

**Vilniaus universiteto Teisės fakulteto
Privatinės teisės katedra**

Edgaro Dulkos,
V kurso, komercinės teisės
studijų šakos studento

Magistro darbas

**Europos Sąjungos iniciatyvos geresnio bendrovių valdymo
srityje**

Vadovė: doc. dr. Lina Mikaloniėnė

Recenzentas: lekt. dr. Paulius Miliauskas

Vilnius

2016

TURINYS

ĮVADAS	1
1. BENDROVIŲ VALDYMAS	5
1.1. Bendrovių valdymo specifika.....	5
1.2. Bendrovių valdymo harmonizavimo poreikis	9
2. BENDROVIŲ VALDYMO MODERNIZAVIMAS BEI HARMONIZAVIMAS.....	11
2.1. Europos Sąjungos kompetencija bendrovių valdymo srityje	11
2.2. Europos Sąjungos priemonės ir iniciatyvos modernizuojant bei harmonizuojant bendrovių valdymą	14
3. ATSKIRŲ EUROPOS SĄJUNGOS INICIATYVŲ ANALIZĖ.....	24
3.1. Europos Komisijos rekomendacijų analizė	24
3.1.1. Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatų efektyvumas	26
3.1.2. „Minkštoji“ teisė ar imperatyvus reguliavimas?	33
3.2. Įmonių perėmimo pasiūlymų direktyvos analizė	37
3.2.1. Privalomo siūlymo taisyklės spragos	38
3.2.2. Valdybos neutralumo bei persilaužymo taisyklių neprivalomas pobūdis	42
3.2.3. Privalomo oficialaus siūlymo analizė Lietuvos kontekste	44
3.3. Pasiūlymo dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo analizė	50
3.3.1. Ilgalaikės bendrovės politikos skatinimo efektyvumas	51
3.3.2. Bendrovės akcininkų vaidmens problematika.....	54
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI.....	57
ŠALTINIŲ SĄRAŠAS	60
SANTRAUKA (LIETUVIŲ KALBA).....	68
SUMMARY (UŽSIENIO KALBA)	69

IVADAS

Aktualumas. Bendrovių valdymo institutas sulaukė ypatingai daug dėmesio po 2007-2008 m. įvykusios finansinės krizės, kuri atskleidė, jog krizė iš esmės egzistuoja bendrovių valdymo srityje. Pažymėtina, jog minėta finansinė krizė nebuvo pirmuoju reiškiniumi praktiškai atskleidusių bendrovių valdymo spragas. Jau 2001-2003 m. įvykę *Enron* bei *Parmalat* finansiniai skandalai įrodė, jog didžiųjų bendrovių valdymas pasižymi neskaidria politika, valdymo organų prisiimama nepagrįstai per didelė rizika bei fiduciarinių pareigų netinkamu vykdymu. Europos Sąjungos institucijos išvelgė, jog siekiant geresnio bendrovių valdymo būtina pašalinti teisinio reglamentavimo spragas, pasireiškiančias bendrovių vykdomoje valdymo organų atlyginimų politikoje, nepakankamo akcininkų suinteresuotumo ir dalyvavimo bendrovės valdyme bei smulkiųjų akcininkų teisių ir interesų užtikrinimo srityse. Europos Sąjungos institucijos priėmė nemažai iniciatyvų, nukreiptų į aukščiau nurodytų bendrovių valdymo spragų užpildymą.

Darbo aktualumas pasižymi tuo, jog tiek mokslinėje, tiek politinėje tarptautinėje sferoje vis dar kvestionuojamas konkrečių Europos Sąjungos priimtų iniciatyvų efektyvumas, Europos Sąjungos institucijos šiuo metu svarsto pasiūlymus dėl konkrečių iniciatyvų kaip Akcininkų teisių direktyvos persvarstymo bei keitimo, svarstoma dėl naujų iniciatyvų kaip Europos Bendrovių Modelio Akto priėmimo, o Europos Sąjungos institucijų ataskaitose bei komunikatuose bendrovių valdymo sritis yra vienas esminių diskusijų objektu, kurio modifikavimas bei tobulinimas yra numatomas trumpuoju, vidutiniu bei ilguoju laikotarpiu. Taigi galima teigti, jog iniciatyvų bendrovių valdyme srityje analizė yra aktuali šiandienai bei, atsižvelgiant į Europos Sąjungos institucijų vykdomą veiklą ir užsibrėžtus tikslus, ateityje galima tikėtis naujų reformų, skatinančių vidinės rinkos kūrimą bei stabilumo kapitalo rinkoje užtikrinimą.

Europos Sąjungos institucijų iniciatyvų efektyvumas šiame darbe vertinamas atsižvelgiant į tai, ar ir kaip valstybės narės minėtas iniciatyvas įgyvendina bei kokią įtaką šių iniciatyvų nuostatos turi nacionalinėms valstybių narių bendrovių valdymo sistemoms. Kadangi Europos Sąjungos iniciatyvos yra paremtos bei labiau orientuotos į didžiųjų jurisdikcijų praktiką, darbe taipogi analizuojama šių iniciatyvų įtaka bei efektyvumas Lietuvos, kaip mažosios jurisdikcijos, teisinės sistemos kontekste.

Vis dėlto, vien teisės akto kaip iniciatyvos priėmimas nelemia, jog bus pasiektas reikiamas rezultatas reguliuojant ar harmonizuojant adresuojamą sritį. Atsižvelgiant į tai, jog Europos Sąjungos institucijos pripažino, jog visiškai harmonizuoti bendrovių

valdymo sritį nėra įmanoma dėl istoriškai susikūrusio skirtingo reguliavimo pobūdžio tarp valstybių narių, pagrindine bendrovių valdymo harmonizavimo priemone pripažintas savireguliacijos metodas. Todėl darbe bus analizuojamos ne tik atskirų Europos Sąjungos iniciatyvų kaip teisės aktų geresnio bendrovių valdymo srityje įgyvendinimas, tačiau ir konkrečių iniciatyvų išreiškimo direktyva ar „minkštąja“ teise efektyvumas harmonizuojant valstybių narių teisinės sistemas.

Darbo naujumas. Pirma, nors bendrovių valdymo tema yra parengta gan nemažai mokslinių darbų, vis dėlto, minėti darbai yra labiau orientuoti į vienos Europos Sąjungos reformos bendrovių valdymo srityje tyrimą arba paremti lyginamąja analize. Šiuo atveju galima paminėti 2013 m. M. Jankūnaitės magistrinį darbą „Bendrovių valdymo reglamentavimo reformos po finansų krizės JAV ir ES: lyginamoji analizė“, kuriame analizuojami kai kurių Europos Sąjungos reformų dėl valdymo organų atlyginimų nustatymo įgyvendinimas, tačiau analizė labiau orientuota į šių reformų palyginimą su JAV reglamentavimu. Taip pat galima paminėti ir 2013 m. R. Čiočio disertaciją „Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos“, kurioje taipogi nagrinėjamas valdymo organų atlygintinumo klausimas, tačiau iš esmės koncentruojamasi tik ties Lietuvos problematika. Antra, mokslinėje literatūroje nerandama nei vieno darbo lietuvių kalba, kuriame būtų nuosekliai analizuojama būtent Europos Sąjungos kompetencija bendrovių valdymo srityje, harmonizavimo priemonių efektyvumas, priimtų iniciatyvų kryptingumas bei atskirų iniciatyvų problematika geresnio bendrovių valdymo srityje. Šio darbo naujumas pasireiškia ir tuo, jog analizuojant atskirų reformų efektyvumą, lygiagrečiai nagrinėjamos iniciatyvų atskirų probleminių nuostatų įtvirtinimo priemonės tinkamumas.

Darbo tikslas bei uždaviniai. Šio darbo tikslas yra identifikuoti bei išanalizuoti atskirų Europos Sąjungos iniciatyvų geresnio bendrovių valdymo srityje efektyvumą, kuris padėtų atsakyti į klausimą ar šios iniciatyvos iš tiesų prisideda prie geresnio bendrovių valdymo. Šiam tikslui pasiekti keliami sekantys mokslinio tyrimo uždaviniai:

1. atskleisti bendrovių valdymo skirtingo reglamentavo tarp valstybių narių bei bendrovių valdymo harmonizavimo poreikio priežastis;
2. išnagrinėti Europos Sąjungos kompetenciją bendrovių valdymo srityje, nustatant pagrindinių harmonizavimo priemonių bendrovių valdymo srityje privalumus ir trūkumus bei atskleisti Europos Sąjungos iniciatyvų kryptingumą;
3. išanalizuoti atskirų Europos Sąjungos iniciatyvų efektyvumą ir pagrįstumą bendrovių valdymo srityje, kartu analizuojant atskirų iniciatyvų nuostatų problematiką Lietuvos kontekste.

Tyrimo objektas. Šio darbo tyrimo objektu yra atskirų Europos Sąjungos iniciatyvų analizė. Atsižvelgiant į tai, jog Europos Sąjungos iniciatyvos analizuojamos Lietuvos kontekste bei į tai, jog Lietuva į Europos Sąjungą įstojo 2004 m., atskaitiniu laikotarpiu, nuo kurio pradedama iniciatyvų analizė, nurodomas 2003 m. Pažymėtina, jog iš visų Europos Sąjungos priimtų iniciatyvų po 2003 m. apsiribojama trimis Europos Komisijos rekomendacijomis dėl bendrovės atlyginimų politikos nustatymo, Įmonių perėmimo pasiūlymų direktyva bei pasiūlymu dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo. Atsižvelgiant į tai, jog darbe kvestionuojama minėtų iniciatyvų įtvirtinimo forma, į nagrinėjimo objektą taipogi patenka harmonizavimo priemonių analizė.

Tyrimo metodai. Darbe kaip pagrindinis mokslinio tyrimo metodas yra loginis-analitinis metodas. Vadovaujantis šiuo metodu buvo atlikta teisės aktų, o taip pat ir teismų praktikos analizė, siekiant nustatyti atskirų iniciatyvų nuostatų taikomumo problematiką. Šio metodo taikymas yra būtinas, siekiant kritiškai išanalizuoti konkrečių teisės aktų nuostatų probleminius aspektus. Kitu taikomu metodu yra sisteminis metodas, kadangi šis metodas padeda analizuoti problemas, kurių tyrimas nėra galimas neatsižvelgus į kitas susijusias problemas. Pažymėtina, jog šis metodas padėjo atskleisti ar konkrečios Europos Sąjungos iniciatyvos prisideda prie geresnio bendrovių valdymo, sistemiškai analizuojant atskiras iniciatyvų nuostatas. Istorinis metodas sudaro prielaidas suvokti, kodėl tarp Europos Sąjungos valstybių narių nėra vieningos bendrovių valdymo sistemos bei padeda identifikuoti susiformavusius bendrovių valdymo reglamentavimo skirtumus. Darbe taipogi taikomas praktinis ontologinis metodas, kuriuo analizuojamos kaip valstybės narės pritaikė Europos Sąjungos iniciatyvas nacionalinėse sistemose, vadovaujamosi statistiniais duomenimis bei skelbiamomis ataskaitomis.

Svarbiausi šaltiniai. Europos Sąjungos iniciatyvų bendrovių valdymo srityje Lietuvos teisinėje literatūroje beveik neaptinkama, išskyrus M. Jankūnaitės magistrinį darbą „Bendrovių valdymo reglamentavimo reformos po finansų krizės JAV ir ES: lyginamoji analizė“ bei R. Čiočio disertacija „Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos“. Darbe daugiausiai remiamasi užsienio autorių straipsniais, tokiais kaip: M. Belcredi ir G. Ferrarini „European corporate governance framework: issues and perspectives“, G. Vossestein „Modernization of European company law and corporate governance - some considerations on its legal limits“ bei S. Wen „Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonised corporate governance framework in the wake of the crisis“. Taip pat remiamasi Europos Komisijos ataskaitomis, komunikatais bei veiksmų planais, Žaliosiomis knygomis ir kt.

Darbo struktūra. Šį darbą be įvado bei išvadų sudaro trys dalys. Pirmoje dalyje apibrėžiama bendrovė, kuri yra analizuojamų Europos Sąjungos iniciatyvų adresatu, analizuojama bendrovių valdymo specifika bei harmonizavimo poreikio priežastys. Antroje dalyje nagrinėjama Europos Sąjungos kompetencija bendrovių valdymo srityje bei jos įtvirtinimas teisės aktuose. Atliekama bendrovių valdymo harmonizavimo priemonių, direktyvos bei „minkštosios“ teisės, analizė bei nustatomos pagrindinės Europos Sąjungos iniciatyvų kryptys. Trečioje dalyje analizuojamos atskiros Europos Sąjungos iniciatyvos. Nagrinėjamos iniciatyvų įtvirtintų nuostatų probleminiai aspektai, šių nuostatų įtvirtinimas Europos Sąjungos institucijų pasirinkta priemone bei tiriama iniciatyvų nuostatų problematika Lietuvos teisinės sistemos kontekste.

1. BENDROVIŲ VALDYMAS

1.1. Bendrovių valdymo specifika

Pradedant analizuoti bendrovių valdymo specifika bei reglamentavimo skirtumus tarp valstybių narių, pirmiausia, būtina apibrėžti kaip šiame darbe bus suprantama bendrovė bei ką apima bendrovių valdymo institutas.

Vadovaujantis Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo suvestinės redakcijos¹ (toliau vadinama „Sutartis“) 54 str. bendrovė yra suprantama kaip veikianti pagal civilinę ar komercinę teisę, įskaitant kooperatyvus ir kitus pagal viešąją ar privatinę teisę veikiančius juridinius asmenis, išskyrus nesiekiančiuosius pelno. Vis dėlto, atsižvelgiant į tai, jog dauguma Europos Sąjungos iniciatyvų yra adresuojamos būtent biržinėms bendrovėms, šiame darbe bendrovė bus suvokiama kaip bendrovė, kurios akcijomis prekiaujama reguliuojamoje rinkoje. Atkreiptinas dėmesys, jog nemažai Europos Sąjungos iniciatyvų bendrovių valdymo srityje buvo priimtos po finansinių krizių. Atsižvelgiant į tai, jog minėtų finansinių krizių pagrindiniu objektu iš esmės buvo finansinės bendrovės (įstaigos), o ne kitos bendrovės (nors finansinė krizė, be abejo, turėjo įtakos šių bendrovių padėčiai)², bei į tai, jog tam tikros Europos Sąjungos iniciatyvos yra taip pat adresuojamos finansinių bendrovių (įstaigų) valdymui, pažymima, jog į šio darbo temos tyrimą finansinės bendrovės (įstaigos) nepatenka.

Bendrovių teisė bei bendrovių valdymo teisė yra skirtingai sureglamentuotos įvairiose valstybėse, todėl vieningo bei visuotinai pripažinto bendrovių valdymo apibrėžimo nėra. Bendrovių valdymas dar kitaip yra vadinamas korporatyviniu valdymu bei Lietuvoje dažnai yra laikomas savaime suprantamu dalyku, vykstančiu bendrovėje priimant kasdieninius verslo sprendimus, koordinuojant ir vykdant bendrovės veiklą, sudarant vieną ar kitą sandorį ir panašiai³. Vis dėlto, bendrovės valdymas neturėtų būti siejamas tik su bendrovės valdymo organų funkcijų įgyvendinimu, tačiau bendrovių valdymas turėtų būti suprantamas kaip visuma elementų, kurie lemia bendrovės veiklos realizavimą, sėkmę bei tęstinumą. Teisės doktrinoje dažnai nurodomas bendrovių valdymo terminas buvo apibrėžtas Cadburry ataskaitoje, kurioje nurodoma, kad

¹ 2012 m. spalio 26 d. Europos Sąjungos veikimo sutarties suvestinė redakcija. *OL 2012 C 326*, p. 47-199.

² BELCREDI, M; FERRARINI, G. European corporate governance framework: issues and perspectives. *ECGI Working Paper No. 214/2013*, p. 7-8.

³ Advokatų kontora „Lideika, Petrauskas, Valiūnas ir partneriai. *Bendrovių valdymas*. Vilnius: Verslo Žinios, 2004, p. 1.

bendrovių valdymas tai bendrovės kontroliavimo bei valdymo sistema⁴. Toks pat bendrovės valdymo sąvokos apibrėžimas yra pateikiamas NASDAQ OMX Vilnius biržinių bendrovių valdymo kodekso preambulėje⁵. Tuo tarpu 2012 m. Veiksmų plane bendrovės valdymas apibrėžiamas kaip santykiai tarp bendrovės vadovybės, valdybos, akcininkų ir kitų bendrovės interesų turėtojų⁶. Mokslinėje literatūroje taip pat pastebimas bendrovių valdymo skirstymas į vidinį bei išorinį bendrovių valdymą: vidinio bendrovių valdymo bruožas yra vidinis bendrovės galių (santykiai tarp bendrovės valdybos narių vienvakopėje ar dvivakopėje valdymo organų struktūroje; santykiai tarp bendrovės akcininkų bei kt.) balansavimas, o išorinis bendrovių valdymas pasižymi vadovavimo bendrovėms įtaka kapitalo rinkai, bendrovės konfliktų skaidrumu, atskaitingumu bendrovės akcininkams bei bendrovės perėmimais⁷.

Vienos iš pagrindinių priežasčių, nulėmusių skirtingą bendrovių valdymo suvokimą bei reglamentavimą tarp Europos Sąjungos valstybių narių yra skirtingų bendrovių valdymo modelių bei nuosavybės struktūrų dominavimas. Analizuojant bendrovių valdymo modelius, mokslinėje literatūroje dažniausiai išskiriami vienvakopis, dvivakopis bei mišrus bendrovių valdymo modelis.

Vienpakopis bendrovių valdymo modelis (būdingas Didžiajai Britanijai, Belgijai, Vengrijai bei kitoms valstybėms⁸), kuris yra dominuojantis tarptautiniu mastu modelis⁹, pasižymi tuo, kad bendrovė neturi atskiro kolegialaus priežiūros organo. Pasirinkus tokį valdymo modelį, bendrovėje sudaroma tik valdyba, susidedanti iš vykdomųjų ir nevykdomųjų direktorių, kur pastarieji veikia kaip konsultantai. Šis modelis veiksmingiausias, kai bendrovė turi tik vieną ar keletą akcininkų, todėl sprendimų priėmimo procesas vyksta sklandžiai. Skirtingai nei vienvakopiame bendrovių valdymo modelyje, dvivakopėje valdymo organų struktūroje (būdinga tokioms valstybėms kaip

⁴ Financial reporting council. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. Great Britain: Burgess Science Press, 1992, p. 14, 2.5 pastraipa.

⁵ AB NASDAQ OMX Vilnius. NASDAQ OMX Vilnius vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas. Vilnius, 2010.

⁶ 2012 m. gruodžio 12 d. Komisijos komunikatas Europos Parlamentui, Tarybai, Europos Ekonomikos ir Socialinių reikalų komitetui ir Regionų komitetui, Europos bendrovių teisės ir įmonių valdymo veiksmų planas - Šiuolaikinė teisinė sistema didesniai akcininkų aktyvumui ir įmonių tvarumui užtikrinti. Strasbūras, COM(2012) 740 final, p. 2.

⁷ KLAUS, H. Comparative corporate governance: the state of the art and international regulations. *American Journal of Comparative Law*, vol. 59, p. 8. Iš: MIRCHEV, A. *Corporate governance, economic growth and sustainability: lessons for Bulgaria*. Budapest: CEU, 2011, p. 19.

⁸ FERREIRA, D.; KIRCHMAIER, T. Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity. 2013, p. 205. [žiūrėta 2016 m. vasario 18 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/Corporate-Boards-in-Europe%20paper.pdf>>.

⁹ GREIČIUS, R. *Įmonių valdymas Europos bendrovių teisės reformos kontekste*. Teisės problemos, 2003, Nr. 4(42), p. 27.

Vokietija, Nyderlandai, Danija ir kt.¹⁰⁾ valdymo ir priežiūros funkcijas atlieka skirtingi organai, t.y. sudaromi du valdymo organai: valdyba (vykdomoji institucija) bei stebėtojų taryba (priežiūros institucija). Reikia atkreipti dėmesį į tai, kad šis modelis yra palankus, kai bendrovės akcijos priklauso gan dideliame skaičiui asmenų. Mišrus bendrovių valdymo modelis (būdingas Prancūzijos, Graikijos, Bulgarijos ir kt. teisinėms sistemoms¹¹⁾), kitaip dar vadinamas alternatyvia veiklos organizavimo sistema¹²⁾, yra įtvirtintas įstatymuose, kuriuose numatyta, kad galima pasirinkti tiek vienpakopį, tiek dvipakopį bendrovės valdymo modelį. Pažymėtina, kad šis bendrovių valdymo modelis yra įtvirtintas ir Lietuvos teisės aktuose. Nors mišrus modelis ir suteikia bendrovei lankstumo pasirinkti reikiamą valdymo struktūrą atsižvelgiant į bendrovės dydį, veiklą bei strategiją, vis dėlto, manytina, jog toks modelis nesudaro vienodos bendrovių valdymo praktikos bei sąlygų. Valstybėse, kuriose yra privalomai įtvirtintas vienas iš anksčiau minėtų modelių, iš esmės yra kuriama vienoda, vientisa bendrovių valdymo sistema bei gera verslo administravimo praktika. Iš nurodytų pavyzdžių matyti, jog valstybėms narėms nėra būdinga vieninga valdymo sistema, todėl Europos Sąjungos institucijoms imantis bet kokios iniciatyvos bendrovių valdymo srityje kyla problemų norint pasiekti reikiamą tikslą dėl diversifikuotos valdymo struktūros. Nors tarp bendrovių teisės teoretikų kyla daug diskusijų, kuri valdymo struktūra yra efektyviausia, pripažįstama, jog kiekviena iš minėtų sistemų turi savo pranašumų bei trūkumų, bei jos efektyvumas priklauso nuo konkrečios valstybės narės teisinės sistemos, todėl galutinė konvergencija tarp minėtų bendrovių valdymo organų struktūrų nėra galima¹³⁾. Vis dėlto, netinkamos valdymo struktūros nustatymas ar pasirinkimas gali lemti neefektyvų bendrovės valdymą bei interesų konflikto atsiradimą, todėl tai nereiškia, jog šios sistemos neturėtų būti harmonizavimo objektu.

¹⁰⁾ FERREIRA, D.; KIRCHMAIER, T. Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity. 2013, p. 205. [žiūrėta 2016 m. vasario 18 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/Corporate-Boards-in-Europe%20paper.pdf>>. Taip pat žiūrėti: TRIPATHI, S. Comparative Board Structures Under Corporate Governance Framework. 2013, p. 1 [interaktyvus; žiūrėta 2016 m. vasario 18 d.]. Prieiga per internetą: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2282924&download=yes>.

¹¹⁾ FERREIRA, D.; KIRCHMAIER, T. Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity. 2013, p. 205. [žiūrėta 2016 m. vasario 18 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/Corporate-Boards-in-Europe%20paper.pdf>>.

¹²⁾ GREIČIUS, R. *Įmonių valdymas Europos bendrovių teisės reformos kontekste*. Teisės problemos, 2003, Nr. 4(42), p. 104.

¹³⁾ JUNGSMANN, C. The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems – evidence from the UK and Germany. 2006, p. 426-473 [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: <https://www.academia.edu/9307483/The_Effectiveness_of_Corporate_Governance_in_One-Tier_and_Two-Tier_Board_Systems_Evidence_from_the_UK_and_Germany>.

Skirtingą bendrovių valdymo reglamentavimą taipogi lemia ir bendrovės nuosavybės struktūros dominavimas valstybėje. Pažymėtina, jog šiuo atveju išskiriamos bendrovės su išskaidyta nuosavybe bei bendrovės su koncentruota nuosavybe. Daugumai kontinentinės Europos bendrovių yra būdinga koncentruota nuosavybė su dominuojančiu akcininku (dažniausiai individas arba šeimos nariai), kuriam priklauso dauguma bendrovės balsavimo teisių, tuo tarpu bendrovėms su išskaidyta nuosavybe (būdinga pavyzdžiui Didžiajai Britanijai) yra būdingas didesnis akcininkų skaičius bei dominuojančio akcininko¹⁴. Esant tokioms struktūroms nesunkiai galima pastebėti ir skirtingą reguliavimo efektą bendrovių valdymui. Pažymėtina, jog išskaidytos nuosavybės bendrovėse akcininkų balsavimo institutas turi didesnę reikšmę, skirtingai nei koncentruotos nuosavybės bendrovėse, kuriose dominuojantis akcininkas iš esmės gali nulemti sprendimo priėmimo eigą. Koncentruotos nuosavybės bendrovėse dominuojantis akcininkas, turėdamas esminę įtaką sprendimų priėmime, iš esmės turi geresnes galimybes vykdyti bendrovės valdymo organų vykdomos veiklos efektyvų monitoringą. Vis dėlto, tokiose bendrovėse yra didesnė galimybė interesų konfliktui tarp dominuojančio akcininko bei mažumos akcininkų (o taip pat ir tarp dominuojančio akcininko bei valdymo organų) atsirasti. Mokslinėje literatūroje minėtą problemą tiksliausiai apibūdina bendrovių valdymo atstovavimo teorija, kuri ekonomikos prasme atstovavimo santykius apibrėžia kaip sutartį, pagal kurią vienas ar keli asmenys (atstovaujantieji) pasamdo kitą asmenį (atstovą) ir suteikia jam teisę pačiam priimti sprendimus, kurie atitiktų atstovaujamojo interesus¹⁵. Pagal minėtą teoriją svarbia kliūtimi valdant bendrovę yra tai, kad bendrovės valdymo organas (vadovas) siekia sau naudoti, veikia savo interesais, kas sudaro pagrįstas abejones, kad bendrovės valdymo organų sprendimų priėmimas nėra orientuotas į akcininkų, o galiausiai ir į pačios bendrovės interesus. Atstovaujamas, siekdamas užtikrinti savo interesus bei paskatinti atstovą veikti bendrovės interesais, vykdo atstovo veiklos tikrinimą, veiklos skatinimą, kas sudaro papildomas išlaidas, vadinamas atstovavimo išlaidomis (angl. *Agency costs*)¹⁶. Šios išlaidos dažnai yra įtraukiamos į vadovams mokamus atlyginimus, t.y. atstovui mokamas didesnis atlyginimas kaip skatinamoji priemonė veikti bendrovės interesais. Vis dėlto, didesni atlyginimai nebūtinai išsprendžia šią problemą, o gali kartu lemti per didelės rizikos prisiėmimą. Todėl koncentruotos nuosavybės bendrovėse dominuojantis

¹⁴ ENRIQUES, L.; VOLPIN, P. Corporate governance reforms in Continental Europe. P. 2 [žiūrėta 2016 m. kovo 24 d.]. Prieiga per internetą: <<http://faculty.london.edu/pvolpin/reforms.pdf>>.

¹⁵ MILIAUSKAS, P. Bendrovių valdymas ir interesų konfliktai. Iš Teisė studentų akimis: respublikinės studentų ir jaunųjų mokslininkų konferencija. Vilnius, 2011, p. 10.

¹⁶ JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial, behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of financial economics*, 1976, vol. 3, p. 308.

akcininkas yra labiau įtrauktas į bendrovės veiklos priežiūrą, siekdamas tinkamai užtikrinti savo kaip akcininko interesus. Tuo tarpu išskaidytos nuosavybės bendrovėse akcininkai nėra pakankamai suinteresuoti bendrovės vykdoma veikla, o jų suinteresuotumas yra iš esmės pagrįstas formaliu interesu dėl ne esminės kiekvieno iš akcininkų įtakos sprendimų priėmimo procese. Nors koncentruotos nuosavybės bendrovėse akcininkų dalyvavimas neturėtų būti konstatuojamas kaip nepakankamas, iš Europos Sąjungos priimtų iniciatyvų pobūdžio matyti, jog priimtose iniciatyvos yra labiau pagrįstos išskaidytos nuosavybės bendrovių modeliu bei pasižymi tokios jurisdikcijos kaip Didžiosios Britanijos taikomos praktikos bendrovių valdyme aspektais.

