



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

PRACOVNÍ DOKUMENT ÚTVARŮ KOMISE

SOUHRN POSOUZENÍ DOPADŮ

Průvodní dokument k

návrhu

**SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY,
kterou se mění směrnice 2007/36/ES, pokud jde o podporu dlouhodobého zapojení
akcionářů, a směrnice 2013/34/EU, pokud jde o některé prvky výkazu o správě a řízení
společnosti**

a

**DOPORUČENÍ KOMISE
o kvalitě podávání zpráv o správě a řízení společností
(zásada „dodržuj nebo vysvětli“)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. Úvod

V posledních letech vynikly některé nedostatky ve správě a řízení společností v případě evropských společností kotovaných na burze. Tyto nedostatky se týkají různých subjektů působících v oblasti správy a řízení společností: členů orgánů společností, akcionářů (institucionálních investorů a správců aktiv) a zmocněných poradců.

Na úrovni EU je harmonizováno pouze několik klíčových aspektů správy a řízení podniků, zejména prostřednictvím směrnice 2007/36/ES o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi. V této směrnici jsou uvedena pravidla účasti na valných hromadách. V akčním plánu Komise nazvaném „Evropské právo obchodních společností a správa a řízení společností“¹ je zdůrazněna potřeba posílit stávající rámec. V tomto posouzení dopadů jsou zvažovány možné způsoby, jak cílů stanovených v uvedeném akčním plánu dosáhnout.

2. VYMEZENÍ PROBLÉMU

Toto posouzení dopadů analyzuje několik problémů v oblasti správy a řízení společností. Jednou z klíčových otázek v oblasti správy a řízení společností je oddělení vlastnictví a řízení a z toho vyplývající vztah mezi zastoupenou osobou a zástupcem, tedy mezi akcionáři a členy orgánů společnosti. Tím, že akcionáři („zastoupené osoby“) delegují řízení společnosti na členy jejích orgánů („zástupce“), vzniká členům těchto orgánů prostor jednat spíše ve vlastním zájmu než v zájmu akcionářů. To může vést k suboptimální správě a řízení společností a suboptimálním výsledkům společností. Institucionální investoři a správci aktiv mají v současné době významné postavení na akciovém trhu a zprostředkování v rámci investičního řetězce (delegace každodenní správy investic na správce aktiv) výrazně posílilo. Zvýšená míra zprostředkování má za následek to, že v rámci investičního řetězce vznikají pobídky, které se často orientují na krátkodobé výsledky a které nedostatečně využívají výhody plynoucí ze zapojení akcionářů. Institucionální investoři a správci aktiv se tedy často na správě a řízení společností nepodílí a o tuto činnost se nezajímají. Tím dochází ke zhoršení problémů vznikajících tím, že akcionáři pověřují řízením členy orgánů společností, a k suboptimálním výsledkům společností kotovaných na burze. Studie ukazují, že dlouhodobé zapojení akcionářů vede nejen k lepším výsledkům investorů, ale napomáhá také posílení konkurenceschopnosti a výkonnosti společností.

2.1. Nedostatečné zapojení institucionálních investorů a správců aktiv

Finanční krize odhalila, že kontrola ze strany akcionářů ve finančním sektoru nefunguje správně. Namísto toho, aby akcionáři potlačovali nadměrné krátkodobé riskování, v mnohých případech správce v takové činnosti podporují. Akcionáři společností kotovaných na burze se obecně výrazně neodlišují od akcionářů finančních institucí a existují jednoznačné důkazy, že stávající úroveň „sledování“ společností, do nichž bylo investováno, a zapojení institucionálních investorů a správců aktiv je neoptimální. Šetření ukazuje, že institucionální investoři a jejich správci aktiv se nedostatečně soustředí na dlouhodobé výsledky společností a často se naopak zaměřují na vývoj ceny akcií a strukturu indexů kapitálového trhu, což

¹ COM(2012) 740 final.

nemůže vést k optimálnímu výnosu pro konečné příjemce (např. budoucí důchodce) a vyvíjí na společnosti krátkodobý tlak.

