



EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

PRACOVNÝ DOKUMENT ÚTVAROV KOMISIE

ZHRNUTIE POSÚDENIA VPLYVU

Sprievodný dokument

Návrh

**SMERNICA EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY
o zmene a smernice 2007/36/ES, pokiaľ ide o podporu dlhodobého zapojenia akcionárov,
a smernice 2013/34/EÚ, pokiaľ ide o určité prvky vyhlásenia o správe a riadení**

a

**ODPORÚČANIE KOMISIE
na lepšenie kvality výkazníctva o správe a riadení spoločností („dodržiavaj alebo
vysvetli“)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. ÚVOD

Počas uplynulých rokov sa prejavili určité nedostatky v správe a riadení spoločností v prípade európskych spoločností registrovaných na regulovanom trhu. Tieto nedostatky sa týkajú rôznych subjektov správy a riadenia spoločností: riadiacich pracovníkov, akcionárov (inštitucionálnych investorov a správcov aktív) a zastupujúcich poradcov.

Na úrovni EÚ bolo harmonizovaných iba niekoľko kľúčových aspektov správy a riadenia spoločností, najmä prostredníctvom smernice 2007/36/ES o výkone určitých práv akcionárov spoločností registrovaných na regulovanom trhu. Táto smernica obsahuje pravidlá týkajúce sa účasti na valných zhromaždeniach. Potreba posilnenia súčasného rámca bola zdôraznená v akčnom pláne Komisie o európskom práve obchodných spoločností a správe a riadení spoločností.¹ V tomto posúdení vplyvu sa posudzujú možné spôsoby dosiahnutia cieľov akčného plánu.

2. VYMEDZENIE PROBLÉMU

V tomto posúdení vplyvu sa analyzuje niekoľko problémov v oblasti správy a riadenia spoločností. Jedným z hlavných problémov správy a riadenia spoločností je oddelenie vlastníctva a kontroly a výsledný vzťah majiteľ podniku – zástupca medzi akcionármi a riadiacimi pracovníkmi. Delegovanie riadenia spoločnosti akcionármi („majiteľmi podniku“) na riadiacich pracovníkov („zástupcov“) umožňuje riaditeľom spoločností konať väčšmi vo vlastnom záujme než v záujme akcionárov. Mohlo by to viesť k neoptimálnej správe a riadeniu spoločností a ich výkonnosti. Inštitucionálni investori a správcovia aktív sú v súčasnosti významnými subjektmi na kapitálových trhoch, pričom v rámci investičného reťazca došlo k podstatnému nárastu sprostredkovania (delegovanie každodenného riadenia investícií na správcov aktív). Vyššia miera sprostredkovania viedla k vzniku stimulov v rámci investičného reťazca, ktoré sa často zameriavajú na krátkodobú výkonnosť a dostatočne nevyužívajú výhody zapojenia akcionárov. Inštitucionálni investori a správcovia aktív sa preto veľakrát nezapájajú a nejavia záujem o správu a riadenie spoločností. Zhoršuje sa tým problém zastúpenia medzi akcionármi a riadiacimi pracovníkmi spoločností, čo má za následok neoptimálnu výkonnosť spoločností registrovaných na regulovanom trhu. Zo štúdií vyplýva, že dlhodobé zapojenie akcionárov vedie nielen k lepšej výkonnosti investorov, ale prispieva aj k zvýšeniu konkurencieschopnosti a výkonnosti spoločností.

2.1. Nedostatočné zapojenie inštitucionálnych investorov a správcov aktív

Finančná kríza odhalila, že kontrola akcionárov vo finančnom sektore nefunguje správne. Namiesto toho, aby brzdila nadmerné krátkodobé riskovanie správcov, akcionári takéto konanie v mnohých prípadoch podporovali. Akcionári spoločností registrovaných na regulovanom trhu sa všeobecne výrazne neodlišujú od akcionárov finančných inštitúcií, pričom bolo jasne preukázané, že súčasná úroveň „monitorovania“ spoločností, do ktorých sa investuje, a zapojenie inštitucionálnych investorov a správcov aktív nie je optimálna. Z výskumu vyplýva, že inštitucionálni investori a ich správcovia aktív sa dostatočne nezameriavajú na dlhodobú výkonnosť spoločností, ale na pohyby ceny akcie a štruktúru indexov kapitálových trhov, čo nemusí viesť k optimálnemu výnosu pre koncových príjemcov (napríklad budúcich dôchodcov) a vytvára krátkodobý tlak na spoločnosti.

