



EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

RADNI DOKUMENT SLUŽBI KOMISIJE

SAŽETAK PROCJENE UTJECAJA

Priložen dokumentu

Prijedlog

DIREKTIVE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA
o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara
i Direktive 2013/34/EU u pogledu određenih elemenata izvješća o korporativnom
upravljanju
i
PREPORUKE KOMISIJE
o kvaliteti izvješćivanja o korporativnom upravljanju („poštuj ili objasni”)

{COM(2014) 213 final}
{C(2014) 2165 final}
{SWD(2014) 127 final}

1. UVOD

Posljednjih su godina istaknuti određeni nedostaci u korporativnom upravljanju europskih trgovačkih društava koja su uvrštena na burzu. Navedeni se nedostaci odnose na različite dionike korporativnog upravljanja: direktore, dioničare (institucionalne ulagače i upravitelje imovinom) te ovlaštene zastupnike s pravom glasa.

Samo su neki ključni aspekti korporativnog upravljanja usklađeni na razini EU-a, posebno Direktivom 2007/36/EZ o izvršavanju pojedinih prava dioničara trgovačkih društava uvrštenih na burzu. Navedena Direktiva sadržava pravila o sudjelovanju na glavnim skupštinama. Potreba za poboljšanjem trenutnog okvira istaknuta je u Akcijskom planu Komisije o europskom pravu trgovačkih društava i korporativnom upravljanju.¹ U ovoj procjeni utjecaja razmatraju se mogući načini ostvarivanja ciljeva iz Akcijskog plana.

2. DEFINICIJA PROBLEMA

U ovoj se procjeni utjecaja analizira nekoliko problema u području korporativnog upravljanja. Jedno je od ključnih pitanja korporativnog upravljanja razdvajanje vlasništva i kontrole te nastali odnos naručitelja i izvođača između dioničara i direktora. Delegiranjem upravljanja trgovačkim društvom koje dioničari („naručitelji”) provode prema direktorima („izvođačima”) ostavlja se prostor direktorima da djeluju više u vlastitom interesu nego u interesu dioničara. To bi moglo dovesti do nedovoljnog korporativnog upravljanja i uspješnosti trgovačkih društava. Danas su institucionalni ulagači i upravitelji imovinom važna sila na tržištu vlasničkih instrumenata te se posredovanje u lancu ulaganja (delegiranje svakodnevnog upravljanja ulaganjem upraviteljima imovinom) znatno povećalo. Povećano posredovanje dovelo je do pojave poticaja u lancu ulaganja koji su često usmjereni na kratkoročne rezultate i njima se koristi sudjelovanje dioničara ne iskorištavaju dovoljno. Institucionalni ulagači i upravitelji imovinom stoga često nisu prisutni i nisu zainteresirani za upravljanje trgovačkim društvima. Time se pogoršava problem agencije između dioničara i direktora trgovačkih društava i to dovodi do nedovoljne uspješnosti trgovačkih društava uvrštenih na burzu. Studije pokazuju da dugoročno sudjelovanje dioničara ne dovodi samo do boljih rezultata ulagača, nego i pridonosi povećanju konkurentnosti i uspješnosti trgovačkih društava.

2.1. Nedovoljno sudjelovanje institucionalnih ulagača i upravitelja imovinom

Financijska je kriza pokazala da kontrola dioničara nije ispravno funkcionirala u financijskom sektoru. Umjesto suzbijanja prekomjernog kratkoročnog rizika koji su preuzimali upravitelji, dioničari su ga često podržavali. Trgovačka društva uvrštena na burzu općenito nemaju znatno drukčije dioničare od financijskih institucija te postoje jasni dokazi da je trenutna razina „nadzora” društava u koja se ulaže i sudjelovanja institucionalnih ulagača i upravitelja imovinom nedovoljna. Istraživanje pokazuje da institucionalni ulagači i njihovi upravitelji imovinom nisu dovoljno usmjereni na dugoročnu uspješnost trgovačkih društava, nego su često usmjereni na kretanja cijena dionica i strukturu indeksa tržišta kapitala, što može dovesti do nedovoljnog povrata za krajnje korisnike (na primjer za buduće umirovljenike) i stavlja kratkoročni pritisak na trgovačka društva.