Tato orientace na krátkodobé cíle je zakořeněna v nesouladu zájmů mezi vlastníky aktiv a správci aktiv. Významní vlastníci aktiv, např. penzijní fondy a pojišťovny, mají dlouhodobé zájmy, neboť jejich závazky jsou dlouhodobé. Při výběru a hodnocení správců aktiv se však nezdá spolehnout na referenční ukazatele, jako jsou tržní indexy, a výsledky správce aktiv se často hodnotí čtvrtletně. V případě špatných výsledků může správce aktiv přijít o svůj mandát. V důsledku toho se hlavním zájmem správců aktiv stal jejich krátkodobý výsledek vztahující se k referenčnímu ukazateli nebo k ostatním správcům aktiv, ačkoli koneční příjemci mají zájem o dlouhodobé absolutní výsledky investice. Krátkodobé pobídky odvádějí pozornost a prostředky od toho, aby byly investice založeny na základních hlediscích a dlouhodobějších perspektivách, a od zvyšování dlouhodobé hodnoty prostřednictvím zapojení akcionářů a jejich výsledkem je krátkodobý tlak na společnosti, který je na překážku investicím posilujícím konkurenceschopnost.

Ačkoli je to stále relativně omezený jev, dochází k nárůstu v počtu investorů, kteří se snaží spojit lepší finanční výsledky s vytvářením dlouhodobé hodnoty a rovněž jejich investiční strategie počítají se zapojením v rámci společností, do nichž bylo investováno.

2.2. Nedostatečná vazba mezi odměnou a výsledky členů orgánu společnosti

Také dohled akcionářů nad odměňováním členů orgánů společnosti se ukazuje být nedostatečný. Odměna členů těchto orgánů hraje klíčovou úlohu ve sladění jejich zájmů se zájmy akcionářů a v zajištění toho, aby členové orgánů společnosti jednali v jejím nejlepším zájmu. Pokud akcionáři nedohlíží na odměny členů orgánů společnosti, existuje zde riziko, že budou tito členové uplatňovat strategii, která jim přináší osobní prospěch, ale nemusí přispívat k dlouhodobým výsledkům společnosti. Ve stávajícím rámci bylo odhaleno několik nedostatků. Zaprvé, informace zveřejňované společnostmi nejsou úplné, jednoznačné ani srovnatelné. Zadruhé, akcionáři často nedisponují dostatečnými nástroji, aby mohli vyjádřit svůj názor na odměňování členů orgánů společnosti.

2.3. Nedostatečný dohled akcionářů nad transakcemi se spřízněnými stranami

Transakce se spřízněnými stranami, tj. transakce mezi společností a jejím vedením, členy jejích orgánů, ovládajícími subjekty nebo akcionáři, vytváří příležitost přivlastnit si hodnotu náležející společnosti na úkor (menšinových) akcionářů. Akcionáři ve většině případů nemají před plánovanou transakcí přístup k postačujícím informacím a nedisponují vhodnými nástroji, aby se mohli proti nekalým transakcím postavit. Vzhledem k tomu, že institucionální investoři a správci aktiv jsou nejčastěji menšinovými akcionáři, rozsáhlejší práva na kontrolu nad transakcemi se spřízněnými stranami by posílila jejich schopnost chránit své investice.

2.4. Nedostatečná transparentnost zmocněných poradců

Zmocnění poradci předkládají investorům doporučení ohledně toho, jak mají hlasovat na valných hromadách společností kotovaných na burze. Vzhledem k vysokému počtu případů (přeshraniční) držby akcií na straně mnoha institucionálních investorů a správců aktiv a složitosti otázek, jež je třeba zohlednit, je využívání zmocněných poradců mnohdy

nevyhnutelné, a zmocnění poradci proto mívají na postup těchto investorů při hlasování značný vliv. Byly zjištěny zejména nedostatky týkající se kvality poradenství a střetů zájmů.

2.5. Obtížný a nákladný výkon práv, která plynou z držby akcií

Investoři čelí potížím při výkonu práv, které jim plynou z držby akcií, zejména tehdy, pokud se jedná o přeshraniční držbu. V řetězcích nepřímých držitelů, zvláště v případech, které zahrnují mnoho zprostředkovatelů spravujících účty cenných papírů, společnosti nepředávají akcionářům informace nebo se hlasy akcionářů ztrácí. Existuje rovněž větší pravděpodobnost, že zprostředkovatelé zneužijí hlasovací práva. Tento systém ovlivňují tři hlavní příčiny: nemožnost společnosti identifikovat investory, absence včasného předávání informací a práv v investičním řetězci a cenové diskriminace přeshraniční držby.

