



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE

POVZETEK OCENE UČINKA

Spremni dokument

Predlog

**DIREKTIVA EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA o spremembi Direktive
2007/36/ES glede spodbujanja dolgoročnega sodelovanja delničarjev in Direktive
2013/34/EU glede določenih elementov izjave o upravljanju podjetij**

ter

**PRIPOROČILO KOMISIJE o kakovosti poročil o upravljanju podjetij ("upoštevaj ali
pojasni")**

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

1. UVOD

V zadnjih letih so bile izpostavljene določene pomanjkljivosti upravljanja evropskih podjetij, ki kotirajo na borzi. Te pomanjkljivosti so povezane z različnimi akterji upravljanja podjetij: direktorji, delničarji (institucionalnimi vlagatelji in upravljavci premoženja) in svetovalci zastopniških podjetij.

Na ravni EU je bilo usklajenih le nekaj ključnih vidikov upravljanja podjetij, zlasti z Direktivo 2007/36/ES o uveljavljanju določenih pravic delničarjev v podjetjih, ki kotirajo na borzi. Direktiva vključuje pravila o sodelovanju na skupščinah. Potreba po izboljšanju trenutnega okvira je bila izpostavljena v akcijskem načrtu Komisije o evropskem pravu družb in upravljanju podjetij.¹ Ta ocena učinka upošteva možne načine za doseganje ciljev akcijskega načrta.

2. OPREDELITEV TEŽAVE

Ocena učinka analizira številna vprašanja na področju upravljanja podjetij. Eno izmed ključnih vprašanj pri upravljanju podjetij je ločevanje med lastništvom in nadzorom ter posledičnim razmerjem naročnik–izvajalec med delničarji in direktorji. Prenos upravljanja podjetja direktorjem („izvajalcem“) s strani delničarjev („naročnikov“) dopušča možnost, da direktorji delujejo bolj v lastnem interesu kot v interesu delničarjev. To bi lahko povzročilo neoptimalno upravljanje in uspešnost podjetij. Danes so institucionalni vlagatelji in upravljavci premoženja pomembna sila na delniških trgih, posredništvo v naložbeni verigi (prenos tekočega upravljanja naložb upravljavcem premoženja) pa se je močno povečalo. Povečevanje posredništva je povzročilo oblikovanje spodbud v naložbeni verigi, ki se pogosto osredotočajo na kratkoročno uspešnost in premalo izkoriščajo prednosti sodelovanja delničarjev. Institucionalni vlagatelji in upravljavci premoženja so zato pogosto odsotni in jih upravljanje podjetij ne zanima. To še stopnjuje težavo zastopništva med delničarji in direktorji podjetij ter povzroča neoptimalno uspešnost podjetij, ki kotirajo na borzi. Študije kažejo, da dolgoročno sodelovanje delničarjev ne povzroči le boljše uspešnosti vlagateljev, temveč prispeva tudi k povečevanju konkurenčnosti in uspešnosti podjetij.

2.1. Nezadostno sodelovanje institucionalnih vlagateljev in upravljavcev premoženja

Finančna kriza je pokazala, da nadzor delničarjev ni ustrezno deloval v finančnem sektorju. Namesto da bi delničarji omejili prevzemanje pretiranih kratkoročnih tveganj vodstva, so ga v številnih primerih podpirali. Delničarji podjetij, ki kotirajo na borzi, se na splošno bistveno ne razlikujejo od delničarjev finančnih institucij in obstajajo jasni dokazi, da trenutna raven „nadzora“ podjetij, v katera se vlaga, ter sodelovanje institucionalnih vlagateljev in upravljavcev premoženja nista optimalna. Raziskave kažejo, da institucionalni vlagatelji in upravljavci njihovega premoženja ne posvečajo dovolj pozornosti dolgoročni uspešnosti podjetij, temveč se osredotočajo na gibanja cen delnic in strukturo indeksov kapitalskih trgov, kar morda ne povzroči optimalne donosnosti za končne upravičence (npr. bodoče upokoјence) in ustvarja kratkoročni pritisk na podjetja.

¹ COM/2012/0740 konč.

