

**SK**

**SK**

**SK**



EURÓPSKA KOMISIA

Brusel, 5.4.2011  
KOM(2011) 164 v konečnom znení

**ZELENÁ KNIHA**

**Rámec správy a riadenia spoločností EÚ**

## ZELENÁ KNIHA

### Rámec správy a riadenia spoločností EÚ

(Text s významom pre EHP)

Komisia nedávno znovu zopakovala svoj záväzok vybudovať silný a úspešný jednotný trh, ktorý sa bude zameriavať na občanov a opätovné získanie ich dôvery. Ako sa uvádza v jej oznámení *Na ceste k Aktu o jednotnom trhu*, „prvoradá je, aby európske podniky preukázali čo najväčšiu zodpovednosť tak voči svojim zamestnancom a akcionárom, ako aj voči spoločnosti všeobecne“<sup>1</sup>. Pri budovaní dôvery občanov k jednotnému trhu sú kľúčovými prvkami správa a riadenie spoločností a ich sociálna zodpovednosť. Prispievajú aj ku konkurencieschopnosti európskych podnikov, pretože dobre fungujúce, udržateľné spoločnosti môžu najlepšie prispieť k ambicióznym cieľom rastu ustanoveným v stratégii Agenda 2020<sup>2</sup>. V oblasti sociálnej zodpovednosti spoločností už Komisia začala verejnú konzultáciu o zverejňovaní iných ako finančných informácií spoločnosťami<sup>3</sup> a neskôr v tomto roku predloží novú rámcovú iniciatívu na riešenie otázok týkajúcich sa spoločenských problémov, s ktorými sa stretávajú podniky.

V komuniké ministrov financií skupiny G 20 a guvernérov centrálnych bánk z 5. septembra 2009 sa zdôrazňovalo, že by sa mali prijať opatrenia na zaistenie udržateľného rastu a vybudovanie silnejšieho medzinárodného finančného systému. Správa a riadenie spoločností je jedným z prostriedkov na obmedzenie škodlivého krátkodobého zmýšľania a nadmerného riskovania<sup>4</sup>. Cieľom tejto zelenej knihy je posúdiť účinnosť súčasného rámca správy a riadenia európskych spoločností vzhľadom na uvedené skutočnosti.

Správa a riadenie spoločností sa tradične definuje ako systém, prostredníctvom ktorého sa spoločnosti riadia a kontrolujú<sup>5</sup>, a ako súbor vzťahov medzi vedením spoločnosti, jej správnu radou, akcionármi a ostatnými zainteresovanými stranami<sup>6</sup>. Rámec správy a riadenia kótovaných spoločností v Európskej únii je spojením právnych predpisov a tzv. mäkkého, t. j. nevynútiteľného práva vrátane odporúčaní<sup>7</sup> a kódexov správy a riadenia spoločností. Aj keď sa kódexy správy a riadenia spoločností prijímajú na vnútroštátnej úrovni, v smernici 2006/46/ES sa podporuje ich uplatňovanie a požaduje sa, aby sa kótované spoločnosti vo

---

<sup>1</sup> Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov: *Na ceste k aktu o jednotnom trhu za sociálne trhové hospodárstvo s vysokou konkurencieschopnosťou*, KOM(2010) 608 v konečnom znení/2, s. 27.

<sup>2</sup> Závery Európskej rady zo 17. júla 2010 sú k dispozícii na: [http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf).

<sup>3</sup> Konzultácia o „zverejňovaní iných ako finančných informácií spoločnosťami“ sa skončila v januári 2011; pozri [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/non-financial\\_reporting\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm).

<sup>4</sup> Pozri napríklad aj OECD, *Správa a riadenie spoločností a finančná kríza – závery a nové osvedčené postupy na lepšie uplatňovanie zásad*, február 2010.

<sup>5</sup> *Správa výboru pre finančné aspekty správy a riadenia spoločností* (Cadburyho správa), 1992, s. 15, k dispozícii na <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

<sup>6</sup> *Zásady správy a riadenia spoločností* OECD, 2004, p. 11, k dispozícii na <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

<sup>7</sup> Zoznam opatrení EÚ v oblasti správy a riadenia spoločností pozri v prílohe 2.

svojom vyhlásení o správe a riadení spoločností odvolávali na kódex a aby na základe zásady „dodržiavaj alebo vysvetli“<sup>8</sup> informovali o tom, ako tento kódex uplatňujú.

S cieľom zistiť najzávažnejšie problémy dobrej správy a riadenia spoločností v EÚ a pripraviť túto zelenú knihu Komisia viedla rozhovory so vzorkou kótovaných spoločností z rôznych členských štátov a rôznych odvetví s rôznymi úrovňami kapitalizácie a rôznymi akcionárskymi štruktúrami. Zorganizovala aj stretnutia s expertmi na správu a riadenie spoločností a so zástupcami investorov a občianskej spoločnosti. Niektoré závažné problémy sa už objavili v kontexte zelenej knihy – Správa a riadenie spoločností vo finančných inštitúciách a politiky odmeňovania<sup>9</sup> prijatej v júni 2010. Napríklad zapojenie akcionárov nie je dôležité iba pre finančné inštitúcie, ale aj pre spoločnosti vo všeobecnosti<sup>10</sup>. Z dôvodu osobitných problémov, ktorým čelia pri zaisťovaní účinného systému riadenia rizík, a z dôvodu systémových rizík, ktoré môžu predstavovať pre finančný systém, predstavujú však finančné inštitúcie špeciálny prípad. Riešenia predpokladané v zelenej knihe z júna 2010 preto nemusia byť vhodné pre spoločnosti EÚ vo všeobecnosti. V tejto zelenej knihe sa preto riešia ďalej uvedené tri oblasti, ktoré sú základom dobrej správy a riadenia spoločností:

- Správna rada – ako protipól výkonného manažmentu sú potrebné vysoko výkonné a účinné správne rady. To znamená, že správne rady potrebujú členov bez výkonnej funkcie s rôznymi názormi, schopnosťami a vhodnými profesionálnymi skúsenosťami. Títo členovia musia byť takisto ochotní venovať dostatočný čas práci v správnej rade. Zvlášť dôležitá je úloha predsedu správnej rady, ako aj zodpovednosť rady za riadenie rizík.
- Akcionári – rámec správy a riadenia spoločností je založený na predpoklade, že akcionári sa zapájajú do činnosti spoločností a vedenie sa im za svoje výkony zodpovedá. Existujú však dôkazy, že väčšina akcionárov je pasívna a často sa zameriava len na krátkodobé zisky. Zdá sa preto užitočné zvážiť, či je možné povzbudiť akcionárov k tomu, aby sa viac zaujímali o udržateľné výnosy a dlhodobejšie výsledky spoločnosti a nájsť možnosti, ako ich povzbudiť, aby boli aktívnejší, pokiaľ ide o problémy správy a riadenia spoločností. Navyše v rôznych akcionárskych štruktúrach existujú aj iné problémy, ako napríklad ochrana menšiny.
- Ako uplatňovať prístup „dodržiavaj alebo vysvetli“, o ktorý sa opiera rámec správy a riadenia spoločností EÚ. Z najnovšej štúdie<sup>11</sup> vyplýva, že informačná kvalita vysvetlení uverejňovaných spoločnosťami, ktoré sa odchýlia od odporúčania kódexu správy a riadenia spoločností vo väčšine prípadov nie je uspokojivá a v mnohých členských štátoch je monitorovanie uplatňovania kódexu nedostatočné. Preto by bolo vhodné uvažovať o tom, ako zlepšiť túto situáciu.

Pozornosť si zaslúžia aj dve úvodné otázky.

---

<sup>8</sup> Tento prístup znamená, že spoločnosť, ktorá sa rozhodne odchýliť od kódexu správy a riadenia spoločnosti, musí vysvetliť, od ktorých častí kódexu správy a riadenia spoločnosti sa odchýlila a uviesť dôvody, pre ktoré to urobila.