Analizuojant bendrovių nuosavybės struktūrą požymius galima išvelgti tam tikras problemas, kurias būtina akcentuoti, siekiant geresnio bendrovių valdymo srityje. Koncentruotos nuosavybės bendrovėse nors ir yra pakankamas akcininko dalyvavimas bendrovės valdymo politikoje, tačiau skaidrios politikos užtikrinimo reikalavimas nėra įgyvendinamas dėl dominuojančio akcininko įtakos, t.y. akcininkas iš esmės gali priimti priešingą valdybos pasiūlymui sprendimą, nepriklausomai nuo kitų bendrovės dalyvių. Išskaidytos nuosavybės bendrovėse valdymo politikoje yra įgyvendinamas skaidrumo reikalavimas, kadangi sprendimą nulemia iš esmės visi bendrovės akcininkai, todėl užtikrinamas teisingas balsavimo procesas, tačiau tokio tipo bendrovėse nėra pakankamo bendrovės akcininkų suinteresuotumo bendrovės valdyme bei, atitinkamai, neužtikrinamas tinkamas valdymo organų monitoringas.

Taigi iš aukščiau pateiktų motyvų matyti, jog valstybėms narėms nėra būdingas vieningas bendrovių valdymo reglamentavimas. Atsižvelgiant į tai, jog bendrovių bei bendrovių valdymo struktūros pasižymi esminiais skirtumais, ypatingai sprendimų priėmimo procese, kitose šio darbo dalyse analizuojamos Europos Sąjungos iniciatyvos turės nevienodą įtaką valstybių narių teisinėms sistemoms.

1.2. Bendrovių valdymo harmonizavimo poreikis

Esminę įtaką bendrovių valdymo reformoms Europos Sąjungos lygmenyje turėjo 2001-2003 m. finansiniai skandalai bei 2007-2008 m. finansinė krizė. Šie įvykiai atskleidė sekančias Europos Sąjungos bendrovių valdymo problemas, kurioms trūko tinkamo teisinio sureguliojimo: akcininkų pasyvumas bendrovių valdyme, silpnas direktorių konsultantų vaidmuo bendrovių valdyme, vykdomųjų bendrovės direktorių

atlyginimų politika ir kt.¹⁷. Galima teigti, jog finansiniai nuosmukiai (ypatingai *Parmalat* atvejis, kai vienas didžiausių Europos produktų tiekėjų, Italijos pieno produktų bendrovė *Parmalat*, turėdama maždaug 18,1 milijardų dolerių skolą 2003 m. pradėjo bankroto procedūrą¹⁸, kas iškėlė nemažai klausimų dėl bendrovių valdymo srityje esančių problemų) buvo praktinis rodiklis, patvirtinantis teorines bendrovių valdymo problemas, jog Europos Sąjungos bendrovių valdymo sistema reikalauja pokyčių. Ypatingas dėmesys turi būti atkreipiamas bendrovės akcininkų vaidmeniui valdant bendrovę bei priimant sprendimus. Nepakankamas akcininkų suinteresuotumas bei dalyvavimas bendrovių valdyme gali lemti neskaidrios bendrovės veiklos skatinimą, tinkamo bendrovės valdymo organų monitoringo nebuvimą arba nepagrįstos rizikos prisiėmimą.

Pabrėžtina, jog geresnio bendrovių valdymo reguliavimas taipogi reikalauja atkreipti dėmesį ir į kapitalo rinką (korporacinę kontrolę) bei akcentuoti investuotojų teisių užtikrinimo svarbą bei nepakankamą smulkiųjų bendrovių akcininkų teisių apsaugą¹⁹. Šiuo atveju svarbi yra Tryliktoji direktyva, kuria buvo siekiama nustatyti vieningą bendrovių perėmimo pasiūlymų sistemą tarp valstybių narių, tačiau šios iniciatyvos kvestionuotinas efektyvumas bus detaliau nagrinėjamas trečioje šio darbo dalyje.

Bendrovių valdymo sritis iškelia nemažai probleminių aspektų, kurie turi įtakos pačios Europos Sąjungos vidinės rinkos funkcionavimui. Diferencijuotas valstybių narių požiūris į bendrovių valdymą lemia skirtingų bendrovių valdymo sistemų vystymą, trukdo įgyventi Europos Sąjungos tikslą sukurti vieningą rinką. Atsižvelgiant į tai, jog vis sparčiau vystantis tarptautinei bendrovių valdymo sistemai, būtina užtikrinti šios sistemos sklandžią veiklą, kyla poreikis Europos Sąjungos institucijų intervencijai harmonizuojant bendrovių valdymo sritį bei nustatant bendrus valdymo standartus. Pažymėtina, jog šiam tikslui pasiekti būtina išspręsti pagrindines problemas dėl nepakankamo akcininkų dalyvavimo bendrovių valdyme, skatinti skaidrią bendrovės politiką, užtikrinti investuotojų interesus bei smulkiųjų akcininkų teises.

¹⁷ WINTER, J. The financial crisis: does good corporate governance matter and how to achieve it?. *DSF Policy Paper No. 14*, 2011, p. 2-3.

¹⁸ TARANTINO, A. *Governance, risk and compliance handbook - technology, finance, environmental, and international guidance and best practices*. John Wuket & Sons, 2008, p. 14. Taip pat žiūrėti: SUSSMAN, O. The economics of the EU's corporate-insolvency law and the quest for harmonisation by market forces. Oxford: University of Oxford, 2005, *Economic Series Working Papers No 2005-EF-16*, p. 14-15.

¹⁹ HOPT, K. Modern company and capital market problems: improving European corporate governance after Enron. *ECGI Law Working Paper No. 05/2002*, p. 450.

2. BENDROVIŲ VALDYMO MODERNIZAVIMAS BEI HARMONIZAVIMAS

2.1. Europos Sąjungos kompetencija bendrovių valdymo srityje

Prieš pradėdant analizuoti bendrovių valdymo modernizavimo bei harmonizavimo tendencijas Europos Sąjungoje bei Europos Sąjungos iniciatyvas šioje srityje, tikslinga išnagrinėti iš kur kyla Europos Sąjungos kompetencija reguliuoti bei tuo harmonizuoti bendrovių valdymą bei ar ši kompetencija yra tinkamai pagrindžiama Europos Sąjungos institucijų teisės aktuose.

Europos Sąjungos sutartis nenurodo tam tikro vieno teisinio pagrindo, suteikiančio bendrą bei visapusišką kompetenciją bendrovių bei bendrovių valdymo teisėje, tačiau Sutartyje yra nurodomi atskiri teisiniai pagrindai, kurie įgalina Bendriją reguliuoti tam tikrus aspektus bendrovių bei bendrovių valdymo teisės srityje²⁰. Iš esmės pagrindiniu teisiniu pagrindu bendrovių teisės harmonizavimo programai yra Sutarties 50 str. 2 d. g)²¹, kuri nurodo, jog Europos Parlamentas, Taryba bei Komisija turi siekti įsisteigimo teisės užtikrinimo, kiek reikia koordinuojant apsaugos priemones, kurių valstybės narės reikalauja iš bendrovių ar firmų bei imtis narių ir kitų asmenų interesų apsaugos. Šiuo atveju svarbūs yra subsidiarumo (Europos Sąjungos sutarties suvestinės redakcijos²² 5 str. 3 d.) bei proporcingumo (Europos Sąjungos sutarties suvestinės redakcijos 5 str. 4 d.) principai, kurie nustato ribas priimamai Europos Sąjungos institucijų priemonei, t.y. abu principai yra svarbūs nustatant reguliavimo priemonę (pavyzdžiui: reglamentas ar direktyva) bei reguliavimo intensyvumą (dalinis ar visiškas harmonizavimas)²³. Vis dėlto, Sutarties 50 str. 2 d. g) yra bendrasis teisinis pagrindas, kuris apima visą bendrovių teisės sritį. Siekiant atskleisti Europos Sąjungos kompetenciją būtent bendrovių valdymo srityje, toliau bus analizuojama Europos Sąjungos kompetencija per vidinės rinkos sukūrimo prizmę.

Pabrėžtina, jog vienas iš pagrindinių Europos Sąjungos uždavinių, kuriuo siekiama įgyvendinti Europos Sąjungos sutarties suvestinės redakcijos 3 str. 1 d. nurodytus tikslus, yra sukurti vidinę rinką²⁴. Pažymėtina, kad vadovaujantis Sutarties 26 str. 2 d. vidinė

²⁰ VOSSESTEIN, G. *Modernization of European company law and corporate governance. Some considerations on its legal limits*. The Netherlands: Kluwer Law International, 2010, vol. 6, p. 47.

²¹ EDWARDS, V. *Europos Sąjungos bendrovių teisė*. Vilnius: Eugrimas, 2002, p. 20.

²² 2016 m. spalio 26 d. Europos Sąjungos sutarties suvestinė redakcija, *OL 2012 C 326*, p. 13-46.

²³ GRUNDMANN, S. *European company law – organization, finance and capital markets*. Intersentia, 2012, p. 57-58.

²⁴ Europos Sąjungos sutarties suvestinės redakcijos 3 str. 3 d.

rinka yra pasiekama užtikrinant laisvą prekių, asmenų, paslaugų ir kapitalo judėjimą. Atkreipiamas dėmesys, jog minėtos laisvės iš esmės yra įsisteigimo teisės (Sutarties 49-55 str.), kuri toliau bus detaliau nagrinėjama, ištakos.

Analizuojant Europos Sąjungos kompetenciją bendrovių valdymo srityje itin svarbus yra Sutarties 49 str., kadangi ši bendroji Europos Sąjungos garantuojama teisė (įsisteigimo teisė) apima ne tik teisę imtis savarankiškai dirbančių asmenų veiklos bei ją verstis, bet taip pat steigti ir valdyti įmones (Sutarties 49 str. 2 pastraipa), kas iš esmės ir apibūdina minėtos teisės apimtį²⁵. Taigi įsisteigimo teisė apima ne tik teisę įsteigti bendrovę, tačiau ir bendrovės valdymo institutą. Vadovaujantis Sutarties 50 str. 1 d., kuri nurodo, kad tam, kad būtų pasiekta įsisteigimo laisvė tam tikros rūšies veikloje (kaip buvo minėta – tai gali būti ir bendrovės valdymas), Europos Parlamentas ir Taryba, sprenddami pagal įprastą teisėkūros procedūrą ir pasikonsultavę su Ekonomikos ir socialinių reikalų komitetu, leidžia direktyvas. Taigi iš šios nuostatos matyti, kad Europos Parlamentui bei Tarybai suteikiama kompetencija bendrovių valdymo teisės srityje kyla iš įsisteigimo laisvės užtikrinimo, kuri atitinkamai yra įrankis Europos Sąjungos vidinei rinkai sukurti. Pabrėžtina, jog praktikoje priimta, jog Sutarties 50 str. gali būti teisiniu pagrindu bet kurios taisyklės (normos) priėmimui su sąlyga, kad ši taisyklė apsaugo bendrovės akcininkus ar trečiąsias šalis, bei kurios paskirtis yra bet kurių fundamentalių laisvių (ne tik įsisteigimo laisvės) realizavimas²⁶.

Kaip kitą teisinį pagrindą, įgalinantį Europos Sąjungos institucijas imtis iniciatyvų bendrovių valdymo srityje, galėtų būtų Sutarties 114 str. 1 d., kuri numato, jog Europos Sąjungos tikslams pasiekti Europos Parlamentas ir Taryba, sprenddami pagal įprastą teisėkūros procedūrą, pasikonsultavę su Ekonomikos ir socialinių reikalų komitetu, nustato priemones valstybių narių įstatymų ir kitų teisės aktų nuostatoms, skirtoms vidaus rinkos sukūrimui ir veikimui, suderinti. Pažymėtina, kad teismų praktikoje pripažįstama, jog Sutarties 114 str. įgalina Bendriją priimti priemones, kurios eliminuotų (arba turėtų tam įtakos) kliūtis ekonominėms laisvėms, kurios yra garantuojamos Europos Sąjungos sutarčių²⁷. Atkreipiamas dėmesys, kad minėtos ekonominės laisvės apima laisvą prekių judėjimą, steigimosi teisę, laisvą paslaugų ir kapitalo judėjimą²⁸.

²⁵ Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2002 m. spalio 17 d. sprendimas *Payroll (Italija)* C-79/01, EU:C:2002:592.

²⁶ MANKO, R. EU competence in private law – the Treaty framework for a European private law and challenges for coherence. EPRS, 2015, p. 9.

²⁷ Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2000 m. spalio 5 d. sprendimas *Vokietija v. Parlamentas bei Taryba* C-376/98, EU:C:2000:544.

²⁸ Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2006 m. gegužės 2 d. sprendimas *Parlamentas v. Taryba* C-436/03, EU:C:2006:277.

Vis dėlto, galima teigti, jog aukščiau paminėti Sutarties straipsniai tiesiogiai neįtvirtina šioje dalyje analizuojamos kompetencijos kaip tokios, t.y. turi būti aiškiai įrodytas ryšys tarp Bendrijos iniciatyvos/priemonės bei, pavyzdžiui, steigimosi laisvės užtikrinimo. Anot Gert-Jan Vossestein tokio ryšio nustatymas turi būti taikomas ir kitoms ekonominėms laisvėms²⁹. Siekiant tiksliau išanalizuoti kaip yra įtvirtinama bei pagrindžiama Bendrijos kompetencija priimant konkrečias priemones/iniciatyvas, kaip pavyzdį tikslinga išnagrinėti 2007 m. Akcininkų teisių direktyvą³⁰ (toliau šioje dalyje vadinama „Direktyva“), kuri vėliau šiame darbe bus analizuojama detalčiau.

Direktyvos preambulėje nurodoma, jog teisiniu pagrindu Direktyvai priimti yra Sutarties 49 bei 114 straipsniai. Vadovaujantis Direktyvos preambulės 14 punktu, Direktyvos tikslas yra sudaryti galimybes akcininkams veiksmingai naudotis savo teisėmis visoje Bendrijoje, o kaip vienu iš pagrindinių šios Direktyvos tikslų yra įvardijamas patikimas bendrovių valdymas³¹. Vis dėlto, kyla klausimas ar tai yra pakankamas pagrindas teigti, jog yra įtvirtintas ryšys tarp priimanos Direktyvos kaip priemonės bei įsisteigimo laisvės. Pabrėžtina, jog toks ryšys nėra akivaizdus iš Direktyvos preambulės, kadangi Bendrijos pagrindinis dėmesys yra skiriamas įstatymo leidybos tikslams (kaip kad akcininkų teisių bei patikimo bendrovių valdymo gerinimas) nenurodant (nepaaiškinant) Bendrijos kompetencijos šiems tikslams pasiekti bei kaip ši Direktyva prisideda prie įsisteigimo laisvės užtikrinimo³².

Atkreiptinas dėmesys į tai, kad nors ir ryšys tarp Direktyvos kaip priemonės bei įsisteigimo laisvės nėra akivaizdus, bei Sutarties 114 str. nerefereuoja į laisvą kapitalo judėjimą, galima teigti, kad ši Direktyva iš esmės prisideda prie laisvo kapitalo judėjimo užtikrinimo. Teismų praktikoje nurodoma, jog kapitalo judėjimas apima tiesiogines investicijas, dalyvavimą holdingo vadovavime bei valdyme, o taip pat ir akcijų įsigijime kapitalo rinkoje³³. Atsižvelgiant į tai, jog Direktyvos nuostatos iš esmės yra orientuotos į akcininkų teisių užtikrinimą bei tinkamą šių teisių įgyvendinimą ir apsaugą, taip gerinant bendrovės valdymo sistemą bei jos funkcionavimo efektyvumą, darytina išvada, kad Direktyva iš esmės yra net labiau susijusi su laisvu kapitalo judėjimu nei su įsisteigimo laisve. Teismų praktikoje nurodoma, jeigu ištyrus priimamą priemonę paaiškėja, jog ši

²⁹ VOSSESTEIN, G. *Modernization of European company law and corporate governance - some considerations on its legal limits*. The Netherlands: Kluwer Law International, 2010, vol. 6, p. 100.

³⁰ 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. OL 2007, L 184.

³¹ Direktyvos dėl Akcininkų Teisių preambulės 3 punktas.

³² VOSSESTEIN, G. *Modernization of European company law and corporate governance - some considerations on its legal limits*. The Netherlands: Kluwer Law International, 2010, vol. 6, p. 100.

³³ Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2002 m. birželio 4 d. sprendimas *Komisija v. Portugalija* C-367/98, EU:C:2002:326.

priemonė turi du tikslus arba turi dvi sudedamąsias dalis bei vienas iš šių tikslų ar sudedamųjų dalių sudaro vyraujančią priimamos priemonės dalį (paskirtį), tokia priemonė turi būti pagrįsta vienu teisiniu pagrindu, pagrindžiančiu vyraujančią priimamos priemonės dalį³⁴. Galima teigti, jog laisvo kapitalo judėjimo užtikrinimas sudaro vyraujančią Direktyvos dalį (paskirtį), todėl Direktyvai priimti pakankamu teisiniu pagrindu būtų Sutarties 114 str.

Apibendrinant aukščiau nurodytus motyvus darytina išvada, kad Europos Sąjungos kompetencija reguliuoti būtent bendrovių valdymo sritį iš esmės kyla iš Sutarties 49 bei 114 straipsnių, kuriais siekiama užtikrinti garantuojamas fundamentalias laisves, kaip kad įsisteigimo teisę, laisvą kapitalo judėjimą bei sukurti Europos Sąjungos vidinę rinką.

2.2. Europos Sąjungos priemonės ir iniciatyvos modernizuojant bei harmonizuojant bendrovių valdymą

Kaip jau buvo minėta, Europoje bendrovių valdymo institutas susilaukė nemažai dėmesio po *Parmalat* korporatyvinio skandalo (bankroto)³⁵, o taip pat ir 2007-2008 m. finansinės krizės, kas atvėrė nemažai spragų bendrovių valdymo srityje. Be korporatyvinių skandalų bendrovių valdymo srities reguliavimo tendencijai taip pat įtakos turėjo nesuderinamas bendrovių valdymo organų elgesys bei trūkumai sutartiniame bendrovės rizikos valdyme, kas ir lėmė tokį valdymo organų elgesį³⁶. Panašaus pobūdžio įvykiai turėjo įtaką tiek vidinėms bendrovių valdymo struktūroms, tiek būtinų kapitalo rinkos mechanizmų efektyvumui³⁷.

Atsižvelgiant į aukščiau nurodytas priežastis Europos Sąjungos institucijos ėmėsi priemonių, siekiant harmonizuoti bei modernizuoti Europos Sąjungos bendrovių valdymo sistemą. Mokslinėje literatūroje išskiriami sekantys harmonizavimo metodai:

- visiškas harmonizavimas, kur joks valstybių narių nukrypimas nėra leidžiamas, išskyrus apsaugos priemones;
- fakultatyvus harmonizavimas, kai direktyvos suteikia galimybę pasirinkti harmonizuotas taisykles arba nacionalines taisykles;

³⁴ Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2001 m. sausio 30 d. sprendimas *Ispanija v. Taryba* C-36/98, EU:C:2001:64.

³⁵ ČIOČYS, R. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 14.

³⁶ CLARKE, T.; CHANLAT, J. *Introduction: a new world disorder? The Recurring crises in Anglo-American corporate governance and the increasing impact on European economies and institutions*. Abingdon: Routledge, 2009, p. 66.

³⁷ BELCREDI, M.; FERRARINI, G. *European corporate governance framework: issues and perspectives*. ECGI Working Paper No. 214/2013, p. 4.

- dalinis harmonizavimas – reguliuojama tam tikra srities dalis;
- minimalus harmonizavimas, kai visoms valstybėms narėms taikomos minimalios taisyklės, tačiau valstybėms narėms paliekama erdvės atskirai arba bendrai priimti griežtesnes taisykles;
- alternatyvus harmonizavimas – valstybėms narėms leidžiama pasirinkti tarp tam tikrų alternatyvių metodų;
- bendras pripažinimas – iš valstybių narių reikalaujama pripažinti tarpusavio taisykles bei kontrolę³⁸.

Prie aukščiau nurodytų harmonizavimo rūšių tikslinga taipogi priskirti ir maksimalaus harmonizavimo rūšį, kai nors atitinkamą sritį ir neįmanoma visiškai harmonizuoti, tačiau siekiama maksimalaus leistino rezultato.

Toliau šioje dalyje bus analizuojami atskiri Europos Sąjungos harmonizavimo priemonių tipai bendrovių valdymo srityje, atskleidžiant jų trūkumus modernizuojant bei harmonizuojant bendrovių valdymo sritį.

Kaip pirmą bendrovių valdymo harmonizavimo priemonę reikėtų įvardinti direktyvą. Atkreiptinas dėmesys, jog šioje dalyje reglamentas kaip priemonė nėra analizuojamas, kadangi reglamentas yra priskirtinas labiau prie unifikavimo nei harmonizavimo priemonių. Kaip jau buvo minėta anksčiau, Sutarties 50 str. 1 d. įgalina Europos Sąjungos institucijas priimti direktyvas bendrovių valdymo srityje. Pabrėžtina, jog nors direktyvos ir atrodo kaip tinkama priemonė siekiant bendrovių valdymo harmonizavimo valstybėse narėse, vis dėlto, ši priemonė turi tam tikrų trūkumų. Reiktų atkreipti dėmesį į tai, kad direktyvos būna formuojamos įvairiai. Pirmia, direktyvoje nemažai nuostatų gali būti įsakomojo pobūdžio bei palikti nedaug erdvės nacionaliniams nukrypimams, tokiu būdu siekiant visiško harmonizavimo. Analizuojant bendrovių valdymo harmonizavimo tendencijas Europos Sąjungoje pastebima, jog dauguma pirmųjų direktyvų, orientuotų į bendrovių valdymo harmonizavimą, buvo priimtos atsižvelgiant tik į kelių valstybių narių teisinės sistemas, nepaliekančios pakankamai erdvės nacionaliniams nukrypimams, siekiančios visiško harmonizavimo bei, atitinkamai, įrodė esą pernelyg šiurkštaus bei komplikuoto pobūdžio kitų valstybių narių (skirtingų teisinių sistemų) atžvilgiu³⁹. Tokių direktyvų pavyzdžiu gali būti Penktosios Direktyvos

³⁸ WATSON, P.; WOODS, L. *Steiner & Woods EU law*. Oxford: Oxford university press, 2009 p. 360-68. Iš WEN, S. Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonised corporate governance framework in the wake of the crisis. *Washington University Global Studies Law Review*, 2013, vol. 12, p. 52.

³⁹ WEN, S. Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonised corporate governance framework in the wake of the crisis. *Washington University Global Studies Law Review*, 2013, vol. 12, p. 64.

projektas, kurios pirmajame pasiūlyme buvo rekomenduojama įtvirtinti privalomą dvipakopį bendrovių valdymo modelį⁴⁰. Be abejonės, toks vokiško bendrovių valdymo modelis įtvirtinimo siūlymas sukėlė neigiamą reakciją tarp valstybių narių, kurių teisinė sistema palaikė vienpakopią bendrovių valdymo organų struktūrą (pvz. Didžioji Britanija). Antra, direktyvos gali įtvirtinti pasirinkimų ir alternatyvų galimybę, nustatant minimalius standartus, o gal net ir principus, tačiau tokiu būdu iš esmės gali būti minimizuojamas direktyvų indėlis bendrovių valdymo harmonizavimo srityje⁴¹. Kaip kitą direktyvų problemą galima būtų įvardinti neaiškių teisinių sąvokų įtvirtinimą. Pažymėtina, jog direktyvos paskirtis gali būti tam tikros specifinės srities sureguliuojimas (harmonizavimas), kurioje teisinė sąvoka turi ypatingai svarbią reikšmę, pavyzdžiui bendrovės valdymo organų samprata⁴². Todėl gali kilti problemų apibrėžiant ar priežiūros organas (stebėtojų taryba) patenka į bendrovės valdymo organų sampratą ar ne.

Atsižvelgiant į tai, jog valstybių narių bendrovių valdymo sistemoms harmonizuoti būtina palikti pakankamai lankstumo nacionaliniams nukrypimams atlikti, direktyva kaip visiško harmonizavimo priemonė istoriškai įrodė, jog yra nepakankamai efektyvi, todėl vėlesnės direktyvos buvo fakultatyvaus bei optimalaus harmonizavimo pobūdžio bei pristatė daugiau lankstumo nacionaliniame lygmenyje⁴³. Toks direktyvų kaip bendrovių valdymo srities harmonizavimo priemonės vystymo posūkis (iš visiško harmonizavimo į maksimalų, fakultatyvų, dalinį ar alternatyvų harmonizavimą) vertintinas teigiamai, kadangi nacionalinių teisinių sistemų skirtumai gali lemti priimamos direktyvos neefektyvumą bei kliūtis tolesnei bendrovių valdymo harmonizavimo raidai.

Kaip antrą harmonizavimo metodą tikslinga įvardinti „minkštąją“ teisę (angl. *Soft law*). „Minkštąją“ teisę vadinamos normos, turinčios susitarimo (konsensuso) aspektą, bet neturinčios tradicinio privalomumo aspekto (sankcijos)⁴⁴. „Minkštąją“ teisę dažniausiai sudaro bendrovių valdymo kodeksai, kurių turinį, atitinkamai, sudaro rekomendacinės nuostatos⁴⁵. Pažymėtina, jog „minkštoji“ teisė iš esmės suteikia galimybę šios priemonės adresatams interpretuoti įstatyme nurodytas nuostatas, t.y. „minkštoji“ teisė nurodo kryptį bei pagrindinius principus adresuojamoje srityje. Ši harmonizavimo priemonė yra

⁴⁰ MURPHY, D. T. *The amended proposal for a fifth company law directive – nihil novum*. J. Int'l. L. 215, 1985, p. 230-231.

⁴¹ EDWARDS, V. *Europos Sąjungos bendrovių teisė*. Vilnius: Eugrimas, 2002, p. 26.

⁴² *Ibid*, p. 27.

⁴³ WEN, S. *Shareholder primacy and corporate governance – legal aspects, practices and future directions*. Routledge, 2013, p. 123.

⁴⁴ ČIOČYS, R. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 32.

⁴⁵ EcoDa. A guide to corporate governance practice in the European Union. International Finance Corporation, 2015, p. 6 [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/c44d6d0047b7597bb7d9f7299ede9589/CG_Practices_in_EU_Guide.pdf?MOD=AJPERES>.

veiksminga, kai norima ne nustatyti vieną imperatyvų teisinį modelį ar praktiką valstybių narių teisinėse sistemose, tačiau pateikti bendrą adresuojamo teisinio instituto kryptį. Valstybės narės, atsižvelgdamos į savo nacionalinę teisinę sistemą, o taip pat ir į vyraujančią geriausią praktiką adresuojamoje srityje, gali nuspręsti ar atsižvelgti į rekomenduojamus pokyčius, jei taip, tai kokia apimtimi bei kokių priemonių imtis tikslui įgyvendinti. Vis dėlto, galima išvelgti ir tam tikrus neigiamus „minkštosios“ teisės aspektus: 1) „minkštoji“ teisė reikalauja interpretavimo, kas gali sukelti problemų su teisinio apibrėžtumo reikalavimu; 2) asmenys, dalyvaujantys „minkštosios“ teisės priėmimo procese dažnai reikalauja, kad adresuojama sritis nebūtų reguliuojama dvigubai, t.y. tiek „minkštąja“ teise, tiek pozityviosios teisės; 3) asmenys, dalyvaujantys „minkštosios“ teisės priėmimo procese, suvokdami, jog priimama priemonė neturės imperatyvaus pobūdžio (bei atitinkamai sankcijų), siekia išvengti adresuojamos srities „griežto“ reglamentavimo⁴⁶.