¹ COM/2012/0740 završna verzija

Čini se da se ta kratkoročnost nalazi u temeljima neusklađenosti interesa između vlasnika imovine i upravitelja imovinom. Vlasnici imovine velike vrijednosti, kao što su mirovinski fondovi i osiguratelji, imaju dugoročne interese jer su njihove obveze dugoročne. Međutim, pri odabiru i ocjeni upravitelja imovinom često se oslanjaju na referentne vrijednosti kao što su tržišni indeksi te se uspješnost upravitelja imovinom često ocjenjuje tromjesečno. U slučaju loših rezultata upravitelj imovinom može izgubiti mandat. Kao rezultat toga, glavni razlog zabrinutosti mnogih upravitelja imovinom postala je njihova kratkoročna uspješnost u odnosu na referentnu vrijednost ili druge upravitelje imovinom, iako je interes krajnjih korisnika dugoročna apsolutna uspješnost ulaganja. Kratkoročnim poticajima skreću se usmjerenost i resursi s ulaganja koja se temelje na osnovama i dugoročnijim perspektivama i s povećanja dugoročne vrijednosti sudjelovanjem dioničara te oni dovode do kratkoročnog pritiska na trgovačka društva, čime se negativno utječe na ulaganja kojima se povećava konkurentnost.

Iako je još relativno ograničen, sve je veći broj ulagača kojima je cilj kombinirati natprosječnu uspješnost sa stvaranjem dugoročne vrijednosti te njihove strategije ulaganja uključuju i sudjelovanja u društvima u koja se ulaže.

2.2. Nedovoljna poveznica između plaće i uspješnosti direktora

Pokazalo se da je i nadzor dioničara nad primitcima direktora nedovoljan. Primitci direktora imaju ključnu ulogu u usklađivanju interesa direktora i dioničara te osiguranju da direktori djeluju u najboljem interesu trgovačkog društva. Ako dioničari ne nadziru plaću direktora, postoji rizik da će direktori primjenjivati strategiju kojom ih se osobno nagrađuje, ali kojom se ne može pridonijeti dugoročnoj uspješnosti trgovačkog društva. U trenutačnom okviru otkriveno je nekoliko nedostataka. Prvo, informacije koje trgovačka društva objavljuju nisu sveobuhvatne, jasne ni usporedive. Drugo, dioničari često nemaju dovoljno alata kojima bi izrazili svoje mišljenje o primitcima direktora.

2.3. Manjak nadzora dioničara nad transakcijama s povezanim strankama

Transakcijama s povezanim strankama, tj. transakcijama između trgovačkog društva i njegove uprave, direktora, većinskih subjekata ili dioničara, stvara se mogućnost oduzimanja vrijednosti koja pripada trgovačkom društvu na štetu (manjinskih) dioničara. U većini slučajeva dioničari nemaju pristup dostatnim informacijama prije planirane transakcije i nemaju odgovarajuće alate kojima bi se suprotstavili nedozvoljenim transakcijama. Institucionalni ulagači i upravitelji imovinom najčešće su manjinski dioničari te bi se većim pravima nadzora nad transakcijama s povezanim strankama poboljšala njihova sposobnost zaštite vlastitih ulaganja.

2.4. Nedostatna transparentnost ovlaštenih zastupnika s pravom glasa

Ovlašteni zastupnici s pravom glasa ulagačima pružaju preporuke za glasovanje na glavnim skupštinama trgovačkih društava uvrštenih na burzu. Zbog velikog broja (prekogrančnih) ulaganja mnogih institucionalnih ulagača i upravitelja imovinom te složenosti pitanja koja je potrebno razmotriti upotreba ovlaštenih zastupnika s pravom glasa u mnogim je slučajevima neizbježna, zbog čega ovlašteni zastupnici s pravom glasa imaju znatan utjecaj na način glasovanja navedenih ulagača. Posebno su razmotreni nedostaci koji se odnose na kvalitetu savjeta i sukobi interesa.

2.5. Teško i skupo izvršavanje prava koja proizlaze iz dionica

Ulagачi se suočavaju s poteškoćama pri izvršavanju prava koja proizlaze iz njihovih dionica, posebno ako se one drže preko granice. U lancima posredovanih ulaganja, posebno kada oni uključuju mnogo posrednika koji upravljaju računima vrijednosnica, trgovačka društva ne prenose informacije dioničarima ili se glasovi dioničara izgube. Postoji i veća vjerojatnost da će posrednici zloupotrebjavati prava glasa. Na sustave utječu tri glavna razloga: nedostatak mogućnosti za trgovačko društvo da utvrdi identitet ulagača, nedostatak pravovremenog prijenosa informacija i prava u lancu ulaganja te diskriminacije u cijenama prekograničnih ulaganja.