<sup>9</sup> KOM(2010) 284 v konečnom znení, pozri aj Spätná väzba – zhrnutie reakcií na zelenú knihu – Správa a riadenie spoločností vo finančných inštitúciách, k dispozícii na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/governance/feedback\\_statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf).

<sup>10</sup> Pozri uvedenú zelenú knihu, časti 3.5 a 5.5.

<sup>11</sup> Štúdia o praktikách monitorovania a presadzovania v správe a riadení spoločností v členských štátoch, k dispozícii na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf).

Po prvé, európske predpisy týkajúce sa správy a riadenia spoločností sa uplatňujú na „kótované“ spoločnosti (t. j. spoločnosti, ktoré vydávajú akcie prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu). Vo všeobecnosti sa nerozlišujú podľa veľkosti<sup>12</sup> alebo typu spoločnosti. Niektoré členské štáty však majú špecifické kódexy správy a riadenia spoločností upravené pre malé a stredné kótované spoločnosti<sup>13</sup>, v ktorých napríklad ovládajúci akcionár môže byť aj manažérom. Tieto kódexy obsahujú odporúčania, v ktorých sa odráža veľkosť a štruktúra spoločnosti, vďaka čomu je ich vykonávanie pre malé podniky menej zložitú. V iných členských štátoch kódexy určené pre všetky kótované spoločnosti obsahujú určité ustanovenia upravené pre menšie spoločnosti<sup>14</sup>. Otázkou teda je, či by EÚ mala mať k spoločnostiam diferencovaný prístup a ako najlepšie zohľadniť prípadné ťažkosti s uplatňovaním niektorých postupov správy a riadenia európskych spoločností na spoločnosti rôzneho typu a veľkosti<sup>15</sup>.

Po druhé, dobrá správa a riadenie spoločností môže mať význam aj pre akcionárov v nekótovaných spoločnostiach. Aj keď sa už niektoré otázky správy a riadenia spoločností riešili v ustanoveniach zákonov o súkromných obchodných spoločnostiach, mnohé oblasti sú zatiaľ nepokryté. Možno treba motivovať vypracovanie usmernení pre správu a riadenie nekótovaných spoločností: vhodné a účinné riadenie je cenné aj pre nekótované spoločnosti, najmä vzhľadom na hospodársky význam niektorých veľmi veľkých nekótovaných spoločností. Ak by okrem toho došlo k nadmernému zaťažovaniu kótovaných spoločností, kótovanie by sa stalo menej atraktívnym. Keďže medzi problémami, s ktorými sa vyrovnávajú kótované a nekótované spoločnosti, sú výrazné rozdiely, nie je možné jednoducho preniesť zásady určené pre kótované spoločnosti na nekótované spoločnosti. Na európskej<sup>16</sup> alebo vnútroštátnej úrovni<sup>17</sup> už boli navrhnuté určité dobrovoľné kódexy a iniciatívu prejavili aj profesionálne orgány. Otázkou teda je, či je potrebné nejaké opatrenie EÚ týkajúce sa správy a riadenia nekótovaných spoločností.

Otázky:

---

<sup>12</sup> Sú tu však aj výnimky, napríklad v článku 41 ods. 1 druhom pododseku smernice Európskeho parlamentu a Rady 2006/43/ES zo 17. mája 2006 o štatutárnom audite ročných účtovných zväzkov a konsolidovaných účtovných zväzkov, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice Rady 78/660/EHS a 83/349/EHS a ktorou sa zrušuje smernica Rady 84/253/EHS (Ú. v. EÚ L 157, 9.6.2006, s. 87) sa členským štátom umožňuje, aby povolili MSP, ktoré sú kótovanými spoločnosťami, že si nemusia zriadiť osobitný výbor pre audit.

<sup>13</sup> Pozri napríklad *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, december 2009, Middelnext, k dispozícii na <http://www.middelnext.com/>.

<sup>14</sup> Pozri napríklad *UK Corporate Governance Code*, k dispozícii na <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

<sup>15</sup> Logikou zníženia záťaže pre malé a stredné podniky sa zaoberá aj prebiehajúci prieskum smerníc o účtovníctve (smernice Rady 78/660/EHS a smernice Rady 83/349/EHS), aj keď sa zameriava hlavne na nekótované spoločnosti, ako aj zelená kniha o auditorskej politike uverejnená v roku 2010, KOM(2010) 561, k dispozícii na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/audit/green\\_paper\\_audit\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf).

<sup>16</sup> *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, Európska konfederácia riaditeľov združení (EcoDa), k dispozícii na [http://www.ecoda.org/docs/ECODA\\_WEB.pdf](http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf).

<sup>17</sup> Pozri napríklad v Belgicku *Buyssse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* ([http://www.codebuyssse.be/downloads/CodeBuyssse\\_EN.pdf](http://www.codebuyssse.be/downloads/CodeBuyssse_EN.pdf)); vo Fínsku iniciatívu Ústrednej obchodnej komory *Improving corporate governance of unlisted companies* (<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972>); v Spojenom kráľovstve *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, Inštitút riaditeľov ([http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp\\_gov\\_guidance\\_and\\_principles\\_for\\_unlisted\\_companies\\_in\\_the\\_uk\\_final\\_1011.pdf](http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf)).

- |     |  |
|-----|--|
| (1) | Mala by sa v opatreniach týkajúcich sa správy a riadenia kótovaných spoločností EÚ zohľadňovať veľkosť kótovaných spoločností? Ako? Mal by sa zriadiť diferencovaný a proporcionálny režim pre malé a stredné kótované spoločnosti? Ak áno, existujú v tejto oblasti vhodné vymedzenia alebo prahové hodnoty? Ak áno, odpovedzte na uvedené otázky a navrhnite spôsoby ich prípadného prispôsobenia pre MSP. |
| (2) | Mali by byť na úrovni EÚ prijaté nejaké opatrenia týkajúce sa správy a riadenia nekótovaných spoločností? Mala by sa EÚ sústrediť na podporovanie vypracovania a uplatňovania dobrovoľných kódexov pre nekótované spoločnosti?   |

## 1. SPRÁVNA RADA

Termín „správna rada“ používaný v tejto zelenej knihe v podstate odkazuje na úlohu dohľadu, ktorú vykonávajú členovia správnej rady. V duálnej štruktúre má túto úlohu dozorná rada<sup>18</sup>. V duálnom systéme termín „člen správnej rady bez výkonnej funkcie“ zahŕňa členov dozornej rady.

Rozhodujúcu úlohu pri vývoji zodpovedných spoločností zohrávajú správne rady. A zdá sa, že úloha, ktorú zohráva predseda/predsedačka, má v mnohých ohľadoch podstatný vplyv na fungovanie a úspech správnej rady. Vzhľadom na tento vplyv by mohlo byť užitočné vymedziť postavenie a zodpovednosť predsedu/predsedačky správnej rady jednoznačnejšie.

Otázka:

- |     |   |
|-----|---|
| (3) | Mala by sa EÚ usilovať zaistiť, aby boli funkcie a povinnosti predsedu/predsedačky správnej rady a najvyššieho výkonného činiteľa jednoznačne oddelené? |
|-----|---|

S cieľom umožniť správnym radám, aby boli účinným protipólom výkonného manažmentu, sa ďalej rozoberajú iné témy, ktoré by si zaslúžili podrobnejší prieskum.

### 1.1. Zloženie správnej rady

Zloženie správnej rady musí vyhovovať podnikateľskej činnosti spoločnosti. Členovia správnej rady bez výkonnej funkcie by sa mali vyberať na základe širokého súboru kritérií, t. j. zásluh, odbornej kvalifikácie, skúseností, osobnostných vlastností kandidáta, nezávislosti a rôznorodosti<sup>19</sup>.