Atsižvelgiant į bendrovių valdymo institutą, „minkštoji“ teisė apima tokias sritis kaip Europos Sąjungos institucijų teikiamas rekomendacijas, veiksmų planus, etikos ar elgesio kodeksus bendrovių valdymo srityje ir kt. Taigi bendrovių valdymo kodeksai patenka po „minkštosios“ teisės apibrėžimu (etikos ar elgesio kodeksai). Europos Komisijos 2001 m. sudaryta aukšto lygio bendrovių teisės ekspertų grupės ES bendrovių teisės modernaus reguliavimo rekomendacijoms parengti 2002 m. lapkričio 4 d. ataskaitoje (toliau šioje dalyje vadinama „Ataskaita“) nurodoma, jog bendrovių valdymo srities reguliavimas turi savų privalumų bei trūkumų, tačiau pažymima, jog priėmus direktyvą, vėlesnis jos modifikavimo procesas gali būti komplikuoatas bei neefektyvus, kai tuo metu kapitalo rinkoje yra poreikis tolesnei adaptacijai⁴⁷. Bendrovių valdymo harmonizavimas per nacionalinius bendrovių valdymo kodeksus susilaukė gan nemažai teigiamo dėmesio iš valstybių narių, kadangi tai yra tinkama bei lankstumą suteikianti priemonė valstybėms narėms, atsižvelgiant į susiklosčiusį diferencijuotą požiūrį į bendrovių valdymą. Ataskaitoje taip pat pabrėžiama, jog direktyvomis turėtų būti nustatomi pagrindiniai principai bei bendros taisyklės, o detalesnis reguliavimas galėtų būti nustatomas neprivalomo, alternatyvaus pobūdžio aktais⁴⁸. Pažymėtina, jog tai dar kartą patvirtina, jog bendrovių valdymą Europos Sąjungoje nepavyks visiškai

⁴⁶ WITTEVEEN, W.; KLINK, B. van. Why is soft law really law? A communicative approach to legislation. *RegelMaat*, 1999, No. 3. Iš: ČIOČYS, R. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 39.

⁴⁷ Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, 2002, p. 4 [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf>.

⁴⁸ *Ibid.*

harmonizuoti dėl anksčiau nurodytų priežasčių, todėl valstybės narės renkasi lankstesnį harmonizavimo metodą – vadovaujantis „minkštąja“ teise. Svarbu atkreipti dėmesį į tai, jog bendrovių valdymo institutas nėra pernelyg priimtinas radikaliems pokyčiams, todėl rekomenduojama siekti bendrovių valdymo harmonizavimo tikslų su laiku, koordinuojant valstybių narių bendrovių valdymo kodeksus, atsižvelgiant į geriausias bendrovių valdymo praktikas⁴⁹. Nors valstybėms narėms yra priimtina bei efektyvi praktika vadovautis nacionaliniais bendrovių valdymo kodeksais, vis dėlto, bendro Europos Sąjungos bendrovių valdymo kodekso idėja buvo atmesta, kadangi bendrovių valdymo struktūrų bei sistemų įvairovė valstybėse narėse vis dar yra pakankamai nemaža, todėl Europos Sąjungos bendrovių valdymo kodeksas būtų neefektyvus (nepavyktų nustatyti geriausias praktikas tokiu lygiu, kad jas praktiškai būtų įmanoma įgyvendinti) arba dokumentas būtų labai komplikuotas dėl taikymo bei išimčių įvairovės, atsižvelgiant į nacionalinių valstybių narių poreikius⁵⁰. Atsižvelgiant į bendrovių valdymo reguliavimo tendencijas darytina išvada, jog bendrovių valdymo pagrindu iš esmės tapo bendrovių valdymo kodeksais paremtas harmonizavimo metodas. Šiuo atveju svarbi yra 2006 m. birželio 14 d. Direktyvos 2006/46/EB⁵¹ 46a straipsnis, kuris nurodo, jog bendrovė, kurios vertybiniai popieriai yra įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje į savo metinį pranešimą turi įtraukti bendrovės valdymo pareiškimą bei nurodyti nuo kurių bendrovei taikomo bendrovių valdymo kodekso dalių ji nukrypo bei kodėl. Taigi minėtu straipsniu Europos Sąjungos institucijos įtvirtino taip vadinamą „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principą, kuris atsispindi Vertybinių popierių įstatymo⁵² 21 str. 3 d.

Nors „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principas sulaukė teigiamo dėmesio tiek iš valstybių narių, tiek iš pačios priemonės iniciatoriaus, vis dėlto, pastebimi tam tikri kritiniai šio principo aspektai, kuriuos tikslinga šioje dalyje išanalizuoti. Pirmiausia, kyla problema dėl to, jog Direktyva 2006/46/EB nenurodo kokio tikslumo privalo būti paaiškinimas jei bendrovė nukrypsta nuo jai taikomo bendrovių valdymo kodekso nuostatų, t.y. ši kompetencija (sankcijų nustatymas), vadovaujantis Direktyvos

⁴⁹ WEN, S. Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonised corporate governance framework in the wake of the crisis. *Washington University Global Studies Law Review*, 2013, vol. 12, p. 69.

⁵⁰ Report of the high level group of company law experts on a European corporate governance in company law and codes, 2004, p. 2 [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.ecgi.org/presidency/presentations/2004_thehague_final_report.pdf>.

⁵¹ 2006 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2006/46/EB iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 78/660/EEB dėl tam tikrų tipų bendrovių metinių atskaitomybių, 83/349/EEB dėl konsoliduotos atskaitomybės, 86/635/EEB dėl bankų ir kitų finansų įstaigų metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės ir 91/674/EEB dėl draudimo įmonių metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės, OL 2006 L 224/1, p. 1-7.

⁵² Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais), *Valstybės žinios*, 2007, nr. 17-626; *Valstybės žinios*, 2011, nr. 145-6819.

2006/46/EB 60a straipsniu, yra paliekama valstybėms narėms. Svarbu pabrėžti, jog 2011 m. Žaliojoje knygoje buvo pripažinta, jog valstybių narių paaiškinimų, kodėl nukrypstama nuo bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų, kokybė nėra pakankama bei vykdomas nepakankamas bendrovių valdymo kodekso nuostatų taikymo monitoringas⁵³. Žemiau pateikiama pagal 2009 m. rudenį paskelbtą valstybių narių įmonių valdymo kodeksų stebėsenos ir taikymo užtikrinimo sistemų tyrimo duomenis⁵⁴ sudaryta suvestinė lentelė:

„Laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo taikymas bei laikymasis	Procentinė išraiška
„Laikykis taisyklių arba paaiškink“ informacijos atskleidimas	86% bendrovių atskleidžia
Paaiškinimų dėl nukrypimų pakankamas „informatyvumas“	39% paaiškinimų
Paaiškinimų pakankamas „specifiškumas“ (dėl konkrečios bendrovės situacijos) bei „tarpiškumas“ (kai bendrovės nurodo, jog laikysis taisyklių ateityje)	Mažiau nei 50% paaiškinimų
Bendras netinkamų paaiškinimų teikimas, nukrypstant nuo bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų	Daugiau nei 60% atvejų

Apibendrinant lentelėje nurodytus statistinius duomenis darytina išvada, jog didžioji dalis bendrovių pateikia netinkamus, nepakankamai informatyvius (specifinius bei tarpinius) paaiškinimus, kodėl nukrypstama nuo bendrovei taikomo bendrovių valdymo kodekso rekomenduojamų nuostatų. Pažymėtina, jog bendrovės iš esmės linkusios tiesiog nurodyti, jog nesilaikoma bendrovių valdymo kodekse nurodytos tam tikros rekomendacijos, nepateikiant jokio informatyvesnio paaiškinimo⁵⁵. Tokios išvados kelia abejones dėl „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo efektyvumo, tinkamo Europos Sąjungos bendrovių valdymo sistemos funkcionavimo bei sudaro prielaidas imtis atitinkamų korekcinų priemonių. Tai patvirtina 2014 m. Europos Komisijos priimta

⁵³ Europos Komisijos Žalioji knyga – ES įmonių valdymo sistema, KOM (2011) 164 galutinis, 2011, p. 3.

⁵⁴ Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the Member States, 2009, Contract No. ETD/2008/IM/F2/126.

⁵⁵ Europos Komisijos Žalioji knyga – ES įmonių valdymo sistema, KOM (2011) 164 galutinis, 2011, p. 19.

Rekomendacija 2014/208/ES⁵⁶, kurioje paaiškinama bei patikslinama bendrovių valdymo ataskaitų kokybė, kokią informaciją būtina nurodyti teikiamoje ataskaitoje, nukrypstant nuo atitinkamų bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų. Vis dėlto, kritiškai vertintina tai, jog tokia rekomendacija buvo priimta tik 2014 m., t.y. praėjus 8 metams po Direktyvos 2006/46/EB priėmimo. Pažymėtina, jog anksčiau nurodytas 2009 m. atliktas tyrimas dėl „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo tinkamo laikymosi turėjo būti pakankamas rodiklis imtis atitinkamų veiksmų.

Atkreipiamas dėmesys į tai, jog valstybės narės skirtingai perkelia minėtos direktyvos nuostatas („laikykis taisyklių arba paaiškink“ principą) į nacionalinę teisę: 1) nuostatų inkorporavimas į nacionalines įtraukimo vertybinių popierių biržą taisykles; 2) nuostatų inkorporavimas į bendrovių valdymo kodeksą; 3) nuostatų inkorporavimas tiek į viešo, tiek į privataus pobūdžio reguliavimą – įtraukimo į vertybinių popierių biržą taisyklės referuoja į bendrovių valdymo kodeksą bei įstatymą, o vertybinių popierių reguliavimas nustato „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo privalomumą⁵⁷.

Atsižvelgiant į skirtingą valstybių narių nuostatų perkėlimą į nacionalinę teisę bei Direktyvos 2006/46/EB 60a straipsniu nustatomą savireguliacijos metodą, darytina išvada, jog tokiu būdu skatinamas diversifikuotas privalomo vykdymo mechanizmas, kuris, atitinkamai, nors ir iš esmės prisideda prie bendrovių valdymo tolygaus harmonizavimo, tačiau tuo pačiu ir sulėtina šį procesą.

Sekančiu probleminiu „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo taikymo aspektu yra atvejai, kai bendrovė yra įsteigta vienoje valstybėje narėje, tačiau jos akcijomis yra viešai prekiaujama kitos valstybės narės jurisdikcijoje. Kertinis momentas yra oficiali bendrovės buveinės vieta. Štai Nyderlandų bendrovių valdymo kodekso nuostatos yra taikomos visoms bendrovėms, kurių vertybiniais popieriais viešai prekiaujama valstybėje, taikant vienintelį kriterijų – bendrovės oficialios buveinės vieta yra Nyderlanduose, o, pavyzdžiui, Didžiojoje Britanijoje – bendrovių valdymo kodekso nuostatos yra taikomos visai jurisdikcijai, nepaisant bendrovės oficialios buveinės vietos⁵⁸. Taigi dėl skirtingo bendrovių valdymo kodeksų nuostatų nacionalinio taikomumo, tam tikrai bendrovei gali kilti dvigubo bendrovių valdymo nuostatų taikymo atvejų, t.y. vienai bendrovei būtų taikomi dvigubi „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo standartai. Pažymėtina, jog galima ir kita probleminė situacija, kai Didžiosios Britanijos bendrovės vertybiniai

⁵⁶ 2014 m. balandžio 9 d. Komisijos Rekomendacija 2014/208/ES dėl įmonių valdymo ataskaitų kokybės (principas „laikykis taisyklių arba paaiškink“). *OL 2014 L 109*, p. 43-47.

⁵⁷ WEN, S. Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonised corporate governance framework in the wake of the crisis. *Washington University Global Studies Law Review*, 2013, vol. 12, p. 74.

⁵⁸ *Ibid*, p. 75.

popieriai būtų įtraukti į vertybinių popierių biržą Nyderlanduose – tokiu atveju Didžiosios Britanijos bendrovė teoriškai nebūtų įpareigojama taikyti nei vieno iš minėtų valstybių bendrovių valdymo kodeksų nuostatų⁵⁹. Vis dėlto, ši problema buvo adresuota Europos Bendrovių Valdymo Forumo, kuris pasiūlė, jog esant tokiai situacijai kaip buvo nurodyta anksčiau, bendrovė turėtų pasirinkti kurios valstybės narės (valstybės, kurioje yra oficiali bendrovės buveinė, ar valstybės, kurioje viešai prekiaujama bendrovės vertybiniais popieriais) bendrovių valdymo kodeksas būtų taikomas, o valstybė narė, kurios bendrovių valdymo kodeksas nebuvo pasirinktas, galėtų reikalauti tik paaiškinti, kokiais būdais tos bendrovės korporacinė praktika nukrypsta nuo praktikos, įtvirtintos valstybės narės bendrovių valdymo kodekse⁶⁰. Pažymėtina, jog minėti pasiūlymai iš esmės vertintini teigiamai, kadangi bet kokių atveju, tai padėtų išspręsti spragą, kai bendrovei nebūtų taikomas joks bendrovių valdymo kodeksas. Vis dėlto, Shuangge Wen įžvelgia abejonių dėl šių pasiūlymų efektyvumo, kadangi esant galimybei kitai valstybei narei reikalauti pasiaiškinimo, kodėl nesilaikoma bendrovių valdymo kodekso rekomendacijų bei, bendrovei nepateikus tinkamo paaiškinimo, bendrovė patirtų tokias pačias pasekmes kaip dvigubo „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo taikymo atveju⁶¹.

Atsižvelgiant į tai, jog šio darbo trečiame skyriuje bus analizuojamos konkrečios Europos Sąjungos priimtos iniciatyvos, tikslinga išnagrinėti, kas nulėmė tokių iniciatyvų priėmimą, šių iniciatyvų kryptingumą bei tikslus.

Pažymėtina, kad kaip vienas didžiųjų Europos Sąjungos iniciatyvų blokų, nustatantis bendrovių valdymo harmonizavimo priežastis, kryptį bei priemones yra 2003 m. pristatytas Europos Komisijos Komunikatas⁶², kuris buvo priimtas remiantis aukšto lygio bendrovių teisės ekspertų grupės įžvalgomis bei rekomendacijomis⁶³. Minėto Komunikato pagrindiniai tikslai yra: 1) akcininkų teisių stiprinimas, o taip pat ir darbuotojų, kreditorių bei kitų suinteresuotų šalių apsauga; 2) verslo efektyvumo bei konkurencingumo skatinimas, teikiant ypatingą dėmesį specifiniams klausimams,

⁵⁹ Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the Member States, 2009, Contract No. ETD/2008/IM/F2/126, p. 29.

⁶⁰ Statement of the European Corporate Governance Forum on cross-border issues of corporate governance codes, 2009, p. 2 [žiūrėta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-crossborder_en.pdf>.

⁶¹ WEN, S. Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonised corporate governance framework in the wake of the crisis. *Washington University Global Studies Law Review*, 2013, vol. 12, p. 76.

⁶² Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union - a plan to move forward, 2003, COM (2003) 284 final.

⁶³ Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, 2002, p. 35 [žiūrėta 2016 m. kovo 3 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf>.

susijusiems su vienos valstybės sienas peržengimo institutu⁶⁴. Pažymėtina, jog 2003 m. Komunikate nurodomos specifinės priemonės, kurių realizavimas atitinkamais teisės aktais sudarytų prielaidas šio Komunikato tikslų įgyvendinimui bei bendrovių valdymo sistemos modernizavimui/harmonizavimui trumpuoju, vidutiniu ir ilguoju laikotarpiu. Po 2003 m. Komunikato buvo priimtos sekančios iniciatyvos geresnio bendrovių valdymo srityje: Skaidrumo direktyva⁶⁵, Apskaitos direktyva⁶⁶, Akcininkų teisių direktyva⁶⁷, Įmonių perėmimo pasiūlymų direktyva⁶⁸, Rekomendacijos 2004/913/EB, 2005/162/EB bei 2009/385/EB⁶⁹.

Atkreiptinas dėmesys, jog nors kontroversiška Įmonių perėmimo pasiūlymų direktyva nebuvo 2003 m. Komunikato objektu, bei istoriškai turėjo atskirą vystymosi eigą, vis dėlto, galima teigti, jog vienas iš Komunikato tikslų – akcininkų teisių stiprinimas, vystymas – turėjo įtakos minėtai direktyvai priimti. 2003 m. Komunikatu siekiama modernizuoti bei harmonizuoti bendrovių valdymą Europos Sąjungoje, todėl tikslinga pasitelkti 2003 m. Komunikato tikslus bei nustatytas harmonizavimo kryptis vėlesniam Įmonių perėmimo pasiūlymų direktyvos analizei.

Antru svarbiu Europos Sąjungos iniciatyvų bloku geresnio bendrovių valdymo srityje yra 2012 m. Veiksmų planas⁷⁰. Pažymėtina, jog šiam Veiksmų planui priimti pagrindinės priežastys buvo akcininkų nepakankamas suinteresuotumas (akcininkai turėtų būti skatinami aktyviau dalyvauti valdant įmones), nepakankamas skaidrumo reikalavimas (bendrovės turi geriau informuoti savo investuotojus ir plačiąją visuomenę

⁶⁴ 2003 m. Komunikatas, p. 4.

⁶⁵ 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB. *OL 2004 L 390*, p. 38.

⁶⁶ 2006 m. gegužės 17 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2006/43/EB dėl teisės aktų nustatyto metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės audito, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 78/660/EEB ir 83/349/EEB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 84/253/EEB. *OL 2006 L 157*, p. 87-107.

⁶⁷ 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. *OL 2007 L 184*.

⁶⁸ 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. *Specialusis leidimas lietuvių kalba*: skyrius 17, tomas 02, p. 20-31.

⁶⁹ 2004 m. gruodžio 14 d. Komisijos Rekomendacija 2004/913/EB dėl atitinkamos bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos, *OL 2004 L 385*, p. 55-59, *OL 2005 L 269M*, p. 143-147. 2005 m. vasario 15 d. Komisijos Rekomendacija 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių konsultantų arba stebėtojų tarybos narių vaidmens ir dėl (stebėtojų) tarybos komitetų. *OL 2005 L 52*, p. 51-63, *OL 2005 L 272M*, p. 94-106. 2009 m. balandžio 30 d. Komisijos Rekomendacija 2009/385/EB (2009 m. rekomendacija dėl direktorių atlyginimų nustatymo), kuria papildomos rekomendacijos 2004/913/EB ir 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos. *OL 2009 L 120*, p. 28-31.

⁷⁰ 2012 m. gruodžio 12 d. Komisijos komunikatas Europos Parlamentui, Tarybai, Europos Ekonomikos ir Socialinių reikalų komitetui ir Regionų komitetui, Europos bendrovių teisės ir įmonių valdymo veiksmų planas. Šiuolaikinė teisinė sistema didesniai akcininkų aktyvumui ir įmonių tvarumui užtikrinti, COM(2012) 740 final.

apie savo bendrąjį valdymą), bendrovių valdymo kodeksų netinkamas taikymas (principo „laikykis taisyklių arba paaiškink“ nepakankamas efektyvumas) ir kt.⁷¹. Ši iniciatyva lėmė sekančių harmonizavimo įrankių priėmimą: 2013 m. Apskaitos direktyva (iš dalies keičianti Direktyvą 2006/43/EB)⁷², jau anksčiau minėta Komisijos rekomendacija 2014/208/ES dėl „laikykis taisyklių arba paaiškink“ taikymo, o 2014 m. balandžio 9 d. buvo pateiktas pasiūlymas dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo⁷³, kuris vėliau susilaukė nemažai kritikos dėl siūlomų nuostatų bei bus detalčiau analizuojamas darbe.

Apibendrinant aukščiau nurodytas Europos Sąjungos priemones bei iniciatyvų geresnio bendrovių valdymo srityje blokus darytina išvada, jog Europos Sąjungos iš esmės realizuoja užsibrėžtus tikslus, turėdama tam reikiamas priemones. Komunikato bei Veiksmų plano priėmimas įrodo, jog Europos Sąjungos institucijos įžvelgia bendrovių valdymo spragas bei kryptingai siekia bendrovių valdymo srities modernizavimo bei harmonizavimo tiek privalomąją galią turinčiais aktais (direktyvomis), tiek rekomendacinio pobūdžio aktais (rekomendacijomis bei harmonizuojant nacionalinius bendrovių valdymo kodeksus). Vis dėlto, tai, kad Europos Sąjungos institucijos imasi tam tikrų iniciatyvų, nereiškia, jog šios iniciatyvos prisideda prie geresnio bendrovių valdymo vystymo. Siekiant atskleisti šioje dalyje nurodytų bendrovių valdymo gerinimo iniciatyvų efektyvumą bei pasirinktų priemonių tinkamumą, būtina išanalizuoti konkrečias bendrovių valdymo iniciatyvas, kuriose įžvelgiama problematika bei kontroversiškumas. Taigi toliau bus analizuojamos sekančios Europos Sąjungos iniciatyvos: Europos Komisijos rekomendacijos 2004/913/EB, 2005/162/EB bei 2009/385/EB, Įmonių perėmimo pasiūlymų direktyva bei pasiūlymas dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo.

⁷¹ 2012 m. Veiksmų planas, p. 3-4.

⁷² 2013 m. birželio 26 d. 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. *OL 2013 L 182*, p. 19-76.

⁷³ 2014 m. balandžio 9 d. Pasiūlymas Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 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) 213 final.

3. ATSKIRŲ EUROPOS SĄJUNGOS INICIATYVŲ GERESNIO BENDROVIŲ VALDYMO SRITYJE ANALIZĖ

3.1. Europos Komisijos rekomendacijų analizė

Atsižvelgiant į tai, jog Europos Komisijos rekomendacijos 2004/913/EB, 2005/162/EB bei 2009/385/EB (toliau kartu vadinamos „Europos Komisijos Rekomendacijos“) yra tarpusavyje susijusios, šios rekomendacijos šioje dalyje bus analizuojamos kartu, siekiant tikslingai išnagrinėti minėtų rekomendacijų keliamą problematiką.

Bendrovių valdymo organų atlyginimų klausimas istoriškai dažnai buvo iškeliamas į viešumą bei kvestionuojamas po tam tikrų finansinių nuosmukių, krizių ar skandalų⁷⁴. Nors vyrauja nemažai diskusijų apie tai, ar bendrovių valdymo organų nariams turėtų būti skiriami didesni atlyginimai bei ar nepakankamai skaidri bendrovės atlyginimų politika turėjo įtakos anksčiau minėtiems finansiniams įvykiams įvykti, vis dėlto, teisės teorijoje nurodoma ir tam tikrų pagrindų, kodėl bendrovės valdymo organams skiriami didesni atlyginimai. Mokslinėje literatūroje pažymima, jog atlyginimai yra skatinamosios priemonės bendrovės valdymo organams efektyviau vykdyti fiduciarines pareigas (Civilinio kodekso 2.87 str.)⁷⁵. Analizuojant bendrovių valdymo organų narių atlyginimų institutą svarbu atkreipti dėmesį į bendrovės nuosavybės struktūrą, t.y. ar bendrovės nuosavybė yra išskaidyta, ar koncentruota. Išskaidytos nuosavybės bendrovėse bendrovės atlyginimų politikos klausimas nagrinėjamas per atstovavimo santykių tarp bendrovės akcininkų bei vadovo prizmę, kur atlyginimas vadovui yra susietas su atstovavimo kaštais dėl vadovavimo bei bendrovės akcininkų interesų nesuderinamumo⁷⁶. Kaip jau buvo minėta, tam, kad bendrovės vadovas siektų maksimizuoti pelną akcininkams, o ne veikti savo interesais, svarbią įtaką turi sudaryta su vadovu sutartis, nustatanti atlyginimo susiejimo su veiklos rezultatais. Pabrėžtina, jog veiklos rezultatais gali būti bendrovės akcijų vertė, todėl bendrovės akcijų vertės didinimas būtų kaip skatinamoji priemonė vadovui veikti bendrovės interesais bei, atitinkamai, gauti didesnę atlyginimą. Vis dėlto, atsižvelgiant į tai, jog bendrovės vadovui (atstovui) skiriama premija iš esmės priklauso nuo bendrovės finansinių rezultatų, gali kilti rizika, kad bendrovės finansiniais rezultatais

⁷⁴ BHAGAT, S.; BOLTON, B.; ir ROMANO, R. The promise and peril of corporate governance indices. *ECGI Law Working Paper No. 89/2007*, p. 10-11.

⁷⁵ BARTKUS G. ir kt. Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras. Antroji knyga. Asmenys. Vilnius: Justitia, 2002, p. 192.

⁷⁶ FERRARINI, G.; MOLONEY, N.; ir VESPRO, C. Executive remuneration in the EU: comparative law and practice. *Law Working Paper No. 09/2003*, p. 5.

bus manipuluojama⁷⁷. Taigi didesniu atlyginimu vadovui siekiama užtikrinti bendrovės vadovo sąžiningumą.

Pažymėtina, jog analizuojant bendrovės atlyginimų institutą svarbu koncentruotai išskirti pagrindines bendrovės valdymo organų narių atlyginimų struktūros dalis. Bendrovės valdymo organų narių atlyginimai iš esmės susideda iš fiksuotos bei kintamosios dalies. Pastaroji dar skaidoma į piniginę premiją, opcioną įsigyti akcijų už tam tikrą fiksuotą kainą bei akcijų mažesne nei rinkos kaina suteikimas⁷⁸. Pabrėžtina, jog kintamosios dalies išmokėjimo pagrindu bei šios dalies forma ar dydis iš esmės priklauso nuo tam tikrų rezultatų pasiekimo (tiek finansinių, tiek nefinansinių). Tai gali būti sutartyje įvardintų finansinių rodiklių pasiekimas, tam tikrų projektų įgyvendinimas, naujų klientų pritraukimas arba bendrovės lokaliųjų taisyklių tinkamas laikymasis.

Europos Komisijos Rekomendacijos iš esmės buvo priimtose po finansinių krizių, atsižvelgiant į atlyginimų tarp bendrovės dalyvių skirtingumą (atkreipiamas dėmesys į didesnę bendrovės valdymo organų narių atlyginimus nei kitų bendrovės darbuotojų), atlyginimų struktūrų sudėtingumą bei atlyginimų orientavimą į trumpalaikius bendrovės rezultatus⁷⁹. Taip pat pažymima, jog bendrovių vadovams buvo mokamos nemažos kintamosios atlyginimų dalys, kas skatino prisiimti daugiau rizikos. Šios Europos Komisijos problemų atlyginimų bendrovės valdymo organų nariams srityje išvalgos iš esmės paremtos įsitikinimu, jog efektyvios bendrovių valdymo organų narių atlyginimų struktūros, ypač atlyginimai, paremti veiklos rezultatais, gali būti naudingi suderinant bendrovės akcininkų bei direktorių interesus, o taip pat tai gali būti esminiu atstovavimo kaštų monitoringo mechanizmu išskaidytos nuosavybės tipo bendrovėse⁸⁰. Taip pat pažymima, jog bendrovėse su kontroline akcijų paketa turinčiu akcininku (bendrovės su koncentruota nuosavybe), kur nors atstovavimo kaštai turėtų būti mažesni, kadangi kontroline paketą turintis akcininkas turi pakankami galios kontroliuoti bendrovės valdymą, tačiau kur pagrindiniai atstovavimo kaštai yra labiau susiję su mažumos akcininkų engimo ar turto pasisavinimo grėsme, skaidri bei tinkama bendrovių valdymo organų narių atlyginimų politika yra veiksminga priemonė suderinti valdymo interesus su mažumos akcininkų interesais⁸¹. Nors ir susidaro įspūdis, jog bendrovių valdymo organų narių atlyginimų politikos suregulavimas būtų naudingas tiek bendrovėse su

⁷⁷ ČIOČYS, R. Europos Komisijos rekomendacijų dėl bendrovių valdymo organų narių atlyginimų perkėlimo į Lietuvos teisę problemos. *Teisė*, 2012, p. 133.