¹ COM/2012/0740 final.

Zdá sa, že sklon k tejto krátkodobosti má svoj pôvod v nesúlade medzi záujmami vlastníkov aktív a správcov aktív. Vlastníci veľkého objemu aktív, ako sú dôchodkové fondy a poisťovatelia, majú dlhodobé záujmy, keďže ich záväzky sú dlhodobé. V prípade výberu a hodnotenia správcov aktív sa však často spoliehajú na referenčné hodnoty, ako sú trhové indexy, a výkonnosť správcu aktív sa často hodnotí na štvrtročnom základe. V prípade nedostatočnej výkonnosti môže správca aktív stratiť mandát. Výsledkom toho je, že hlavným záujmom mnohých správcov aktív je, aby bola ich krátkodobá výkonnosť porovnateľná s referenčnou hodnotou alebo inými správcami aktív, aj keď majú koncoví príjemcovia záujem o dlhodobú absolútnu výkonnosť investície. Krátkodobé stimuly presúvajú zameranie a zdroje smerom od investovania na základe fundamentálnych údajov a dlhodobých perspektív, od zvyšovania dlhodobej hodnoty zapojením akcionárov a vedie ku krátkodobému tlaku na spoločnosti, čím vznikajú prekážky pre zvyšovanie konkurencieschopnosti investícií.

Počet investorov, ktorí sa zameriavajú na spojenie lepšej finančnej výkonnosti s vytváraním dlhodobej hodnoty sa zvyšuje, aj keď je stále pomerne nízky, a ich investičné stratégie zahŕňajú aj zapojenie v spoločnostiach, do ktorých investujú.

2.2. Nedostatočné prepojenie medzi odmenou a výkonnosťou riadiacich pracovníkov

Dohľad akcionárov nad odmeňovaním riadiacich pracovníkov sa takisto ukázal ako nedostatočný. Odmeňovanie riadiacich pracovníkov zohráva kľúčovú úlohu v zosúladení záujmov riadiacich pracovníkov a akcionárov a zabezpečení toho, aby riaditelia spoločností konali v najlepšom záujme spoločnosti. Ak akcionári nedohliadajú na odmeňovanie riadiacich pracovníkov, vzniká riziko, že riaditelia spoločností budú uplatňovať stratégiu, v ktorej sú osobne odmeňovaní, ale ktorá nemusí prispievať k dlhodobej výkonnosti spoločnosti. V súčasnom rámci sa zistilo niekoľko nedostatkov. Po prvé, informácie zverejňované spoločnosťami nie sú úplné, jasné, ani porovnateľné. Po druhé, akcionári často nemajú dostatočné nástroje na vyjadrenie svojho stanoviska k odmeňovaniu riadiacich pracovníkov.

2.3. Chýbajúci dohľad akcionárov nad transakciami so spriaznenými stranami

Transakcie so spriaznenými stranami (TSS), t. j. transakcie medzi spoločnosťou a jej manažmentom, riadiacimi pracovníkmi, kontrolujúcimi subjektmi alebo akcionármi vytvárajú príležitosť na vyvlastnenie hodnoty patriacej spoločnosti na úkor (menšinových) akcionárov. Vo väčšine prípadov nemajú akcionári prístup k dostatočným informáciám pred plánovanou transakciou a nemajú primerané nástroje na to, aby čelili nekorektným transakciám. Keďže inštitucionálni investori a správcovia aktív sú vo väčšine prípadov menšinovými akcionármi, väčšie práva kontroly nad TSS by zlepšili ich schopnosť chrániť si svoje investície.