2.6. Nedostatečná kvalita informací o správě a řízení společností

Nedostatky byly zjištěny také v souvislosti s kvalitou zpráv o správě a řízení vypracovávaných společnostmi v EU, které jsou kotované na burze, zejména pak co se týče vysvětlení odchylek od doporučení v rámci zásad správy a řízení společností. Ve více než 60 % případů, kdy se společnosti rozhodly, že doporučení nepoužijí, nepředložily dostatečné vysvětlení. Kvůli nedostatkům v podávání zpráv je pro akcionáře obtížnější přijímat informovaná investiční rozhodnutí a angažovat se v dané společnosti.

2.7 Subsidiarita

Pravomoc jednat vychází z čl. 50 odst. 2 písm. g) Smlouvy o fungování Evropské unie (SFEU). Narůstající význam přeshraničních kapitálových investic (přibližně 44 % celkové tržní kapitalizace společností EU kotovaných na burze drží zahraniční investoři) a změny v řetězci kapitálových investic jsou důvodem pro některá cílená opatření na úrovni EU, aby bylo možné zajistit ochranu zájmů akcionářů a dalších zúčastněných stran. Pouze omezený počet členských států přijal opatření k řešení těchto problémů nebo jejich přijetí zvažuje, avšak tato opatření nemohou dané problémy účinně vyřešit. Opatření přijatá pouze na úrovni jednotlivých členských států pravděpodobně povedou k nejednotným pravidlům, což může ohrozit správné fungování vnitřního trhu nebo vytvářet nové překážky v jeho fungování.

3. VARIANTY ŘEŠENÍ, ANALÝZA DOPADŮ A VOLBA UPŘEDNOSTŇOVANÉ VARIANTY

3.1. Zvýšení úrovně zapojení institucionálních investorů a správců aktiv

Varianty řešení
1 Žádná změna politiky
2 Doporučení k transparentnosti institucionálních investorů a správců aktiv v souvislosti s jejich hlasováním a zapojením a některými aspekty mandátu správců aktiv
3 Povinná transparentnost institucionálních investorů a správců aktiv v souvislosti s jejich hlasováním a zapojením a některými aspekty mandátu správců aktiv

Posouzení variant řešení			
	Účelnost	Účinnost	Soudržnost
Varianta č. 1: žádná změna politiky	0	0	0
Varianta č. 2: doporučení k transparentnosti institucionálních investorů a správců aktiv	+	+	+
Varianta č. 3: závazná pravidla transparentnosti institucionálních investorů a správců aktiv	++	+	+

Upřednostňovanou variantou je varianta č. 3.

Tato varianta by zvýšila transparentnost způsobu, jakým vlastníci aktiv motivují správce svých aktiv, aby jednali v nejlepším a dlouhodobém zájmu příjemců a prováděli investiční strategie, které počítají se zapojením akcionářů. Správci aktiv by měli povinnost postupovat transparentně v souvislosti se svými politikami zapojení, přínosy těchto politik a s tím, jak tyto politiky, kterými jsou pověřeni, provádějí. Významné a relevantní informace by vlastníků aktiv umožnily činit informovanější rozhodnutí, pokud jde o jejich investiční politiky. Tím by byli motivováni více se zapojovat do činností společností, do nichž investovali. Transparentnost nákladů na běžný obrat portfolia vzniklých správci aktiv může omezovat objem takových transakcí a přispívat k lepšímu zaměření na základní hodnotu společností a zvyšování této hodnoty prostřednictvím zapojení akcionářů. Tato opatření nakonec mohou vyústit v úspory nákladů a vyšší rentabilitu pro vlastníky aktiv a konečné příjemce. Lepší zaměření na základní hodnoty a schopnost společností vytvářet skutečnou hodnotu by mohlo být přínosné především pro malé a střední podniky kotované na burze. Intenzivnější zapojení akcionářů a dlouhodobější perspektiva by rovněž mohly přispět k vyšším investicím společností do výzkumu a konkurenceschopnosti, a tedy k vyšší zaměstnanosti.

Závazná pravidla transparentnosti by zajistila nejvyšší pravděpodobnost, že dojde k vyvolání pozitivní změny, a to s omezenými náklady.