⁷⁸ *Ibid*, p. 134.

⁷⁹ Rekomendacijos 2009/385/EB preambulės 2 pastraipa.

⁸⁰ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N.; ir VESPRO, C. „Governance matters“: convergence in law and practice across the EU executive pay faultline. *Journal of Corporate Law Studies* 342, 2004, p. 4, 58.

⁸¹ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N. Executive remuneration in the EU: the context for reform. *ECGI Law Working Paper No. 32/2005*, p. 8.

koncentruota nuosavybe, tiek bendrovėse, kur nuosavybė yra labiau išskaidyta, siekiant interesų suderinamumo, atstovavimo kaštų mažinimo, vis dėlto, kyla klausimas ar šios srities (bendrovių valdymo organų narių atlyginimų srities) harmonizavimas yra tinkama priemonė tikslui pasiekti. Vieno tipo atlyginimų politika gali būti neefektyvi atsižvelgiant į tai, jog gero bendrovių valdymo požymiai skiriasi tarp valstybių narių bei priklauso nuo konkrečios bendrovės tipo⁸².

Europos Komisijos Rekomendacijomis iš esmės rekomenduojama įdiegti sekančius aspektus: bendrovės atlyginimų politikos atskleidimas teikiamose ataskaitose⁸³, bendrovės akcininkų teisė balsuoti dėl bendrovės atlyginimų politikos (balsavimas gali būti tiek patariamojo tiek privalomojo pobūdžio)⁸⁴. Taip pat rekomenduojama bendrovės valdybai turėti atitinkamą balansą tarp vykdančiųjų bei nevykdančiųjų direktorių tam, kad nei vienas individas ar grupė negalėtų dominuoti sprendimų priėmimo procese, bei pakankamą nepriklausomų nevykdančiųjų direktorių skaičių⁸⁵; turėtų būti sudaromi komitetai (iš kurių dauguma nevykdančiųjų direktorių turi būti nepriklausomų) atlyginimų srityje, jei yra grėsmė interesų konfliktui atsirasti⁸⁶. Svarbi šiuo atveju yra ir Rekomendacija 2009/385/EB, kuri papildė dvi ankstesnes rekomendacijas bei papildomai nustatė pagrindinius bendrovės valdymo organų narių atlyginimų nustatymo principus bei kriterijus⁸⁷. Pažymėtina, jog išvardintos pagrindinės nuostatos yra rekomendacinio pobūdžio bei jų įdiegimas į nacionalinę valstybių narių teisinę sistemą yra iš esmės pagrįstas jau anksčiau išanalizuotu „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principu, dėl kurio efektyvumo (dėl principo laikymosi), kaip jau buvo minėta, kyla svarių abejonių.

Toliau bus nagrinėjama ar Europos Komisijos Rekomendacijos atspindi geriausią praktiką bendrovių valdymo organų narių atlyginimų nustatymo srityje bei analizuojama, ar minėtos rekomendacijos yra efektyvios bei prisideda prie geresnio bendrovių valdymo.

3.1.1. Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatų efektyvumas

Atsižvelgiant į Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatas galima teigti, jog pagrindinis Europos Komisijos prioritetas yra skaidrumo užtikrinimas. Toks iškeltas prioritetas, be abejo, yra racionalus kaip reakcija į įvykusius finansinius skandalus, kurie

⁸² FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Executive remuneration in crisis: a critical assessment of reforms in Europe. *Journal of corporate law studies*, 2010, p. 12.

⁸³ Rekomendacijos 2004/913/EB 3 bei 5 dalys.

⁸⁴ Rekomendacijos 2004/913/EB 4 bei 6 dalys.

⁸⁵ Rekomendacijos 2005/162/EB 3.1 bei 4 dalys.

⁸⁶ Rekomendacijos 2005/162/EB 5 dalis bei I priedo 3 dalis.

⁸⁷ Rekomendacijos 2009/385/EB 3 dalis.

įrodė, jog tam tikros atlyginimų dalys buvo suteiktos be pakankamo skaidrumo bei kontrolės⁸⁸. Adresuojant bendrovių⁸⁹ valdymo organų narių atlyginimo institutą Europos Komisija skaidrumą siekia užtikrinti nacionalinių valstybių narių bendrovėms atskleidžiant valdymo organų narių atlyginimų politiką (toliau vadinama „Informacijos atskleidimas“). Pažymėtina, jog Informacijos atskleidimas yra svarbus elementas siekiant efektyvių atlyginimų sutarčių Europos Sąjungoje, vystant monitoringą bei gali būti tinkama priemonė atstovavimo kaštų, susidarančių bendrovių valdymo organų narių atlyginimo srityje, problemai adresuoti tiek išskaidytos nuosavybės bendrovėse, tiek bendrovėse su koncentruota nuosavybe⁹⁰. Informacijos atskleidimas taip pat prisideda prie efektyvaus atlyginimų valdymo bei padeda bendrovės akcininkams įvertinti ryšį tarp atlyginimo bei veiklos rezultatų, kas yra vertintina kaip gera praktika kapitalo rinkai⁹¹.

Vis dėlto, tam, kad Informacijos atskleidimas būtų efektyvus bei turėtų naudos tiek investuotojams, tiek kitiems bendrovės interesų turėtojams įrodant, jog bendrovė veda skaidrią bei patikimą atlyginimų politiką, bendrovės teikiamos ataskaitos su atskleidžiama atlyginimų politika turi būti aktualios bei pakankamai lengvai suprantamos. Rekomendacijos 2004/913/EB 3.1 dalis nurodo, jog pareiškimas apie bendrovės atlyginimų politiką turėtų būti pateiktas atskiroje atlyginimų ataskaitoje ir/ar įtrauktas metinėje finansinėje atskaitomybėje arba metinės finansinės atskaitomybės užrašuose. Taigi minėtoje rekomendacijoje pateikiama keletas būdų kaip atskleisti informaciją apie bendrovių atlyginimų politiką. Vis dėlto, kyla klausimas ar Informacijos atskleidimas metinėje finansinėje atskaitomybėje yra tolygus Informacijos atskleidimui atskiroje atlyginimų ataskaitoje. Pažymėtina, jog nors Rekomendacijos 2004/913/EB nuostatas dėl atskirų direktorių atlyginimų atskleidimo valstybės narės inkorporavo į nacionalines teisinis sistemas bei pateikė aukštus tokios informacijos atskleidimo standartus, informacijos dėl bendrovės atlyginimų politikos atskleidimo inkorporavimas į valstybių narių nacionalines teisinis sistemas įrodė esąs nepakankamai efektyvus. Europos Komisijos 2007 m. ataskaitoje dėl Komisijos Rekomendacijų taikymo pažymima, jog Informacijos atskleidimą skatina apie 60% valstybių narių, tačiau pusė iš šių valstybių

⁸⁸ Parmalato atveju, bendrovės lėšos buvo pervestos vadovo šeimos nariams bei naudojamos kaip „kišenpinigiai“. Vivendi atveju, 21 milijonų eurų dydžio išėtinė išmoka sukėlė nepasitenkinimą bendrovės atlyginimų politika. Skandia bendrai išmokėjo 79 milijonus dolerių premijų forma, kas nebuvo patvirtina bendrovės valdybos bei neatskleista rinkai. Iš: Commission report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration, SEC(2007) 1022, 2007, p. 2.

⁸⁹ Europos Komisijos Rekomendacijos yra adresuojamos biržinėms bendrovėms.

⁹⁰ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Understanding director's pay in Europe: a comparative and empirical analysis. *ILF Working Paper Series No. 109*, 2009, p. 14.

⁹¹ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Executive remuneration in crisis: a critical assessment of reforms in Europe. *Journal of corporate law studies*, 2010, p. 15.

narių skatina Informacijos atskleidimą tik iš dalies⁹², t.y. nurodoma tik kai kurie elementai iš ataskaitos turinio reikalavimų, nurodytų Rekomendacijos 2004/913/EB 3.3. dalyje. Taip pat pažymima, jog tik maža dalis valstybių narių reikalavo ar rekomendavo Informacijos atskleidimą atskiroje atlyginimų ataskaitoje bei nurodė šią informaciją atskleisti kitais būdais, kaip ir nurodyta Rekomendacijos 2004/913/EB 3.1 dalyje. Pažymėtina, jog Komisija minėtoje ataskaitoje išreiškė nusivylimą jog valstybės narės nepakankamai teigiamai sureagavo į rekomenduojamas nuostatas, o ypatingai dėl to, jog valstybės narės nereikalavo bendroves atskleisti bendrovių atlyginimų politiką atskiroje atlyginimų ataskaitoje, kas sudarytų prielaidas Informacijos atskleidimo formato standartizacijai bei Informacijos atskleidimo aiškumui. Šiuo atveju išsiskiria Didžioji Britanija, kuri reikalauja bendroves pateikti detalią bei atskirą bendrovės atlyginimų politikos ataskaitą⁹³ (pabrėžtina, jog 95% Didžiosios Britanijos bendrovių atitinka keliamus Informacijos atskleidimo reikalavimus⁹⁴). Situacija tarp valstybių narių iš esmės nepagerėjo 2010 m. atlikus tyrimą dėl Rekomendacijos 2009/385/EC laikymosi, kur Europos Komisija pažymėjo, jog tik mažoji dalis valstybių narių reikalauja, jog Informacijos atskleidimas būtų aiškus bei išsamus, o dauguma valstybių narių nurodo tik minimalių standartų Informacijos atskleidimui reikalavimą⁹⁵. Pabrėžtina, jog siekiamybė šiuo atveju turėtų būti ne vien Informacijos atskleidimas, tačiau efektyvus Informacijos atskleidimas, kas tuo pačiu skatintų geresnį bendrovių valdymą.

Dauguma Europos Sąjungos bendrovių nepateikia konsoliduotos atlyginimų ataskaitos, t.y. bendrovės atlyginimų politikos elementai yra išdėstyti nenuosekliai skirtingose finansinės atskaitomybės vietose⁹⁶, todėl Rekomendacijos 2004/913/EB tikslas pasiekti aiškia bei išsamią bendrovių atlyginimų politikos apžvalgą⁹⁷ nėra pasiektas. Atsižvelgiant į tai, jog Europos Sąjungos institucijos orientuojasi į bendrovių valdymo instituto, kuris apima ir bendrovių valdymo organų narių atlyginimų institutą, harmonizavimą, manytina, jog Rekomendacijos 2004/913/EB 3.1 dalyje tikslingiau būtų

⁹² Commission report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration, SEC(2007) 1022, 2007, p. 5.

⁹³ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Executive remuneration in crisis: a critical assessment of reforms in Europe. *Journal of corporate law studies*, 2010, p. 25.

⁹⁴ FERRARINI, G. A.; UNGUREANU, M. C. Fixing directors' remuneration in Europe – governance, regulation and disclosure, roundtable on directors' remuneration. 2009, p. 7 [žiūrėta 2016 m. kovo 9 d.]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/roundtable_ferrarini_en.pdf>.

⁹⁵ Report on the application by the Member States of the EU of the Commission 2009/385/EC Recommendation (2009 Recommendation on directors' remuneration) complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies, COM(2010) 285 final, 2010, p. 5.

⁹⁶ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Understanding director's Pay in Europe: a comparative and empirical analysis. *ILF Working Paper Series No. 109*, 2009, p. 70.

⁹⁷ Rekomendacijos 2004/913/EB preambulės 5 dalis.

nurodyti vieną Informacijos atskleidimo būdą, t.y. bendrovėms pateikiant atskirą bendrovės atlyginimų politikos ataskaitą. Pažymėtina, jog tokia atskira ataskaita ne tik skatintų bendrą Informacijos atskleidimo standartą tarp valstybių narių, sumažintų diversifikaciją, bet ir sudarytų palankesnes sąlygas (tiek patogumo, tiek aiškumo prasme) bendrovės akcininkams bei instituciniams investuotojams susipažinti su bendrovės atlyginimų politika, t.y. dokumentas turėtų atskirą paskirtį – atskleisti bendrovėje vykdomą atlyginimų politiką, nurodant reikalaujamą informaciją pagal minėtą rekomendaciją bei ryšį tarp atlyginimų bei veiklos rezultatų. Atsižvelgiant į tai, jog daugiau nei 90% Didžiosios Britanijos bendrovių atitinka atlyginimų politikos atskleidimo reikalavimus pateikiant atskirą (aiškią bei išsamią) konsoliduotą atlyginimų ataskaitą, darytina išvada, jog Didžiosios Britanijos vystoma praktika turėtų būti suvokiama kaip geriausia (efektyviausia) atlyginimų valdymo praktika.

Sekančiu probleminiu aspektu yra akcininkų balsavimo dėl atlyginimų politikos mechanizmas (angl. *Say on pay*). Pažymėtina, jog bendrovių nuosavybės struktūrų skirtumai turi įtakos bendrovių valdymui. Koncentruotos nuosavybės bendrovėse kontroliuojantys akcininkai gali tiesiogiai vykdyti vadovavimo (valdymo) priežiūrą be skatinamųjų priemonių (sutarčių), o išskaidytos nuosavybės bendrovėse akcininkai neturi tokios galimybės vykdyti vadovavimo (valdymo) monitoringą bei kelia didesnius informacijos atskleidimo reikalavimus⁹⁸. Todėl bendrovėse su išskaidyta nuosavybe yra vykdoma patikimesnė atlyginimų kontrolė nei bendrovėse su koncentruota nuosavybe. Pažymėtina, jog Rekomendacijos 2004/913/EB 4.2. dalimi iš esmės siekiama įtraukti bendrovės akcininkus į atlyginimų politikos valdymą bei priežiūrą, nustatant, jog bendrovės akcininkai sprendžia dėl bendrovės atlyginimų politikos. Vis dėlto, toks sprendimas būtų privalomojo pobūdžio (tokiu atveju bendrovės valdyba privalėtų imtis atitinkamų veiksmų jeigu dėl bendrovės atlyginimų politikos būtų nubalsuota neigiamai) arba patariamojo pobūdžio (bendrovės valdybai paliekama diskrecija pakeisti atlyginimų planą arba palikti planą nepakeistą). Pažymėtina, jog akcininkų balsavimas atlyginimų srityje skiriasi tarp valstybių: vienose valstybėse akcininkai balsuoja dėl vykdančiųjų direktorių atlyginimų, kitose – dėl visų valdybos narių⁹⁹. Daugumoje valstybių narių bendrovėse atlyginimų politika nėra išskiriama kaip atskira akcininkų susirinkimo tema (rekomendacijoje patartina išskirti) bei akcininkai iš esmės netiesiogiai patvirtina (balsuoja) bendrovės atlyginimų ataskaitą patvirtindami bendrovės finansinę

⁹⁸ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Understanding director's Pay in Europe: a comparative and empirical analysis. *ILF Working Paper Series No. 109*, 2009, p. 72.

⁹⁹ LARCKER, D. et al. Ten myths of „say on pay“. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, *Closer Look Series: topics, issues and controversies in corporate governance*, No. CGRP-26, 2012, p. 1.

atskaitomybę, į kurią yra inkorporuoti bendrovės atlyginimų elementai¹⁰⁰. Europos Komisijos 2007 m. ataskaitoje pažymima, jog tik trečdalis valstybių narių inkorporavo rekomendaciją dėl akcininkų balsavimo dėl bendrovės atlyginimų politikos patvirtinimo¹⁰¹. Galima teigti, jog valstybių narių nenoras įtvirtinti tiesioginį akcininkų balsavimą dėl atlyginimų politikos yra paremtas tuo, jog dauguma Europos Sąjungos bendrovių yra paremtos būtent koncentruotos nuosavybės struktūromis, kur kontroliuojantys akcininkai iš esmės sumažina paties balsavimo svarbą dėl turimos įtakos bendrovės valdymui. Todėl galima daryti išvadą, jog balsavimas dėl atlyginimų politikos būtų efektyvus išskaidytos nuosavybės bendrovėse, kur akcininkų balsai iš tikrųjų turėtų reikšmę.

Reikia pripažinti, jog balsavimas dėl bendrovės atlyginimų politikos gali būti naudingas bendrovei, kadangi tai priverčia bendrovę formuluoti bei publikuoti bendrovės atlyginimų politiką, nurodant rodiklius, kuriais buvo vadovaujama vertinant bei nustatant valdymo organų narių atlyginimus¹⁰². Akcininkų įtraukimas į sprendimo dėl bendrovės atlyginimų politikos patvirtinimo taip pat skatina bendrovės akcininkų aktyvumą, vysto bendrovės skaidrumą bei gerina bendrovės valdymą. Vis dėlto, akcininkų sprendimo privalomumas (jei toks sprendimo pobūdis pasirenkamas) gali turėti ir neigiamos įtakos pačiai bendrovei. Pažymėtina, jog neigiamas nubalsavimas dėl bendrovės atlyginimų politikos patvirtinimo gali pritraukti neigiamą žiniasklaidos dėmesį, sukelti ginčų tarp bendrovės akcininkų bei skatinti bendrovės valdybą naudotis nepriklausomų išorinių konsultantų pagalba tam, kad balsavimas būtų teigiamas¹⁰³. Pabrėžtina, jog minėti veiksmai gali lemti papildomų bendrovės išlaidų atsiradimą, naudojantis finansinius resursus samdant teisininkus, konsultantus ir t.t. Taigi galima teigti, jog privalomo pobūdžio akcininkų sprendimas dėl bendrovės atlyginimų politikos iš esmės gali sukelti neigiamų padarinių bendrovei. Pažymėtina, jog patariamojo pobūdžio sprendimas pasižymi tuo, jog bendrovės akcininkai yra įtraukiami į bendrovės atlyginimų valdymą bei yra geriau informuojami. Taip pat, privalomo akcininkų balsavimo (nepriklausomai nuo to ar sprendimas yra privalomojo ar patariamojo pobūdžio) įtvirtinimas gali turėti įtakos bendrovės valdybos veiklai, t.y. pats balsavimas

¹⁰⁰ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Executive remuneration in crisis: a critical assessment of reforms in Europe. *Journal of corporate law studies*, 2010, p. 29.

¹⁰¹ Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration, SEC(2007) 1022, 2007, p. 6.

¹⁰² ALUCHNA, M. Executive compensation. A review of the latest research. *Management and Business Administration - Central Europe*, vol. 22, No. 3(122), p. 12.

¹⁰³ SHAH, M. Executive pay votes may be harming shareholders. *The New York Times*, 2013 [žiūrėta 2016 m. kovo 9 d.]. Prieiga per internetą: <<http://dealbook.nytimes.com/2013/02/26/executive-pay-votes-may-be-harming-shareholders/>>.

gali būti suvokiamas kaip priežiūros mechanizmas bendrovės vykdomai veiklai tikrinti. Vis dėlto, galima pastebėti tam tikrą koreliaciją tarp efektyvaus Informacijos atskleidimo bei tinkamo akcininkų balsavimo mechanizmo funkcionavimo, t.y. bendrovės akcininkai sugebės tinkamai įvertinti bendrovės atlyginimų politiką tik turėdami aiškia bei išsamią atlyginimų ataskaitą. Pažymėtina, jog nekonsoliduota ataskaita, išskaidyta bendrovės finansinėje atskaitomybėje, atgraso akcininkus nuo efektyvios atlyginimų politikos analizės bei skatina pasitelkti išorinius konsultantus atlyginimų ataskaitos analizės atlikimui. Taigi apibendrinant išnagrinėtus motyvus darytina išvada, jog akcininkų balsavimo mechanizmas iš esmės priklauso nuo efektyvaus Informacijos atskleidimo.

Europos Komisija Rekomendacija 2005/162/EB atkreipė dėmesį į nevykdančiųjų ar patariančių direktorių vaidmenį bei jų nepriklausomumą. Nevykdančiųjų direktorių ypatingai svarbus vaidmuo pasireiškia esant grėsmei interesų konfliktui bendrovės atlyginimų srityje atsirasti. Taip pat, nevykdančiųjų direktorių, nepriklausomų nuo kontroliuojančių bendrovės akcininkų, svarbus vaidmuo pasižymi koncentruotos nuosavybės bendrovėse, kadangi nepriklausomi nevykdantieji direktoriai gali padėti užtikrinti (apsaugoti) mažumos akcininkų interesus, o tiksliau, atlikti potencialaus interesų konflikto bei turto išnaudojimo rizikos monitoringą¹⁰⁴. Vis dėlto, 2007 m. ataskaitoje dėl Rekomendacijos 2005/162/EB laikymosi buvo pažymėta, jog valstybių narių požiūris į atlyginimų komitetų struktūrą bei nepriklausomumą yra skirtingas, o to priežastimi yra tai, jog „nepriklausomumas“ iš esmės yra suvokiamas skirtingai valstybių narių nacionaliniuose bendrovių valdymo kodeksuose¹⁰⁵, kas skatina diversifikaciją. Remiantis minėtos ataskaitos duomenimis darytina išvada, jog tik mažoji dalis valstybių narių reikalavo (įstatymu ar bendrovių valdymo kodeksu), jog atlyginimų komitetas sudarytų nepriklausomi direktoriai¹⁰⁶. To priežastimi gali būti tai, jog nepriklausomiems direktoriams gali pritrūkti žinių arba laiko susipažinti su bendrovės vykdoma atlyginimų politika; nepriklausomi direktoriai nėra linkę griauti draugiškus santykius su juos išrinkusiais asmenimis; jų nepriklausomumo reikšmė gali būti užgniaužta vykdančiųjų direktorių įtaka; išskaidytos nuosavybės bendrovėse nepriklausomiems direktoriams dažniausiai priklauso maža dalis bendrovės akcijų, todėl jie nėra pakankamai suinteresuoti bendrovės veiklos tinkamu monitoringu; nėra pakankamai įrodymų, jog

¹⁰⁴ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Executive remuneration in crisis: a critical assessment of reforms in Europe. *Journal of corporate law studies*, 2010, p. 15.

¹⁰⁵ Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, SEC(2007) 1021, 2007, p. 7.

¹⁰⁶ *Ibid*, p. 4.

nepriklausomi atlyginimų komitetai veikia efektyviau nei vidaus bendrovės direktoriai¹⁰⁷. Pažymėtina, jog Rekomendacijos 2005/162/EB nepakankamas efektyvumas pasireiškia iš esmės skirtingu požiūriu į „nepriklausomumo“ apibrėžimą.

Atkreiptinas dėmesys į tai, jog Rekomendacija 2009/385/EC Europos Komisija neakcentuoja problemų dėl ankstesnių rekomendacijų taikymo, tačiau iš esmės pereina prie labiau probleminio klausimo, t.y. atlyginimų struktūros. Susidaro įspūdis, jog minėta rekomendacija Europos Komisija nukrypsta nuo atlyginimų valdymo (skatinamųjų priemonių suderinimo) strategijos bei vadovaujasi „sąžiningo“ atlyginimo nustatymu. Rekomendacijos 2009/385/EC 3.1. dalyje nurodoma, jog bendrovė turėtų nustatyti kintamosios dalies dydžio ribas bei bendrovė galėtų susigražinti kintamąją atlyginimo dalį jei sutartyje numatyti veiklos rezultatai nėra pasiekiami. Atsižvelgiant į anksčiau nurodytus motyvus dėl problemų, atsirandančių bendrovės atstovavimo santykiuose, kyla klausimas ar ši nuostata („lubų“ kintamajai atlyginimo daliai nustatymas) iš tiesų yra pagrįsta ir orientuota būtent į komercines bendroves. Kaip jau buvo minėta, kintamoji dalis, kuri priklauso nuo veiklos rezultatų, yra skatinamoji priemonė valdymo organams veikti bendrovės interesais bei maksimizuoti pelną. Kintamosios dalies dydžio apribojimas iš esmės apriboja bendrovės valdymo organų veiklos apimtį, nustato tam tikrus rėmus bei gali lemti fiduciarinių pareigų netinkamą laikymąsi. Galima teigti, jog kintamosios dalies dydžio apribojimo nuostatos yra labiau susietos su rizikos valdymu, kas būdinga finansinėms bendrovėms. Reformos atlyginimų valdymo srityje, visų pirma, prasidėjo atsižvelgiant į finansinių įstaigų skandalus finansinių krizių metu dėl per didelių atlyginimų bei netinkamo rizikos valdymo¹⁰⁸. Todėl darytina išvada, jog minėta rekomendacijos nuostata dėl kintamosios dalies dydžio apribojimo yra labiau paremta socialiniais bei politiniais motyvais, siekiant išvengti būsimų finansinių keblumų. Vis dėlto, negalima teigti, jog minėta nuostata turės tokią pačią įtaką privačiame korporacinių bendrovių sektoriuje. Atkreiptinas dėmesys į tai, jog Rekomendacija 2009/385/EC gali sukelti problemų suderinant santykius tarp bendrovės akcininkų bei vadovo, ypačingai esant instituciniam investuotojui, kuris minėtos rekomendacijos nuostatas gali traktuoti kaip geriausią praktiką¹⁰⁹.

Apibendrinant aukščiau nurodytus motyvus darytina išvada, jog Europos Komisijos Rekomendacijos yra orientuotos į skaidrią bendrovės atlyginimų politiką, siekiant šią politiką tinkamai atskleisti, įtraukti bendrovės akcininkus į balsavimą dėl atlyginimų

¹⁰⁷ FERRARINI, G.; MOLONEY, N.; ir VESPRO, C. Executive remuneration in the EU: comparative law and practice. *ECGI Law Working Paper No. 09/2003*, p. 12.

¹⁰⁸ FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Executive remuneration in crisis: a critical assessment of reforms in Europe. *Journal of corporate law studies*, 2010, p. 49.

¹⁰⁹ *Ibid.*

politikos patvirtinimo bei užtikrinant nevykdančiųjų direktorių nepriklausomumą sprendžiant bendrovės interesų konfliktų situacijas. Vis dėlto, iš atliktų tyrimų matyti, jog valstybės narės nepakankami laikosi bei taiko Europos Komisijos Rekomendacijoje nurodytas nuostatas, kurių laikymasis yra paremtas „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo taikymu. Todėl kyla klausimas ar „minkštoji“ teisė šiuo atveju yra tinkama priemonė Europos Komisijos Rekomendacijų išskeltiems tikslams.

3.1.2. „Minkštoji“ teisė ar imperatyvus reguliavimas?

„Laikykis taisyklių arba paaiškink“ principo mechanizmas bendrovių atlyginimų srityje iškėlė tam tikrų abejonių dėl „minkštos“ teisės efektyvumo atsižvelgiant į tai, jog nepakankamas skaičius bendrovių laikosi nustatytų Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatų. Nors nepakankamas Europos Komisijos Rekomendacijų laikymasis neturėtų būti pakankamu pagrindu Europos Komisijai imtis griežtesnių reguliavimo metodų, vis dėlto, galima teigti, jog tam tikrų nuostatų imperatyvus užtikrinimas galėtų turėti svaresnę įtaką bendrovių atlyginimų valdymo institutui.

Pažymėtina, jog tinkamas Informacijos atskleidimas yra vienas esminių Europos Komisijos Rekomendacijų siekių. Atsižvelgiant į tai, jog bendrovės nepateikia konsoliduotos bei vientisos bendrovės atlyginimų politikos ataskaitos bei tuo iškelia kliūtis skaidriai bei vientisai bendrovių atlyginimui politikai Europos Sąjungoje vystyti, darytina išvada, jog imperatyvus Informacijos atskleidimo sureguliuojimas būtų veiksmingesnis. Pažymėtina, jog privalomo Informacijos atskleidimo klausimas buvo iškeltas 2011 m. Žaliojoje knygoje¹¹⁰. 2011 m. valstybių narių atsiliepimuose į Žaliojoje knygoje iškeltus klausimus buvo pažymėta, jog trys ketvirtadaliai valstybių narių pasisako už privalomą Informacijos atskleidimą, o likusios valstybės narės vertina tokį sprendimą neigiamai, nurodydamos, jog tokia taisyklė įsiterptų į valdybos kompetenciją nustatant atlyginimus bei pažeistų valdybos narių privatumą dėl atskirų narių atlyginimų¹¹¹. Pažymėtina, jog privalomo Informacijos atskleidimo šalininkai teigia, jog toks reguliavimas prisidėtų prie tarptautinės bendrovių valdymo platformos vystymo, gerinant informacijos tarp bendrovių palyginimą skirtingose valstybėse narėse¹¹². Pabrėžtina, jog šiuo atveju bendrovėms trūksta standartizuoto Informacijos atskleidimo formato. Patartina imperatyviai (direktyvos būdu) nustatyti, jog bendrovės privalo

¹¹⁰ Europos Komisijos Žalioji knyga – ES įmonių valdymo sistema, KOM (2011) 164 galutinis, 2011, p. 9.