Vďaka rôznorodosti profilov a skúseností jednotlivých členov získava správna rada rozsiahlu škálu hodnôt, názorov a schopností<sup>20</sup>. Tým sa môže vytvoriť širšia zásoba zdrojov a odborných znalostí. Rôzne skúsenosti z riadiacej práce, vnútroštátne alebo regionálne zázemie či vyváženosť obidvoch pohlaví môžu poskytovať účinné prostriedky proti nekritickému skupinovému mysleniu a byť živnou pôdou pre nové myšlienky. Väčšia rôznorodosť vedie k tomu, že sa počas zasadania správnej rady viac diskutuje, viac monitoruje a viac polemizuje. Môže sa tým dospieť k lepším rozhodnutiam, ale odsúhlasenie týchto rozhodnutí môže

---

<sup>18</sup> Táto zelená kniha nemá nijaký vplyv na úlohy pridelené rôznym orgánom spoločnosti ani na účasť zamestnancov na úrovni vedenia v zmysle vnútroštátnych právnych predpisov.

<sup>19</sup> Treba uviesť, že niektoré členské štáty ustanovujú režimy týkajúce sa účasti zamestnancov v správnych radách.

<sup>20</sup> Série „Podporovanie rôznorodosti zainteresovaných strán v správnej rade“, „Erfurtské zasadnutia“, č. 1, marec 2008, vydavateľia Seminäre europäischen Bürger e.V. (Erfurt, Nemecko).

vyžadovať dlhší čas. Preto je nevyhnutné odhodlanie a podpora predsedu/predsedičky správnej rady.

#### *1.1.1. Rôznorodosť v oblasti profesionálnych schopností*

Za kľúč k efektívnej práci správnej rady sa považujú rôznorodé odborné znalosti. Na to, aby správna rada ako celok pochopila napríklad komplexnosť svetových trhov, finančné ciele spoločnosti a vplyv podnikania na rôzne zainteresované strany vrátane zamestnancov, sú potrebné rôznorodé odborné znalosti. Spoločnosti, s ktorými Komisia viedla rozhovory, potvrdili, že pri výbere členov správnej rady je dôležité vybrať osoby s takými profilmi, ktoré sa vzájomne dopĺňajú. Nie je to však všeobecne zaužívaný postup. Napríklad 48 % európskych správnych rád nemá žiadneho člena s profilom zameraným na predaj a marketing a 37 % výborov pre audit nemá finančného riaditeľa (CFO) alebo bývalého finančného riaditeľa<sup>21</sup>.

Tým najdôležitejším faktorom pri výbere nových členov správnej rady bez výkonnej funkcie je presné posúdenie schopností a odborných znalostí. Náborová politika, v rámci ktorej sa presne identifikujú schopnosti, ktoré potrebuje správna rada, by teda mohla pomôcť zvýšiť jej schopnosť účinne monitorovať spoločnosť.

#### *1.1.2. Medzinárodná rôznorodosť*

Vo vzorke veľkých európskych kótovaných spoločností bolo v správnej rade v priemere 29 % cudzích štátnych príslušníkov<sup>22</sup>. Medzi jednotlivými európskymi krajinami však boli veľké rozdiely. Zatiaľ čo na čele je Holandsko s 54 %, v Nemecku bolo v správnych radoch iba 8 % cudzích štátnych príslušníkov. Dokonca ani dnes nemá jedna zo štyroch európskych kótovaných spoločností vo svojej správnej rade žiadnych zahraničných členov.

Niektoré spoločnosti poukazovali na význam zahraničných členov správnej rady pre medzinárodné spoločnosti, zatiaľ čo iné zdôrazňovali ťažkosti vyplývajúce z odlišného kultúrneho zázemia a jazyka. V spoločnostiach so zahraničnými členmi správnej rady existuje zhoda medzi ich regionálnym zastúpením a ich medzinárodnými členmi správnej rady. Pri výbere zahraničných kandidátov pre členstvo v správnej rade sa za kľúčový faktor často považujú poznatky o regionálnych trhoch.

#### *1.1.3. Rodová rôznorodosť*

Otázku rodovej rôznorodosti v hospodárskom rozhodovaní Komisia rieši komplexným spôsobom vo svojom „Oznámení o stratégii pre rovnosť medzi ženami a mužmi v rokoch 2010 – 2015“ zo septembra 2010<sup>23</sup> a v nadväzujúcom dokumente Komisie<sup>24</sup>. Podľa zistení Komisie je pomer žien v (dozorných) správnych radoch kótovaných spoločností v EÚ v

---

<sup>21</sup> Heidrick & Struggles, *Správa o správe a riadení spoločností za rok 2009 – správne rady v búrlivých časoch (Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times)*, s použitím výberu 371 popredných spoločností v 13 krajinách na základe referenčnej burzy cenných papierov.

<sup>22</sup> Pozri Heidrick & Struggles.

<sup>23</sup> Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov: „Stratégia pre rovnosť medzi ženami a mužmi v rokoch 2010 – 2015“, KOM(2010) 491 v konečnom znení.

<sup>24</sup> Pozri údaje v pracovnom dokumente útvarov Komisie o vyvážení zastúpenia žien a mužov vo vedúcich pozíciách v podnikateľskej sfére, SEK(2011) 246 v konečnom znení.

súčasnosti v priemere 12 %<sup>25</sup>. Existujú dôkazy o tom, že zvýšenie počtu žien s vysokoškolským vzdelaním neprineslo v tomto ohľade významnú zmenu<sup>26</sup>. Následne niekoľko členských štátov prijalo opatrenia na zaistenie vyváženosti zastúpenia žien a mužov v správnych radách alebo takéto opatrenia plánujú<sup>27</sup>. Okrem toho niektoré spoločnosti počas pohovoru uviedli, že takéto požiadavky pomohli profesionalizovať výberové konanie.

Rodová rôznorodosť môže prispieť k riešeniu nekritického skupinového myslenia. Existuje aj dôkaz, že ženy majú odlišný štýl riadenia<sup>28</sup>, viac sa zúčastňujú na zasadnutiach správnej rady<sup>29</sup> a majú pozitívny vplyv na kolektívnu inteligenciu skupiny<sup>30</sup>. Zo štúdií vyplýva, že medzi percentuálnym zastúpením žien v správnych radách a výkonnosťou spoločnosti je pozitívna korelácia<sup>31</sup>, hoci celkový vplyv žien na ustálené výsledky je určite diferencovanejší<sup>32</sup>. Aj keď sa týmito štúdiami nepotvrzuje žiadna kauzalita, korelácia poukazuje na podnikateľskú perspektívu v prípade rodovej vyváženosti pri riadení a rozhodovaní v spoločnosti. Podporovanie účasti žien v správnych radách má predsa len jeden nepopierateľný pozitívny účinok: prispieva k zvyšovaniu zásoby talentov pre najvyššie funkcie v oblasti riadenia a dohľadu. Preto sa v oznámení Komisie „Stratégia pre rovnosť medzi ženami a mužmi“ zdôrazňuje, že počas budúcich piatich rokov bude Komisia „uvažovať o cieľených iniciatívach na zlepšenie rodovej vyváženosti pri rozhodovaní“.

Zavedenie takých opatrení ako kvóty alebo ciele na zaistenie rodovej vyváženosti v správnych radách však nestačí, ak spoločnosti neprijmú politiku rôznorodosť, ktorá prispieva k rovnováhe medzi prácou a súkromným životom pre ženy i mužov a ktorá podporuje najmä mentorstvo, vytváranie sietí a primeranú odbornú prípravu na riadiace pozície, čo je podstatné pre ženy, ktoré si chcú budovať kariéru, ktorá vedie k možnosti získania pozície v správnej rade. Zatiaľ čo je na spoločnostiach, aby sa rozhodli, či zavedú takúto politiku rôznorodosť, od správnych rád by sa malo aspoň vyžadovať, aby túto otázku zvažili a aby zverejňovali rozhodnutia, ktoré prijali. Komisia bude o týchto otázkach uvažovať v kontexte dokumentov nadväzujúcich na „Stratégiu pre rovnosť medzi ženami a mužmi v rokoch 2010 – 2015“ zo septembra 2010 a na túto zelenú knihu.

