



EUROOPA
KOMISJON

Brüssel, 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

KOMISJONI TALITUSTE TÖÖDOKUMENT
MÕJUHINNANGU KOMMENTEERITUD KOKKUVÕTE

Lisatud dokumendile:

Ettepanek:

EUROOPA PARLAMENDI JA NÕUKOGU DIREKTIIV,
millega muudetakse direktiivi 2007/36/EÜ seoses aktsionäride pikaajalise kaasamise
soodustamisega ja direktiivi 2013/34/EL seoses ühingujuhtimise aruande teatavate
elementidega

ja

KOMISJONI SOOVITUS
äriühingu üldjuhtimise aruandluse kvaliteedi kohta („täida või põhjenda”)

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. SISSEJUHATUS

Viimastel aastatel on tulnud ilmsiks teatavad äriühingu üldjuhtimise puudused Euroopa börsidel noteeritud äriühingutes. Need puudused on seotud erinevate äriühingu üldjuhtimise osalistega: juhid, aktsionärid (institutsionaalsed investorid ja varahaldurid) ja volitatud nõustajad.

Ainult mõned äriühingute üldjuhtimise põhiaspektid on ELi tasandil ühtlustatud, eelkõige direktiiviga 2007/36/EÜ noteeritud äriühingute aktsionäride teatavate õiguste kasutamise kohta. Kõnealuses direktiivis on sätestatud eeskirjad üldkoosolekul osalemise kohta. Vajadust edendada kehtivat raamistikku on rõhutatud äriühinguõigust ja äriühingu üldjuhtimist käsitlevas komisjoni tegevuskavas¹. Käesolevas mõjuhinnaangus käsitletakse võimalikke viise kõnealuse tegevuskava eesmärkide saavutamiseks.

2. PROBLEEMI MÄÄRATLEMINE

Käesolevas mõjuhinnaangus analüüsitakse mitmeid probleeme äriühingute üldjuhtimise valdkonnas. Üks äriühingu üldjuhtimise põhiküsimusi on omandi ja kontrolli eraldatus ning sellest tulenev esindatava-esindaja suhe aktsionäride ja juhtide vahel. Kuna aktsionärid (esindatavad) delegeerivad äriühingu juhtimise juhtidele (esindajad), on juhtidel võimalus tegutseda aktsionäride huvide asemel pigem oma huvides. See võib põhjustada äriühingute mitteoptimaalset juhtimist ja tulemusi. Tänapäeval on institutsionaalsed investorid ja varahaldurid aktsiaturgudel olulised osalised ning vahendamine investeerimisahelas (investeeringu igapäevase haldamise delegeerimine varahalduritele) on oluliselt suurenenud. Suurenenud vahendamise tõttu on tekkinud investeerimisahelas stiimulid, mis sageli keskenduvad lühiajalistele tulemustele ega võimalda piisavalt realiseerida aktsionäride kaasamisest saadavat kasu. Seepärast ei ole institutsionaalsed investorid ja varahaldurid sageli kaasatud ega osale äriühingute juhtimises. See võimendab vahendamisprobleemi aktsionäride ja äriühingu juhtide vahel ning tingib börsil noteeritud äriühingute mitteoptimaalseid tulemusi. Uuringud näitavad, et aktsionäride pikaajalise kaasamisega ei kaasne mitte ainult paremad tulemused investorite jaoks, vaid see edendab ka äriühingute konkurentsivõimet ja tulemusi.