3.2. Vytvořit lepší vazbu mezi odměnou a výsledky

Varianty řešení
1 Žádná změna politiky
2 Závazná pravidla týkající se transparentnosti odměňování
3 Hlasování akcionářů o odměňování

Posouzení variant řešení			
	Účelnost	Účinnost	Soudržnost
Varianta č. 1: žádná změna politiky	0	0	0
Varianta č. 2: závazná pravidla týkající se transparentnosti odměňování	+	+	+
Varianta č. 3: hlasování akcionářů o odměňování	+	++	+

Upřednostňovanými variantami jsou varianty č. 2 a 3: budou-li mít akcionáři k dispozici jednoznačné, srozumitelné a srovnatelné informace o politikách odměňování a jednotlivých odměnách členů orgánů společnosti, bude pro ně snazší vykonávat účinný dohled. Harmonizace požadavků na zveřejňování na úrovni EU by odstranila informační asymetrii a minimalizovala tak náklady zastoupení (agency costs). Byla by přínosem pro přeshraniční investice, neboť by umožňovala porovnávání informací a usnadňovala zapojení akcionářů, které by bylo tím pádem i méně nákladné. Tato harmonizace by navíc zvyšovala odpovědnost společností vůči dalším zúčastněným stranám.

Pokud by bylo akcionářům uděleno právo hlasovat o odměňování, získali by účinný nástroj, jak dohlížet na odměňování členů orgánů společnosti a zapojit se do činností společností, a zároveň by byla posílena vazba mezi odměnou a výsledky.

3.3. Transparentnost a dohled, pokud jde o transakce se spřízněnými stranami

Varianty řešení
1 Žádná změna politiky
2 „Soft-law“ poskytující pokyny
3 Zlepšení požadavků na transparentnost transakcí se spřízněnými stranami
4 Hlasování akcionářů o nejvýznamnějších transakcích

Posouzení variant řešení			
	Účelnost	Účinnost	Soudržnost
Varianta č. 1: žádná změna politiky	0	0	0
Varianta č. 2: „soft law“ poskytující pokyny	≈	≈	+
Varianta č. 3: zlepšení požadavků na transparentnost transakcí se spřízněnými stranami	+	+	+
Varianta č. 4: hlasování akcionářů o nejvýznamnějších transakcích	++	++	+

Upřednostňovanými variantami jsou varianty č. 3 a 4: budou-li investorům předem poskytnuty informace o nejvýznamnějších transakcích, umožní jim to (zejména menšinovým akcionářům) podniknout kroky proti neopodstatněným transakcím a více se zapojit do činnosti společnosti, zatímco možnost účastnit se hlasování by jim umožnila nekalé transakce zamítnout. Hlasování akcionářů by rovněž motivovalo společnost k tomu, aby se nad transakcemi se spřízněnými stranami lépe zamýšlely. Toto kombinované řešení by mohlo mít pozitivní dopad na konkurenceschopnost a udržitelnost společností a přeshraničních investic.

Závazná pravidla budou pravděpodobně účinnější než pokyny založené na „soft law“.

3.4. Transparentnost zmocněných poradců

Varianty řešení
1 Žádná změna politiky
2 Doporučení ohledně transparentnosti ve věci metodiky a střetů zájmů
3 Závazné požadavky na zveřejňování metodiky a střetů zájmů
4 Podrobný regulační rámec

Posouzení variant řešení			
	Účelnost	Účinnost	Soudržnost
Varianta č. 1: žádná změna politiky	0	0	0
Varianta č. 2: doporučení ohledně transparentnosti	≈	+	++
Varianta č. 3: závazná pravidla transparentnosti	+	++	+
Varianta č. 4: podrobný regulační rámec	++	-	-

Upřednostňovanou variantou je varianta 3: bude-li vyžadováno poskytování informací o dvou hlavních problematických oblastech (metodika a řešení potenciálních střetů zájmů), na zmocněné poradce bude kladen větší tlak, aby zavedli vhodné postupy zaměřené na tato zásadní hlediska. Závazné požadavky týkající se transparentnosti by byly účinnější než „soft law“ a zároveň by se zamezilo neflexibilním a nepřiměřeným platbám spojeným s podrobným regulačním rámcem.