Zdi se, da kratkoročnost izvira iz neusklajenosti interesov med lastniki in upravljavci premoženja. Veliki lastniki premoženja, kot so pokojninski skladi in zavarovalniki, imajo dolgoročne interese, saj so njihove obveznosti dolgoročne. Vendar pa se pri izbiri in ocenjevanju upravljavcev premoženja pogosto zanašajo na referenčne vrednosti, kot so tržni indeksi, uspešnost upravljavca premoženja pa se pogosto ocenjuje na četrletni osnovi. Če upravljavci premoženja niso dovolj učinkoviti, lahko izgubijo mandat. Posledično je zato glavna skrb številnih upravljavcev premoženja postala njihova kratkoročna uspešnost glede na referenčno vrednost ali druge upravljavce premoženja, čeprav imajo končni upravičenci interes doseči dolgoročno absolutno uspešnost naložbe. Kratkoročne spodbude odvrčajo poudarek in sredstva od vlaganj, ki temeljijo na osnovnih vrednostih in dolgoročnejših perspektivah, in od povečevanja dolgoročne vrednosti s sodelovanjem delničarjev ter ustvarjajo kratkoročni pritisk na podjetja z odvrčanjem naložb, ki bi povečale konkurenčnost.

Čeprav so še vedno v manjšini, je vedno več vlagateljev, katerih cilj je združiti nadpovprečno finančno uspešnost z ustvarjanjem dolgoročne vrednosti, njihove naložbene strategije pa vključujejo tudi sodelovanje s podjetji, v katera vlagajo.

2.2. Nezadostna povezava med plačo in uspešnostjo direktorjev

Nadzor delničarjev nad prejemki direktorjev se je prav tako izkazal kot nezadosten. Prejemki direktorjev imajo ključno vlogo pri usklajevanju interesov direktorjev in delničarjev ter zagotavljanju, da direktorji ravnajo v najboljšem interesu podjetja. Kadar delničarji ne nadzirajo plač direktorjev, obstaja tveganje, da bodo direktorji uporabili strategijo, po kateri bi sami prejemali nagrade, vendar to morda ne bi prispevalo k dolgoročni uspešnosti podjetja. V obstoječem okviru so bile ugotovljene številne pomanjkljivosti. Prvič, informacije, ki jih podjetja razkrijejo, niso izčrpne, jasne ali primerljive. Drugič, delničarji pogosto nimajo primernih orodij za izražanje svojih mnenj o prejemkih direktorjev.

2.3. Pomanjkljiv nadzor delničarjev nad posli s povezanimi strankami

Posli s povezanimi strankami, tj. posli med podjetjem in njegovim vodstvom, direktorji, nadzornimi subjekti ali delničarji, ustvarjajo priložnost za razlastitev vrednosti, ki pripada podjetju, v škodo (manjšinskih) delničarjev. V večini primerov delničarji nimajo dostopa do zadostne količine informacij pred načrtovanim poslom, prav tako nimajo primernih orodij za nasprotovanje nepoštenim poslom. Ker so institucionalni vlagatelji in upravljavci premoženja največkrat manjšinski delničarji, bi več nadzornih pravic do poslov s povezanimi strankami izboljšalo njihovo zmožnost, da zaščitijo svoje naložbe.

2.4. Neustrezna preglednost svetovalcev zastopniških podjetij

Svetovalci zastopniških podjetij svetujejo vlagateljem o glasovanju na skupščinah podjetij, ki kotirajo na borzi. Zaradi velikega števila (čezmejnih) imetništev delnic številnih institucionalnih vlagateljev in upravljavcev premoženja ter kompleksnosti vidikov, ki jih je treba upoštevati, je uporaba svetovalcev zastopniških podjetij v številnih primerih neizogibna, zato svetovalci zastopniških podjetij močno vplivajo na glasovalno obnašanje teh vlagateljev. Upoštevale so se zlasti pomanjkljivosti v zvezi s kakovostjo nasvetov in navzkrižji interesov.

2.5. Zahtevno in drago uveljavljanje pravic, ki izhajajo iz delnic

Vlagatelji se srečujejo s težavami pri uresničevanju pravic, ki izhajajo iz njihovih delnic, zlasti če gre za čezmejne delnice. Pri verigah imetništva vrednostnih papirjev pri posrednikih, zlasti če vključujejo več posrednikov, ki vodijo račune vrednostnih papirjev, se informacije iz podjetij ne posredujejo delničarjem ali pa se glasovi delničarjev izgubijo. Prav tako obstaja večja verjetnost, da posredniki zlorabijo glasovalne pravice. Na sisteme vplivajo trije glavni razlogi: pomanjkanje možnosti, da bi podjetje identificiralo vlagatelje, pomanjkanje pravočasnega posredovanja informacij in pravic v naložbeni verigi ter cenovne diskriminacije čezmejnih imetništev.