2.1. Institutsionaalsete investorite ja varahaldurite ebapiisav kaasamine

Finantskriisi tulemusel ilmnas, et aktsionäridepoolne kontroll ei toiminud finantssektoris nõuetekohaselt. Selle asemel, et piirata ülemääraste riskide võtmist juhtide poolt, aktsionärid sageli hoopis toetasid seda. Üldiselt ei erine börsil noteeritud äriühingute aktsionärid oluliselt finantseerimisasutuste aktsionäridest ning on selged tõendid, et investeerimisobjektiks olevate äriühingute „seire” ning institutsionaalsete investorite ja varahaldurite kaasamise praegune tase ei ole piisav. Uuringud on näidanud, et institutsionaalsed investorid ja nende varahaldurid ei keskendu piisavalt äriühingute pikaajalistele tulemustele, vaid aktsiahinna muutustele ja kapitalituruindeksitele, millega ei pruugi kaasneda optimaalne kasu institutsionaalsete investorite lõplikele kasusaajatele (nt tulevased pensionärid) ja mis seab äriühingud lühiajalise surve alla.

¹ KOM(2012)0740 lõplik.

Selline lühiajaline lähenemisviis näib olevat tingitud vara omanike ja varahaldurite huvide vastuolust. Suurtel vara omanikel (nt pensionifondid ja kindlustusandjad) on pikaajalised huvid, kuna ka nende kohustused on pikaajalised. Samas tuginevad nad varahaldurite valimisel ja hindamisel sageli võrdlusalustele (nt turuindeksid) ning varahalduri tulemusi hinnatakse sageli kvartalipõhiselt. Nõrkade tulemuste korral võidakse varahalduri leping lõpetada. Seetõttu on paljud varahaldurid peamiselt keskendunud oma lühiajalistele tulemustele võrdlusaluse või teiste varahaldurite suhtes, kuigi lõplike kasusaajate huvi on seotud investeringu pikaajalise absoluuttulemusega. Lühiajalised stiimulid ei võimalda teha investeringuid põhinäitajate ja pikaajalise perspektiivi põhjal ega suurendada pikaajalist väärtust aktsionäride kaasamise teel, vaid tekitavad äriühingutele lühiajalise surve, luues takistavaid asjaolusid konkurentsivõimet edendavate investeringute tegemisele.

Suhteliselt vähe, kuid järjest rohkem investoreid soovivad kombineerida häid finantstulemusi väärtuse pikaajalise loomisega ning nende investeerimisstrateegiad hõlmavad ka kaasamist investeerimisobjektiks olevate äriühingute tegevusse.

2.2. Ebapiisav seos juhtide tasu ja tulemuste vahel

Aktsionäride järelevalve juhtide tasustamise üle on samuti olnud ebapiisav. Juhtide tasul on esmatähtis roll juhtide ja aktsionäride huvide ühildamisel ning selle tagamisel, et juhid tegutsevad äriühingu huvides. Kui aktsionärid ei teosta järelevalvet juhtide tasu üle, on oht, et juhid kohaldavad strateegiat, mis on neile isiklikult kasulik, kuid ei pruugi edendada äriühingu pikaajalisi tulemusi. Praeguses raamistikus on tuvastatud mitu puudust. Esiteks ei ole äriühingute avalikustatav teave terviklik, selge ega võrreldav. Teiseks ei ole aktsionäridel sageli piisavalt vahendeid juhtide tasu kohta arvamuse avaldamiseks.

2.3. Aktsionäride järelevalve puudumine seotud isikute tehingute üle

Seotud isikute tehingud, st tehingud äriühingu ja selle juhtkonna, juhtide, kontrollivate üksuste või aktsionäride vahel, loovad võimaluse omandada äriühingule kuuluvat väärtust (vähemus)aktsionäride arvelt. Enamikul juhtudel ei ole aktsionäridel juurdepääsu piisavale teabele enne kavandatud tehingut ega asjakohaseid vahendeid kuritahtlikele tehingutele vastuseismiseks. Kuna institutsionaalsed investorid ja varahaldurid on enamikul juhtudel vähemusaktsionärid, võimaldaksid suuremad kontrolliõigused seoses seotud isikute tehingutega neil oma investeringuid paremini kaitsta.