Otázky:

- |  |
|--|
| (4) Mal by sa v náborovej politike bližšie špecifikovať profil členov správnej rady vrátane predsedu s cieľom zaistiť, aby mali vhodnú odbornú kvalifikáciu a aby správna rada bola primerane rôznorodá? Ak áno, ako by sa to dalo najlepšie dosiahnuť a na akej |
|--|

<sup>25</sup> Európska komisia, Databáza žien a mužov v rozhodovacom procese <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en>.

<sup>26</sup> *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010.

<sup>27</sup> Pozri uvedený pracovný dokument útvarov Komisie.

<sup>28</sup> *Women matter*, McKinsey & Company 2008.

<sup>29</sup> Adams and Ferreira, „Ženy na zasadaní správnej rady a ich vplyv na riadenie a výkonnosť“ (Women in the boardroom and their impact on governance and performance) v *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

<sup>30</sup> Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi and Malone, Dôkaz potvrdzujúci faktor kolektívnej inteligencie pri výkone skupín ľudí (Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups), *Scienceexpress*, 30. september 2010.

<sup>31</sup> *Women matter*, McKinsey & Company 2007, Ženy vo vedení a ziskovosť firmy, Fínske podnikateľské a politické fórum (Female Leadership and Firm Profitability, Finnish Business and Policy Forum) — EVA 2007; Konečný súčet: Prepojenie výkonnosti spoločnosti a rodovej rôznorodosť (The bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity), *Catalyst* 2004.

<sup>32</sup> Pozri Adams and Ferreira.



úrovni správy a riadenia, t. j. na vnútroštátnej úrovni, na úrovni EÚ alebo na medzinárodnej úrovni?

- (5) Malo by sa od kótovaných spoločností požadovať, aby zverejnili, či majú politiku rôznorodosti, a ak áno, aby opísali jej ciele a hlavnú náplň a zároveň pravidelne podávali správy o pokroku?
- (6) Mali by byť kótované spoločnosti povinné zaistiť lepšiu rodovú vyváženosť v správnych radách? Ak áno, ako?

## 1.2. Požiadavky týkajúce sa dostupnosti a času

Došlo k nárastu komplexnosti a významu úlohy členov správnej rady bez výkonnej funkcie. Odrazilo sa to v niekoľkých vnútroštátnych kódexoch správy a riadenia spoločností a dokonca aj v právnych predpisoch. Členské štáty sa pokúšajú ustanoviť zásadu, že členovia správnej rady bez výkonnej funkcie by mali venovať dostatočný čas vykonávaniu svojich povinností. Niektoré členské štáty sa dostali ešte ďalej a odporučili počet mandátov v správnej rade, ktoré môže mať člen správnej rady bez výkonnej funkcie, alebo tento počet obmedzili.

Jednoduchým riešením na pomoc pri zaistovaní toho, aby členovia správnej rady bez výkonnej funkcie venovali dostatočný čas monitorovaniu svojich osobitných spoločností a dohľadu nad nimi, by bolo obmedzenie počtu mandátov. Tieto obmedzenia by sa mali prispôbiť konkrétnej situácii členov správnej rady bez výkonnej funkcie a príslušnej spoločnosti. Mali by zohľadniť, či ide o mandáty v podnikoch mimo skupiny alebo v nekontrolovaných podnikoch<sup>33</sup>, či má príslušná osoba aj výkonné funkcie, či ide o bežný nevýkonný mandát alebo predsedu a či má ďalšie funkcie v dozorných orgánoch spoločností podliehajúcich podobným požiadavkám ako kótované spoločnosti.

Otázka:

- (7) Domnievate sa, že by sa na úrovni EÚ malo zaviesť opatrenie obmedzujúce počet mandátov, ktoré môže vykonávať nevýkonný člen správnej rady? Ak áno, ako by sa malo formulovať?

## 1.3. Hodnotenie činnosti správnej rady

V odporúčaní Komisie z roku 2005 k úlohe nevýkonných členov správnej alebo dozornej rady kótovaných spoločností<sup>34</sup> sa uvádza, že správna rada by mala každý rok hodnotiť svoje výsledky. To zahŕňa posudzovanie členstva, organizácie a pôsobenia ako skupiny, kompetencie a účinnosti každého člena správnej rady a výborov rady, ako aj výsledkov činnosti rady v porovnaní so stanovenými cieľmi.

<sup>33</sup> „Ovládaný podnik“, ako sa vymedzuje v článku 2 ods. 1 písm. f) smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/109/ES z 15. decembra 2004 o harmonizácii požiadaviek na transparentnosť v súvislosti s informáciami o emitentoch, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, a ktorou sa mení a dopĺňa smernica 2001/34/ES. Pozri aj vzťah medzi materským a dcérskym podnikom vysvetlený v článku 1 smernice 83/349/EHS o konsolidovaných účtovných zvierkach.

<sup>34</sup> Odporúčanie Komisie 2005/162/ES z 15. februára 2005 o úlohe riadiacich pracovníkov registrovaných spoločností s nevýkonnými alebo dozornými oprávneniami a o výboroch vrcholového (dozorného) orgánu.

Pravidelným využívaním služieb vonkajšieho koordinátora (napríklad každé tri roky) by sa mohli zlepšiť hodnotenia činnosti správnej rady, pretože takýto koordinátor ponúka objektívny pohľad a môže poskytnúť najlepšie postupy iných spoločností<sup>35</sup>. Stále sa však zdá, že na niektorých domácich trhoch je iba obmedzený počet poskytovateľov takýchto služieb. Väčší dopyt však pravdepodobne vyvolá väčšiu ponuku.

Z podkladov, ktoré zhromaždila Komisia, vyplýva, že úloha vonkajšieho hodnotiteľa je pre hodnotenie naozaj prínosom, a to najmä počas krízy alebo keď zlyhá komunikácia medzi členmi správnej rady. Zdá sa, že kľúčom k úspechu je postoj predsedu správnej rady k hodnoteniu.

Okrem prvkov uvedených v odporúčaní Komisie by sa hodnotenie malo týkať aj kvality informácií a ich včasného poskytnutia správnej rade, odpovede vedenia na žiadosti o vysvetlenie a úlohy predsedu<sup>36</sup>. Na povzbudenie otvorenosti by sa mal zachovávať určitý stupeň dôverylosti informácií. Z hodnotiaceho posudku by sa preto malo zverejniť iba vysvetlenie postupu pri hodnotení.

Otázky:

(8) Mali by sa kótované spoločnosti povzbudzovať k tomu, aby pravidelne vykonávali vonkajšie hodnotenie (napríklad každé tri roky)? Ak áno, ako by sa to mohlo urobiť?

#### 1.4. Odmeňovanie členov správnej rady

Koncepcia správy a riadenia spoločností je v zásade založená na otázkach, ktoré vyplývajú z oddelenia vlastníctva a kontroly, najmä vo vzťahu majiteľ podniku – sprostredkovateľ medzi akcionármi a výkonnými členmi správnej rady. Odmeňovanie členov správnej rady sa do veľkej miery využívalo ako nástroj na zosúladenie záujmov akcionárov a výkonných členov správnej rady, a teda na zníženie nákladov na sprostredkovanie. V posledných rokoch začala prevládať premenlivá výška odmeny, štandardne viazaná na výsledky a zodpovednosť. Vyšlo však najavo, že medzi výsledkami a odmenami členov správnej rady je nesúlad. Nevhodné politiky odmeňovania a/alebo motivačné štruktúry môžu viesť k neodôvodneným presunom hodnôt zo spoločností a ich akcionárov a ďalších zainteresovaných strán na výkonných členov správnej rady. Zameranie na krátkodobé výkonnostné kritériá môže mať okrem toho záporný vplyv na dlhodobú udržateľnosť spoločnosti.