2.4. Neprimeraná transparentnosť zastupujúcich poradcov

Zastupujúci poradcovia poskytujú investorom odporúčania, ako majú hlasovať na valnom zhromaždení spoločností registrovaných na regulovanom trhu. Veľký počet (cezhraničných) majetkových účastí mnohých inštitucionálnych investorov a správcov aktív a zložitosť otázok, ktoré treba zohľadniť, spôsobuje, že využívaniu zastupujúcich poradcov sa v mnohých prípadoch nedá predísť, a preto majú zastupujúci poradcovia podstatný vplyv na správanie sa týchto investorov vo veci hlasovania. Zistili sa najmä nedostatky týkajúce sa kvality poradenstva, ako aj konfliktu záujmov.

2.5. Zložitý a nákladný výkon práv vyplývajúcich z akcií

Investori čelia ťažkostiam vo vykonávaní práv vyplývajúcich z ich akcií, najmä ak sú tieto akcie v cezhraničnej držbe. V reťazcoch sprostredkovaných majetkových účastí, najmä pokiaľ zahŕňajú mnohých sprostredkovateľov spravujúcich účty cenných papierov, sa informácie nedostávajú k akcionárom od spoločností alebo sa hlasy akcionárov stratia. Existuje takisto väčšia pravdepodobnosť zneužitia hlasovacích práv sprostredkovateľmi. Systémy ovplyvňujú tri hlavné príčiny: chýbajúca možnosť, aby spoločnosť identifikovala investorov, chýbajúci včasný prenos informácií a práv v investičnom reťazci a cenová diskriminácia cezhraničných majetkových účastí.

2.6. Nedostatočná kvalita informácií o správe a riadení spoločnosti

V súvislosti s kvalitou správ o správe a riadení spoločností, ktoré vypracovali spoločnosti registrované na regulovanom trhu v EÚ, sa zistili nedostatky, najmä pokiaľ ide o vysvetlenie odchýlok od odporúčaní kódexov pre správu a riadenie spoločností. Vo viac ako 60 % prípadov, keď sa spoločnosti rozhodli neuplatňovať tieto odporúčania, neposkytli dostatočné vysvetlenie. Neprimerané vykazovanie sťažuje akcionárom prijímať kvalifikované investičné rozhodnutia a zapojiť sa do spoločnosti.

2.7 Subsidiarita

Právomoc konať vychádza z článku 50 ods. 2 písm. g) ZFEÚ. Rastúci význam cezhraničných kapitálových investícií (približne 44 % celkovej trhovej kapitalizácie spoločností registrovaných na regulovanom trhu v EÚ majú v držbe zahraniční investori) a zmeny kapitálového investičného reťazca odôvodňujú niektoré ciele opatrenia na úrovni EÚ s cieľom zabezpečiť ochranu záujmov akcionárov a ostatných zúčastnených strán. Len obmedzený počet členských štátov prijal opatrenia zamerané na riešenie problémov, alebo ich zvažuje, pričom tieto opatrenia nemôžu účinne prispieť k riešeniu týchto problémov. Samotné opatrenia členských štátov pravdepodobne povedú k súboru odlišných pravidiel, ktorými sa vytvoria nerovnaké podmienky, čo by mohlo ohroziť dobré fungovanie vnútorného trhu alebo viesť k vzniku nových prekážok.

3. MOŽNOSTI POLITIKY, ANALÝZA VPLYVU A VÝBER UPREDNOSTŇOVANEJ MOŽNOSTI

3.1. Zvýšenie miery zapojenia inštitucionálnych investorov a správcov aktív

Možnosti politiky
1 Zachovanie súčasného stavu
2 Odporúčanie týkajúce sa transparentnosti inštitucionálnych investorov a správcov aktív v ich hlasovaní a zapojení a určitých aspektov mandátov na správu aktív
3 Povinná transparentnosť inštitucionálnych investorov a správcov aktív v ich hlasovaní a zapojení a v určitých aspektoch mandátov na správu aktív