2.4. Volitatud nõustajate ebapiisav läbipaistvus

Volitatud nõustajad annavad investoritele soovitusi selle kohta, kuidas hääletada börsil noteeritud äriühingute üldkoosolekutel. Institutsionaalsete investorite ja varahaldurite (piiriüleste) aktsiaosaluste suur arv ning arvesse võetavate küsimuste keerukus, muudavad volitatud nõustajate kasutamise paljudel juhtudel möödapääsmatuks ning seega on volitatud nõustajatel märkimisväärne mõju kõnealuste investorite hääletuskäitumisele. Eelkõige on täheldatud puudusi seoses soovitude kvaliteedi ja huvide konfliktidega.

2.5. Aktsiatest tulenevate õiguste kasutamise keerukus ja kulukus

Investoritel on raskusi aktsiatest tulenevate õiguste kasutamisega, eelkõige juhul, kui aktsiaid hoitakse piiriüleselt. Vahendatud hoidmisahelate puhul, eriti juhul, kui need hõlmavad mitmeid väärtpaberikontot haldavaid vahendajaid, ei edasta äriühingud teavet aktsionäridele

või aktsionäride hääled lähevad kaotsi. Samuti on suurem tõenäosus, et vahendajad kuritarvitavad hääleõigust. Süsteeme mõjutavad kolm peamist põhjust: äriühingul puudub võimalus investorite isiku tuvastamiseks, teabe ja õiguste õigeaegse edastamise puudumine investeerimisahelas ning hinnadiskrimineerimine piiriüleste osaluste puhul.

2.6. Äriühingu üldjuhtimise teabe ebapiisav kvaliteet

Täheldatud on puudusi seoses ELis noteeritud äriühingute koostatavate ühingujuhtimise aruannete kvaliteediga, eelkõige seoses äriühingu üldjuhtimise eeskirjade soovitudest kõrvalekaldumise põhjendustega. Üle 60 % juhtudest, mil äriühingud otsustasid soovitusi mitte kohaldada, ei esitanud nad piisavaid põhjendusi. Asjakohatu aruandlus muudab aktsionäridele keerulisemaks teadlike investeerimisotsuste tegemise ja enda kaasamise äriühingu tegevusse.

2.7 Subsidiaarsus

Meetmete võtmise pädevus põhineb ELi toimimise lepingu artikli 50 lõike 2 punktil g. Piiriüleste omakapitaliinvesteeringute kasvava tähtsuse (ligikaudu 44 % ELi noteeritud äriühingute turukapitalisatsioonist kuulub välisinvestoritele) ja omakapitaliinvesteeringute ahela muudatuste tõttu on põhjendatud võtta teatavaid sihipäraseid meetmeid ELi tasandil, et tagada aktsionäride ja muude sidusrühmade huvide kaitse. Ainult piiratud arv liikmesriike on võtnud probleemide lahendamiseks meetmeid või kaalub seda ning kõnealused meetmed ei suuda asjaomaseid probleeme tõhusalt lahendada. Üksnes liikmesriikide meetmetega kaasneksid tõenäoliselt erinevad eeskirjad, mis loovad ebavõrdsed tingimused ja võivad kahjustada siseturu nõuetekohast toimimist või luua sellele uusi takistusi.

3. POLIITIKAVALIKUD, MÕJU ANALÜÜS JA EELISTATUD VALIKUVÕIMALUSED

3.1. Suurendada institutsionaalsete investorite ja varahaldurite kaasamise taset

Poliitikavalikud
1 Poliitikat ei muudeta
2 Soovitus institutsionaalsete investorite ja varahaldurite läbipaistvuse kohta seoses hääletamise ja kaasamisega ning varahaldusvolituste teatavate aspektidega
3 Institutsionaalsete investorite ja varahaldurite kohustuslik läbipaistvus seoses hääletamise ja kaasamisega ning varahaldusvolituste teatavate aspektidega

Poliitikavalikute hindamine			
	Tulemuslikkus	Tõhusus	Sidusus

Valikuvõimalus 1: poliitikat ei muudeta	0	0	0
Valikuvõimalus 2: soovitus institutsionaalsete investorite ja varahaldurite läbipaistvuse kohta	+	+	+
Valikuvõimalus 3: siduvad eeskirjad institutsionaalsete investorite ja varahaldurite läbipaistvuse kohta	++	+	+

Eelistatud valikuvõimalus on valikuvõimalus 3.