¹¹¹ Feedback statement summary of response to the Commission green paper on the EU corporate governance framework, D(2011), 2011, p. 10.

¹¹² BELCREDI, M.; FERRARINI, G. A. European corporate governance framework: issues and perspectives. *ECGI Working Paper No. 214/2013*, p. 34.

atskleisti bendrovės vykdomą atlyginimų politiką atskiroje ataskaitoje, išsamiai bei aiškiai atskleidžiant visą reikiamą informaciją, nurodytą Europos Komisijos Rekomendacijoje. Tokiu būdu būtų vystoma vientisa aiški praktika, kuri, kaip buvo minėta, pasitvirtino Didžiojoje Britanijoje. Pažymėtina, kad atskira bendrovės atlyginimų politikos ataskaita sudarytų palankesnes sąlygas bendrovės akcininkams įvertinti bendrovės valdymo organų atlyginimus bei pašalintų grėsmę, kai įtraukiant bendrovės atlyginimų politikos atskiras dalis į bendrovės finansines ataskaitas, siekiama paslėpti atlyginimų informaciją kitoje informacijoje¹¹³.

Atsižvelgiant į tai, jog Informacijos atskleidimas yra susietas su tinkamu bendrovės akcininkų balsavimu dėl bendrovės atlyginimų politikos patvirtinimo mechanizmu, kyla klausimas ar tikslinga įtvirtinti privalomą akcininkų balsavimą minėtu klausimu. 2011 m. valstybių narių atsiliepimuose į Žaliojoje knygoje iškeltą klausimą dėl privalomo akcininkų balsavimo buvo pažymėta, jog tik maža dalis daugumos valstybių narių pritaria privalomam akcininkų balsavimui, tačiau toks balsavimas turėtų būti tik patariamąjį pobūdžio¹¹⁴. Pažymėtina, jog Europos Sąjungos institucijos vis dėlto iniciavo privalomą akcininkų balsavimą dėl bendrovės atlyginimo politikos, pateikiant pasiūlymą dėl Akcininkų teisių direktyvos peržiūros bei keitimo, tačiau šis klausimas bus detaliau nagrinėjamas kitame šios dalies skyriuje.

Kadangi Europos Komisija siekia skaidraus bendrovės atlyginimų nustatymo bei atskleidimo proceso, kuriame svarbų vaidmenį atlieka bendrovės atlyginimų komitetas, svarbu nustatyti vieningus „nepriklausomumo“ standartus. Manytina, jog rekomendacinio pobūdžio „nepriklausomumo“ kriterijų nustatymas nėra pakankamas, siekiant diversifikacijos mažinimo tarp valstybių narių. Nors nacionaliniai valstybių narių požiūriai šiuo klausimu skiriasi, vis dėlto, imperatyvių bei principinių direktorių „nepriklausomumo“ standartų nustatymas bei kompetencijos pagrindimas yra tikslingas. Pažymėtina, jog minėti standartai turėtų būti tik pamatiniai, nustatantys kryptį.

Vis dėlto, galima suvokti, kodėl Europos Komisija nusprendė aukščiau nurodytas nuostatas įtvirtinti „minkštąja“ teise. Kai kuriose valstybėse nėra susiformavusios bendrovės valdymo organų atlyginimų praktikos bei įstatyminiai imperatyvai prieštarautų tokių nuostatų imperatyviam įtvirtinimui. Tokios valstybės pavyzdžiu yra ir Lietuva. Pabrėžtina, jog Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatos Lietuvos teisinėje sistemoje yra perkeltos į NASDAQ OMX Vilnius biržinių bendrovių valdymo kodekso VIII

¹¹³ ČIOČYS, R. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 201.

¹¹⁴ Feedback statement summary of response to the Commission green paper on the EU corporate governance framework, D(2011), 2011, p. 10.

principą¹¹⁵. Taigi minėtos nuostatos yra rekomendacinio pobūdžio, o jų taikymas yra pagrįstas jau anksčiau išanalizuotu „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principu.

Atlikus NASDAQ vertybinių popierių biržoje (Vilniaus rinkos) įtrauktų 30 bendrovių¹¹⁶ 2014 m. metinių pranešimų dėl NASDAQ OMX Vilnius biržinių bendrovių valdymo kodekso VIII principo laikymosi (taikymo) empirinį tyrimą, darytinos kelios išvados. Visų pirma, beveik visos bendrovės nesilaiko nuostatos dėl atlyginimų politikos viešo skelbimo. Pažymėtina, jog bendrovės minėtos rekomendacijos nesilaikymą argumentuoja tuo, jog atlyginimų klausimas priskirtinas bendrovės vidaus klausimams bei yra konfidenciali informacija, o kai kurios bendrovės net nurodo, jog ši informacija priskiriama komercinei paslapčiai¹¹⁷. Bendrovės taipogi nurodo, jog atlyginimų politikos atskleidimas yra iš esmės perteklinis reikalavimas, kadangi bendrovės pagal teisės aktų reikalavimus skelbia vidutinius bendrovių valdymo organų bei darbuotojų atlyginimus bendrovės finansinėse ataskaitose. Vis dėlto, reiktų atkreipti dėmesį į AB „Klaipėdos nafta“, kuri iš dalies atitinka rekomendacijos keliamus reikalavimus. AB „Klaipėdos nafta“ 2014 m. metiniame pranešime nurodoma, jog nors bendrovė ir neturi patvirtintos formalios atlyginimų politikos, tačiau atlyginimų nustatymo principai yra įtvirtinti bendrovės kolektyvinėje sutartyje bei taip pat pateikiami metiniame pranešime¹¹⁸. Pranešime pateikiama pagrindinė atlyginimų bendrovės vadovams bei darbuotojams nustatymo tvarka, kurioje nurodoma darbo užmokesčio struktūra (fiksotos bei kintamosios atlyginimo dalies, kuri negali būti didesnė nei 30% fiksuotos atlyginimo dalies darbuotojams bei 50% vadovams, apibūdinimas), bendrovės darbuotojų rezultatų vertinimo bei premijavimo procesas (vykdomos apklausos bei metiniai pokalbiai)¹¹⁹. Taigi matyti, jog Lietuvoje bendrovės nėra linkusios į atlyginimų politikos viešą atskleidimą bei priskiria šį klausimą bendrovės vidaus kompetencijai. Atsižvelgiant į tai, jog Informacijos atskleidimo įtvirtinimas „minkštąja teise“ Lietuvoje nepasitvirtino, patvirtinama išvada, jog ši sritis turėtų būti įtvirtinta imperatyviai įstatymo lygmeniu.

¹¹⁵ AB NASDAQ OMX Vilnius. NASDAQ OMX Vilnius vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas, 2010, p. 8.

¹¹⁶ Šiuo atveju buvo tiriamos visos Vilniaus rinkai priklausančios biržinės bendrovės, nepriklausomai nuo to ar šios bendrovės patenka po bendrovės sąvoka šiame darbe, siekiant tiksliai nustatyti ar biržinė bendrovė kaip tokia laikosi nurodytų rekomendacijų.

¹¹⁷ Taip nurodoma, pavyzdžiui, AB „Vilkiškių pieninė“ 2014 m. metiniame pranešime, p. 93 [interaktyvus; žiūrėta 2016 m. kovo 21 d.]. Prieiga per internetą: <<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=656709&messageId=816919>>.

¹¹⁸ AB „Klaipėdos nafta“ 2014 m. metinis pranešimas, p. 108 [interaktyvus; žiūrėta 2016 m. kovo 21 d.]. Prieiga per internetą: <<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=658187&messageId=818928>>.

¹¹⁹ *Ibid*, p. 86-87. Pažymėtina, jog AB „Klaipėdos nafta“ didžioji kapitalo dalis (72,32%) priklauso LR Valstybei, todėl, socialiniu požiūriu, tokiai bendrovei yra taikomi didesni skaidrumo reikalavimai.

Antra, nei vienoje iš ištirtų bendrovių nėra taikomas akcininkų balsavimo dėl atlyginimų nustatymo mechanizmas. Vis dėlto, galima būtų išskirti AB „Amber Grid“, kurios 2014 m. NASDAQ OMX Vilnius biržinių bendrovių valdymo kodekso laikymosi atskleidimo formoje nurodoma, jog bendrovės nepriklausomų valdybos narių atlyginimus nustato bei dėl jų balsuoja visuotinis akcininkų susirinkimas¹²⁰. Trečia, rekomendacija dėl atlyginimo akcijų forma taipogi nėra taikoma tarp bendrovių, tačiau tikėtina, jog tai apsunkina Lietuvos teisinės sistemos imperatyvai, kurie bus nagrinėjami žemiau. Apibendrinant išnagrinėtus bendrovių atsakymus dėl NASDAQ OMX Vilnius biržinių bendrovių valdymo kodekso VIII principo laikymosi darytina išvada, jog Lietuvos jurisdikcijoje nėra susiformavusios skaidrios atlyginimų politikos, bendrovės atlyginimų klausimą sieja su nevieša ir konfidencialia informacija, konkurencingumu bei tuo, jog Europos Komisijos Rekomendacijos nepritaikytos tokioms jurisdikcijoms kaip Lietuva.

Pažymėtina, jog nors Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatų taikymui Lietuvoje pasiekti imperatyvus reguliavimas atrodytų efektyvesnė priemonė, vis dėlto, tokiam įtvirtinimui trukdo tam tikri Lietuvos teisinės sistemos imperatyvai. Pirmiausia, Rekomendacijos 2004/913/EB 4.2. dalyje nurodoma, jog bendrovės akcininkai turėtų balsuoti dėl bendrovės atlyginimų politikos, t.y. balsuojama dėl visų valdymo organų narių atlyginimų. Lietuvos teisinėje sistemoje visuotinis akcininkas susirinkimas nebalsuoja dėl visų valdymo organų narių atlyginimų, t.y. atlyginimai yra skiriami skirtingų organų: sudarius valdybos organą bendrovėje, valdybos narių atlyginimus skiria visuotinis akcininkų susirinkimas arba stebėtojų taryba (jeigu remiamasi tuo, jog atlyginimus nustato tas organas, kuris turi kompetenciją rinkti), o valdyba atitinkamai skiria vadovo atlyginimą (Akcinijų bendrovių įstatymo¹²¹ 34 str. 2 d.)¹²². Jei valdyba nesudaroma, bendrovės vadovo atlyginimą skiria stebėtojų taryba, o jei ir stebėtojų taryba nesudaroma – visuotinis akcininkų susirinkimas (Akcinijų bendrovių įstatymo 37 str. 3 d.). Taigi darytina išvada, jog dėl Lietuvos įstatymuose įtvirtintos mišraus tipo valdymo organų struktūros, visuotinis akcininkų susirinkimas ne visada skiria valdymo organų atlyginimus, o tai nesutampa su Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatomis. Taip pat kyla problemų atlyginimą valdymo organams išmokant akcijų forma. Pagal Rekomendacijos 2009/385/EC 4.1. dalį teisė į akcijas neturėtų būti suteikiama mažiausiai

¹²⁰ AB „Amber Grid“ 2014 m. NASDAQ OMX Vilnius biržinių bendrovių valdymo kodekso laikymosi atskleidimo forma, p. 19 [interaktyvus; žiūrėta 2016 m. kovo 21 d.]. Prieiga per internetą: <<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=656308&messageId=816397>>.

¹²¹ Lietuvos Respublikos akcinijų bendrovių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais), *Valstybės žinios*, 2000, nr. 64-1914; *Valstybės žinios*, 2003, nr. 123-5574.

¹²² ČIOČYS, Č. Europos Komisijos rekomendacijų dėl bendrovių valdymo organų narių atlyginimų perkėlimo į Lietuvos teisę problemos. *Teisė*, 2012 85, p. 138.

trejus metus po jų skyrimo. Vadovaujantis Akcinių bendrovių įstatymo 49 str. 7 d. bei Civilinio kodekso 2.46 str. 4 d., didinant bendrovės įstatinį kapitalą pakeisti bendrovės įstatai su nurodytu akcijų skaičiumi turi būti įregistruojami Juridinių asmenų registre per šešis mėnesius nuo visuotinio akcininkų susirinkimo dienos, o tai atitinkamai apsunkina vadovo atlyginimo akcijomis procesą, kadangi sutarties su vadovu sudarymo metu bendrovė negali užtikrinti, jog po kelerių metų įstatinio kapitalo didinimas bus patvirtintas akcininkų¹²³. Todėl terminas įregistruoti pakeistus bendrovės įstatus yra pernelyg trumpas. Pažymėtina, jog tokio pobūdžio imperatyvios nuostatos trukdo Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatas perkelti įstatyminiu lygmeniu bei atgraso Europos Sąjungos institucijas imtis imperatyvaus pobūdžio reglamentavimo.

Apibendrinant galima būtų teigti, jog aukščiau nurodytų nuostatų imperatyvus nustatymas galėtų turėti didesnę efektą geresnio atlyginimų, o taip pat ir bendrovių, valdymo srityje. Vis dėlto, Europos Komisijos Rekomendacijos yra adresuojamos iš esmės valstybėms narėms, kuriose jau yra susiformavusi valdymo organų narių atlyginimų praktika, t.y. adresuojama didžiosioms jurisdikcijoms kaip Didžioji Britanija ar Prancūzija. Atsižvelgiant į tai, jog Lietuvoje nėra susiformavusi tokia praktika, atitinkamai, kyla problemų perkeltiant minėtų rekomendacijų nuostatas į nacionalinę teisės sistemą, o imperatyvus tokių nuostatų įtvirtinimas galėtų sukelti dar daugiau keblumų mažosioms jurisdikcijoms. Todėl vienareikšmiško atsakymo į klausimą ar Europos Komisijos Rekomendacijų nuostatos turėtų būti imperatyvaus pobūdžio nėra, kadangi nacionalinių valstybių narių teisinių sistemų skirtingumas lemia, jog „minkštoji“ teisė yra palankesnė priemonė su laiku modifikuoti bei harmonizuoti teises sistemas pagal rekomenduojamas nuostatas. Vis dėlto, imperatyvus reguliavimas įpareigotų mažąsias jurisdikcijas imtis nacionalinių įstatymų persvarstymo bei keitimo iniciatyvų, tuo įtvirtinant atlyginimų politikos pagrindus.

3.2. Įmonių perėmimo pasiūlymų direktyvos analizė

Ekonomikos moksle yra vartojamas terminas „laimėtojo prakeikimas“ (angl. *Winner's curse*) apibūdinant situaciją, kai asmuo deda maksimalias pastangas tikslui pasiekti nors galutinis rezultatas nepateisina patirtas sąnaudas¹²⁴. Pažymėtina, jog Įmonių

¹²³ *Ibid*, p. 141.

¹²⁴ VARAIYA, N. P. The „winner's curse“ hypothesis and corporate takeovers. John Wiley & Sons, *Managerial and decision economics*, 1988, vol. 9, p. 209.

perėmimo pasiūlymų direktyva¹²⁵ (toliau vadinama „Direktyva“) gali būti „laimėtojo prakeiksmo“ pavyzdžiui, kadangi dėl šios Direktyvos priėmimo buvo nesutariama daugiau nei penkiolika metų bei vis dar kvestionuojamas kai kurių Direktyvos nuostatų pagrįstumas bei būtinumas¹²⁶. Įdomu yra tai, jog Direktyvos nuostatos (iki Direktyvos priėmimo) buvo ilgą laiką priskiriamos prie bendrovių teisės srities, kuriai trūko harmonizavimo, tačiau tik vėliau buvo suvokta, jog Direktyva iš esmės yra bendrovių valdymo srities objektas. Atitinkamai svarbu išnagrinėti, ar Direktyvos nuostatos yra efektyvios bei sudaro prielaidas geresniam bendrovių valdymui. Pažymėtina, jog Direktyva iš esmės pristatomi tokie mechanizmai: 1) privalomo pasiūlymo taisyklė; 2) smulkiųjų akcininkų apsauga; 3) teisingos kainos nustatymas; 4) nuosavybės bei kontrolės skaidrumas; 5) persilaužimo taisyklė; 6) valdybos neutralumas ir kt. Pabrėžtina, jog toliau bus analizuojamos tik atskiros Direktyvos nuostatos ir/ar principai, kurie sukėlė daugiausiai kontroversiškų pozicijų.

3.2.1. Privalomo siūlymo taisyklės spragos

Direktyvos 5 str. 1 d. įtvirtinama privalomo siūlymo taisyklė (toliau vadinama „PST“), kuri nurodo, jog tuo atveju, jei fizinis ar juridinis asmuo, pats arba kartu su kitais sutartinai veikiančiais asmenimis įsigyja tam tikros bendrovės¹²⁷ kontrolinį vertybinių popierių paketą, valstybės narės užtikrina, kad toks asmuo privalėtų padaryti oficialų pasiūlymą, kuris būtų tos bendrovės smulkiųjų akcininkų apsaugos priemonė, išpirkti likusių savininkų vertybinius popierius teisinga kaina¹²⁸. Europos Sąjungos iniciatyva, įtvirtinanti PST, yra pagrindžiama tuo, jog tai yra priemonė bendrovės mažumos akcininkų interesų apsaugai. PST iš esmės veikia kaip demotyvuojanti priemonė bendrovės kontrolinį akcijų paketą siekiančiam įsigyti asmeniui bei, atitinkamai, lemia neefektyvių bendrovių perėmimo sandorių mažinimą¹²⁹. PST taipogi sudaro galimybę bendrovės smulkiesiems akcininkams teisingomis bei sąžiningomis sąlygomis palikti bendrovę, taip sumažinant nuosavo kapitalo sąnaudas bei, galiausiai, išvystant

¹²⁵ 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. *Specialusis leidimas lietuvių kalba*: skyrius 17, tomas 02, p. 20-31.

¹²⁶ ENRIQUES, L.; GATTI, M. EC reforms of corporate governance and capital markets law: do they tackle insiders' opportunism?. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2007-2008, vol. 28, p. 10.

¹²⁷ Direktyvos nuostatos yra adresuojamos biržinėms bendrovėms.

¹²⁸ Pagal Direktyvos 5 str. 4 d. teisinga kaina yra suprantama kaip aukščiausia kaina, už kurią siūlytojas pirkto akcijas per tam tikrą laikotarpį.

¹²⁹ ENRIQUES, L.; GATTI, M. EC reforms of corporate governance and capital markets law: do they tackle insiders' opportunism?. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2007-2008, vol. 28, p. 10-11.

korporacinį efektyvumą¹³⁰. Vis dėlto, nors PST ir sudaro tam tikrą teigiamą vertę, pastebimi ir neigiami minėtos taisyklės aspektai.

Kadangi PST nustato, jog akcijų įgijėjas privalo pasiūlyti teisingą (aukščiausią) kainą visiems kitiems bendrovės akcininkams, pats bendrovės perėmimo procesas tampa kur kas brangesnis. Nors Direktyva turėtų būti nukreipta į lengvesnį, sklandesnį bendrovių perėmimo procesą bei prisidėti prie bendrovių vystymo bei reorganizavimo¹³¹, vis dėlto, tokia taisyklė kaip PST sudaro trukdžius sklandžiam procesui bei atgraso subjektus nuo įsitraukimo į bendrovės kontrolės perėmimą. Pažymėtina, jog PST objektu iš esmės yra akcijų įgijimas, o tai yra akivaizdžiai susiję su veikla, apimančia akcininkus, todėl tai yra pareiga, priklausanti išskirtinai akcininkams¹³². Atkreipiamas dėmesys į tai, jog PST taipogi gali būti suvokiama kaip trukdis Europos Sąjungos institucijų iniciatyvoms, nukreiptoms į bendrovių akcininkų aktyvumo bei dalyvavimo skatinimą. Kaip jau buvo išnagrinėta, Europos Sąjungos institucijos atpažįstą nepakankamą akcininkų suinteresuotumą bei įsitraukimą į bendrovės veiklą kaip spragą bendrovių valdymo srityje, tačiau PST yra viena iš priežasčių, skatinančių akcininkų pasyvumą bei nesuinteresuotumą korporaciniais procesais kaip bendrovės kontrolės perėmimu.

Pažymėtina, jog Direktyvoje akcentuojama smulkiųjų akcininkų apsauga¹³³. Vis dėlto, susidaro įspūdis, jog jei tik siūlytojas įgyja kontrolinę ribą peržengiantį akcijų paketą bendrovėje, preziumuojama, kad smulkiųjų akcininkų teisės yra automatiškai pažeidžiamos arba kyla pagrįsta grėsmė smulkiųjų akcininkų išnaudojimui. Tokia pozicija vertintina kritiškai, kadangi įgijus kontrolę pasikeičia tik subjektas, vienas akcininkas pakeičia kitą. Todėl tai nereiškia, jog bendrovės kontrolės pasikeitimas lemia akcininkų teisių pažeidimą¹³⁴. Manytina, kad šiuo atveju labiau reiktų koncentruotis ties bendrovės veiklos kryptimi bei strategija, kurių keitimas galėtų turėti neigiamų padarinių smulkiųjų akcininkų interesams.

Analizuojant PST efektyvumą būtina atsižvelgti į skirtingas bendrovių struktūras, t.y. bendrovės su išskaidyta bei koncentruota nuosavybe. Šiuo atveju svarbu atsižvelgti į PST ištakas. PST yra seniai būdinga tokiai jurisdikcijai kaip Didžioji Britanija, kurios

¹³⁰ SEPE, S. M. Private sale of corporate control: why the European mandatory bid rule is inefficient. *ALS Discussion Paper No. 10-29*, 2010, p. 24.

¹³¹ Commission Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids, COM(2002) 534, 2002, p. 3.

¹³² HANSEN, J. L. The directive on takeover bids: unwanted harmonisation of corporate governance. The Netherlands: Kluwer Law International, *Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-18*, 2011, p. 31.

¹³³ Direktyvos preambulės 9 pastraipa.

¹³⁴ HANSEN, J. L. The directive on takeover bids: unwanted harmonisation of corporate governance. The Netherlands: Kluwer Law International, *Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-18*, 2011, p. 32.

bendrovės pasižymi išskaidyta nuosavybe¹³⁵. Vis dėlto, kaip jau buvo minėta, daugumai valstybių narių yra būdinga koncentruota bendrovių nuosavybė, o tokiose bendrovėse kontroliuojantys ar pagrindiniai akcininkai turi didelę įtaką atliekant bendrovės valdymo monitoringą. Taigi PST, kuri yra nukreipta į akcininkų aktyvumą, iš esmės gali būti suvokta kaip tam tikra bendrovės akcininkų atskyrimo nuo bendrovės valdymo priemonė, o tai, nors ir nesukelia keblumų išskaidytos nuosavybės bendrovėse, nėra pakankamai efektyvi priemonė koncentruotos nuosavybės bendrovėse. Pažymėtina, jog 2012 m. Komisijos ataskaitoje dėl Direktyvos taikymo buvo pažymėta, jog visos valstybės narės, vadovaudamosios Direktyvos 4 str. 5 d., kuri leidžia netaikyti PST jei laikomasi pagrindinių Direktyvos principų, nukrypo nuo PST taikymo¹³⁶. Galima teigti, jog Komisijos ataskaita iš esmės patvirtina faktą, jog valstybių narių bendrovių valdymo sistemos yra skirtingos bei vienos valstybės taikoma praktika nebūtinai atitiks kitos valstybės taikomus standartus.

Kitu probleminiu aspektu yra tai, jog Direktyva neapibrėžia kokia bendrovės kapitalo dalis bei balsavimo teisių kiekis suteikia kontrolę. Direktyvoje taip pat nepakankami tiksliai išaiškinama kaina, kuri privalo būti siūloma visiems akcininkams PST atveju, tačiau pažymima, kad kaina turi būti teisinga¹³⁷. Direktyva kontrolės ribos nustatymo klausimą palieka valstybėms narėms nustatyti, o tai sudaro nesuderinamumo prielaidas tarp valstybių narių bei kelia papildomas kliūtis smulkiųjų akcininkų interesų apsaugai. Pažymėtina, kad pagal Lietuvos reguliavimą privalomas oficialus siūlymas yra privalomas, kai asmuo įsigyja akcijų, suteikiančių daugiau kaip 1/3 bendrovės balsų (Vertybinių popierių įstatymo 2 str. 38 d.). Vis dėlto, daugumai valstybių narių įtvirtinus 30%-33% kontrolės (balsavimo teisių) ribą, praktikoje ši riba pasirodė pakankamai žema bei sąlygojo valstybes nars nustatyti tam tikrus papildomus kriterijus, kai peržengus 30%-33% ribą neprivaloma teikti privalomą oficialų pasiūlymą¹³⁸. Tokio reguliavimo nustatymas iš esmės apsaugo akcininkus tuo atveju, kai nors ir peržengiama įstatyminė (formali) kontrolinė akcijų paketo riba, vis dėlto, akcininkas neįgauna faktinės kontrolės bei įtakos valdymui. Todėl peržengus atitinkamą antrinę ribą (pavyzdžiui 50%), kai akcininkas įgauna faktinę kontrolę, būtų privaloma teikti pasiūlymą. Taigi šiuo atveju

¹³⁵ *Ibid*, p. 34.

¹³⁶ Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, COM(2012) 347 final, 2012, p. 7.

¹³⁷ Direktyvos 5 str. 4 d.

¹³⁸ MCCAHERY J.A.; VERMEULEN E.P.M. Does the Takeover bids directive need revision?. *Tilburg Law School Legal Studies Research Paper No. 005/2010*, p. 7-8.

matyti, jog Direktyvos neapibrėžtumas sąlygoja skirtingų praktikų taikymą, vieningo harmonizuoto bendrovių valdymo nebuvimą.

Toliau nagrinėjant PST spragas bei Direktyvos neapibrėžtumą būtina atkreipti dėmesį į „suderintų veiksmų“ neaiškumo problemą. Pagal Direktyvos 2 str. d) punktą sutartinai veikiančias asmenis yra suprantami kaip fiziniai ar juridiniai asmenys, kurie bendradarbiauja su siūlytoju ar pasiūlymą gaunančia bendrove, remdamiesi aiškiai ar numanomai sudarytu žodiniu ar raštišku susitarimu, kuriuo siekiama įsigyti pasiūlymą gaunančios bendrovės kontrolę arba sužlugdyti sėkmingą pasiūlymo rezultatą. Taip pat pažymima, jog PST apima sutartinai veikiančius asmenis įgyjant akcijas bei peržengiant nustatytą kontrolės ribą (Direktyvos 5 str. 1 d.). Problema pasireiškia tuo, jog Europos Sąjungos institucijos nenustatė jokių bendrų kriterijų, kuriais būtų vertinama ar konkrečioje situacijoje yra sutartinai veikiančias asmenys. Pažymėtina, jog Direktyva taip pat neapima paslėptos faktinės kontrolės atvejus, kai asmuo, siekiantis apeiti PST, parduoda savo turimas akcijas „baltiems raiteliams“ (angl. „*White knights*“) (pavyzdžiui investiciniais bankams), kurie laikys akcijas kontrolę siekiančio asmens vardu, o tokiu būdu minėtas akcininkas išlaiko kontrolę pasitelkdamas sutartinai veikiančius asmenis¹³⁹. Pažymėtina, jog Europos Komisija išreiškė susirūpinimą dėl „sutartinai veikiančių asmenų“ apibrėžimo tarp valstybių narių, kadangi kai kurios valstybės narės laikėsi apibrėžimo, nurodyto Direktyvoje, o kitos - inkorporavo platesnį apibrėžimą, naudojantis apibrėžimu, pateiktu Skaidrumo direktyvos 10 str. a) punkte¹⁴⁰. Pažymėtina, jog minėtos sąvokos vieningo apibrėžimo nebuvimas vertintinas kritiškai bei yra svarbia problema, kadangi nuo sutartinai veikiančių asmenų aiškaus apibrėžimo priklauso kaip bus skaičiuojamos balsavimo teisės bei, atitinkamai, lems ar buvo peržengta riba, kai privaloma teikti privalomą oficialų pasiūlymą. Nevieningas apibrėžimas taipogi lemia nenuoseklią verslo praktiką tarp valstybių narių bei sudaro keblumą investuotojams vertinant jų vykdomus veiksmus tarptautiniu lygmeniu.