2.6. Nedovoljna kvaliteta informacija o korporativnom upravljanju

Zabilježeni su nedostaci u pogledu kvalitete izvješća o korporativnom upravljanju koja pripremaju trgovačka društva uvrštena na burzu u EU-u, posebno u pogledu objašnjenja odstupanja od preporuka kodeksa o korporativnom upravljanju. U više od 60 % slučajeva u kojima su trgovačka društva odlučila ne primjenjivati preporuke nisu dostavljena dovoljna objašnjenja. Zbog neodgovarajućeg izvješćivanja dioničarima je teže donijeti odluke o ulaganju i sudjelovati u trgovačkom društvu.

2.7 Supsidijarnost

Nadležnost za postupanje temelji se na članku 50. stavku 2. točki (g) UFEU-a. Sve veća važnost prekograničnih vlasničkih ulaganja (otprilike 44 % tržišne kapitalizacije trgovačkih društava uvrštenih na burzu u EU-u drže strani ulagači) i promjene lanca vlasničkih ulaganja opravdavaju određene ciljne mjere na razini EU-a kako bi se osigurala zaštita interesa dioničara i drugih dionika. Samo je ograničeni broj država članica radi rješavanja problema poduzeo mjere ili to razmatra, no tim se mjerama navedeni problemi ne mogu riješiti na učinkovit način. Samo djelovanje država članica vjerojatno će dovesti do različitih skupova pravila koji mogu narušiti ili stvoriti nove prepreke funkcioniranju unutarnjeg tržišta.

3. OPCIJE POLITIKE, ANALIZA UTJECAJA I IZBOR NAJPOŽELJNIJE OPCIJE

3.1. Povećanje razine sudjelovanja institucionalnih ulagača i upravitelja imovinom

Opcije politike
1 Nema promjene politike
2 Preporuka o transparentnosti institucionalnih ulagača i upravitelja imovinom u pogledu njihova glasovanja i sudjelovanja te određenih aspekata mandata koji se odnosi na upravljanje imovinom
3 Obvezna transparentnost institucionalnih ulagača i upravitelja imovinom u pogledu njihova glasovanja i sudjelovanja te određenih aspekata mandata koji se odnosi na upravljanje imovinom

Procjena opcija politike			
	Učinkovitost	Uspješnost	Koherentnost
Opcija 1.: nema promjene politike	0	0	0
Opcija 2.: preporuka o transparentnosti institucionalnih ulagača i upravitelja imovinom	+	+	+
Opcija 3.: obvezujuća pravila o transparentnosti institucionalnih ulagača i upravitelja imovinom	++	+	+

Opcija 3. najpoželjnija je opcija:

Tom bi se opcijom povećala transparentnost u pogledu načina na koji vlasnici imovine potiču svoje upravitelje imovinom da djeluju u najboljem interesu njihovih korisnika i provode strategije ulaganja koja uključuju sudjelovanje dioničara. Od upravitelja imovinom zahtijevalo bi se da budu transparentni u pogledu svojih politika sudjelovanja, njihovih koristi i načina izvršavanja traženih politika. Značajnim i relevantnim informacijama omogućilo bi se vlasnicima imovine da donose bolje informirane odluke o svojim politikama ulaganja. Time bi ih se potaknulo da više sudjeluju u društvima u koja se ulaže. Transparentnošću troškova prometa čestog portfelja upravitelja imovinom smanjila bi se važnost tih transakcija, čime bi se pridonijelo boljoj usmjerenosti na temeljnu vrijednost trgovačkih društava i povećala ta vrijednost sudjelovanjem dioničara. Navedene mjere mogu konačno dovesti do uštede troškova i boljeg povrata za vlasnike imovine i krajnje korisnike. Bolja usmjerenost na osnove i sposobnost trgovačkih društava u pogledu stvaranja stvarne vrijednosti mogla bi biti posebno korisna za MSP-ove uvrštene na burzu. Veće sudjelovanje i dugoročnija perspektiva mogli bi pridonijeti i većim ulaganjima trgovačkih društava u istraživanje i konkurentnost te tako i većoj zaposlenosti.

Obvezujućim pravilima o transparentnosti osigurala bi se najveća vjerojatnost pokretanja pozitivne promjene uz ograničeni trošak.