Posúdenie možností politiky			
	Účinnosť	Efektívnosť	Súdržnosť
Možnosť 1: zachovanie súčasného stavu	0	0	0
Možnosť 2: odporúčanie týkajúce sa transparentnosti inštitucionálnych investorov a správcov aktív	+	+	+
Možnosť 3: záväzné pravidlá týkajúce sa transparentnosti inštitucionálnych investorov a správcov aktív	++	+	+

Uprednostňuje sa možnosť 3:

Táto možnosť by zvýšila transparentnosť spôsobov, akými vlastníci aktív motivujú správcov svojich aktív, aby konali v najlepšom dlhodobom záujme svojich príjemcov a vykonávali investičné stratégie so zapojením akcionárov. Správcovia aktív by boli povinní poskytovať transparentné informácie o svojich politikách zapojenia, ich výhodách a o tom, ako vykonávajú mandát svojich politik. Zásadné a relevantné informácie by umožnili vlastníkom aktív prijímať kvalifikovanejšie rozhodnutia týkajúce sa ich investičných politik. Podnietilo by ich to k tomu, aby sa väčšmi angažovali v spoločnostiach, do ktorých investujú. Transparentnosť nákladov na častý obrat portfólia správcami aktív môže znížiť rozsah takýchto transakcií a prispieť k lepšiemu zameraniu na základnú hodnotu spoločností a k zvýšeniu tejto hodnoty zapojením akcionárov. Tieto opatrenia môžu v konečnom dôsledku viesť k úspore nákladov a k lepšej návratnosti pre vlastníkov aktív a konečných príjemcov. Lepšie zameranie na fundamentálne údaje a schopnosť spoločností vytvárať skutočnú hodnotu by mohla byť prínosom najmä pre MSP registrované na regulovanom trhu. Väčšie zapojenie a dlhodobější perspektíva by takisto mohli prispieť k vyšším investíciám spoločností do výskumu a konkurencieschopnosti, a tým aj k väčšej zamestnanosti.

Záväzné pravidlá týkajúce sa transparentnosti by s najväčšou pravdepodobnosťou viedli k pozitívnej zmene pri obmedzených nákladoch.

3.2. Vytvorenie lepšieho prepojenia medzi odmenou a výkonnosťou

Možnosti politiky
1 Zachovanie súčasného stavu
2 Záväzné pravidlá týkajúce sa transparentnosti odmeňovania
3 Hlasovanie akcionárov o odmeňovaní

Posúdenie možností politiky			
	Účinnosť	Efektívnosť	Súdržnosť
Možnosť 1: zachovanie súčasného stavu	0	0	0
Možnosť 2: záväzné pravidlá týkajúce sa transparentnosti odmeňovania	+	+	+
Možnosť 3: hlasovanie akcionárov o odmeňovaní	+	++	+

Uprednostňujú sa možnosti 2 a 3: Poskytovanie jasných, úplných a porovnateľných informácií o politikách odmeňovania a jednotlivých odmenách riadiacich pracovníkov akcionárom by im pomohlo vykonávať účinný dohľad. Harmonizáciou požiadaviek na zverejňovanie na úrovni EÚ by sa napravila asymetria informácií a minimalizovali by sa tak sprostredkovateľské náklady. Harmonizácia by bola prospešná pre cezhraničné investovanie, pretože by sa zjednodušilo porovnanie informácií a zapojenie by bolo jednoduchšie, a preto menej nákladné. Okrem toho by boli vďaka nej spoločnosti zodpovednejšie voči iným zainteresovaným stranám.

Právo hlasovať o plate by akcionárom poskytlo účinný nástroj na dohľad nad odmeňovaním riadiacich pracovníkov a zapojenie sa v spoločnostiach, pričom by sa zároveň posilnilo prepojenie medzi platom a výkonnosťou.