Taigi pateikta sutartinai veikiančių asmenų sąvoka Direktyvoje yra neaiškaus pobūdžio, nenustatanti konkrečius kriterijus, kokiais atvejais yra laikoma, jog yra veikiama sutartinai, suderinus veiksmus. Todėl kyla našta nacionaliniams valstybių narių teismams išaiškinti ar konkrečiu atveju buvo veikiama sutartinai bei ar atsirado pareiga skelbti oficialų privalomą siūlymą. Darytina išvada, jog harmonizuoto apibrėžimo nebuvimas iš esmės gali lemti skirtingos teismų praktikos vystymą valstybėse narėse.

¹³⁹ PAPADOPOULOS, T. The mandatory provisions of the EU Takeover bid directive and their deficiencies. *LFMR*, 2007, vol. 1, No. 6, p. 529.

¹⁴⁰ Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and Committee of the Regions on application of directive 2004/25/EC on takeover bids, 2012, COM(2012) 347 final, p. 6.

Apibendrinant galima daryti išvadą, jog nors PST ir yra orientuota į smulkiųjų bendrovių akcininkų apsaugą, tačiau PST nuostatos taipogi sudaro kliūtis Europos Sąjungos institucijų kryptiškai geresnio bendrovių valdymo srityje, t.y. skatinant bendrovių akcininkų dalyvavimą bei suinteresuotumą bendrovės vykdomoje veikloje bei valdyme. Nuostatos, jog valstybėms narėms paliekama diskrecija dėl kontrolės ribos nustatymo, kainos apskaičiavimo, galimybė nukrypti nuo PST taikymo, galimybė modifikuoti kainą bei Direktyvos sąvokų netikslus apibrėžimas kelia svarių abejonių dėl PST, Direktyvos efektyvumo bei naudos geresnio bendrovių valdymo srityje.

3.2.2. Valdybos neutralumo bei persilaužimo taisyklių neprivalomas pobūdis

Direktyvos 9 str. 2 d. įtvirtina bendrovės valdybos neutralumo taisyklę, kuri nurodo, jog pateikto oficialaus pasiūlymo laikotarpiu bendrovės valdyba, prieš imdamasi bet kurių veiksmų, kurie gali sužlugdyti pasiūlymą, turi gauti visuotinio akcininkų susirinkimo įgaliojimą tokiems veiksams atlikti. Siūlytojas dažniausiai yra tokios pozicijos, jog sugebės valdyti bendrovę efektyviau nei esama valdyba, todėl kyla grėsmė, jog esami valdybos nariai bus atšaukti, kas sąlygoja valdybos narius, siekiančius išsaugoti turimas pareigas, veikti priešingai akcininkų interesams, kurie siekia gauti didesnę kainą už turimas akcijas¹⁴¹. Taigi ši taisyklė apriboja bendrovės valdybos narių veikimo ribas pasiūlymo galiojimo metu.

Direktyvos 11 str. nustato persilaužimo taisyklę, kuri nurodo, jog pasiūlymo galiojimo laikotarpiu bet kurie vertybinių popierių perleidimo apribojimai ar balsavimo teisių apribojimai siūlytojui negalioja. Minėta taisyklė yra paremta vienos akcijos-vieno balso (angl. *One share – one vote*) taisykle, kuri reiškia, jog per visuotinį akcininkų susirinkimą, kuriuo metu yra nagrinėjamas pasiūlymo klausimas arba gynybinės strategijos prieš pasiūlymą priemonės, vienos akcijos-vieno balso taisyklė bus taikoma visiems bendrovės akcininkams neatsižvelgiant į balsavimo teisių paskirstymą prieš pasiūlymo pateikimą¹⁴². Siūlytojui po pasiūlymo įgijus 75% kapitalo, siūlytojas, sušaukęs sekantį akcininkų susirinkimą, įgyja teisę atšaukti esamą valdybą bei pakeisti bendrovės įstatus (Direktyvos 11 str. 4 d.). Toks reguliavimas pagrindžiamas tuo, jog jeigu pasiūlymas yra palaikomas akcininkų, kuriems priklauso 75% kapitalo (bet nebūtinai tiek

¹⁴¹ HANSEN, L. J. The Directive on takeover bids: unwanted harmonisation of corporate governance. The Netherlands: Kluwer Law International, 2011, *Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-18*, p. 38-39.

¹⁴² *Ibid*, p. 40.

pat balsavimo teisių), tai pasiūlymas neturėtų būti atmetamas akcininkų, kurie nors ir turi daugiau balsavimo teisių, tačiau jiems priklauso tik mažoji dalis bendrovės kapitalo¹⁴³.

Atkreiptinas dėmesys į tai, jog aukščiau nurodytos taisyklės sukėlė daug diskusijų dėl šių taisyklių pagrįstumo prieš priimant Direktyvą, todėl kompromiso tikslais buvo nustatytas šių taisyklių neprivalomas pobūdis (Direktyvos 12 str. 1 d.). Taip pat pabrėžtina, jog Direktyvos 12 str. 3 d. nustatoma, jog bendrovėms leidžiama netaikyti minėtų taisyklių jeigu pasiūlymą joms pateikusi bendrovė netaiko jų taipogi (toliau vadinama „abipusiškumo taisykle“). Taigi šių taisyklių taikymas yra paremtas išimtinai įstojimo (angl. *Opt-in*) pobūdžiu. Pažymėtina, jog toks reguliavimas iš esmės sąlygoja diversifikuotą bendrovių perėmimų sistemą valstybėse narėse. Iš 2007 m. Komisijos ataskaitos dėl Direktyvos taikymo matyti, jog Europos Sąjungos bendrovių perėmimų sistema iš esmės yra skaidoma į keturias skirtingas sferas: 1) valstybės narės, kurios priėmė valdybos neutralumo taisyklę, tačiau nei persilaužimo nei abipusiškumo taisyklės nepriėmė (pvz. Didžioji Britanija, Austrija, Čekija); 2) valstybės narės, kurios priėmė abipusiškumo taisyklę, tačiau nei valdybos neutralumo nei persilaužimo taisyklės nepriėmė (pvz. Belgija, Danija, Vokietija); 3) valstybės narės, kurios priėmė tiek valdybos neutralumo tiek abipusiškumo taisyklę, tačiau persilaužimo taisyklės nepriėmė (pvz. Prancūzija, Vengrija, Graikija); bei 4) valstybės narės, kurios priėmė tiek valdybos neutralumo tiek persilaužimo taisyklę (Lietuva, Latvija, Estija)¹⁴⁴. Atkreipiamas dėmesys į tai, jog nors persilaužimo taisyklė turi dispozityvų pobūdį, tačiau bendrovės nėra linkusios taikyti minėtą taisyklę, nustatant jos taikymą bendrovės įstatuose¹⁴⁵. To priežastimi gali būti Direktyvos 11 str. 5 d., kuri nustato, jog teisių turėtojai, kurie patiria nuostolius taikant persilaužimo taisyklę (bei taip panaikinant apribojimus pagal Direktyvos 11 str. 2-4 d.), suteikiama teisinga kompensacija. Direktyva taipogi neapibrėžia, kas yra laikoma teisinga kompensacija, todėl, manytina, kad tokia nuostata veikia atgrasomuoju būdu, bendrovėms siekiant išvengti būsimų konfliktų tarp bendrovės akcininkų.

Atsižvelgiant į tai, jog minėtos taisyklės neturi privalomo pobūdžio bei valstybėms narėms paliekama diskrecija nuspręsti ar taikyti šias taisykles ar ne, bei į tai, jog atskiros bendrovės nėra linkusios įtraukti šias taisykles į bendrovės įstatus, darytina išvada, jog

¹⁴³ Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids, 2002, p. 4-5 [žiūrėta 2016 m. kovo 16 d.]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf>.

¹⁴⁴ Commission report on the implementation of the Directive on takeover bids, 2007, SEC(2007) 268, p. 12.

¹⁴⁵ ENRIQUES, L.; GILSON, R. J.; ir PACCE, A. M. The case for an unbiased takeover law (with an application to the European Union). *ECGI Law Working Paper No. 212/2013*, p. 126.

Europos Sąjungos institucijų intervencija direktyvos forma buvo perteklinė bei nebuvo būtina. Pažymėtina, jog siekiant harmonizuoti bendrovių valdymo sritį būtina įvertinti priemonės tinkamumą konkrečiai sferai reguliuoti. Kadangi valstybių narių tiek bendrovių valdymo modeliai tiek bendrovių struktūros skiriasi, vienas reguliacinis bendrovių perėmimų sistemos modelis yra sunkiai įsivaizduojamas. Galima teigti, jog tinkamesnė priemonė būtų buvusi rekomendacijos priėmimas. Atsižvelgiant į tai, jog rekomendacija turi tendenciją peraugti į privalomojo pobūdžio aktą (kaip kad pasiūlymo dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo nuostatos dėl privalomo atlyginimų politikos atskleidimo), darytina išvada, jog tik išanalizavus kaip valstybės narės laikosi rekomendacijos nuostatų būtų galima įvertinti direktyvos poreikį.

Apibendrinant visus aukščiau išnagrinėtus motyvus darytina išvada, jog Direktyva nepakankamai efektyviai reguliuoja bendrovių perėmimų sferą bei pagrindiniu teigiamu poveikiu galima būtų įvardinti siekiamybę apsaugoti smulkiuosius akcininkus. Vis dėlto, PST galima suvokti ir kaip trukdį tolesniam bendrovių valdymo harmonizavimui siekiant akcininkų dalyvavimo bei įtraukimo bendrovės valdyme skatinimo. Direktyvos nuostatų (apibrėžimų) neaiškumas bei minėtų taisyklių kvestionuojamas efektyvumas – visa tai skatina diversifikuotą bendrovių valdymo sritį bei reikalauja Direktyvos peržiūros.

3.2.3. Privalomo oficialaus siūlymo analizė Lietuvos teisinės sistemos kontekste

Atsižvelgiant į tai, jog Direktyvos nuostatos buvo perkeltos į Lietuvos nacionalinę teisinę sistemą, tikslinga išnagrinėti minėtų nuostatų probleminius aspektus nacionaliniu lygmeniu bei įvertinti praktinius Direktyvos nuostatų aspektus.

Analizuojant PST kyla klausimas kaip reikėtų kvalifikuoti santykius, atsirandančius tarp pasiūlymo teikėjo bei kitų bendrovės akcininkų, t.y. kokiam institutui – ikisutartiniams santykiams ar ofertai – priskiriamas oficialaus pasiūlymo paskelbimas. Šiuo atveju svarbu atskirti minėtus du institutus, kadangi nors Civilinis kodeksas¹⁴⁶ ir nepateikia ikisutartinių santykių apibrėžimo, tačiau nurodo, jog šalys privalo elgtis sąžiningai esant ikisutartiniams santykiams, o esant nesąžiningiems veiksams – nesąžiningoji šalis turėtų atlyginti nuostolius sąžiningai šaliai¹⁴⁷. Taigi santykių kvalifikavimas turi svarbią reikšmę dėl to, jog esant ikisutartiniams santykiams šalys turi laikytis sąžiningumo kriterijaus, kurio nesilaikymas gali lemti nuostolių atsiradimą.

¹⁴⁶ Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas (su pakeitimais bei papildymais), *Valstybės žinios*, 2000, nr. 74-2262.

¹⁴⁷ Civilinio kodekso 6.163 str. 1 ir 3 d.

Pažymėtina, jog mokslinėje literatūroje nurodoma, jog tarp šalių susiklosto ikisutartiniai santykiai šalims pradėjus derybas¹⁴⁸. Taigi ikisutartinius santykius galima apibūdinti kaip tam tikrą etapą iki sutarties sudarymo, kurio metu šalys užmezga kontaktus, apsikeičia pasiūlymais bei vykdo derybas. O štai oferta yra laikoma pasiūlymu sudaryti sutartį, jeigu yra tenkinamos dvi sąlygos: pasiūlymas yra pakankamai apibūdintas bei išreiškia oferento ketinimą būti sutarties saistomam ir įsipareigojančiam pasiūlymo priėmimo atveju¹⁴⁹. Taigi analizuojant privalomo oficialaus pasiūlymo institutą būtina pabrėžti, jog peržengus 1/3 bendrovės balsų ribą¹⁵⁰, siūlytojas yra įpareigotas arba perleisti viršijančias ribą akcijas arba teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias akcijas. Teikdamas privalomą oficialų siūlymą, siūlytojas šį pasiūlymą teikia visiems bendrovės akcininkams pagal teisingos kainos nustatymo principus¹⁵¹. Taigi iš tokio pasiūlymo turinio matyti, jog privalomo oficialaus siūlymo turinys yra apibrėžtas (aiškiai pateikiama informacija, jog siūloma supirkti visas likusias bendrovės akcijas už konkrečią kainą, kuri taikoma vienodai tos pačios klasės vertybinių popierių savininkams¹⁵²) bei siūlytojas aiškiai siūlymu įsipareigoja minėtas akcijas supirkti. Darytina išvada, jog tarp siūlytojo bei bendrovės akcininkų nesusiklosto ikisutartiniai santykiai, kadangi siūlytojas neturi galimybės dėl įstatyminių imperatyvų pradėti atskiras derybas su kiekvienu akcininku bei derėti dėl konkrečių sąlygų. Šiuo atveju privalomo oficialaus pasiūlymo institutas turėtų būti priskiriamas prie ofertos, o tiksliau prie viešos ofertos¹⁵³ atsižvelgiant į tai, jog siūlymas yra teikiamas visiems bendrovės akcininkams, o ne individualiai.

Atkreipiamas dėmesys, jog Vertybinių popierių įstatymas aiškiai nenurodo, kokio tipo akcijoms yra taikomas privalomas oficialus siūlymas. Pagal Vertybinių popierių įstatymo 31 str. 1 d. 2 p. siūlytojas įsipareigoja supirkti likusias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas ir vertybinius popierius, patvirtinančius teisę įsigyti balsavimo teisę suteikiančius vertybinius popierius. Taigi esminiu vertybinių popierių aspektu yra balsavimo teisė, ką patvirtina teismų formuojama praktika. Įstatyme nustatytos balsavimo teisių ribos peržengimas reiškia, jog asmuo įgyja bendrovės kontrolę bei smulkieji akcininkai netenka galimybės daryti įtakos bendrovės valdymui¹⁵⁴. Pažymėtina, jog Vertybinių popierių įstatymo 24 str. 1 d. yra nurodomas baigtinis sąrašas

¹⁴⁸ AMBRASIENĖ, D. *et al.* *Civilinė teisė. Prievolių teisė*: vadovėlis. Vilnius: Mykolo Riomerio universitetas, 2004, p. 138.

¹⁴⁹ Civilinio kodekso 6.167 str. 1 d.

¹⁵⁰ Vertybinių popierių įstatymo 31 str. 1 d.

¹⁵¹ *Ibid.*, 34 str.

¹⁵² *Ibid.*, 30 str. 1 p.

¹⁵³ Civilinio kodekso 6.171 str. 1 d.

¹⁵⁴ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje M. V. v. G. D., AB „Panevėžio keliai“, Nr. 3K-3-176/2007.

atveju, kada laikoma, jog asmuo turi teisę balsuoti. Standartiniu atveju yra balsavimo teisės, kurias suteikia asmeniui nuosavybės teise priklausančios akcijos¹⁵⁵. Pabrėžtina, jog Akcinių bendrovių įstatymo 42 str. išskiria paprastasias bei privilegijuotąsias akcijas, kur visos paprastosios akcijos suteikia balso teisę, o privilegijuotos akcijos – gali būti su balso teise ar be balso teisės, su kaupiamuoju arba nekaupiamuoju dividendu, bei pasižymi tuo, jog gali būti konvertuojamos į paprastasias akcijas jei taip numatyta bendrovės įstatuose¹⁵⁶. Vis dėlto, praktikoje dažniausiai pasitaiko, jog privilegijuotos akcijos yra be balsavimo teisės. Teismų praktikoje taipogi nurodoma, jog Vertybinių popierių įstatymo 31 str. 1 d. yra įtvirtinama ir alternatyvioji pareiga supirkti privilegijuotas vardines akcijas nuo to momento, kai šios akcijos įgyja balsavimo teisę¹⁵⁷. Tai taipogi reiškia, jog bendrovės akcininkui, kuriam priklauso tiek paprastosios tiek privilegijuotos bendrovės akcijos, kyla pareiga pateikti privalomą oficialų pasiūlymą tuo atveju, jei konvertavus privilegijuotas akcijas į paprastasias akcijas bendras balsavimo teisių kiekis viršija 1/3 bendrovės balsavimo teisių ribą.

Šiuo atveju tikslinga išnagrinėti ir įkeistų akcijų atvejį, t.y. atsakyti į klausimą ar privalomas oficialus siūlymas apima ir įkeistas bendrovės akcijas. Vertybinių popierių įstatymo 24 str. 1 d. 1 p. yra nurodoma, jog asmens turimais balsais yra laikoma teisė balsuoti, kurią suteikia asmeniui nuosavybės teise priklausančios akcijos (išskyrus atvejį, kai akcijos įkeistos ir įkeitimo sutartyje numatytas balsavimo teisės perdavimas įkaito turėtojui). Iš šios nuostatos matyti, jog analizuojant įkeistų akcijų atvejų svarbų vaidmenį atlieka akcijų įkeitimo sutartis. Pažymėtina, jog įkeitimo sutartyje gali būti numatomi konkretūs įkeistų akcijų disponavimo apribojimai, pvz. draudimas realizuoti akcijas. Civilinio kodekso 4.219 str. 1 bei 4 dalyse yra nurodoma bendroji įkeitimo norma, jog skolininkui neįvykdžius įkeitimu užtikrintos pagrindinės prievolės, kreditorius savo reikalavimo patenkinimui gali perduoti įkeistą objektą. Vis dėlto, tai nereiškia, jog kreditoriui pereina įkeistų akcijų nuosavybės teisė, o įgyjamos tik teisės į įkeistą objektą ta apimtimi, kiek reikia savo reikalavimams patenkinti¹⁵⁸. Taip pat pažymima, jog įkeičiant akcijas kreditoriui nepereina neturtinė teisė - balsavimo teisė visuotiniame akcininkų susirinkime, o tokia teisė gali būti nustatyta tik įstatymo tvarka (įkaito davėjo ir gavėjo susitarimu, teismo sprendimu, numatant tokią galimybę įkeitimo laiške)¹⁵⁹. Taigi

¹⁵⁵ Vertybinių popierių įstatymo 24 str. 1 d. 1 p.

¹⁵⁶ Akcinių bendrovių įstatymo 42 str. 2, 5 bei 7 d.

¹⁵⁷ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2007 m. spalio 15 d. nutartis civilinėje byloje R. J. Ir T. R. v. akcinė bendrovė firma „VITI“ ir uždaroji akcinė bendrovė „VITI“ turto fondas, Nr. 3K-3-360/2007.

¹⁵⁸ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2004 m. rugsėjo 13 d. nutartis civilinėje byloje E. T. v. AB „Pasvalio grūdai“, Nr. 3K-3-436/2004.

¹⁵⁹ *Ibid.*

net ir įkeitus bendrovės akcijas akcininkas išlieka akcijų savininku bei jam vis dar priklauso balsavimo teisė (išskyrus jeigu kitaip nenumatyta įstatyme, sutartyje ar teismo nutarime). Atsižvelgiant į tai, jog teikiant privalomą oficialų pasiūlymą esminiu elementu yra akcijų suteikiama balsavimo teisė bei į tai, jog siūlytojas įsipareigoja supirkti visas likusias balsavimo teisę suteikiančias bendrovės akcijas, darytina išvada, jog akcijų įkeitimas kaip toks automatiškai neeliminuoja įkeistas akcijas nuo privalomo oficialaus pasiūlymo apimties, t.y. pasiūlymas turėtų būti pateiktas visiems akcininkams, už teisingą kainą bei už vienodos būklės akcijas. Taigi tam, kad siūlymo procesas būtų sėkmingas, būtinas akcijų pirkimo-pardavimo sutarties sudarymas, o tai reiškia, jog pirkėjas sumoka kainą, o pardavėjas perduoda parduodamą objektą bei perleidžia nuosavybės teisę į šį objektą. Todėl preziumuojama, jog siūlytojas įsipareigoja įsigyti akcijas be papildomų disponavimo, valdymo ar kitų apribojimų, o priverstinis įkeistų akcijų supirkimas prieštarautų bendriesiems Civilinio kodekso 1.5 str. principams. Pažymėtina, jog tai nepažeidžia smulkiųjų akcininkų teisių, kadangi Vertybinių popierių įstatymo 30 str. 3 punkte nurodoma, jog vertybinių popierių savininkai turi turėti pakankami laiko, kad galėtų priimti kompetentingą sprendimą dėl oficialaus siūlymo. Taigi oficialus siūlymas yra riboto laiko, per kurį akcininkas, kurio akcijos yra įkeistos turėtų panaikinti apribojimus, taikomus akcijoms bei, jei terminas vis dar nepasibaigęs, parduoti akcijas siūlytojui. Atkreipiamas dėmesys į tai, jog netgi ir tuo atveju, kai akcijos yra vis dar įkeistos, tačiau oficialaus siūlymo terminas vis dar galioja, galimybė realizuoti akcijas vis dar yra, tačiau realizuojantis subjektas pasikeičia. Tai geriausiai iliustruoja 2005 m. birželio 29 d. LAT byla¹⁶⁰, kurioje dėl santuokos nutraukimo pasekmių, ieškovas įkeitė atsakovei bendrovės paprastas vardines akcijas, kurių įkeitimo lakšte buvo nustatyta, jog įkeistas akcijas realizuoja (parduoda) kreditorius – atsakove. Pažymėtina, jog suėjus prievolės įvykdymo terminui kreditorius gali realizuoti turtą šalių sutartu būdu, pagal šalių sutarimą turtas yra perleidžiamas kreditoriaus nuosavybei arba turtas priverstine tvarka realizuojamas varžytinių būdu (kraštutinė priemonė). Atsižvelgiant į tai, jog tuo metu bendrovės akcijos buvo į įrašytos į vertybinių popierių biržą bei buvo paskelbtas oficialus pasiūlymas supirkti visas bendrovės akcijas bei į tai, jog atsakovė nesinaudojo priverstine išieškojimo tvarka, kuri būtų vykdoma pagal Civilio proceso kodekso¹⁶¹ 729 str. 1 d., atsakovė pasinaudojo šia galimybe bei įkeistas akcijas pardavė oficialaus siūlymo metu. Teismas konstatavo, jog kreditoriaus ir skolininko susitarimas pagal

¹⁶⁰ Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2005 m. birželio 29 d. nutartis civilinėje byloje D.T. v. E. T., Nr. 3K-3-397/2005.

¹⁶¹ Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas. Civilinio proceso kodeksas (su pakeitimais ir papildymais), *Valstybės žinios*, 2002, nr. 36-1340.

Civilinio kodekso 4.219 str. 4 d. dėl akcijų pardavimo būdo nėra privalomo pobūdžio ir kreditorius turėjo teisę, nesant jokių konkrečių skolininko pasiūlymų, pasirinkti vieną iš dviejų galimų akcijų pardavimo būdų – oficialų pasiūlymą arba akcijas realizuoti pateikiant prekybai pagal vertybinių popierių biržos prekybos taisykles. Teismas taip pat konstatavo, jog skolininko teisių pažeidimas būtų galimas tik tada, jeigu būtų buvę konstatuota, kad akcijų pardavimo metu buvo kitas konkretus ieškovo rekomenduotas pirkėjas, siūlęs aukštesnę kainą, tačiau akcijos buvo parduotos ne jam. Iš čia matyti, jog akcijų įkeitimas savaime neišbraukia šių akcijų iš oficialaus siūlymo taikymo apimties. Būtina atsižvelgti į tai, ar akcijos suteikia balsavimo teisę bei ar atitinkamas subjektas gali jas parduoti.

Kitu probleminiu aspektu taikant privalomą oficialų pasiūlymą yra teisingos kainos nustatymas. Vertybinių popierių įstatymo 34 str. 1 d. 1 p. nurodoma, jog privalomo oficialaus siūlymo kaina turi būti ne mažesnė už didžiausią vertybinių popierių, kuriuos siūlytojas įsigijo per 12 mėn. iki balsų ribos peržengimo, kainą ir ne mažesnė už vidutinę svertinę rinkos kainą per 6 mėn. iki balsų ribos peržengimo. Pažymėtina, jog šią nuostatą dėl teisingos kainos būtina aiškinti sisteminiu būdu su Civilinio kodekso bendraisiais teisingumo, protingumo bei sąžiningumo principais. Teismų praktikoje pažymima, jog vertinant ar pasirinktas akcijų kainos nustatymo būdas užtikrina teisingą akcijų kainą, būtina atkreipti dėmesį į tai, kad sąvoka „teisinga“ yra vertinamojo pobūdžio kategorija, kuri paprastai gali būti konstatuota, kai jai nustatyti yra panaudoti teisėti bei pagrįsti tyrimo metodai, skirti nustatyti objektyvią tiesą, o pasirinktas teisėtas ir pagrįstas akcijų kainos nustatymo būdas, paprastai sąlygoja, jog ir šio būdo pasėkoje nustatyta kaina gali būti pripažinta teisinga¹⁶². Vis dėlto, praktikoje pastebimi ginčai dėl to, jog nustatant oficialaus privalomo siūlymo kainą buvo vadovaujama išskirtinai Vertybinių popierių 34 str. 1 d. 1 p., neatsižvelgiant į faktines aplinkybes, bylos dėl privalomo oficialaus siūlymo įgyvendinimo sprendimo trukmę bei kitus faktorius, kurie galėjo turėti įtakos bendrovės akcijų vertei. AB „Panevėžio statybos trestas“ byloje¹⁶³ nustatyta, jog pareiškėjams pareiga skelbti privalomą oficialų siūlymą kilo dar 2003 m., tačiau šios pareigos pareiškėjai laiku neįgyvendino, o galutinė LAT nutartis buvo priimta 2009 m. Po priimtų nutarties pareiškėjai pateikė priežiūros institucijai patvirtinti cirkuliarą, kurioje nurodė pasiūlymo kainą, nustatytą pagal 2003 m. tuo metu galiojusią Vertybinių popierių rinkos įstatymo redakciją bei kainą apskaičiavo pagal aukščiausią akcijų kainą iki balsų

¹⁶² Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo teisėjų kolegija. 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje V. M. v. LR vertybinių popierių komisija, Nr. A-438-999/2008.

¹⁶³ Vilniaus apygardos administracinio teismo teisėjų kolegija. 2010 m. balandžio 29 d. sprendimas administracinėje byloje N. E. B., AB „Panevėžio keliai“, R. J., R. J., K. B., A. Š., D. Š., A. Š. v. LR vertybinių popierių komisija, Nr. I-623-473/2010.

ribos peržengimo momento. Teismas konstatavo, jog pareiškėjai nustatydami privalomo oficialaus siūlymo kainą, turi atsižvelgti ne tik į didžiausią vertybinių popierių, kuriuos oficialaus siūlymo teikėjas įgijo per 12 mėn. iki įstatyme nustatytos balsų ribos peržengimo, kainą, bet ir į iš esmės pasikeitusias akcijų kainai reikšmingas aplinkybes, nes kitaip pareiškėjams būtų sudarytos sąlygos neteisėtai pasipelnyti iš savo laiku neįvykdytos pareigos¹⁶⁴. Pritartina tokiam teismo išaiškinimui, kadangi bendrovės akcijų vertė per ilgą laiko tarpą vargu ar išliks tokia pati, todėl būtina atsižvelgti į visas aplinkybes, turėjusias tam įtakos. Taigi šiuo atveju svarbi yra priežiūros institucijos kompetencija, kuri suteikia teisę reikalauti pakeisti privalomo oficialaus siūlymo kainą įstatyme numatytais pagrindais.