Problémy týkajúce sa odmeňovania výkonných členov správnej rady riešila Komisia v troch odporúčaní<sup>37</sup>. Medzi hlavné odporúčania patrí zverejnenie politiky odmeňovania a individuálnych odmien výkonných a nevýkonných členov správnej rady, hlasovanie akcionárov o zásadách odmeňovania, nezávisle fungujúci výbor pre odmeňovanie a vhodné stimuly na zlepšenie výsledkov, ako aj dlhodobé vytváranie hodnôt kótovaných spoločností. Zo správ Komisie<sup>38</sup> vyplýva, že niekoľko členských štátov neriešilo tieto otázky primeraným spôsobom. Na druhej strane sa zdá, že v členských štátoch stúpa tendencia prijímať právne predpisy o zverejnení a hlasovaní akcionárov. V roku 2009 Európske fórum správy a riadenia

<sup>35</sup> Dokument OECD, Správa a riadenie spoločností a finančná kríza – závery a novovznikajúce osvedčené postupy na zlepšenie uplatňovania zásad (Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles), 24. február 2010, s. 20.

<sup>36</sup> Pozri dokument Higgs, D. Preskúmanie úlohy a účinnosti členov správnej rady bez výkonnej funkcie (Review of the role and effectiveness of non-executive directors), január 2003.

<sup>37</sup> Odporúčania Komisie 2004/913/ES, 2005/162/ES a 2009/385/ES.

<sup>38</sup> Správy Komisie SEK(2007) 1022 a (2010) 285.

spoločností odporučilo, aby bolo zverejňovanie politiky odmeňovania a individuálnych odmien pre všetky kótované spoločnosti povinné<sup>39</sup>. Ďalej odporučilo záväzné alebo poradné hlasovanie akcionárov o politike odmeňovania a väčšiu nezávislosť nevýkonných členov správnej rady zapojených do stanovovania politiky odmeňovania. Komisia zorganizovala k tejto otázke aj konzultáciu v rámci zelenej knihy o správe a riadení finančných inštitúcií z roku 2010<sup>40</sup>. Cieľom konzultácie v tejto zelenej knihe je získať spätnú väzbu k ďalej uvedeným podrobnejším otázkam.

Otázky:

- (9) Malo by byť zverejňovanie politiky odmeňovania, výročná správa o odmeňovaní (správa o tom, ako sa politika odmeňovania vykonávala v minulom roku) a individuálne odmeny výkonných a nevýkonných členom správnej rady povinné?
- (10) Malo by byť povinné, aby o politike odmeňovania a o správach o odmeňovaní hlasovali akcionári?

### 1.5. Riadenie rizík

Všetky spoločnosti, bez ohľadu na ich špecifické oblasti činnosti, čelia širokej škále vonkajších a vnútorných rizík. Podľa svojich špecifických charakteristík (oblasť činnosti, veľkosť, medzinárodná orientácia, komplexnosť) by si mali vytvoriť kultúru vnímania rizika a postupy na účinné zvládanie rizika. Niektoré spoločnosti môžu čeliť rizikám, ktoré významne ovplyvňujú spoločnosť ako celok: riziká týkajúce sa zmeny klímy<sup>41</sup>, životného prostredia (napríklad početné dramatické ropné škvŕny zaznamenané v posledných desaťročiach), zdravia, bezpečnosti, ľudských práv atď. Iné spoločnosti prevádzkujú kritickú infraštruktúru, ktorej narušenie alebo zničenie by mohlo mať rozsiahle cezhraničné dôsledky<sup>42</sup>. Činnosti, ktoré by mohli vytvárať takéto riziká, sú však predmetom špecifických odvetvových právnych predpisov a sú monitorované príslušnými orgánmi. Pri zohľadňovaní rôznorodosti situácií sa nezdá, že by bolo možné navrhnúť jeden univerzálny model riadenia rizík pre všetky druhy spoločností. Rozhodujúce však je to, že správna rada zaisťuje vhodný dohľad nad postupmi riadenia rizík.

S cieľom dosiahnuť efektívnosť a konzistentnosť musí byť každá politika týkajúca sa rizík stanovená jednoznačne „zhora“, t. j. musí o nej pre celú organizáciu rozhodnúť správna rada. Všeobecne sa uznáva<sup>43</sup>, že primárnu zodpovednosť za vymedzenie rizikového profilu danej organizácie podľa sledovanej stratégie a za jeho primerané monitorovanie s cieľom zaisťiť, že pracuje účinne, znáša správna rada.

<sup>39</sup> Vyhlásenie Európskeho fóra správy a riadenia spoločností z 23. marca 2009.

<sup>40</sup> Pozri otázku 7.1. Respondenti, ktorí sa zapojili do konzultácie, vo všeobecnosti vyjadrili názor, že motivačné faktory pre členov správnej rady musia byť vhodne štruktúrované, aby podporili dlhodobé a udržateľné výsledky spoločností. Väčšina respondentov však bola proti legislatívnym opatreniam týkajúcim sa štruktúry odmeňovania v kótovaných spoločnostiach. Niektorí respondenti však uviedli, že by uvítali vyššiu transparentnosť politik odmeňovania členov správnej rady kótovaných spoločností, ako aj hlasovanie akcionárov.

<sup>41</sup> Napríklad odolnosť investícií spoločnosti voči zmene klímy, finančným alebo iným dôsledkom vyplývajúcim z nariadenia o emisiách skleníkových plynov.

<sup>42</sup> Webové stránky týkajúce sa ochrany kritickej infraštruktúry EÚ:  
[http://europa.eu/legislation\\_summaries/justice\\_freedom\\_security/fight\\_against\\_terrorism/jl0013\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm).

<sup>43</sup> Z pohovorov Komisie.

Niektoré aspekty sa môžu odlišovať z dôvodu rôznorodosti platných právnych rámcov, napríklad duálnej alebo unitárnej štruktúry správnej rady. V každom prípade je nevyhnutné jasne vymedziť úlohy a zodpovednosť všetkých strán zapojených do postupov riadenia rizík: správnej rady, výkonného vedenia a všetkých prevádzkových pracovníkov v rizikových funkciách. Náplne prác musia byť známe na vnútornej i vonkajšej úrovni.

Otázky:

- (11) Súhlasíte s tým, že správna rada by mala schváliť a prevziať zodpovednosť za spoločnosť, pokiaľ ide o jej ochotu riskovať, a zmysluplne o tom podávať správy akcionárom? Mali by tieto opatrenia o zverejňovaní zahŕňať aj kľúčové spoločenské riziká?
- (12) Súhlasíte s tým, že správna rada by mala zaistiť, aby opatrenia týkajúce sa riadenia rizík spoločnosti boli účinné a primerané rizikovému profilu spoločnosti?

## 2. AKCIONÁRI

Úloha akcionárov pri správe a riadení spoločností sa riešila v zelenej knihe – Správa a riadenie spoločností vo finančných inštitúciách uverejnenej v júni 2010.

V zelenej knihe z júna 2010 sa zistilo, že nedostatok primeraného záujmu akcionárov o to, aby vedenie finančných inštitúcií konalo zodpovedne, prispelo k slabej zodpovednosti vedenia a mohlo uľahčiť nadmerné riskovanie vo finančných inštitúciách. Zistilo sa, že v mnohých prípadoch akcionári považovali očakávané zisky z takéhoto riskovania za primerané, a tak implicitne podporovali nadmerné riskovanie, najmä prostredníctvom vysokého pákového účinku. Dôvodom je, že akcionári by plne profitovali z obrátenia takejto stratégie, zatiaľ čo sa podieľajú na stratách iba dovedy, kým hodnota vlastného kapitálu akcionára nedosiahne nulu, po čom by ďalšie straty znášali veritelia (známe ako „obmedzené ručenie“ akcionárov).