3.3. Transparentnosť a dohľad nad transakciami so spriaznenými stranami

Možnosti politiky
1 Zachovanie súčasného stavu
2 Právne nezáväzné nástroje poskytujúce usmernenia
3 Zlepšenie požiadaviek na transparentnosť pre transakcie so spriaznenými stranami
4 Hlasovanie akcionárov o najdôležitejších transakciách

Posúdenie možností politiky			
	Účinnosť	Efektívnosť	Súdržnosť
Možnosť 1: zachovanie súčasného stavu	0	0	0
Možnosť 2: právne nezáväzné nástroje poskytujúce usmernenia	≈	≈	+
Možnosť 3: zlepšenie požiadaviek na transparentnosť pre transakcie so spriaznenými	+	+	+

stranami			
Možnosť 4: hlasovanie akcionárov o najdôležitejších transakciách	++	++	+

Uprednostňujú sa možnosti 3 a 4: poskytovanie informácií *ex ante* o najdôležitejších transakciách investorom (najmä menšinovým akcionárom) by im umožnilo konať proti neodôvodneným transakciám a viac sa zapojiť v spoločnosti, pričom hlasovanie by im umožnilo odmietnuť nekorektné transakcie. Hlasovanie akcionárov by spoločnosti podnietilo, aby uvažovali o transakciách so spriaznenými stranami. Táto kombinácia by mohla mať pozitívny vplyv na konkurencieschopnosť a udržateľnosť spoločností a cezhraničných investícií.

Záväzné pravidlá budú pravdepodobnejšie účinnejšie ako právne nezáväzné usmernenia.

3.4. Transparentnosť zastupujúcich poradcov

Možnosti politiky
1 Zachovanie súčasného stavu
2 Odporúčanie týkajúce sa transparentnosti metodiky a konfliktov záujmov
3 Záväzné požiadavky na zverejnenie metodiky a konfliktov záujmov
4 Podrobný regulačný rámec

Posúdenie možností politiky			
	Účinnosť	Efektívnosť	Súdržnosť
Možnosť 1: zachovanie súčasného stavu	0	0	0
Možnosť 2: odporúčanie týkajúce sa transparentnosti	≈	+	++
Možnosť 3: záväzná pravidlá týkajúce sa transparentnosti	+	++	+
Možnosť 4: podrobný regulačný rámec	++	-	-

Uprednostňuje sa možnosť 3: požiadavka na zverejnenie dvoch hlavných oblastí záujmu (metodika a riadenie možného konfliktu záujmov) by znamenala ďalší tlak na zastupujúcich poradcov, aby stanovili primerané postupy týkajúce sa týchto kľúčových aspektov. Záväzná požiadavka na transparentnosť by boli účinnejšie ako právne nezáväzné nástroje a zároveň by sa predišlo nepružným a neprimeraným poplatkom spojeným s podrobným regulačným rámcom.

3.5. Identifikácia akcionárov a zjednodušenie výkonu práv akcionárov poskytovateľmi účtov cenných papierov

Možnosti politiky
1 Zachovanie súčasného stavu

2 Minimálne pravidlá EÚ**3 Podrobné požiadavky týkajúce sa možnosti identifikácie akcionárov a povinností na zjednodušenie výkonu práv akcionárov sprostredkovateľmi**

Posúdenie možností politiky			
	Účinnosť	Efektívnosť	Súdržnosť
Možnosť 1: zachovanie súčasného stavu	0	0	0
Možnosť 2: minimálne pravidlá EÚ	+	++	+
Možnosť 3: mechanizmus identifikácie akcionárov a povinností pre sprostredkovateľov	++	++	+

Uprednostňuje sa možnosť 3: Povinnosť sprostredkovateľov zabezpečiť účty cenných papierov s cieľom poskytovať spoločnosti služby identifikácie akcionárov zjednoduší priamy kontakt medzi akcionárom a spoločnosťou. Povinnosť týchto sprostredkovateľov predkladať informácie týkajúce sa akcií, zjednodušovať výkon práv akcionárov a odôvodniť cenové rozdiely za tieto služby v prípade cezhraničného výkonu práv zabezpečí, že sa hlasy akcionárov nestratia a že sa akcionári budú môcť efektívnejšie zapájať cezhranične.