3.5. Identifikace akcionářů a usnadnění výkonu práv akcionářů ze strany správců účtů cenných papírů

Varianty řešení
1 Žádná změna politiky
2 Minimální pravidla na úrovni EU
3 Podrobné požadavky týkající se možnosti identifikovat akcionáře a povinnosti zprostředkovatelů v otázce usnadnění výkonu práv akcionářů

Posouzení variant řešení			
	Účelnost	Účinnost	Soudržnost
Varianta č. 1: žádná změna politiky	0	0	0
Varianta č. 2: minimální pravidla na úrovni EU	+	++	+
Varianta č. 3: mechanismus identifikace akcionářů a povinnosti zprostředkovatelů	++	++	+

Upřednostňovanou variantou je varianta č. 3: povinnost zprostředkovatelů, kteří spravují účty cenných papírů, nabízet společnosti službu identifikace akcionářů usnadní přímý kontakt mezi akcionářem a společností. Povinnost těchto zprostředkovatelů předávat informace související s akciemi, usnadňovat výkon práv akcionářů a odůvodňovat rozdíly v cenách za tyto služby, pokud jsou práva vykonávána přeshraničně, zajistí, aby se hlasy akcionářů neztrácely a akcionáři se mohli účinněji angažovat i na přeshraniční úrovni.

3.6. Zlepšení kvality podávání zpráv o správě a řízení společností

Varianty řešení
1 Žádná změna politiky
2 Doporučení stanovující pokyny
3 Podrobné požadavky týkající se podávání zpráv o správě a řízení společností

Posouzení variant řešení			
	Účelnost	Účinnost	Soudržnost
Varianta č. 1: žádná změna politiky	0	0	0
Varianta č. 2: doporučení stanovující pokyny	+	++	++
Varianta č. 3: podrobná pravidla	++	+	+

Upřednostňovanou variantou je varianta č. 2: stanovení pokynů k vysvětlení odchylek od zásad společností pravděpodobně zajistí větší jistotu při přípravě uvedených zpráv a zlepší kvalitu zpráv. Společnosti by byly lépe motivovány k důkladnějším úvahám o svých opatřeních v oblasti správy a řízení a případně by je mohly vylepšit, což by přispělo k lepším výsledkům. Bylo by to přínosné rovněž pro přeshraniční investice, a to vzhledem k vyšší transparentnosti a lepší porovnatelnosti zpráv.

4. CELKOVÉ DOPADY BALÍČKU

Navrhovaný přístup představuje balíček vzájemně se doplňujících opatření. Tento balíček je součástí činnosti Komise v souvislosti s dlouhodobým financováním evropské ekonomiky: přispívá k dlouhodobější perspektivě akcionářů, která zajišťuje lepší podmínky fungování pro společnosti kotované na burze.

Cílem upřednostňovaných variant je zajistit, aby investoři měli k dispozici jednoznačné, srozumitelné a srovnatelné informace, které zejména v případě přeshraničních investorů odstraní překážky bránící jejich zapojení. Zvýšení transparentnosti v otázce dopadu investičních politik povede k tomu, že investoři a koneční příjemci budou činit informovanější rozhodnutí, ale rovněž pobídne investory, aby se více zapojovali do činností společností, do nichž investovali. Jakýkoli nárůst v zapojení akcionářů bude mít pravděpodobně pozitivní dopad na hodnotu pro akcionáře i na efektivnost, konkurenceschopnost a výkonnost cílové společnosti².

Navrhovaný balíček by tedy mohl mít pozitivní dopad na dlouhodobou udržitelnost společností kotovaných na burze, včetně malých a středních podniků, pro něž bude lepší přístup na kapitálové trhy pravděpodobně přínosný. Lze očekávat rovněž pozitivní sociální dopady, neboť dlouhodobě orientované společnosti by mohly zajišťovat vyšší zaměstnanost. Nepředpokládají se žádné zvláštní dopady na životní prostředí.

Balíček by měl za následek zvýšení administrativní zátěže, a to i pro malé a střední podniky kotované na burze. Tyto náklady by ovšem byly omezené vzhledem k tomu, že se jedná převážně o opatření v oblasti transparentnosti a zveřejňování a že určitá míra transparentnosti je již uložena nebo uplatňována dobrovolně. Náklady se navíc rovnoměrně rozloží mezi různé skupiny zúčastněných stran.

² Zapojení akcionářů do správy a řízení společností, při němž je současně přisouzen klíčový význam otázce odměňování, může generovat výjimečný souhrnný výnos a výnos z nákupu a držby akcií (podle strategie „kup a drž“) v průměru 7–8 % ročně. Může dále snížit kapitálové náklady společností a výrazně zlepšit jak jejich správu a řízení, tak ziskovost.

5. HODNOCENÍ

Hodnocení dopadu balíčku bude provedeno pět let po termínu provedení do vnitrostátních předpisů a na základě výsledků tohoto hodnocení může být zvážena vhodnost případných změn.