2.6. Nezagotovljena kakovost informacij o upravljanju podjetij

Ugotovljene so bile pomanjkljivosti v zvezi s kakovostjo poročil o upravljanju podjetij, ki so jih pripravila podjetja v EU, ki kotirajo na borzi, zlasti v zvezi s pojasnili za odstopanja od priporočil iz kodeksov o upravljanju podjetij. V več kot 60 % primerov, v katerih podjetja niso upoštevala priporočil, podjetja niso zagotovila zadostnih pojasnil. Neustrezno poročanje delničarjem otežuje sprejemanje premišljenih naložbenih odločitev in sodelovanje s podjetjem.

2.7 Subsidiarnost

Pristojnost za ukrepanje temelji na členu 50(2)(g) PDEU. Vedno večji pomen čezmejnih kapitalskih naložb (okrog 44 % skupne tržne vrednosti podjetij v EU, ki kotirajo na borzi, je v rokah tujih vlagateljev) ter spremembe v verigi kapitalskih naložb upravičujejo določene ciljno usmerjene ukrepe na ravni EU za zagotovitev zaščite interesov delničarjev in drugih interesnih skupin. Le omejeno število držav članic je sprejelo ukrepe ali namerava sprejeti ukrepe za reševanje težav, ti ukrepi pa ne morejo prinesiti učinkovitih rešitev za te težave. Sami ukrepi držav članic bodo verjetno imeli za posledico različne sklope pravil, ki bodo povzročili neenake pogoje, to pa lahko oslabi dobro delovanje notranjega trga ali ustvari nove ovire za dobro delovanje.

3. MOŽNOSTI POLITIKE, ANALIZA UČINKA IN IZBIRA PREDNOSTNE MOŽNOSTI

3.1. Povečevanje ravni sodelovanja institucionalnih vlagateljev in upravljavcev premoženja

Možnosti politike
1 – Brez spremembe politike
2 – Priporočilo o preglednosti institucionalnih vlagateljev in upravljavcev premoženja glede njihovega glasovanja in sodelovanja ter določeni vidiki pooblastil za upravljanje premoženja
3 – Obvezna preglednost institucionalnih vlagateljev in upravljavcev premoženja glede njihovega glasovanja in sodelovanja ter določeni vidiki pooblastil za upravljanje premoženja

Ocena možnosti politike			
	Uspešnost	Učinkovitost	Skladnost
Možnost 1: brez spremembe politike	0	0	0
Možnost 2: priporočilo o preglednosti institucionalnih vlagateljev in upravljavcev premoženja	+	+	+
Možnost 3: zavezujoči predpisi o preglednosti institucionalnih vlagateljev in upravljavcev premoženja	++	+	+

Možnost 3 je prednostna možnost:

Ta možnost bi povečala preglednost o tem, kako lastniki premoženja spodbujajo svoje upravljavce premoženja k delovanju v najboljšem dolgoročnem interesu svojih upravičencev in prizadevanju za izvajanje naložbenih strategij, ki vključujejo sodelovanje delničarjev. Upravljavci premoženja bi morali ravnati pregledno v zvezi s svojimi politikami sodelovanja, njihovimi prednostmi in načinom izvajanja predpisanih politik. Bistvene in ustrezne informacije bi upravljavcem premoženja omogočile, da sprejemajo bolj premišljene odločitve o svojih naložbenih politikah. Prav tako bi jih spodbudile k tesnejšemu sodelovanju s podjetji, v katera vlagajo. Preglednost stroškov pogostega obrata naložb s strani upravljavcev premoženja lahko zmanjša razsežnost takih poslov ter prispeva k večji osredotočenosti na osnovno vrednost podjetij in povečevanju te vrednosti s sodelovanjem delničarjev. Ti ukrepi lahko privedejo do prihrankov pri stroških ter izboljšane donosnosti za lastnike premoženja in končne upravičence. Večja osredotočenost na osnovne vrednosti in sposobnost podjetij za ustvarjanje realne vrednosti bi lahko zlasti koristila MSP, ki kotirajo na borzi. Več sodelovanja in dolgoročnejša perspektiva bi prav tako lahko prispevala k višjim naložbam podjetij v raziskave in konkurenčnost ter k posledično večjemu številu delovnih mest.

Zavezujoči predpisi o preglednosti bi zagotovili največjo verjetnost, da bo prišlo do pozitivnih sprememb z omejenimi stroški.