Atkreipiamas dėmesys į tai, jog Lietuva viena iš nedaugelio valstybių narių inkorporavo teik valdybos neutralumo tiek persilaužymo taisyklę į nacionalinę teisinę sistemą. Pažymėtina, jog Vertybinių popierių įstatymo 36 str. įtvirtina persilaužymo taisyklę. Šio straipsnio 7 dalyje nurodoma, jog visiems teisių turėtojams, įgyvendinant persilaužymo taisyklę, turi būti teisingai kompensuojama. Siūlytojas yra įpareigotas numatyti kompensavimo tvarką tvirtinamame cirkuliare. Vis dėlto, įstatymas nepateikia teisingos kompensacijos apibrėžimo bet teisingos kompensacijos nustatymo principus. Pažymėtina, jog išnagrinėjus priežiūros institucijos (Lietuvos banko) skelbiamus bendrovių cirkulirus, nei viena iš bendrovių nenurodė, jog yra taikoma persilaužymo taisyklės keliamas reikalavimas dėl kompensacijos suteikimo tvarkos. Lietuvos teismai šiuo klausimu taipogi nepasisakė. Probleminiu aspektu šiuo atveju yra tai, jog sunku įvertinti kokia kompensacija yra teisinga konkrečiu bendrovės atveju, konkrečiam bendrovės akcininkui, priklausomai nuo turimų akcijų kiekio bei klasės. Vis dėlto, tikslinga išanalizuoti galimus kompensavimo mechanizmus. Atkreipiamas dėmesys, jog dauguma valstybių narių tiksliai nenurodo, kokia yra taikoma kompensavimo schema bei analogiškai perkelia tokį formulavimą, koks nurodytas Direktyvoje. Pažymėtina, jog kai kuriose valstybėse (pvz. Austrijoje) nurodoma, jog kompensacija turi būti teisingumo bei protingumo rėmuose, kitose valstybėse (pvz. Vengrijoje) minimali kompensacija turi būti nurodyta bendrovės įstatuose, kitu atveju – teisinga kompensacija arba teisingas akcijų vertės įvertinimas turi būti atliekamas nepriklausomo vertintojo (pvz. Vokietijoje bei Nyderlanduose)¹⁶⁵. Iš esmės galimais kompensavimo mechanizmais galėtų būti atitinkamo kompensacijos dydžio (lygio) privalomas nustatymas, kompensacijos

¹⁶⁴ *Ibid.*

¹⁶⁵ KRUNKS, A. *The conformity of initial objectives with the actual impacts of the hostile takeover defences regulation in the European directive on takeover bids*: master thesis. Commercial law and intellectual property, Tartu: University of Tartu, 2014, p. 47.

nustatymas pagal rinkos vertę bei kompensacijos įvertinimas nepriklausomo vertintojo¹⁶⁶. Kritiškai vertintinas pirmasis metodas, kadangi konkretaus dydžio nustatymas (pvz. bendrovės įstatuose) nėra lanksti priemonė bei ne visada bus laikoma teisinga kompensacija atsižvelgiant į tai, jog bendrovių akcijų vertė svyruoja, todėl toks būdas kelia grėsmę konfliktams tarp bendrovės akcininkų atsirasti bei ginčų sprendimui teismine tvarka. Nepritartina ir antrajam būdai, kadangi kompensacijos nustatymas pagal rinkos vertę iš esmės sudaro tokią situaciją, jog potencialus siūlytojas imsis bendrovės perėmimo pasiūlymo proceso tik tada, kai akcijų vertė yra žemiausia, siekdamas užtikrinti žemiausią kompensacijos dydį. Toks metodas taipogi neskatina bendrovių perėmimus. Pritartina trečiajai pozicijai, nes nepriklausomas vertintojas vadovaujasi įstatymu įtvirtintais vertinimo standartais, atsižvelgia į vidinius bendrovės veiklos faktorius, įvertina pačios bendrovės veiklą bei būsimą bendrovės pinigų srautą, t.y. įvertinama bendrovės dabartinė padėtis bei nustatomos bendrovės padėties būsimos prognozės. Pažymėtina, kad bet koku atveju įstatyme yra įtvirtinama, jog esant nesutarimui, kompensacijos „teisingumą“ įvertina teismas. Nors galima ir suvokti teisingos kompensacijos nustatymo tvarkos neapibrėžimą, vis dėlto, manytina, jog tai yra įstatyminė spraga, būdinga daugumai valstybių narių, kuri sudaro prielaidas neaiškios praktikos vystymuisi, o taip pat lemia tarptautinių investuotojų teisinio neapibrėžtumo problemą, kadangi nėra aišku kaip bus nustatoma kompensacija esant persilaužymo taisyklei bei ar tai atitinka teisingumo standartą.

3.3. Pasiūlymo dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo analizė

Pažymėtina, jog Europos Sąjungos institucijos, siekdamos sustiprinti bei užtikrinti akcininkų teises, realizuodamos 2003 m. Komunukate užsibrėžtus tikslus, 2007 m. priėmė Akcininkų teisių direktyvą¹⁶⁷, kuri susilaukė pakankamai teigiamų vertinimų. Vis dėlto, 2011 m. Žaliojoje knygoje buvo nurodyta, jog būtina gerinti bendrovių valdymo sritį skatinant akcininkų aktyvumą, institucinių investuotojų ir turto valdytojų dalyvavimą bendrovės veikloje, ilgalaikių rezultatų siekimą, balsavimo sistemos bei skaidrumo vystymą¹⁶⁸. Atkreiptinas dėmesys į tai, jog Europos Sąjungos institucijos įtraukė šių probleminių sričių sprendimą 2012 m. Veiksmų plane. Pažymėtina, jog 2014 m. Europos

¹⁶⁶ MCCAHERY, J. A.; RENNEBOOG, L. The economics of the proposed European takeover directive. *CEPS Research report in finance and banking No. 32*, 2003, p. 59.

¹⁶⁷ 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. *OL 2007 L 184*.

¹⁶⁸ Europos Komisijos Žalioji knyga – ES įmonių valdymo sistema, KOM (2011) 164 galutinis, 2011, p. 10-14.

Sąjungos institucijos pateikė pasiūlymą dėl Akcininkų teisių direktyvos peržiūros bei keitimo¹⁶⁹, siekiant 2012 m. Veiksmų plane užsibrėžtų tikslų įgyvendinimo. Atsižvelgiant į tai, jog minėtame pasiūlyme pateiktos pataisos sukėlė nemažai diskusijų visuomenėje, mokslinėje terpėje, o taip pat ir tarp Europos Sąjungos institucijų, todėl 2015 m. liepos 8 d. buvo patvirtinta kompromisinė minėto pasiūlymo versija (negalutinė redakcija)¹⁷⁰ (toliau vadinama „Pasiūlymu“). Atsižvelgiant į tai, jog Pasiūlyme pateiktos nuostatos vis dar nėra priimtos, tikslinga koncentruotis ties aktualių Pasiūlymo nuostatų analize. Toliau bus analizuojamos atskirų Pasiūlymo nuostatų efektyvumas bei pagrįstumas.

3.3.1. Ilgalaikės bendrovės politikos skatinimo efektyvumas

Pasiūlymu siekiama persvarstyti Akcininkų teisių direktyvą bei prisidėti prie ilgalaikio Europos Sąjungos bendrovių tvarumo, ilgalaikės akcininkų perspektyvos, sukurti akcininkams patrauklią aplinką bei didinti tarptautinį balsavimą, gerinant investavimo į akcinį kapitalą grandinės veiksmingumą¹⁷¹. Pažymėtina, jog toks Komisijos siekis iš esmės suprantamas kaip bendrovių¹⁷² trumpalaikės veiklos politikos mažinimas.

Trumpalaikiškumas pasižymi tuo, jog vienu atveju bendrovės akcininkai reikalauja staigaus jų investicijų grąžinimo, tuo sudarant spaudimą bendrovės valdymo organams veikti bendrovės trumpalaikės politikos keliu (paaukojant bendrovės veiklos ilgalaikiškumo potencialą), kitu atveju - akcininkai, nepatenkinti vykdomu bendrovės korporatyviniu valdymu bei pasiektais rezultatais, siekia išparduoti turimas akcijas¹⁷³. Trumpalaikiškumo fenomenas sukėlė daug diskusijų ypatingai po finansinių skandalų (*Enrono* bei *Parmalato* atvejai) bei po 2007-2008 m. finansinės krizės, kas buvo viena iš priežasčių, sukretusių akcijų rinkas. Šiuo atveju kalbama apie perteklinį trumpalaikiškumą. Vis dėlto, negalima teigti, jog trumpalaikiškumas neturi teigiamos vertės. Mokslinėje literatūroje pažymimi sekantys aspektai: dėmesys trumpalaikiškumo fenomenui kyla iš netikslaus faktinio pagrindo, jog akcijų rinką apibūdina grynoji vertė bei trumpalaikiškumas; vertinant minėtą fenomeną būtina atsižvelgti ne tik į finansines

¹⁶⁹ 2014 m. balandžio 9 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva (pasiūlymas), 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) 213 final, 2014/0121 (COD).

¹⁷⁰ 2015 m. liepos 8 d. priimti Europos Parlamento pakeitimai dėl 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, P8_TA-PROV(2015)0257.

¹⁷¹ Pasiūlymo preambulės 5 pastraipa.

¹⁷² Akcininkų teisių direktyva yra adresuojama biržinėms bendrovėms.

¹⁷³ CORREIA, I. M. Shareholder activism and short-termism – fostering long-term engagement in the European Union. *Governance Lab Working Paper No. 04/2014*, p. 5.

rinkas, tačiau ir į rizikos bei privataus kapitalo rinkas, kurioms būdingas ilgalaikiškumas; vadovai, siekiantys skatinti ilgalaikiškumą iš esmės gali sukelti daugiau neigiamų padarinių nei trumpalaikiškumo fenomenas¹⁷⁴. Reikia pabrėžti, jog sėkmingai vykdoma trumpalaikė bendrovės politika gali sudaryti prielaidas ilgalaikėms bendrovės perspektyvoms vystyti, todėl visiškai atmesti trumpalaikės bendrovės veiklos politikos nepatartina kaip išimtinai neigiamo pobūdžio reiškinio. Vis dėlto, dauguma Pasiūlymo nuostatų akcentuoja būtent bendrovės politikos rezultatų ilgalaikiškumą.

Atsižvelgiant į Didžiojoje Britanijoje vystomą praktiką, Pasiūlymu siūloma imperatyviai nustatyti, jog instituciniai investuotojai turėtų atskleisti informaciją apie tai, kaip jų investavimo strategija yra suderinta su jų įsipareigojimų pobūdžiu ir trukme ir kaip ji padeda siekti vidutinės trukmės ir ilgalaikių jų turto veiklos rezultatų¹⁷⁵. Iš šios nuostatos matyti, jog Europos Sąjungos institucijų pagrindinis tikslas yra siekti kuo didesnio skaidrumo bendrovių valdymo srityje. Vis dėlto, perteklinis skaidrumas gali turėti ir neigiamos įtakos bei, priešingai, sumažinti institucinių investuotojų dalyvavimą. Pažymėtina, jog skaidrumas bei informacijos atskleidimas yra svarūs argumentai siekiant geresnio bendrovių valdymo, tačiau kyla klausimas, ar imperatyvus informacijos atskleidimas iš tikrųjų prisidės prie institucinių investuotojų dalyvavimo bendrovės veikloje skatinimo. Tokio pobūdžio reguliavimas (atskleidžiant investavimo strategiją) iš esmės reiškia visuomenės įsikišimą į bendrovių valdymą bei strateginių sprendimų priėmimą¹⁷⁶. Pažymėtina, jog kapitalo rinkos sektorius iš esmės pasižymi investuotojų strateginių sprendimų autonomija, tam tikros rizikos lygiu, todėl viešas bei detalus informacijos atskleidimas gali sudrumsti investuotojų pasitikėjimą bei skatinti vienodo balsavimo tendenciją, siekiant išvengti neigiamo visuomenės dėmesio. Svarbiu probleminiu aspektu yra ir tai, jog instituciniams investuotojams viešai atskleidžiant savo investavimo strategiją bei strateginius sprendimus bendrovės veikloje, mažėja konkurencingumo svarba. Reikia pabrėžti, kad investavimo strategija gali būti suvokiama kaip vienas iš ekonominių faktorių, skatinančių komercinį vystymąsi bei konkurencingumą, kas yra laikytina „sveika“ verslo praktika.

Pažymėtina, jog Pasiūlymo 3f str. 1 d. įtvirtinama, jog valstybės narės turi užtikrinti, jog instituciniai investuotojai ir turto valdytojai parengtų akcininkų dalyvavimo

¹⁷⁴ HOPT, K. J. Corporate governance in Europe – a critical review of the European Commission's initiatives on corporate law and corporate governance. *ECGI Law Working Paper No. 296/2015*, p. 26-27.

¹⁷⁵ Pasiūlymo 3g str. 1 d.

¹⁷⁶ EcoDa. EcoDa's reaction to the „Proposal for a Shareholder directive“. 2014, p. 4 [žiūrėta 2016 m. kovo 14 d.]. Prieiga per internetą: http://ecoda.org/uploads/media/20141001_ecoDa_Reaction_to_the_Proposal_for_a_Shareholder_directive_-_Final.pdf.

politiką, kurioje aiškiai nurodoma kaip įgyvendinamas akcininkų dalyvavimo klausimas, kaip vykdomas balsavimo procesas akcininkų susirinkime, kaip bendradarbiaujama su kitais akcininkais, atskleisti interesų konfliktų valdymo politiką. Vis dėlto, šio straipsnio 4 d. nurodoma dispozityvi norma, leidžianti instituciniams investuotojams ir turto valdytojams nerengti akcininkų dalyvavimo politikos arba jos neskelbti jei pagrįstai paaiškinama, kodėl nesilaikoma minėtos nuostatos. Taigi 3f straipsnis pagrįstas principu „laikykis taisyklių arba paaiškink“. Pažymėtina, jog Pasiūlyme nurodytos atskleidžiamos informacijos akcininkų dalyvavimo politikoje turinys iš esmės sudaro išankstinį įspūdį, jog informacijos atskleidimo procesas sukels nemažą administracinio pobūdžio našta minėtiems subjektams, o tai, vėlgi, nėra dalyvavimo skatinimo, bet privertimo požymis. Galima teigti, jog 3f str. 4 d. turės panašų efektą kaip ir rekomendacijos dėl atlyginimų politikos atskleidimo. Taigi instituciniai investuotojai bei turto valdytojai, turėdami galimybę neviešinti vykdomos akcininkų dalyvavimo politikos bei išvengti papildomos administracinės naštos, be abejonės, šia galimybe pasinaudos bei pagrįs šį nesilaikymą, pavyzdžiui, informacijos konfidencialiu pobūdžiu. Todėl šios nuostatos efektyvumu galima jau iš anksto abejoti.

Atsižvelgiant į tai, jog Pasiūlymu siekiama institucinių investuotojų bei turto valdytojų dalyvavimo skatinimo, darytina išvada, jog skatinimas iš esmės turėtų pasižymėti skatinamosiomis priemonėmis, o ne priverstinio pobūdžio reguliavimu. Todėl kyla abejonų, jog Pasiūlyme siūlomas priverstinio pobūdžio informacijos atskleidimas neturės pakankamai efektyvios įtakos institucinių investuotojų bei turto valdytojų dalyvavimo įtraukimui bei lems tik dirbtinį dalyvavimą bei suinteresuotumą.

Atkreipiamas dėmesys į tai, jog John Maynard Keynes siūlė sukurti mokestinį mechanizmą, kuris automatiškai sankcionuotų akcijų perleidimo sandorius, kurie pasižymi trumpalaikiškumu bei, atitinkamai, tokia priemonė skatintų bendrovių veiklos ilgalaikiškumą¹⁷⁷. Vis dėlto, papildomų mokesčių įvedimas, be abejonės, yra kur kas griežtesnė priemonė nei priverstinis informacijos atskleidimas, todėl kyla abejonų dėl sandorio trumpalaikiškumo įvertinimo praktikoje. Manytina, jog šiuo atveju Pasiūlyme nurodytos nuostatos dėl dalyvavimo skatinimo, atskleidžiant bendrovės akcininkų dalyvavimo politiką bei investavimo strategiją yra perteklinio pobūdžio. Šių nuostatų pagrindimas „laikykis taisyklių arba paaiškink“ principu neužtikrins direktyvos efektyvaus taikymo, o imperatyvus reguliavimas sudarys tendenciją, jog bendrovių paaiškinimai bei informacija ataskaitose bus tik formalus bei abstraktus pobūdžio,

¹⁷⁷ KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest, and money*. Macmillan, 1936, VI dalis, 12 skyrius.

siekiant minimaliai atitikti įstatymo keliamus reikalavimus. Pažymėtina, jog efektyvaus minėtų subjektų dalyvavimo skatinimas turėtų būti nacionalinis valstybių narių interesas¹⁷⁸, todėl valstybės narės turėtų imtis atitinkamų priemonių minėtam tikslui pasiekti, suderinant šias priemones su jau esamu reguliavimu. Križiškai vertintina yra tai, jog tokio pobūdžio nuostatos yra imperatyviai įtvirtinamos vienu kartu, direktyvos forma. Pasiūlymu įtvirtinami skaidrumo reikalavimai turės kur kas didesnę teigiamą įtaką didžiosioms jurisdikcijoms, kurioms jau yra būdingas atlyginimų, veiklos politikos atskleidimas bei visuomenė ir verslo subjektai pripažįsta tokio pobūdžio reikalavimų svarbą. Vis dėlto, mažosioms jurisdikcijoms, kurios nepasižymi analogiška praktika, Pasiūlymu įtvirtinamos nuostatos gali sukelti nemažai keblumų dėl nurodomų naujovių. Manytina, jog minėtų nuostatų imperatyvus įtvirtinimas turėtų vykti palaipsniui, įvertinant šių nuostatų įtaką mažųjų jurisdikcijų nacionalinėms teisinėms sistemoms.

3.3.2. Bendrovės akcininkų vaidmens problematika

Atsižvelgiant į Pasiūlyme pateiktas nuostatas matyti, jog nuostatos yra orientuotos į akcininkų vaidmens stiprinimą, akcininkų teisių gerinimą bei tinkamą šių teisių užtikrinimą. Vis dėlto, susidaro įspūdis, jog akcininkus siekiama paversti tam tikro tipo bendrovės vadovais. Be to, tokia Europos Sąjungos institucijų pozicija yra labiau pagrįsta socialiniu bei politiniu požiūriu¹⁷⁹, siekiant išvengti buvusių finansinių skandalų bei krizių scenarijus, taip įtraukiant akcininkus tiesioginiame bendrovių valdyme.

Pasiūlymu siekiama įtvirtinti, jog valstybės narės užtikrina, kad bendrovės parengtų direktorių atlyginimų politiką ir pateiktą ją balsuoti visuotiniame akcininkų susirinkime, o balsavimo rezultatai būtų privalomi; bendrovės direktoriams atlyginimas būtų mokamas tik pagal atlyginimų politiką, už kurią balsuota visuotiniame akcininkų susirinkime, o dėl bet kokių šios politikos pakeitimų balsuojama visuotiniame akcininkų susirinkime ir ši politika visais atvejais teikiama tvirtinti visuotiniam susirinkimui bent kas trejus metus¹⁸⁰. Vis dėlto, valstybės narės galės numatyti, jog toks akcininkų sprendimas bus tik patariamojo pobūdžio¹⁸¹. Iš nurodytų nuostatų matyti, jog akcininkams yra suteikiamas balsavimo teisės mechanizmas (angl. *Say on pay*). Nors tokia iniciatyva ir yra pagrįsta

¹⁷⁸ CORREIA, I. M. Shareholder activism and short-termism – fostering long-term engagement in the European Union. *Governance Lab, Working Paper No. 04/2014*, p. 9.

¹⁷⁹ EcoDa. EcoDa's reaction to the „Proposal for a Shareholder directive“. 2014, p. 4 [žiūrėta 2016 m. kovo 14 d.]. Prieiga per internetą: <http://ecoda.org/uploads/media/20141001_ecoDa_Reaction_to_the_Proposal_for_a_Shareholder_directive_-_Final.pdf>.

¹⁸⁰ Pasiūlymo 9a str. 1 d.

¹⁸¹ Pasiūlymo 9a str. 2 d.

skaidrumo siekiu, vis dėlto, kyla problema dėl valdybos narių vaidmens bendrovių valdyme atskyrimo. Pažymėtina, jog valdybos nariai iš esmės apibūdina bendrovės veiklą, bendrovės interesus, todėl kompetencija dėl valdymo organų narių atlyginimų politikos nustatymo (vidinė bendrovės sritis) turėtų būti paliekama valdybai. Atkreipiamas dėmesys į tai, jog Pasiūlymu iš esmės bandoma adresuoti akcininkų vaidmenį, vis dėlto, efektyvesniu būdu būtų nustatyti valdybos atskaitomybės bendrovės akcininkams standartus¹⁸². Pritartina tokia pozicijai, kadangi visuotiniame akcininkų susirinkime, nepriklausomai nuo to, ką nusprendė valdybos nariai, sprendimą priimtų bendrovės akcininkai, t.y. bendrovės akcininkai iš esmės veiktų kaip valdybos nariai, tačiau turėdami nepakankami žinių šioje srityje. Tokiu būdu kyla problemų atskiriant akcininkų bei valdybos kompetencijas. Manytina, jog akcininkų pagrindinis dėmesys turėtų būti sutelktas į valdybos narių nominavimą bei atšaukimą, kas veiktų kaip skatinamasis mechanizmas bendrovės valdybos nariams tinkamai atlikti jiems pateiktas funkcijas bei laikytis fiduciarinių pareigų.

Europos Sąjungos institucijos akcentuoja akcininkų svarbą, siekiant kuo didesnio bendrovės vykdomos veiklos skaidrumo, bei akcininkų vaidmens svarbos bendrovių valdyme užtikrinimo. Atkreiptinas dėmesys į tai, jog Pasiūlymu taipogi siekiama įtvirtinti privalomą Informacijos atskleidimą (šis klausimas buvo nagrinėjamas analizuojant Europos Sąjungos Rekomendacijas)¹⁸³ bei kitas Europos Sąjungos Rekomendacijų nuostatas. Priklausomai nuo to, ar Pasiūlyme nurodytos pataisos bus oficialiai priimtose ar ne, Lietuvos jurisdikcijai toks reguliavimas būtų naudingas, įtvirtinant valdymo organų atlyginimų praktikos pagrindus.

Apibendrinant visus aukščiau nurodytus aspektus darytina išvada, jog Europos Sąjungos institucijos įžvelgia nepakankamą akcininkų įsitraukimą į bendrovių valdymą bei skaidrumo valdant bendrovę poreikį. Atsižvelgiant į tai, Pasiūlymu siekiama įtvirtinti privalomą informacijos apie bendrovės veiklos strategiją atskleidimą instituciniams investuotojams, privalomą informacijos atskleidimą dėl bendrovės atlyginimų politikos, privalomą akcininkų balsavimą dėl atlyginimų politikos patvirtinimo ir kt. Vis dėlto, šios nuostatos gali turėti ir neigiamų padarinių. Pažymėtina, jog perteklinis skaidrumas gali sumažinti akcininkų (ypatingai institucinių investuotojų) įsitraukimą į bendrovės valdymą bei veikti kaip atgrasomoji priemonė. Taip pat atkreipiamas dėmesys į tai, jog Europos Sąjungos institucijos savo iniciatyvas orientuoja būtent į akcininkų vaidmenį, tačiau tokia

¹⁸² EcoDa. Position paper on directors' remuneration in listed companies in Europe. 2009, p. 2 [žiūrėta 2016 m. kovo 14 d.]. Prieiga per internetą: <http://ecoda.org/uploads/media/PP_-_2009_10_01_Directors_remuneration_in_listed_companies.pdf>.

¹⁸³ Pasiūlymo 9a str. 4 d.

pozicija yra vertintina kritiškai, kadangi siekiant geresnio bendrovių valdymo, pirmiausia, būtina užtikrinti tinkamą bei efektyvų valdybos darbą bendrovėje. Patartina atkreipti dėmesį į valdybos veiklos tinkamą priežiūrą bei atskirti bendrovės akcininką nuo vadovo vaidmens. Šiuo atveju bendrovės akcininkas turėtų veikti kaip priežiūros organas su efektyvia valdybos atšaukimo funkcija, jeigu pareigos vykdomos neefektyviai bei užsibrėžti tikslai nėra tenkinami. Kritiškai vertintinas ir privalomas akcininkų balsavimas dėl atlyginimų politikos patvirtinimo, kadangi tai yra perteklinė funkcija, priskiriama akcininkams bei turėtų būti paliekama valdybos kompetencijai. Manytina, jog mechanizmo dėl atlyginimų politikos privalomo balsavimo nustatymo turėtų būti paliekama patiems bendrovės akcininkams nustatyti bendrovės įstatuose, jei akcininkai nusprendžia, jog tokia priežiūros priemonė būtina. Vis dėlto, pritariama pozicijai, jog būtina viešai atskleisti bendrovės vykdomą atlyginimų politiką. Pažymėtina, jog toks skaidrumo užtikrinimas lemtų šešėlinės atlyginimų politikos bei korupcijos mažinimą bendrovės vidinėje korporacinėje kultūroje bei užtikrintų socialinį visuomenės interesą bendrovių vykdomoje atlyginimų politikoje.