3.6. Zlepšenie kvality výkazníctva o správe a riadení spoločností

Možnosti politiky
1 Zachovanie súčasného stavu
2 Odporúčanie poskytujúce usmernenia
3 Podrobné požiadavky týkajúce sa výkazníctva o správe a riadení spoločností

Posúdenie možností politiky			
	Účinnosť	Efektívnosť	Súdržnosť
Možnosť 1: zachovanie súčasného stavu	0	0	0
Možnosť 2: odporúčanie poskytujúce usmernenia	+	++	++
Možnosť 3: podrobné pravidlá	++	+	+

Uprednostňuje sa možnosť 2: Poskytovanie usmernení k vysvetleniam odchýlok od kódexov pravdepodobne poskytne spoločnostiam väčšiu istotu pri vypracúvaní týchto správ a zlepši ich kvalitu. Motivovalo by ich to k tomu, aby dôkladnejšie zvážili svoje opatrenia správy a riadenia spoločností a v prípade potreby ich zlepšili, čo by mohlo prispieť k lepšej výkonnosti. Zároveň by to mohlo prispieť k cezhraničným investíciám z dôvodu väčšej transparentnosti a porovnateľnosti správ.

4. CELKOVÝ VPLYV BALÍKA

Navrhovaný prístup predstavuje balík doplnkových opatrení. Tento balík je súčasťou práce Komisie v oblasti dlhodobého financovania európskeho hospodárstva: prispieva k dlhodobejšej perspektíve akcionárov, čím sa zabezpečia lepšie prevádzkové podmienky pre spoločnosti registrované na regulovanom trhu.

Cieľom týchto uprednostňovaných možností je zabezpečiť, aby investori disponovali jasnými, úplnými a porovnateľnými informáciami, ktoré odstránia prekážky zapojenia, najmä pre cezhraničných investorov. Vytvorenie väčšej transparentnosti v oblasti vplyvu investičných politík povedie ku kvalifikovanejším rozhodnutiam investorov a konečných príjemcov, pričom bude investorov stimulovať, aby sa viac angažovali v spoločnostiach, do ktorých investujú. Akékoľvek zvýšenie zapojenia akcionárov bude pravdepodobne mať pozitívny vplyv na hodnotu akcionárov, ako aj efektívnosť, konkurencieschopnosť a výkonnosť cieľovej spoločnosti.²

Navrhovaný balík by preto mohol mať pozitívny vplyv na dlhodobú udržateľnosť spoločností registrovaných na regulovanom trhu vrátane MSP, ktoré by pravdepodobne ťažili z lepšieho prístupu ku kapitálovým trhom. Mohol by sa očakávať aj istý pozitívny sociálny vplyv, keďže dlhodobo orientované spoločnosti by mohli vytvárať viac pracovných miest. Nepredpokladá sa žiadny osobitný vplyv na životné prostredie.

Tento balík by viedol k zvýšeniu administratívnej záťaže, a to aj pre MSP registrované na regulovanom trhu. Tieto náklady by však boli obmedzené, keďže sa predpokladajú opatrenia týkajúce sa prevažne transparentnosti a zverejňovania, a keďže sa určitá miera transparentnosti už zaviedla alebo uplatňuje na dobrovoľnom základe. Tieto náklady budú okrem toho rovnomerne rozdelené medzi jednotlivé skupiny zainteresovaných strán.

5. HODNOTENIE

Hodnotenie vplyvu tohto balíka sa vykoná päť rokov po uplynutí lehoty na transpozíciu a vhodnosť prípadných zmien sa môže zvážiť na základe výsledkov tohto hodnotenia.

² Zapojenie akcionárov do správy a riadenia spoločnosti, pri ktorom je jednou zo základných otázok odmeňovanie, môže v priemere viesť k 7 – 8 % abnormálnemu kumulatívne výnosu z akcií a výnosu z akcií nadobúdaných so stratégiou „buy and hold“ za rok, zníženiu nákladov na kapitál pre spoločnosti a výraznému zlepšeniu ich správy, riadenia a ziskovosti.