3.2. Ustvarjanje boljše povezave med plačo in uspešnostjo

Možnosti politike
1 – Brez spremembe politike
2 – Zavezujoči predpisi o preglednosti prejemkov
3 – Glasovanje delničarjev o prejemkih

Ocena možnosti politike			
	Uspešnost	Učinkovitost	Skladnost
Možnost 1: brez spremembe politike	0	0	0
Možnost 2: zavezujoči predpisi o preglednosti prejemkov	+	+	+
Možnost 3: glasovanje delničarjev o prejemkih	+	++	+

Možnosti 2 in 3 sta prednostni možnosti: Zagotavljanje jasnih, izčrpnih in primerljivih informacij o politikah prejemkov in posameznih prejemkih direktorjev bi delničarjem pomagalo pri izvajanju učinkovitega nadzora. Uskladitev zahtev glede razkritja na ravni EU bi rešila asimetrijo informacij in posledično zmanjšala stroške zastopanja na najmanjšo možno mero. To bi bilo koristno za čezmejne naložbe, saj bi olajšalo primerjanje informacij in omogočilo lažje sodelovanje, ki bilo posledično tudi cenejše. Poleg tega bi podjetja prisililo, da bi postala bolj odgovorna drugim interesnim skupinam.

Delničarjem bi možnost, da glasujejo o plačah, zagotovila učinkovito orodje za nadzor prejemkov direktorjev in sodelovanje s podjetji, hkrati pa bi okrepila povezavo med plačo in uspešnostjo.

3.3. Preglednost in nadzor nad posli s povezanimi strankami

Možnosti politike
1 – Brez spremembe politike
2 – Nezavezujoči akti, ki določajo smernice
3 – Izboljšanje zahtev glede preglednosti za posle s povezanimi strankami
4 – Glasovanje delničarjev o najpomembnejših poslih

Ocena možnosti politike			
	Uspešnost	Učinkovitost	Skladnost
Možnost 1: brez spremembe politike	0	0	0
Možnost 2: nezavezujoči akti, ki določajo	≈	≈	+

smernice			
Možnost 3: izboljšanje zahtev glede preglednosti za posle s povezanimi strankami	+	+	+
Možnost 4: glasovanje delničarjev o najpomembnejših poslih	++	++	+

Možnosti 3 in 4 sta prednostni možnosti: zagotavljanje predhodnih informacij o najpomembnejših poslih bi vlagateljem (zlasti manjšinskim vlagateljem) omogočilo, da ukrepajo proti neupravičenim poslom in tesneje sodelujejo s podjetjem, medtem ko bi jim glasovanje omogočilo, da zavrnejo nepošteno posle. Glasovanje delničarjev bi tudi spodbudilo izražanje mnenj podjetij o poslih s povezanimi strankami. Ta kombinacija bi lahko pozitivno vplivala na konkurenčnost ter vzdržnost podjetij in čezmejnih naložb

Zavezujoči predpisi bodo verjetno učinkovitejši od nezavezujočih smernic.

3.4. Preglednost svetovalcev zastopniških podjetij

Možnosti politike
1 – Brez spremembe politike
2 – Priporočila o preglednosti metodologije in navzkrižij interesov
3 – Zavezujoče zahteve glede razkritja metodologije in navzkrižij interesov
4 – Podroben regulativni okvir

Ocena možnosti politike			
	Uspešnost	Učinkovitost	Skladnost
Možnost 1: brez spremembe politike	0	0	0
Možnost 2: priporočilo o preglednosti	≈	+	++
Možnost 3: zavezujoči predpisi o preglednosti	+	++	+
Možnost 4: podroben regulativni okvir	++	-	-

Možnost 3 je prednostna možnost: obvezno razkritje dveh glavnih problematičnih področij (metodologija in obvladovanje morebitnih navzkrižij interesov) bi še dodatno prisilila svetovalce zastopniških podjetij, da vzpostavijo ustrezne postopke za te ključne vidike. Zavezujoče zahteve glede preglednosti bi bile učinkovitejše od nezavezujočih aktov, ob tem pa ne bi povzročile neprilagodljivih in nesorazmernih stroškov, povezanih s podrobnim regulativnim okvirom.