Správanie akcionárov vo finančných inštitúciách vo vzťahu k nadmernému riskovaniu môže byť špeciálnym prípadom, pretože ich operácie sú zložité a ťažko pochopiteľné. Z podkladov zhromaždených pri príprave tejto zelenej knihy vyplýva, že zistenia zelenej knihy z roku 2010 týkajúce sa nedostatočného zapojenia akcionárov a dôvodov, ktoré to spôsobujú, sú do značnej miery zapríčinené takisto správaním akcionárov v kótovaných spoločnostiach s rozptýleným vlastníctvom. Zdá sa, že v spoločnostiach s dominantným alebo ovládajúcim akcionárom je hlavnou úlohou zaistiť primeranú ochranu (hospodárskych) záujmov menšinových akcionárov. Okrem toho menšinoví akcionári, ktorí sú ochotní zapojiť sa do spoločností, sa takisto môžu stretnúť s ďalej opísanými ťažkosťami.

### 2.1. Nedostatok primeraného zapojenia akcionárov

Zapojenie akcionárov sa vo všeobecnosti chápe ako aktívne monitorovanie spoločností, zapájanie do dialógu so správnu radou spoločnosti a využívanie akcionárskych práv vrátane hlasovania a spolupráce s ostatnými akcionármi, ak treba zlepšiť správu a riadenie spoločnosti, do ktorej sa investuje, v záujme dlhodobého vytvárania hodnôt. Hoci zapojenie

zo strany krátkodobých investorov môže mať pozitívny vplyv<sup>44</sup>, vo všeobecnosti sa chápe ako činnosť, ktorou sa zlepšujú dlhodobé výnosy akcionárov<sup>45</sup>. Komisia sa preto domnieva, že sú to v prvom rade dlhodobí investori<sup>46</sup>, kto má záujem o zapojenie.

Niektoré dôvody spôsobujúce nedostatočné zapojenie akcionárov boli uvedené v zelenej knihe z roku 2010 a nebudú sa tu opakovať. Zdá sa, že niektoré z týchto dôvodov, ako napríklad náklady na zapojenie, ťažkosti s ohodnotením výnosu zo zapojenia a neistota vzhľadom na výsledok zapojenia vrátane parazitovania (free rider behaviour) majú vplyv na väčšinu inštitucionálnych investorov<sup>47</sup>. V zelenej knihe z roku 2010 sa Komisia takisto pýtala, či by sa od inštitucionálnych investorov, ako aj majiteľov a správcov aktív, malo požadovať, aby zverejňovali svoju politiku týkajúcu sa hlasovania a záznamy z hlasovania. Výrazná väčšina respondentov takéto pravidlo podporila. Podľa ich názoru by sa vďaka zverejňovaniu zlepšilo povedomie investorov, optimalizovali by sa investičné rozhodnutia konečných investorov, uľahčil by sa dialóg emitentov s investormi a podporilo by sa zapojenie akcionárov. Jednou z možností, o ktorých v súčasnosti uvažuje Komisia, by teda bol rámec pre transparentnosť v politikách hlasovania a zverejňovanie všeobecných informácií o ich vykonávaní pri rešpektovaní rovnakého zaobchádzania s akcionármi.

## 2.2. Krátkodobá vízia kapitálových trhov

Významný vývoj na kapitálových trhoch v posledných desaťročiach vrátane inovačných výrobkov a technických zmien bol zameraný hlavne na obchodnú funkciu kapitálových trhov a na podporu rýchlejšieho a účinnejšieho obchodovania. Zdá sa, že v dôsledku takých inovácií, ako vysokofrekvenčné a automatizované obchodovanie, sa zvýšila likvidita, pomohlo to však aj skrátiť trvanie držby akcií. Za posledné dve desaťročia sa výrazne skrátili investičné horizonty. Obrat výmeny hlavného kapitálu teraz prebieha na 150 % celkovej ročnej kapitalizácie trhu, z čoho vyplýva, že priemerné trvanie držby je osem mesiacov.

Súčasne sa zvýšilo sprostredkovanie investícií, čím stúpol význam zastupovania tretej strany medzi dlhodobými investormi a ich správcami aktív. Tvrdilo sa, že zastupovanie tretej strany naozaj prispieva ku krátkodobej vízii na trhu, ktorá môže spôsobiť nesprávne oceňovanie, stádovité správanie, zvýšenú nestálosť a nedostatočné vlastníctvo kótovaných spoločností. Táto otázka sa vysvetľuje v časti 2.3.

Niektorí investori sa sťažovali aj na „regulačný predsudok“ proti krátkodobej vízii, ktorý bráni dlhodobým investorom najmä prijímať dlhodobé investičné stratégie. Počas predbežných konzultácií Komisie so zainteresovanými stranami sa povedalo, že platobná schopnosť a pravidlá účtovania dôchodkových fondov, ktoré boli zamerané na podporu väčšej transparentnosti a účinnejšie oceňovanie trhu, mali nežiaduce dôsledky.

Otázka:

---

<sup>44</sup> Prínosom môže byť napríklad zapojenie typických krátkodobých orientovaných inštitucionálnych investorov, ako sú tzv. aktivistické hedžové fondy, pretože môže pôsobiť na správu a riadenie ako katalyzátor a zvýšiť povedomie medzi ostatnými akcionármi.

<sup>45</sup> Pozri UK Stewardship Code (britský kódex hospodárenia).

<sup>46</sup> Investori s dlhodobými záväzkami voči svojim príjemcom, ako sú napríklad dôchodkové fondy, životné poisťovne, štátne dôchodkové rezervné fondy a štátne investičné fondy.

<sup>47</sup> Na účely tejto zelenej knihy sa „inštitucionálny investor“ chápe v širokom zmysle, t. j. ako každá inštitúcia, ktorá profesionálne investuje (aj) v mene klientov a príjemcov.

- (13) Uved'te prosím, ktoré platné právne predpisy EÚ môžu podľa Vášho názoru prispieť k neprimeranej krátkodobej vízii medzi investormi a navrhnite, ako by sa tieto predpisy mohli zmeniť, aby sa zabránilo takémuto správaniu.

### **2.3. Zastupovanie tretej strany medzi inštitucionálnymi investormi a správcami aktív**

Komisia si uvedomuje, že nie všetci investori sa musia zapojiť do spoločnosti, do ktorej sa investuje. Investori si môžu slobodne vybrať krátkodobo orientovaný investičný model bez zapojenia.

Zastupovanie tretej strany medzi inštitucionálnymi investormi (vlastníkmi aktív) a ich správcami prispieva k rozšíreniu krátkodobej vízie na kapitálových trhoch a k nesprávnemu oceňovaniu<sup>48</sup>. Táto otázka je zvlášť významná, pokiaľ ide o nečinnosť dlhodobu orientovaných akcionárov.

#### *2.3.1. Krátkodobá vízia a zmluvy o správe aktív*

Zdá sa, že spôsob, akým sa hodnotia výsledky správcov aktív a stimulačná štruktúra poplatkov a provízií, vedie správcov aktív k tomu, aby hľadali krátkodobé výhody. Existujú dôkazy (potvrdené v dialógu Komisie s inštitucionálnymi investormi) o tom, že mnohí správcovia aktív sa vyberajú, hodnotia a vyplácajú na základe krátkodobých pomerných výsledkov. Hodnotenie výsledkov na pomernom základe, t. j. do akej miery prekonávajú index trhu alebo za ním zaostávajú, môže povzbudiť stádovité správanie a krátkodobú víziu, najmä ak sa na meranie výsledkov používa krátky časový interval. Komisia sa domnieva, že krátkodobé stimuly v zmluvách o správe aktív môžu významne prispieť ku krátkodobej vízii správcov aktív, ktorá má pravdepodobne vplyv na apatiu akcionárov.