See valikuvõimalus suurendaks läbipaistvust seoses sellega, kuidas vara omanikud motiveerivad oma varahaldureid tegutsema nende kasusaajate parimates pikaajalistes huvides ja rakendama aktsionäride kaasamist hõlmavaid investeerimisstrateegiaid. Varahaldurid peavad olema läbipaistvad seoses nende kaasamispoliitikaga, sellest saadava kasuga ja sellega, kuidas nad heakskiidetud poliitikat rakendavad. Märkimisväärne ja asjakohane teave võimaldaks vara omanikel paremini teha teadlikke otsuseid oma investeerimispoliitika kohta. See motiveeriks neid rohkem tegelema investeerimisobjektiks olevate äriühingutega. Varahaldurite suure portfellikäibega kaasnevate kulude läbipaistvus võib vähendada selliste tehingute mahtu, aidates paremini keskenduda äriühingute põhiväärtusele ja suurendades seda väärtust aktsionäride kaasamise teel. Kõnealused meetmed võivad kokkuvõttes tagada vara omanikele ja lõplikele kasusaajatele kulude kokkuhoiu ja parema tootluse. Suurem keskendumine äriühingute põhinäitajatele ja tegelikule suutlikkusele luua väärtust võib olla eelkõige kasulik börsil noteeritud väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate jaoks. Suurem kaasamine ja pikemaajalisem perspektiiv suurendaks ka äriühingute investeringuid teadusuuringutesse ja konkurentsivõimesse ning seega edendaks ka tööhõivet.

Siduvate läbipaistvusosalaste eeskirjade puhul oleks suurim tõenäosus saavutada positiivne muutus piiratud kuludega.

3.2. Luua parem seos tasu ja tulemuste vahel

Poliitikavalikud
1 Poliitikat ei muudeta
2 Siduvad eeskirjad tasustamise läbipaistvuse kohta
3 Aktsionäride hääletus tasustamise üle

Poliitikavalikute hindamine			
	Tulemuslikkus	Tõhusus	Sidusus
Valikuvõimalus 1: poliitikat ei muudeta	0	0	0
Valikuvõimalus 2: siduvad eeskirjad tasustamise läbipaistvuse kohta	+	+	+
Valikuvõimalus 3: aktsionärid hääletus tasustamise üle	+	++	+

Eelistatud valikuvõimalused on valikuvõimalused 2 ja 3. Selge, tervikliku ja võrreldava teabe esitamine aktsionäridele tasustamispoliitika ja konkreetsete juhtide tasu kohta aitaks aktsionäridel teostada tõhusat järelevalvet. Avalikustamismõuete ühtlustamine ELi tasandil aitaks lahendada teabe asümmeetriaga seotud probleemi ja seega minimeerida vahenduskulusid. Kuna see hõlbustaks teabe võrdlemist ning muudaks kaasamise lihtsamaks ja vähem kulukaks, soodustaks see piiriülest investeerimist. Lisaks muudaks see äriühingud rohkem vastutavaks teiste sidusrühmade ees.

Aktsionäridele tasu üle hääletamise õiguse andmine võimaldaks neil teostada järelevalvet juhtide tasu üle ja kaasata end äriühingu tegevusse ning tugevdaks samas tasu ja tulemuste vahelist seost.

