K	K	K	K	K	N
Vilkyškių pieninė	L	L	K	L	L	L	L	I	I	I	X	X	N	N	N
Agrowill Group	L	L	B	L	L	L	L	K	K	K	K	K	K	K	N
Amber Grid	L	L	N	L	L	L	L	K	N	N	N	N	N	N	N
Dvarčionių keramika	L	L	X	L	L	N	N	K	K	K	K	K	K	K	K
Gubernija	L	L	I	L	L	L	L	B	B	B	B	B	L	L	K
Invalda INVL	L	L	I	L	L	L	L	I	I	I	I	I	I	I	I
INVL Baltic Farmland	L	L	I	L	L	L	L	I	I	I	I	I	I	I	I
INVL Baltic Real Estate	L	L	I	L	L	L	L	I	I	I	I	I	I	I	I
INVL Technology	L	L	I	L	L	L	L	I	I	I	I	I	I	I	I
Kauno energija	L	L	N	L	L	L	L	N	N	N	N	N	N	N	N
Klaipėdos nafta	L	L	N	L	L	L	L	L	N	L	L	N	N	B	N
Linus	L	L	B	L	L	L	L	I	N	N	N	N	N	N	N
LITGRID	L	L	B	L	L	L	L	I	K	B	B	B	B	B	B
Snaigė	L	L	B	L	L	L	L	I	B	B	B	B	B	B	B
Vilniaus baldai	L	L	N	L	L	L	L	I	B	B	B	B	B	B	N
Vilniaus degtinė	L	L	N	L	L	L	L	I	L	B	B	B	B	B	B
Žemaitijos pienas	L	L	I	L	L	L	L	B	B	B	B	B	L	L	L

Įmonės pavadinimas	Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijos numeris														
	8.9.	8.10	8.11	8.12	8.13	8.14	8.15	8.16	8.17	8.18	8.19	8.20	8.21	8.22	8.23
Apranga	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
City Service	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Energijos Skirstymo Operatorius	N	L	L	B	N	N	N	L	N	N	N	N	N	N	N
Grigeo Grigiškės	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K	K
Lietuvos energijos gamyba	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Linus Agro Group	N	L	L	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Panevėžio statybos trestas	N	B	B	B	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Pieno žvaigždės	N	L	L	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Rokiškio sūris	I	L	L	K	B	B	B	B	I	B	K	K	K	B	K
Šiaulių bankas	I	N	N	I	I	I	K	N	I	B	I	I	N	N	N
TEO LT	X	L	L	B	N	N	N	L	L	X	N	N	N	N	N
Utenos trikotažas	N	N	N	N	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Vilkyškių pieninė	N	L	L	I	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Agrowill Group	N	N	N	N	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Amber Grid	N	L	L	K	N	N	N	N	K	K	N	N	N	N	N
Dvarčionių keramika	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Gubernija	X	B	L	B	N	N	N	N	K	K	K	N	N	N	N
Invalda INVL	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	N	N	N	N	N
INVL Baltic Farmland	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	N	N	N	N	N
INVL Baltic Real Estate	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	N	N	N	N	N
INVL Technology	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	N	N	N	N	N
Kauno energija	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Klaipėdos nafta	N	N	N	N	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Linus	N	N	N	N	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
LITGRID	B	L	L	B	L	L	L	L	L	L	B	B	B	B	B
Snaigė	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	K	K	K	K	K
Vilniaus baldai	N	N	N	N	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Vilniaus degtinė	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B
Žemaitijos pienas	X	X	L	X	N	N	N	L	X	B	N	N	N	N	N

Įmonės pavadinimas	Listinguojamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijos numeris												
	9.1.	9.2.	9.3.	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5	10.6	10.7	11.1	11.2	11.3
Apranga	L	L	L	L	L	I	L	L	L	L	L	L	L
City Service	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L
Energijos Skirstymo Operatorius	L	L	L	L	N	L	L	L	L	L	L	B	N
Grigeo Grigiškės	L	L	L	L	L	K	L	L	L	L	L	L	L
Lietuvos energijos gamyba	L	L	L	L	L	L	L	I	L	L	K	B	L
Linus Agro Group	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	I	L	L
Panevėžio statybos trestas	L	L	L	L	L	I	X	L	L	L	L	L	L
Pieno žvaigždės	L	L	L	L	X	X	X	L	L	L	L	L	L
Rokiškio sūris	L	L	X	L	L	L	L	L	L	X	L	L	L
Šiaulių bankas	L	L	L	L	L	B	L	L	L	L	L	L	L
TEO LT	L	L	L	L	K	K	L	L	L	L	L	L	L
Utenos trikotažas	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L
Vilkyškių pieninė	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	N
Agrowill Group	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	B	N
Amber Grid	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L
Dvarčionių keramika	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	B	N
Gubernija	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L
Invalda INVL	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	N
INVL Baltic Farmland	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	N
INVL Baltic Real Estate	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	N
INVL Technology	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	N
Kauno energija	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	N
Klaipėdos nafta	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	B	L
Linus	L	L	L	I	L	I	I	L	L	B	L	L	N
LITGRID	L	L	L	L	L	B	B	L	L	L	L	I	I
Snaigė	L	L	L	L	L	L	K	L	L	L	L	L	L
Vilniaus baldai	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L
Vilniaus degtinė	L	L	L	L	X	X	X	L	L	L	L	L	N
Žemaitijos pienas	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	L	N

Šaltinis: Sudaryta remiantis naujausiomis bendrovių pateiktomis metinėmis ataskaitomis¹⁴⁸. Prieiga per internetą: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=issuers&lang=lt>.

¹⁴⁸ Tyrimo metu tik kelios bendrovės (AB „Lietuvos energijos gamyba“, AB „Linus agro group“ ir AB „Vilniaus baldai“) buvo pateikę metines ataskaitas už 2015 metus, todėl kitų bendrovių paaiškinimų kokybė buvo nustatinėjama vertinant 2014 metų metines ataskaitas.