Apibendrinant šioje darbo dalyje išnagrinėtas Europos Sąjungos iniciatyvas darytina išvada, jog minėtomis iniciatyvomis iš esmės skatinamas geresnis, patikimesnis bendrovių valdymas, kurio pagrindinis tikslas užtikrinti skaidrią bendrovės veiklą bei tokiu būdu išvengti galimų finansinių skandalų, nuosmukių bei krizių. Vis dėlto, iš aukščiau nurodytų aspektų matyti, jog iniciatyvų nuostatos nėra pakankamai efektyvios, iš esmės nukreiptos į didžiųjų valstybių jurisdikcijas bei yra kvestionuotinas atskirų iniciatyvų nuostatų įtvirtinimo priemonių efektyvumas. Todėl teigtina, jog Europos Sąjungos iniciatyvos skatina bei prisideda prie bendrovių valdymo instituto gerinimo, tačiau nepakankamai efektyviai.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Valstybių narių diferencijuotą bendrovių valdymo reglamentavimą nulėmė skirtingų bendrovių valdymo organų modelių bei bendrovių nuosavybės struktūrų įtvirtinimas bei dominavimas. Reglamentavimo skirtingumai atskleidė tokius bendrovių valdymo trūkumus kaip nepakankamas bendrovių akcininkų dalyvavimas bendrovės valdyme, skaidrios bendrovės politikos nebuvimas bei nepakankamas smulkiųjų bendrovės akcininkų teisių užtikrinimas.
2. Europos Sąjungos kompetencija bendrovių valdymo harmonizavimo srityje kyla iš Sutarties 49 bei 114 str., garantuojančių įsisteigimo laisvę bei laisvą kapitalo judėjimą, tačiau Europos Sąjungos institucijos teisės aktuose nepakankamai aiškiai nurodo kaip konkreti iniciatyva prisideda prie fundamentalių laisvių užtikrinimo.
3. Fundamentalioms laisvėms užtikrinti Europos Sąjungos institucijos naudoja direktyvos bei „minkštosios“ teisės instrumentus. Atskirai šios priemonės nėra pakankamai efektyvios harmonizuojant bendrovių valdymo sritį, todėl siūlytina balansuoti tarp „griežto“ bei „minkšto“ reguliavimo, direktyva imperatyviai nustatant tik fundamentalius principus bei standartus.
4. Europos Komisijos rekomendacinės nuostatos dėl bendrovės atlyginimų politikos viešo atskleidimo nepatvirtino šios priemonės efektyvumą. Siūlytina įtvirtinti privalomo pobūdžio atlyginimų politikos atskleidimo faktą, pateikiant atskirą ataskaitą su aiškiai bei detaliai nurodyta atlyginimų informacija. Toks reguliavimas turėtų didesnę efektą pasitelkiant direktyvos priemonę.
5. Nuostatos dėl atlyginimo kintamosios dalies dydžio ribojimo bei „lubų“ nustatymo turėtų būti orientuotos į finansinio sektoriaus įstaigas, o tokios nuostatos turėtų likti tik rekomendacinio pobūdžio biržinių bendrovių atžvilgiu.
6. Europos Komisijos rekomendacijų laikymasis Lietuvoje yra nepakankamas dėl įstatyminių trukdžių bei atlyginimų praktikos nebuvimo. Privalomas atlyginimų politikos sudarymas bei atskleidimas sudarytų pagrindus keisti Lietuvos įstatymų nuostatas bei lemtų atlyginimų politikos praktikos vystymąsi mažojoje jurisdikcijoje.
7. Įmonių perėmimo pasiūlymų direktyvos privalomo siūlymo taisyklė prieštarauja ES tikslui skatinti akcininkų aktyvumą bendrovių valdyme dėl savo atgrasomojo pobūdžio. Pažymėtina, jog direktyvos trūkumu taip pat yra jos neapibrėžtumas dėl kontrolinės ribos nenustatymo bei „sutartinai veikiančių asmenų“ neapibrėžimo, kas lemia skirtingos praktikos tarp valstybių narių vystymą.

8. Direktyvos efektyvumas nepasitvirtino valdybos neutralumo bei persilaužymo taisyklių įtvirtinimu. Atsižvelgiant į tai, kad šios taisyklės yra neprivalomo pobūdžio bei į tai, jog dauguma valstybių narių pasirinko imperatyviai šių taisyklių netvirtinti, darytina išvada, jog direktyvos priemonė šiuo atveju nebuvo būtina.
9. Atsižvelgiant į direktyvos nuostatų specifiką Lietuvos kontekste, darytinos sekančios išvados:
 - 11.1. santykiai, susiklostę dėl oficialaus siūlymo tarp siūlytojo bei vertybinių popierių savininko, turėtų būti kvalifikuojami kaip viešosios ofertos teisiniai santykiai;
 - 11.2. vadovaujantis Vertybinių popierių įstatymu esminiu požymiu, kurias akcijas apima oficialaus siūlymo institutas, yra balsavimo teisės suteikimas;
 - 11.3. akcijų įkeitimas automatiškai neeliminuoja šių akcijų nuo oficialaus siūlymo taikymo apimties. Vertybinių popierių savininkas turi galimybę panaikinus apribojimus parduoti akcijas siūlymo galiojimo laikotarpiu. Įkeistas akcijas, pasibaigus prievolės įvykdymo terminui, gali realizuoti kreditorius galiojant oficialiam siūlymui;
 - 11.4. teismų praktikoje daugiausiai ginčų kyla dėl teisingos kainos nustatymo. Pažymėtina, jog kainos nustatymas turi būti suvokiamas plačiau nei tik pagal įstatymines nuostatas – būtina atsižvelgti į visas akcijų vertei turinčias faktines aplinkybes;
 - 11.5. vertybinių popierių įstatymas neapibrėžia „teisingos kompensacijos“ sąvokos. Tai vertintina kritiškai bei siūlytina įtvirtinti įstatyme, jog teisinga kompensacija nustatoma vadovaujantis bendrovių valdymo kodekse ar atskirose taisyklėse nurodytais principais. Pažymėtina, jog rekomendaciniu pobūdžiu galima būtų įtvirtinti, jog kompensaciją nustato nepriklausomas vertintojas, kompensacija apskaičiuojama pagal akcijų rinkos kainą, kompensacija yra iš anksto nustatyta akcininkų susitarimuose ar bendrovės įstatuose, ar kitu siūlytojo nurodytu būdu. Tokia praktika įvestų daugiau skaidrumo, aiškumo bei pasitikėjimo tarp tarptautinių investuotojų.
10. Pasiūlymo dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo nuostatos, įtvirtinančios privalomą institucinių investuotojų investavimo strategijos bei akcininkų dalyvavimo politikos atskleidimą, turėtų būti rekomendacinio pobūdžio. Šie skaidrumo reikalavimai pasitvirtins didžiosiose jurisdikcijose, kur skaidri praktika jau yra išsivysčiusi, tačiau galėtų sukelti komplikacijų valstybėse narėse, kuriose tokios praktikos nėra. Minėti skaidrumo reikalavimai turėtų būti imperatyviai

įtvirtinami su laiku, įvertinant imperatyvių nuostatų inkorporavimą bei poveikį nacionalinėse valstybių narių sistemose.

11. Nepritartina pasiūlyme dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo nurodytam imperatyviam akcininkų balsavimui dėl atlyginimų politikos. Siūlytina vietoje šio mechanizmo nustatyti valdybos veiklos vertinimo standartus, pagal kuriuos valdyba būtų įpareigota teikti savo veiklos ataskaitas bendrovės akcininkams, tuo pačiu įtraukiant ir atlyginimų politikos klausimą. Tokiu būdu būtų skatinama skaidri bendrovės veikla, atlyginimų nustatymo bei politikos patvirtinimo klausimas būtų paliekamas valdybos kompetencijai, o akcininkai vykdytų priežiūros organo, o ne vadovo funkcijas.

ŠALTINIŲ SĄRAŠAS

Norminiai teisės aktai bei *travaux préparatoires*

1. 2012 m. spalio 26 d. Europos Sąjungos veikimo sutarties suvestinė redakcija. *OL 2012 C 326*, p. 47-199.
2. 2012 m. spalio 26 d. Europos Sąjungos sutarties suvestinė redakcija. *OL 2012 C 326*, p. 13-46.
3. Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas (su pakeitimais bei papildymais), *Valstybės žinios*. 2000, nr. 74-2262.
4. Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas. Civilinio proceso kodeksas (su pakeitimais ir papildymais), *Valstybės žinios*, 2002, nr. 36-1340.
5. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais), *Valstybės žinios*, 2007, nr. 17-626; *Valstybės žinios*, 2011, nr. 145-6819.
6. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (su pakeitimais ir papildymais), *Valstybės žinios*, 2000, nr. 64-1914; *Valstybės žinios*, 2003, nr. 123-5574.
7. 2013 m. birželio 26 d. 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. *OL 2013 L 182*, p. 19-76.
8. 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. *OL 2007 L 184*.
9. 2006 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos Direktyva 2006/46/EB iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 78/660/EEB dėl tam tikrų tipų bendrovių metinių atskaitomybių, 83/349/EEB dėl konsoliduotos atskaitomybės, 86/635/EEB dėl bankų ir kitų finansų įstaigų metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės ir 91/674/EEB dėl draudimo įmonių metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės. *OL 2006 L 224/1*, p. 1-7.
10. 2006 m. gegužės 17 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2006/43/EB dėl teisės aktų nustatyto metinės finansinės atskaitomybės ir konsoliduotos finansinės atskaitomybės audito, iš dalies keičianti Tarybos direktyvas 78/660/EEB ir

- 83/349/EEB bei panaikinanti Tarybos direktyvą 84/253/EEB. *OL* 2006 L 157, p. 87-107.
11. 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/25/EB dėl įmonių perėmimo pasiūlymų. *Specialusis leidimas lietuvių kalba*: skyrius 17, tomas 02, p. 20-31.
 12. 2004 m. gruodžio 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo, iš dalies keičianti Direktyvą 2001/34/EB. *OL* 2004 L 390, p. 38.
 13. 2014 m. balandžio 9 d. Komisijos Rekomendacija 2014/208/ES dėl įmonių valdymo ataskaitų kokybės (principas „laikykis taisyklių arba paaiškink“). *OL* 2014 L 109, 43-47.
 14. 2009 m. balandžio 30 d. Komisijos Rekomendacija 2009/385/EB (2009 m. rekomendacija dėl direktorių atlyginimų nustatymo), kuria papildomos rekomendacijos 2004/913/EB ir 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos. *OL* 2009 L 120, p. 28-31.
 15. 2004 m. gruodžio 14 d. Komisijos Rekomendacija 2004/913/EB dėl atitinkamos bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių atlyginimų nustatymo tvarkos. *OL* 2004 L 385, p. 55-59, *OL* 2005 L 269M, p. 143-147.
 16. 2005 m. vasario 15 d. Komisijos Rekomendacija 2005/162/EB dėl bendrovių, kurių vertybiniai popieriai yra įtraukti į biržos sąrašus, direktorių konsultantų arba stebėtojų tarybos narių vaidmens ir dėl (stebėtojų) tarybos komitetų. *OL* 2005 L 52, p. 51-63, *OL* 2005 L 272M, p. 94-106.
 17. AB NASDAQ OMX Vilnius. NASDAQ OMX Vilnius vertybinių popierių biržoje listinguojamų bendrovių valdymo kodeksas. Vilnius, 2010.
 18. 2014 m. balandžio 9 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva (pasiūlymas), 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) 213 final, 2014/0121 (COD).
 19. 2015 m. liepos 8 d. priimti Europos Parlamento pakeitimai dėl 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, P8_TA-PROV(2015)0257.
20. 2012 m. gruodžio 12 d. Komisijos komunikatas Europos Parlamentui, Tarybai, Europos Ekonomikos ir Socialinių reikalų komitetui ir Regionų komitetui, Europos bendrovių teisės ir įmonių valdymo veiksmų planas - Šiuolaikinė teisinė sistema didesniai akcininkų aktyvumui ir įmonių tvarumui užtikrinti. Strasbūras, COM(2012) 740 final.
 21. Europos Komisijos Žalioji knyga – ES įmonių valdymo sistema, KOM (2011) 164 galutinis, 2011.
 22. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union - a plan to move forward, 2003, COM (2003) 284 final.
 23. Commission Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids, COM(2002) 534, 2002

Specialioji literatūra

24. AMBRASIENĖ, D. *et al. Civilinė teisė. Prievolių teisė: vadovėlis*. Vilnius: Mykolo Riomerio universitetas, 2004.
25. Advokatų kontora „Lideika, Petrauskas, Valiūnas ir partneriai“. *Bendrovių valdymas*. Vilnius: Verslo Žinios, 2004
26. ALUCHNA, M. Executive compensation. A review of the latest research. Kazminski University, Management and Business Administration - Central Europe, vol. 22, No. 3(122), p. 3-14.
27. BARTKUS G. ir kt. Lietuvos Respublikos civilinio kodekso komentaras. Antroji knyga. Asmenys. Vilnius: Justitia, 2002.
28. BELCREDI, M; FERRARINI, G. European corporate governance framework: issues and perspectives. *ECGI Working Paper No. 214/2013*.
29. BHAGAT, S.; BOLTON, B.; ir ROMANO, R. The promise and peril of corporate governance indices. *ECGI Law Working Paper No. 89/2007*.
30. CLARKE, T.; CHANLAT, J. *Introduction: a new world disorder? The Recurring crises in Anglo-American corporate governance and the increasing impact on European economies and institutions*. Abingdon: Routledge, 2009.
31. CORREIA, I. M. Shareholder activism and short-termism – fostering long-term engagement in the European Union. *Governance Lab Working Paper No. 04/2014*.

32. ČIOČYS, Č. Europos Komisijos rekomendacijų dėl bendrovių valdymo organų narių atlyginimų perkėlimo į Lietuvos teisę problemos. *Teisė*, 2012, p. 130-147.
33. EDWARDS, V. *Europos Sąjungos bendrovių teisė*. Vilnius: Eugrimas, 2002.
34. ENRIQUES, L.; GATTI, M. EC reforms of corporate governance and capital markets law: do they tackle insiders' opportunism?. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2007-2008, vol. 28.
35. ENRIQUES, L.; GILSON, R. J.; ir PACCE, A. M. The case for an unbiased takeover law (with an application to the European Union). *ECGI Law Working Paper No. 212/2013*.
36. FERRARINI, G.; MOLONEY, N.; ir VESPRO, C. Executive remuneration in the EU: comparative law and practice. *ECGI Law Working Paper No. 09/2003*.
37. FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N.; ir VESPRO, C. „Governance matters“: convergence in law and practice across the EU executive pay faultline. *Journal of Corporate Law Studies* 342, 2004.
38. FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Executive remuneration in crisis: a critical assessment of reforms in Europe. *Journal of corporate law studies*, 2010.
39. FERRARINI, G. A.; MOLONEY, N., ir UNGUREANU, M. C. Understanding director's pay in Europe: a comparative and empirical analysis. *ILF Working Paper Series No. 109*, 2009.
40. GREIČIUS, R. *Įmonių valdymas Europos bendrovių teisės reformos kontekste*. Teisės problemos, 2003, Nr. 4(42).
41. GRUNDMANN, S. *European company law – organization, finance and capital markets*. Intersentia, 2012.
42. HANSEN, J. L. The directive on takeover bids: unwanted harmonisation of corporate governance. The Netherlands: Kluwer Law International, *Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-18*, 2011.
43. HOPT, K. J. Corporate governance in Europe – a critical review of the European Commission's initiatives on corporate law and corporate governance. *ECGI Law Working Paper No. 296/2015*.
44. HOPT, K. Modern company and capital market problems: improving European corporate governance after Enron. *ECGI Law Working Paper No. 05/2002*.
45. JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial, behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of financial economics*, 1976, vol. 3.

46. KLAUS, H. Comparative corporate governance: the state of the art and international regulations. *American Journal of Comparative Law*, vol. 59.
47. KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest, and money*. Macmillan, 1936.
48. LARCKER, D. *et al.* Ten myths of „say on pay“. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, 2012, *Closer Look Series: topics, issues and controversies in corporate governance*, No. CGRP-26.
49. MILIAUSKAS, P. Bendrovių valdymas ir interesų konfliktai. Iš: Teisė studentų akimis: respublikinės studentų ir jaunųjų mokslininkų konferencija. Vilnius, 2011.
50. MURPHY, D. T. *The amended proposal for a fifth company law directive – nihil novum*. J. Int'l. L. 215, 1985.
51. MIRCHEV, A. *Corporate governance, economic growth and sustainability: lessons for Bulgaria*. Budapest: CEU, 2011.
52. MANKO, R. EU competence in private law – the Treaty framework for a European private law and challenges for coherence. EPRS, 2015.
53. MCCAHERY J.A.; VERMEULEN E.P.M. Does the Takeover bids directive need revision?. *Tilburg Law School Legal Studies Research Paper No. 005/2010*.
54. MCCAHERY, J. A.; RENNEBOOG, L. The economics of the proposed European takeover directive. *CEPS Research report in finance and banking No. 32*, 2003.
55. PAPADOPOULOS, T. The mandatory provisions of the EU Takeover bids directive and their deficiencies. *LFMR*, 2007, vol. 1, No. 6, p. 525-533.
56. SUSSMAN, O. The economics of the EU's corporate-insolvency law and the quest for harmonisation by market forces. Oxford: University of Oxford, 2005, *Economic Series Working Papers No 2005-EF-16*.
57. SEPE, S. M. Private sale of corporate control: why the European mandatory bid rule is inefficient. *Arizona Legal Studies*, 2010, *Discussion Paper No. 10-29*.
58. TARANTINO, A. *Governance, risk and compliance handbook - technology, finance, environmental, and international guidance and best practices*. John Wiley & Sons, 2008.
59. VARAIYA, N. P. The „winner's curse“ hypothesis and corporate takeovers. John Wiley & Sons, *Managerial and decision economics*, vol. 9, (1988), p. 209-219.
60. VOSSESTEIN, G. *Modernization of European company law and corporate governance. Some considerations on its legal limits*. The Netherlands: Kluwer Law International, 2010, vol. 6.

61. WATSON, P.; WOODS, L. *Steiner & Woods EU law*. Oxford: Oxford university press, 2009.
62. WINTER, J. The financial crisis: does good corporate governance matter and how to achieve it?. *DSF Policy Paper No. 14*, 2011.
63. WEN, S. Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonised corporate governance framework in the wake of the crisis. *Washington University Global Studies Law Review*, vol. 12, 2013.
64. WEN, S. *Shareholder primacy and corporate governance – legal aspects, practices and future directions*. Routledge, 2013.
65. WITTEVEEN, W.; KLINK, B. van. Why is soft law really law? A communicative approach to legislation. *RegelMaat*, 1999, No. 3.
66. ČIOČYS, R. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos: daktaro disertacija*. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013
67. KRUNKS, A. *The conformity of initial objectives with the actual impacts of the hostile takeover defences regulation in the European directive on takeover bids*: master thesis. Commercial law and intellectual property, Tartu: University of Tartu, 2014.
68. FERREIRA, D.; KIRCHMAIER, T. Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity. 2013 [žiūrėta 2016 m. vasario 18 d.]. Prieiga per internetą: <http://www.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/Corporate-Boards-in-Europe%20paper.pdf>.
69. TRIPATHI, S. Comparative Board Structures Under Corporate Governance Framework. 2013 [interaktyvus; žiūrėta 2016 m. vasario 18 d.]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2282924&download=yes.
70. JUNGSMANN, C. The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems – evidence from the UK and Germany. 2006 [žiūrėta 2016 m. vasario 28 d.]. Prieiga per internetą: https://www.academia.edu/9307483/The_Effectiveness_of_Corporate_Governance_in_One-Tier_and_Two-Tier_Board_Systems_Evidence_from_the_UK_and_Germany.
71. ENRIQUES, L.; VOLPIN, P. Corporate governance reforms in Continental Europe. [žiūrėta 2016 m. kovo 24 d.]. Prieiga per internetą: <http://faculty.london.edu/pvolpin/reforms.pdf>.

72. FERRARINI, G. A.; UNGUREANU, M. C. Fixing directors' remuneration in Europe – governance, regulation and disclosure, roundtable on directors' remuneration. 2009 [žiūrėta 2016 m. kovo 9 d.]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/roundtable_ferrarini_en.pdf>.
73. SHAH, M. Executive pay votes may be harming shareholders. The New York Times, 2013 [žiūrėta 2016 m. kovo 9 d.]. Prieiga per internetą: <<http://dealbook.nytimes.com/2013/02/26/executive-pay-votes-may-be-harming-shareholders/>>.

Teismų praktika

74. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2006 m. gegužės 2 d. sprendimas *Parlamentas v. Taryba C-436/03, EU:C:2006:277.*
75. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2002 m. spalio 17 d. sprendimas *Payroll (Italija) C-79/01, EU:C:2002:592.*
76. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2002 m. birželio 4 d. sprendimas *Komisija v. Portugalija C-367/98, EU:C:2002:326.*
77. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2001 m. sausio 30 d. sprendimas *Ispanija v. Taryba C-36/98, EU:C:2001:64.*
78. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2007 m. birželio 27 d. nutartis civilinėje byloje *M. V. v. G. D., AB „Panevėžio keliai“, Nr. 3K-3-176/2007.*
79. Europos Sąjungos Teisingumo Teismas. 2000 m. spalio 5 d. sprendimas *Vokietija v. Parlamentas bei Taryba C-376/98, EU:C:2000:544.*
80. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2007 m. spalio 15 d. nutartis civilinėje byloje *R. J. Ir T. R. v. akcinė bendrovė firma „VITI“ ir uždaroji akcinė bendrovė „VITI“ turto fondas, Nr. 3K-3-360/2007.*
81. Lietuvos Aukščiausiojo Teismo Civilinių bylų skyriaus teisėjų kolegija. 2004 m. rugsėjo 13 d. nutartis civilinėje byloje *E. T. v. AB „Pasvalio grūdai“, Nr. 3K-3-436/2004.*
82. Lietuvos Vyriausiojo Administracinio Teismo teisėjų kolegija. 2008 m. kovo 17 d. nutartis administracinėje byloje *V. M. v. LR vertybinių popierių komisija, Nr. A-438-999/2008.*

83. Vilniaus apygardos administracinio teismas teisėjų kolegija. *2010 m. balandžio 29 d. sprendimas administracinėje byloje N. E. B., AB „Panevėžio keliai“, R. J., R. J., K. B., A. Š., D. Š., A. Š. v. LR vertybinių popierių komisija, Nr. I-623-473/2010.*

Praktinė medžiaga

84. AB „Vilkiškių pieninė“ metinis pranešimas, 2014 [interaktyvus; žiūrėta 2016 m. kovo 21 d.]. Prieiga per internetą: <<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=656709&messageId=816919>>.
85. AB „Klaipėdos nafta“ metinis pranešimas, 2014 [interaktyvus; žiūrėta 2016 m. kovo 21 d.]. Prieiga per internetą: <<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=658187&messageId=818928>>.
86. AB „Amber Grid“ NASDAQ OMX Vilnius biržinių bendrovių valdymo kodekso laikymosi atskleidimo forma, 2014 [interaktyvus; žiūrėta 2016 m. kovo 21 d.]. Prieiga per internetą: <<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=656308&messageId=816397>>.
87. Financial reporting council. Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. Great Britain: Burgess Science Press, 1992.
88. Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the Member States, 2009, Contract No. ETD/2008/IM/F2/126.
89. Commission report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration, SEC(2007) 1022, 2007.
90. Report on the application by the Member States of the EU of the Commission 2009/385/EC Recommendation (2009 Recommendation on directors' remuneration) complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies, COM(2010) 285 final, 2010.
91. Feedback statement summary of response to the Commission green paper on the EU corporate governance framework, D(2011), 2011.
92. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, COM(2012) 347 final, 2012.

93. Commission report on the implementation of the Directive on takeover bids, 2007, SEC(2007) 268.
94. EcoDa. EcoDa's reaction to the „Proposal for a Shareholder directive“. 2014 [žiūrēta 2016 m. kovo 14 d.]. Prieiga per internetą: http://ecoda.org/uploads/media/20141001_ecoDa_Reaction_to_the_Proposal_for_a_Shareholder_directive_-_Final.pdf.
95. EcoDa. Position paper on directors' remuneration in listed companies in europe. 2009 [žiūrēta 2016 m. kovo 14 d.]. Prieiga per internetą: http://ecoda.org/uploads/media/PP_-_2009_10_01_Directors_remuneration_in_listed_companies.pdf.
96. Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, 2002 [žiūrēta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf.
97. Report of the high level group of company law experts on a European corporate governance in company law and codes, 2004 [žiūrēta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ecgi.org/presidency/presentations/2004_thehague_final_report.pdf.
98. Statement of the European Corporate Governance Forum on cross-border issues of corporate governance codes, 2009 [žiūrēta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-crossborder_en.pdf.
99. Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids, 2002 [žiūrēta 2016 m. kovo 16 d.]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.
100. EcoDa. A guide to corporate governance practice in the European Union. International Finance Corporation, 2015 [žiūrēta 2016 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/c44d6d0047b7597bb7d9f7299ede9589/CG_Practices_in_EU_Guide.pdf?MOD=AJPERES.

SANTRAUKA

Magistrinio darbo tikslas yra identifikuoti bei išanalizuoti atskirų Europos Sąjungos iniciatyvų geresnio bendrovių valdymo srityje efektyvumą, kuris padėtų atsakyti į klausimą ar šios iniciatyvos iš tiesų prisideda prie geresnio bendrovių valdymo. Pirmoje dalyje nagrinėjamos pagrindinės priežastys, kurios lėmė skirtingos Europos Sąjungos bendrovių valdymo sistemos vystymą bei šios srities harmonizavimo poreikį. Antroje dalyje analizuojama Europos Sąjungos kompetencija bendrovių valdymo harmonizavimo srityje bei pateikiami esminiai pagrindinių harmonizavimo priemonių – direktyvos bei „minkštosios“ teisės – probleminiai aspektai. Trečioje dalyje analizuojamos konkrečios Europos Sąjungos iniciatyvos bendrovių valdymo srityje, kartu išskiriant atskirų nuostatų problematiką Lietuvos kontekste. Daugiausiai dėmesio skiriama Europos Komisijos rekomendacijoms dėl atlyginimų politikos, Tryliktajai direktyvai bei pasiūlymui dėl Akcininkų teisių direktyvos keitimo.

Darbe analizuojamas aukščiau minėtų iniciatyvų efektyvumas. Nors iniciatyvos yra nukreiptos į geresnio bendrovių valdymo skatinimą, vis dėlto, šių iniciatyvų nuostatų įgyvendinimas nėra pakankamai efektyvus. Daromos išvados, jog Europos Komisijos rekomendacijų nuostatos dėl atlyginimų politikos atskleidimo iš esmės turėtų būti privalomojo pobūdžio. Pažymima, jog rekomendacijų taikymas Lietuvoje nepasitvirtino dėl įstatyminių trukdžių bei atlyginimų praktikos nebuvimo. Nagrinėjant Tryliktają direktyva daromos išvados, jog direktyva neskatina akcininkų aktyvumą, pasižymi neapibrėžtumu bei nuostatų dėl valdybos neutralumo ir persilaužymo taisyklės neefektyvumu. Lietuvoje daugiausiai problemų kyla dėl teisingos kainos nustatymo, tačiau išvelgiama ir įstatymo neaiškumo kaip teisingos kompensacijos bei akcijų, kurias apima oficialus siūlymas, aiškus neapibrėžimas. Analizuojat pasiūlymą dėl akcininkų teisių direktyvos keitimo daromos išvados, jog perteklinis skaidrumo reikalavimas gali pakenkti investuotojams bei neskatina bendrovės dalyvių aktyvumo. Taipogi kritiškai vertintinas privalomas akcininkų balsavimas dėl atlyginimų politikos bei teigtina, jog ši kompetencija turėtų priklausyti bendrovės valdybai, kurios priežiūrai turėtų būti skiriamas ypatingas dėmesys.

SUMMARY

This paper aims to identify and analyze the effectiveness of separate initiatives of EU towards better corporate governance, which would help to answer a question whether these initiatives indeed contribute to the better corporate governance. In the first part of this paper it is focused on the main reasons that led to a differentiated development of EU corporate governance system and expressed the need for the harmonization of the field. In the second part of the paper the competence of EU in the field of corporate governance harmonization is being analyzed and, furthermore, the problematic aspects of substantial harmonization means – directive and “soft” law – are being presented. In the third part of this paper the focus is on the analysis of separate initiatives of EU in the field of corporate governance, discerning the problems of separate provisions in the context of Lithuania. The most consideration is applied to the Commission’s recommendations on the remuneration policy, the Thirteenth directive and the proposal on legislative change of the Shareholders rights directive.

Although the initiatives are addressed to the promotion of the better corporate governance, the implementation of certain provisions of the initiatives is not effective enough. It is concluded that the provisions of the Commission’s recommendations on the disclosure of remuneration policy should be mandatory. Moreover, the application of the recommendations proved to be quite poor in Lithuania due to legislative interference and the lack of remuneration practice. Analyzing the Thirteenth directive it is concluded that the directive itself does not promote shareholders’ activism, it is characterized by vagueness and the inefficiency of such rules as board neutrality and breakthrough rules. The main problem in Lithuania arises in setting the fair share price, however, the law lacks clarity as to the not defining the fair compensation and the shares, to which the bid rules applies. Analyzing the proposal on legislative change of the Shareholders rights directive it is concluded that the requirement of excessive clarity can harm the investors and it does not promote the activism of the company’s participants. It is also critically assessed that the say on pay mechanism should be mandatory, as it is the field that should belong to the board, monitoring of which should be the main focus.