3.5. Identifikacija delničarjev in olajšanje uveljavljanja pravic delničarjev s strani ponudnikov računov vrednostnih papirjev

Možnosti politike
1 – Brez spremembe politike
2 – Minimalna pravila EU
3 – Podrobne zahteve glede možnosti identifikacije delničarjev in obveznosti glede olajšanja uveljavljanja pravic delničarjev s strani posrednikov

Ocena možnosti politike			
	Uspešnost	Učinkovitost	Skladnost
Možnost 1: brez spremembe politike	0	0	0
Možnost 2: minimalna pravila EU	+	++	+
Možnost 3: obveznosti mehanizma identifikacije delničarjev za posrednike	++	++	+

Možnost 3 je prednostna možnost: Obveznost zagotavljanja storitve identifikacije delničarjev podjetju za posrednike, ki zagotavljajo račune vrednostnih papirjev, bo olajšala neposredni stik med delničarjem in podjetjem. Obveznost teh posrednikov, da posredujejo informacije v zvezi z delnicami, olajšajo uveljavljanje pravic delničarjev in utemeljijo razlike v ceni za te storitve, če se pravice uveljavljajo prek meja držav članic, bo zagotovila, da se glasovi delničarjev ne izgubijo in da lahko delničarji učinkoviteje sodelujejo prek meja.

3.6. Izboljšanje kakovosti poročil o upravljanju podjetij

Možnosti politike
1 – Brez spremembe politike
2 – Priporočilo, ki določa smernice
3 – Podrobne zahteve glede poročil o upravljanju podjetij

Ocena možnosti politike			
	Uspešnost	Učinkovitost	Skladnost
Možnost 1: brez spremembe politike	0	0	0
Možnost 2: priporočilo, ki določa smernice	+	++	++
Možnost 3: podrobna pravila	++	+	+

Možnost 2 je prednostna možnost: Določitev smernic o pojasnilih odstopanj od kodeksov bo podjetjem verjetno zagotovila večjo gotovost pri pripravi takih poročil in izboljšala njihovo kakovost. Prav tako jih bo spodbudila k temeljitejšem razmisleku o svojih ureditvah upravljanja podjetij in njihovem izboljšanju, če je to potrebno, kar bi lahko prispevalo k večji uspešnosti ter tudi k čezmejnimi naložbam zaradi večje preglednosti in primerljivosti poročil.

4. SPLOŠNI UČINKI SVEŽNJA

Predlagan pristop je sestavljen iz svežnja dopolnilnih ukrepov. Sveženj je del dela Komisije o dolgoročnem financiranju evropskega gospodarstva: prispeva k dolgoročnejši perspektivi delničarjev, ki zagotavlja boljše pogoje poslovanja za podjetja, ki kotirajo na borzi.

Cilj prednostnih možnosti je zagotoviti, da imajo vlagatelji na razpolago jasne, izčrpne in primerljive informacije, kar odpravlja ovire za sodelovanje, zlasti za čezmejne vlagatelje. Ustvarjanje večje preglednosti učinka naložbenih politik bo povzročilo bolj premišljene odločitve vlagateljev in končnih upravičencev, hkrati pa tudi spodbudilo vlagatelje k tesnejšemu sodelovanju s podjetji, v katera vlagajo. Kakršno koli povečanje sodelovanja delničarjev bo verjetno pozitivno vplivalo na vrednost za delničarje in učinkovitost delničarjev ter tudi na konkurenčnost in uspešnost ciljnega podjetja.²

Predlagani sveženj bi zato lahko imel pozitivni učinek na dolgoročno vzdržnost podjetij, ki kotirajo na borzi, vključno z MSP, ki bodo verjetno imela korist od boljšega dostopa do kapitalskih trgov. Pričakovati je mogoče tudi nekaj pozitivnih socialnih učinkov, saj bi lahko dolgoročno usmerjena podjetja ustvarila več delovnih mest. Posebni vplivi na okolje niso predvideni.

Sveženj bi povzročil povečanje upravnega bremena, vključno za MSP, ki kotirajo na borzi. Vendar pa bi bili ti stroški omejeni, ker so predvideni predvsem ukrepi za preglednost in objavo ter ker je določena stopnja preglednosti že uvedena oziroma se prostovoljno uporablja. Poleg tega bi bili stroški enakomerno porazdeljeni med različne interesne skupine.

² Sodelovanje delničarjev pri upravljanju podjetij, pri čemer so prejemale eno izmed ključnih vprašanj, lahko ustvari v povprečju 7–8 % nenormalnega kumulativnega donosa in delniškega donosa po strategiji „kupi in drži“ v enem letu, zmanjša stroške kapitala za podjetja ter bistveno izboljša njihovo upravljanje in dobičkonosnost.

5. OCENA

Ocena učinka svežnja se izvede pet let po roku za prenos, ustreznost morebitnih sprememb pa se lahko obravnava na podlagi rezultatov ocene.