Mnohí respondenti zelenej knihy z júna 2010<sup>49</sup> podporili vyššiu mieru zverejňovania stimulačných štruktúr pre správcov aktív. Potom je tu otázka, či sú vhodné doplňujúce opatrenia na lepšie zosúladenie záujmov dlhodobých inštitucionálnych investorov a správcov aktív (napríklad na vypracovanie súboru investičných zásad).

Otázka:

- (14) Existujú opatrenia, ktoré by sa mali prijať a ak áno, ktoré, pokiaľ ide o stimulačné štruktúry a hodnotenie výsledkov správcov aktív, ktorí riadia portfóliá dlhodobých inštitucionálnych investorov?

#### *2.3.2. Nedostatočná transparentnosť v oblasti výsledkov fiduciárnych povinností*

Vyššia transparentnosť v oblasti výsledkov fiduciárnych povinností správcov aktív, ako aj ich investičných stratégií, nákladov na obrat portfólia, konzistentnosti úrovne obratu portfólia s dohodnutou stratégiou, nákladov a prínosov zapojenia atď., by umožnila ľahšie určiť, či sú

<sup>48</sup> Paul Woolley „Prečo sú finančné trhy také neefektívne a vykorisťovateľské – a navrhované riešenie“ (‘Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy’), v *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

<sup>49</sup> Respondenti, ktorí podporili zverejňovanie, boli hlavne investori, správcovia aktív, odvetvie (finančných služieb) a podnikatelia.

činnosti správcov aktív prínosné pre dlhodobých inštitucionálnych investorov a dlhodobé vytváranie hodnôt v ich mene.

Okrem toho by mohlo byť prínosom zverejnenie informácií o úrovni a rozsahu zapojenia správcov aktív do spoločností, do ktorých sa investuje, v súlade s očakávaniami majiteľov aktív, a podávanie správ o činnostiach súvisiacich so zapojením<sup>50</sup>.

Vyššia transparentnosť v týchto otázkach by inštitucionálnym investorom pomohla lepšie monitorovať svojich sprostredkovateľov, a tým dosiahnuť väčší vplyv na investičný proces. V dôsledku takéhoto zlepšeného monitorovania by sa dlhodobí inštitucionálni investori mohli rozhodnúť, že opätovne prerokujú zmluvy o správe aktív, zavedú limity na obrat portfólia a požiadajú svojich správcov aktív, aby boli aktívnejšími strážcami spoločností, do ktorých sa investuje<sup>51</sup>.

Otázka:

(15) Malo by sa v predpisoch EÚ presadzovať, aby inštitucionálni investori účinnejšie monitorovali správcov aktív vzhľadom na stratégiu, náklady, obchodovanie a mieru zapojenia správcov aktív do spoločností, do ktorých sa investuje? Ak áno, ako?
---

## 2.4. Iné možné prekážky zapojenia inštitucionálnych investorov

### 2.4.1. Konflikty záujmov

Zdá sa, že jedným z dôvodov nedostatočného zapojenia akcionárov sú konflikty záujmov vo finančnom sektore. Konflikty záujmov vznikajú často vtedy, keď má inštitucionálny investor alebo správca aktív, či jeho materská spoločnosť, obchodný záujem v spoločnosti, do ktorej sa investuje. Príklad možno nájsť vo finančných skupinách, v ktorých môže pobočka správy aktív tajiť, že aktívne vykonáva svoje akcionárske práva v spoločnosti, ktorej materská spoločnosť poskytuje služby alebo ktorej akcie má.

Otázka:

(16) Mala by sa v predpisoch EÚ vyžadovať určitá nezávislosť riadiaceho orgánu správcov aktív, napríklad od jeho materskej spoločnosti, alebo sú na posilnenie zverejňovania a riadenia konfliktov záujmov potrebné iné (legislatívne) opatrenia?
---

### 2.4.2. Prekážky spolupráce akcionárov

Pre individuálnych investorov, najmä s rôznorodými portfóliami, nemusí byť zapojenie vždy úspešné. V tom, aby boli účinnejší, by im mohla pomôcť spolupráca akcionárov.

Mnohí respondenti na zelenú knihu z roku 2010 navrhovali zmenu a doplnenie platných právnych predpisov EÚ o zosúladenom konaní, ktoré môže brániť účinnej spolupráci

<sup>50</sup> Pozri aj odsek 7.3.4 verejnej konzultácie týkajúcej sa preskúmania smernice o trhoch s finančnými nástrojmi (Mifid):

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf)

<sup>51</sup> Výbor pre povinnosti akcionárov (ICGN Shareholder Responsibilities Committee) 31. januára 2010 uverejnil výzvu na predloženie príspevkov týkajúcich sa modelových zmluvných podmienok pre dohody medzi majiteľmi aktív a ich správcami fondov: [http://www.icgn.org/policy\\_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/](http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/).

akcionárov. Komisia uznáva, že jasnejšie a jednotnejšie predpisy o zosúladenom konaní by boli v tomto ohľade určite prínosom. Na uľahčenie spolupráce akcionárov boli predložené aj ďalšie návrhy: niektorí navrhujú, aby sa zriadili fóra pre spoluprácu akcionárov, zatiaľ čo iní navrhujú zástupný systém žiadostí EÚ, v ktorom by sa od kótovaných spoločností požadovalo, aby na svojej webovej stránke zriadili osobitnú funkciu, ktorá umožní akcionárom posielat' informácie o určitých bodoch programu a žiadať oprávnenia od iných akcionárov.

Niektorí investori uviedli, že cezhraničné hlasovanie je stále problematické, a preto by sa malo uľahčiť prostredníctvom právnych predpisov EÚ. Vďaka smernici o právach akcionárov (2007/36/ES) sa situácia v tejto oblasti výrazne zlepšila. Z dôvodu oneskorenej transpozície smernice v mnohých členských štátoch sa však reálny vplyv na individuálneho konečného investora prejavuje až teraz. Okrem toho sa zdá, že je problém v aktuálnom prenose dôležitých informácií medzi emitentom a akcionárom prostredníctvom siete, a to najmä v cezhraničných situáciách. Komisia si tieto ťažkosti uvedomuje a preskúma túto otázku vo vzťahu k svojej práci na harmonizácii zákona o cenných papieroch.

Otázka:

(17) Aký by bol pre EÚ najlepší spôsob na uľahčenie spolupráce akcionárov?
--

## 2.5. Zastupujúci poradcovia

Pre inštitucionálnych investorov s veľmi rôznorodými portfóliami akcií je v praxi ťažké podrobne posúdiť, ako by mali hlasovať o bodoch programu valného zhromaždenia spoločností, do ktorých investovali. Preto často využívajú služby zastupujúcich poradcov, napríklad poradenstvo pre hlasovanie, hlasovanie v zastúpení a rating správy a riadenia spoločností, v dôsledku čoho majú zastupujúci poradcovia významný vplyv na hlasovanie. Okrem toho sa objavili tvrdenia, že inštitucionálni investori sa na poradenstvo pre hlasovanie spoliehajú oveľa viac v prípade investícií v zahraničných spoločnostiach ako v prípade investícií na domácom trhu. V dôsledku toho by bol vplyv zmocnených poradcov väčší na trhoch s vysokým percentuálnym podielom medzinárodných investorov.