3.3. Seotud isikute tehingute läbipaistvus ja järelevalve nende üle

Poliitikavalikud
1 Poliitikat ei muudeta
2 Juhiseid andev mittesiduv õigusakt
3 Seotud isikute tehingute suhtes kohaldatavate läbipaistvuse nõuete parandamine
4 Aktsionäride hääletus kõige olulisemate tehingute üle

Poliitikavalikute hindamine			
	Tulemuslikkus	Tõhusus	Sidusus
Valikuvõimalus 1: poliitikat ei muudeta	0	0	0
Valikuvõimalus 2: juhiseid andev mittesiduv õigusakt	≈	≈	+
Valikuvõimalus 3: seotud isikute tehingute suhtes kohaldatavate läbipaistvuse nõuete parandamine	+	+	+
Valikuvõimalus 4: aktsionäride hääletus kõige olulisemate tehingute üle	++	++	+

Eelistatud valikuvõimalused on valikuvõimalused 3 ja 4. Investoritele varajase teabe andmine kõige olulisemate tehingute kohta võimaldaks neil (eelkõige väikeaktsionäridel) võtta meetmeid põhjendamatute tehingute vastu ja rohkem kaasata end äriühingu tegevusse, samas kui hääletus võimaldaks neil kuritahtlikud tehingud tagasi lükata. Samuti motiveeriks aktsionäride hääletus äriühinguid paremini kaaluma seotud isikute tehinguid. Sellel kombinatsioonil võib olla positiivne mõju äriühingute konkurentsivõimele ja jätkusuutlikkusele ning piiriülestele investeringutele.

Siduvad eeskirjad oleksid tõenäoliselt tõhusamad kui mittesiduvad juhised.

3.4. Volitatud nõustajate läbipaistvus

Poliitikavalikud
1 Poliitikat ei muudeta
2 Soovitus metoodika ja huvide konfliktide läbipaistvuse kohta
3 Siduvad avalikustamismõõded metoodika ja huvide konfliktide kohta
4 Üksikasjalik reguleeriv raamistik

Poliitikavalikute hindamine			
	Tulemuslikkus	Tõhusus	Sidusus
Valikuvõimalus 1: poliitikat ei muudeta	0	0	0
Valikuvõimalus 2: soovitus läbipaistvuse kohta	≈	+	++
Valikuvõimalus 3: siduvad eeskirjad läbipaistvuse kohta	+	++	+
Valikuvõimalus 4: üksikasjalik reguleeriv raamistik	++	-	-

Eelistatud valikuvõimalus on valikuvõimalus 3. Avalikustamismõõde kehtestamine kahes peamises probleemses valdkonnas (metoodika ja võimalike huvide konfliktide juhtimine) tekitab volitatud nõustajatele täiendava surve asjakohaste menetluste kehtestamiseks nendes esmatähtsates küsimustes. Siduvad avalikustamismõõded oleksid tõhusamad kui mittesiduvad õigusaktid ning hoiaksid ära üksikasjaliku reguleeriva raamistikuga seotud paindumatud ja ebaproportsionaalsed tasud.

3.5. Aktsionäride isiku tuvastamine ning aktsionäride õiguste kasutamise hõlbustamine väärtipaberikonto pakkujate poolt

Poliitikavalikud
1 Poliitikat ei muudeta
2 ELi miinimumeeskirjad
3 Üksikasjalikud nõuded seoses aktsionäride isiku tuvastamise võimalusega ning vahendajate kohustusega hõlbustada aktsionäride õiguste kasutamist

Poliitikavalikute hindamine			
	Tulemuslikkus	Tõhusus	Sidusus
Valikuvõimalus 1: poliitikat ei muudeta	0	0	0
Valikuvõimalus 2: ELi miinimumeeskirjad	+	++	+
Valikuvõimalus 3: aktsionäride isiku tuvastamise mehhanism, vahendajate kohustused	++	++	+

Eelistatud valikuvõimalus on valikuvõimalus 3. Väärtpaberikontot pakkuvate vahendajate kohustus pakkuda äriühingule aktsionäride isiku tuvastamise teenust soodustaks otsest kontakti aktsionäri ja äriühingu vahel. Kõnealuste vahendajate kohustus edastada aktsiatega seotud teavet, hõlbustada aktsionäride õiguste kasutamist ja põhjendada kõnealuste teenuste hinna erinevusi õiguste piiriülese kasutamise korral tagaks, et aktsionäride hääled ei lähe kaotsi ja et aktsionäre kaasataks piiriülesest tõhusamalt.