3.2. Stvaranje bolje poveznice između plaće i uspješnosti

Opcije politike
1 Nema promjene politike
2 Obvezujuća pravila o transparentnosti primitaka
3 Glasovanje dioničara o primitcima

Procjena opcija politike			
	Učinkovitost	Uspješnost	Koherentnost
Opcija 1.: nema promjene politike	0	0	0
Opcija 2.: obvezujuća pravila o transparentnosti primitaka	+	+	+
Opcija 3.: glasovanje dioničara o primitcima	+	++	+

Opcije 2. i 3. najpoželjnije su opcije: Pružanjem dioničarima jasnih, sveobuhvatnih i usporedivih informacija o politikama primitaka i pojedinačnim primitcima direktora pomoglo bi im se u izvršavanju učinkovitog nadzora. Usklađivanjem zahtjeva za objavu na razini EU-a ispravila bi se asimetričnost informacija i, stoga, smanjili agencijski troškovi na najmanju moguću mjeru. To bi bilo korisno za prekogranično ulaganje jer bi se time omogućila usporedba informacija te sudjelovanje učinilo jednostavnijim, a time i jeftinijim. Nadalje, trgovačka društva imala bi više odgovornosti prema drugim dionicima.

Dodjeljivanjem dioničarima prava glasa o plaći dao bi im se učinkovit alat za nadzor primitaka direktora i sudjelovanje u trgovačkim društvima uz istovremeno jačanje poveznice između plaće i uspješnosti.

3.3. Transparentnost i nadzor nad transakcijama s povezanim strankama

Opcije politike
1 Nema promjene politike
2 Smjernice kojima se osiguravaju neobvezujući zakonski instrumenti
3 Poboljšanje zahtjeva za transparentnost za transakcije s povezanim strankama
4 Glasovanje dioničara o najvažnijim transakcijama

Procjena opcija politike			
	Učinkovitost	Uspješnost	Koherentnost
Opcija 1.: nema promjene politike	0	0	0
Opcija 2.: smjernice kojima se osiguravaju neobvezujući zakonski instrumenti	≈	≈	+
Opcija 3.: poboljšanje zahtjeva za transparentnost za transakcije s povezanim	+	+	+

strankama			
Opcija 4.: glasovanje dioničara o najvažnijim transakcijama	++	++	+

Opcije 3. i 4. najpoželjnije su opcije: Pružanjem ulagačima informacija *ex ante* o najvažnijim transakcijama omogućava im se (posebno manjinskim dioničarima) da djeluju protiv neopravdanih transakcija i da više sudjeluju u trgovačkom društvu, dok bi im se glasovanjem omogućilo da odbiju nedozvoljene transakcije. Glasovanjem dioničara potaknulo bi se i razmatranje trgovačkih društava o transakcijama s povezanim strankama. Navedena bi kombinacija mogla imati pozitivan utjecaj na konkurentnost i održivost trgovačkih društava i prekograničnog ulaganja.

Vjerojatnije je da bi obvezujuća pravila bila učinkovitija od smjernica kojima se osiguravaju neobvezujući zakonski instrumenti.

3.4. Transparentnost ovlaštenih zastupnika s pravom glasa

Opcije politike
1 Nema promjene politike
2 Preporuka o transparentnosti metodologije i sukoba interesa
3 Obvezujući zahtjevi za objavu metodologije i sukoba interesa
4 Detaljan regulatorni okvir

Procjena opcija politike			
	Učinkovitost	Uspješnost	Koherentnost
Opcija 1.: nema promjene politike	0	0	0
Opcija 2.: preporuka o transparentnosti	≈	+	++
Opcija 3.: obvezujuća pravila o transparentnosti	+	++	+
Opcija 4.: detaljan regulatorni okvir	++	-	-

Opcija 3. najpoželjnija je opcija: Zahtijevanjem objave u pogledu dvaju glavnih područja koja izazivaju zabrinutost (metodologija i upravljanje mogućim sukobima interesa) stavio bi se dodatni pritisak na ovlaštene zastupnike s pravom glasa da uspostave odgovarajuće postupke povezane s tim ključnim aspektima. Obvezujući zahtjevi za transparentnost bili bi učinkovitiji od neobvezujućih zakonskih instrumenata, pri čemu bi se izbjegli nefleksibilni i nerazmjerni troškovi povezani s detaljnim regulatornim okvirom.