3.6. Äriühingu üldjuhtimise aruandluse kvaliteedi parandamine

Poliitikavalikud
1 Poliitikat ei muudeta
2 Juhiseid andev soovitus
3 Üksikasjalikud nõuded seoses äriühingu üldjuhtimise aruandlusega

Poliitikavalikute hindamine			
	Tulemuslikkus	Tõhusus	Sidusus
Valikuvõimalus 1: poliitikat ei muudeta	0	0	0
Valikuvõimalus 2: juhiseid andev soovitus	+	++	++
Valikuvõimalus 3: üksikasjalikud eeskirjad	++	+	+

Eelistatud valikuvõimalus on valikuvõimalus 2. Juhiste andmine eeskirjadest kõrvalekaldumise põhjendamise kohta annaks äriühingutele tõenäoliselt rohkem kindlust selliste aruannete koostamisel ja nende kvaliteedi parandamisel. See motiveeriks neid põhjalikumalt kaaluma äriühingu üldjuhtimise korda ja seda vajaduse korral parandama, mis aitaks parandada nende tulemusi. Samuti aitaks see tänu aruannete suuremale läbipaistvusele ja võrreldavusele edendada piiriüleseid investeeringuid.

4. MEETMEPAKETI ÜLDMÕJU

Kavandatud lähenemisviis kujutab endast täiendavate meetmete paketti. Kõnealune pakett on osa komisjoni tööst Euroopa majanduse pikaajalise rahastamise valdkonnas. See soodustab aktsionäride pikemaajalist perspektiivi, mis tagab börsil noteeritud äriühingute toimimiseks paremad tingimused.

Eelistatud valikuvõimaluste eesmärk on tagada investoritele selge, terviklik ja võrreldav teave, mis aitaks kõrvaldada kaasamise tõkked eelkõige piiriüleste investorite puhul. Investeeringupoliitika mõju läbipaistvuse suurendamine aitaks teha investoritel ja lõplikel kasusaajatel teadlikumaid otsuseid, kuid samas motiveeriks ka investoreid rohkem tegelema investeerimisobjektiks olevate äriühingutega. Aktsionäride kaasamise suurendamine mõjutaks tõenäoliselt positiivselt nii aktsionäride vara kui ka asjaomase äriühingu tõhusust, konkurentsivõimet ja tulemusi².

Seepärast võib kavandatud paketil olla positiivne mõju börsil noteeritud äriühingute pikaajalisele jätkusuutlikkusele, sealhulgas väikestele ja keskmise suurusega ettevõtjatele, kes peaksid kasu saama paremast juurdepääsust kapitaliturgudele. Sellel võib olla ka teatav positiivne sotsiaalne mõju, kuna pikaajalise suunitlusega äriühingud võivad luua rohkem töökohti. Keskkonnamõju puudub.

Meetmepaketiga kaasneb halduskoormuse suurenemine, sealhulgas börsil noteeritud väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate jaoks. Kõnealused kulud oleksid siiski piiratud, kuna ette on nähtud peamiselt läbipaistvus- ja avalikustamisnõuded ning kuna teatavaid läbipaistvusmeetmeid juba kohaldatakse vabatahtlikult. Lisaks jaotatakse kulud võrdselt eri sidusrühmade vahel.

5. HINDAMINE

Meetmepaketi mõju hindamine viiakse läbi viis aastat pärast ülevõtmise tähtaega ja selle tulemuste põhjal võidakse kaaluda võimalikke muudatusi.

²

Aktsionäride kaasamine äriühingute üldjuhtimisse eelkõige seoses tasustamisega võib tagada pikaajalise aktsiainvesteeringu puhul 7–8 % tavapärasest kõrgema kogutootluse aastas, vähendada äriühingute kapitalikulusid ning märkimisväärselt parandada nende üldjuhtimist ja kasumlikkust.