3.5. Utvrđivanje identiteta dioničara i omogućavanje izvršavanja prava dioničara pružateljima računa vrijednosnica

Opcije politike
1 Nema promjene politike

2 Minimalna pravila EU-a
3 Detaljni zahtjevi u pogledu mogućnosti utvrđivanja identiteta dioničara i obveze omogućavanja izvršavanja prava dioničara posrednicima

Procjena opcija politike			
	Učinkovitost	Uspješnost	Koherentnost
Opcija 1.: nema promjene politike	0	0	0
Opcija 2.: minimalna pravila EU-a	+	++	+
Opcija 3.: mehanizam utvrđivanja identiteta dioničara – obveze za posrednike	++	++	+

Opcija 3. najpoželjnija je opcija: Obvezom za posrednike koji osiguravaju račune vrijednosnica prema kojoj trgovačkom društvu moraju ponuditi uslugu utvrđivanja identiteta dioničara omogućit će se izravan kontakt dioničara i trgovačkog društva. Obvezom za navedene posrednike da prenose informacije povezane s dionicom, omoguće izvršavanje prava dioničara i opravdaju razlike u cijenama za navedene usluge ako se prava izvršavaju u inozemstvu osigurat će se da se glasovi dioničara ne izgube i da dioničari mogu učinkovitije sudjelovati u inozemstvu.

3.6. Povećanje kvalitete izvješćivanja o korporativnom upravljanju

Opcije politike
1 Nema promjene politike
2 Smjernice kojima se pružaju preporuke
3 Detaljni zahtjevi u pogledu izvješćivanja o korporativnom upravljanju

Procjena opcija politike			
	Učinkovitost	Uspješnost	Koherentnost
Opcija 1.: nema promjene politike	0	0	0
Opcija 2.: smjernice kojima se pružaju	+	++	++

preporuke			
Opcija 3.: detaljna pravila	++	+	+

Opcija 2. najpoželjnija je opcija: Vjerojatno je da će se pružanjem smjernica o objašnjenjima odstupanja od kodeksa trgovačkim društvima dati veća sigurnost u pripremi tih izvješća i povećanju njihove kvalitete. Time bi ih se potaknulo da detaljnije razmotre svoje dogovore o korporativnom upravljanju i da ih, prema potrebi, poboljšaju, čime bi se pridonijelo boljim rezultatima. Time bi se pridonijelo i prekograničnom ulaganju zahvaljujući povećanoj transparentnosti i usporedivosti izvješća.

4. UKUPNI UTJECAJI PAKETA

Predloženi pristup čini paket dopunskih mjera. Paket je dio rada Komisije na dugoročnom financiranju europskog gospodarstva: pridonosi dugoročnijoj perspektivi dioničara kojom se osiguravaju bolji uvjeti poslovanja trgovačkih društava uvrštenih na burzu.

Cilj je najpoželjnijih opcija osigurati da ulagači imaju na raspolaganju jasne, sveobuhvatne i usporedive informacije, čime se, posebno za prekogranične ulagače, uklanjaju prepreke sudjelovanju. Stvaranje veće transparentnosti utjecaja politika ulaganja dovest će do bolje informiranih odluka ulagača i krajnjih korisnika, ali će se time i potaknuti ulagače da više sudjeluju u društvima u koja se ulaže. Povećanje sudjelovanja dioničara vjerojatno će imati pozitivan učinak na vrijednost i uspješnost dioničara, konkurentnost i rezultate ciljnog trgovačkog društva.²

Predloženim paketom stoga bi se moglo pozitivno utjecati na dugoročnu održivost trgovačkih društava uvrštenih na burzu, uključujući MSP-ove, koja će vjerojatno imati koristi od boljeg pristupa tržištima kapitala. Mogu se očekivati i neki pozitivni utjecaji na društvo jer bi trgovačka društva usmjerena na dugoročno razdoblje mogla stvoriti više radnih mjesta. Nije predviđen nikakav poseban utjecaj na okoliš.

Paket bi doveo do povećanja administrativnog opterećenja, uključujući za MSP-ove uvrštene na burzu. Međutim, navedeni bi troškovi bili ograničeni, uzimajući u obzir da su uglavnom predviđene mjere za transparentnost i objavu te da je određen stupanj transparentnosti već uveden ili se primjenjuje dobrovoljno. Osim toga, troškovi će se rasporediti jednako među različitim skupinama dionika.

5. OCJENA

Ocjena utjecaja paketa provodi se pet godina nakon roka za prijenos, a primjerenost mogućih izmjena može se razmotriti na temelju rezultata ocjene.

² Sudjelovanjem dioničara u korporativnom upravljanju, pri čemu su primitci jedno od ključnih pitanja, može se tijekom godine u prosjeku stvoriti 7 – 8 % izvanrednog kumulativnog povrata od udjela prema načelu „kupi i drži”, smanjiti troškove kapitala za trgovačka društva te znatno poboljšati njihovo upravljanje i profitabilnost.