Vplyv zmocnených poradcov vzbudzuje určité obavy. Počas prípravy tejto zelenej knihy vyjadrili investori aj spoločnosti, do ktorých sa investuje, obavy, že metódy zastupujúcich poradcov používané pri príprave svojich odporúčaní nie sú dostatočne transparentné. Konkrétne sa hovorilo o tom, že analytická metodika nezohľadňuje charakteristiky špecifické pre firmu a/alebo charakteristiky vnútroštátnej legislatívy a najlepšie postupy správy a riadenia spoločností. Ďalšia obava sa týka konfliktov záujmov zastupujúcich poradcov. Ak zastupujúci poradca zároveň pôsobí pre spoločnosť, do ktorej sa investovalo, ako konzultant v oblasti správy a riadenia, môže z toho vzniknúť konflikt záujmov. Konflikt záujmov vzniká aj vtedy, keď zastupujúci poradca poskytuje poradenstvo k uzneseniam akcionárov, ktoré navrhol jeden alebo viac jeho klientov. Obavy napokon vzbudzuje aj nedostatočná konkurencia v tomto odvetví, najmä kvalita poradenstva a či zodpovedá potrebám investorov.

Otázky:

(18) Malo by sa v právnych predpisoch EÚ požadovať, aby boli zastupujúci poradcovia transparentnejší, napríklad pokiaľ ide o ich analytické metódy, konflikty záujmov a politiku ich riešenia a/alebo pokiaľ ide o to, či sa riadia kódexom správania? Ak áno, ako by sa to dalo najlepšie dosiahnuť?
---



- (19) Domnievate sa, že sú potrebné iné (legislatívne) opatrenia, napríklad obmedzenia možnosti zastupujúcich poradcov poskytovať konzultačné služby spoločnostiam, do ktorých sa investovalo?

## 2.6. Identifikácia akcionárov

Nedávno sa objavili požiadavky na opatrenie na úrovni EÚ s cieľom zvýšiť mieru transparentnosti investorov<sup>52</sup> vo vzťahu k emitentom akcií<sup>53</sup>. Zástancovia návrhu tvrdia, že prostriedky identifikácie akcionárov umožnia emitentom, aby s nimi nadviazali dialóg, a to najmä v oblasti správy a riadenia spoločností. Vďaka tomu by sa mohlo vo všeobecnosti zvýšiť aj zapojenie akcionárov v spoločnostiach, do ktorých investovali<sup>54</sup>. Asi dve tretiny členských štátov už priznali emitentom právo poznať svojich domácich akcionárov<sup>55</sup>. V smernici o transparentnosti<sup>56</sup> a príslušných vnútroštátnych vykonávacích opatreniach sa okrem toho ustanovuje stupeň transparentnosti v prípade podielov nad určitou prahovou hodnotou<sup>57</sup>.

Iné strany s požiadavkou vytvoriť európsky nástroj na identifikáciu akcionárov nesúhlasia. Domnievajú sa, že vďaka moderným komunikačným prostriedkom je veľmi ľahké informovať akcionárov a potenciálnych investorov o otázkach správy a riadenia spoločností a zistiť ich názory. Lepšia znalosť akcionárov by mohla takisto viesť k upevneniu pozície riadiacich pracovníkov t. j. pomôcť im lepšie sa obhájiť v situáciách, keď akcionári spochybňujú ich riadenie podniku. V niektorých členských štátoch sa môže riešiť takisto otázka zachovania súkromia vo vzťahu k pravidlám na ochranu údajov, ktoré zakazujú sprostredkovateľom podávať emitentom informácie o akcionároch.

Otázka:

- (20) Myslíte si, že je potrebný technický a/alebo právny mechanizmus na úrovni EÚ, ktorý by pomohol emitentom identifikovať svojich akcionárov s cieľom uľahčiť dialóg o otázkach správy a riadenia spoločností? Ak áno, domnievate sa, že by to bolo prínosom aj pre spoluprácu medzi investormi? Uved'te prosím podrobnosti [napríklad

<sup>52</sup> Podrobnejšie informácie pozri v pracovnom dokumente útvarov Komisie „Preskúmanie uplatňovania smernice 2004/109/ES: objavujúce sa problémy“, Sprievodný dokument k správe Komisie Rade Európskemu parlamentu, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov – Uplatňovanie smernice 2004/109/ES o harmonizácii požiadaviek na transparentnosť v súvislosti s informáciami o emitentoch, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, SEK(2009) 611, s. 88 – 94.

<sup>53</sup> Touto otázkou sa zaoberala aj zelená kniha *Správa a riadenie finančných inštitúcií a politiky odmeňovania (Corporate governance in financial institutions and remuneration policies)*, KOM(2010) 284, ktorá sa však obmedzila iba na finančné inštitúcie.

<sup>54</sup> Komisia sa už zaoberala rizikom zneužitia spojeným s „prázdnyh hlasovaním“ vo svojej konzultácii k smernici o transparentnosti. Z tejto konzultácie vyplynulo, že ide o jednu z praktík využívajúcich časový rozdiel medzi rozhodným dňom a dňom hlasovania („record date capture“).

<sup>55</sup> Viac podrobností pozri v Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe (Trhová analýza režimov pre transparentnosť akcionárov v Európe), pracovná skupiny pre transparentnosť akcionárov T2S Európskej centrálnej banky, 9. december 2010: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>

<sup>56</sup> Smernica 2004/109/ES.

<sup>57</sup> V revízii smernice o transparentnosti plánovanej na rok 2011 Komisia takisto predpokladá zavedenie požiadaviek na zverejňovanie informácií v prípade dlhých hospodárskych pozícií s podobným hospodárskym účinkom ako držba podielov.

sledovaný cieľ (ciele), uprednostňovaný nástroj, frekvenciu, mieru podrobností a rozdelenie nákladov].

## 2.7. Ochrana menšinových akcionárov

Ochrana menšinových akcionárov je v súvislosti s úlohou akcionárov v správe a riadení spoločností významná z niekoľkých dôvodov.

Zapojenie menšinových akcionárov je ťažké v spoločnostiach s ovládajúcimi akcionármi, pričom tento model správy a riadenia v európskych spoločnostiach prevláda. To vyvoláva otázku, či je systém „dodržiavaj alebo vysvetli“ v takýchto spoločnostiach životaschopný, najmä ak nie je zaručená primeraná ochrana menšinových akcionárov.

Druhou otázkou je, či sú platné predpisy EÚ dostatočné na ochranu záujmov menšinových akcionárov proti možnému zneužitiu ovládajúcim akcionárom (a/alebo vedením).

### 2.7.1. Priestor pre zapojenie akcionárov a fungovanie pravidla „dodržiavaj alebo vysvetli“ v spoločnostiach s ovládajúcim alebo dominantným akcionárom

Zapojenie menšinových akcionárov môže byť zvlášť ťažké v spoločnostiach s dominantným alebo ovládajúcim akcionárom, ktorý je obvykle zastúpený aj v správnej rade. Ťažkosti alebo neschopnosť menšinových akcionárov účinne obhajovať svoje záujmy v spoločnostiach ovládajúcimi akcionármi môže veľmi znižovať účinnosť mechanizmu „dodržiavaj alebo vysvetli“. S cieľom posilniť práva akcionárov vyhradili niektoré členské štáty (napríklad Taliansko) vymenovanie niektorých členov správnej rady menšinovým akcionárom.

Otázka:

(21) Myslíte si, že menšinoví akcionári potrebujú dodatočné práva, aby mohli účinne obhajovať svoje záujmy v spoločnostiach s ovládajúcimi alebo dominantnými akcionármi?

### 2.7.2. Ochrana proti možnému zneužitiu

Ovládajúci akcionári a/alebo správne rady môžu zo spoločnosti mnohými spôsobmi profitovať na úkor záujmov menšinových akcionárov. Ide hlavne o transakcie so „spriaznenou stranou“.

Súčasný predpis EÚ sa už vzťahuje na niektoré aspekty transakcií so spriaznenými stranami, predovšetkým účtovníctvo a zverejňovanie. Od spoločností sa požaduje, aby vo svojich ročných účtovných závierkach uvádzali transakcie so spriaznenými stranami vrátane výšky a povahy transakcie a ďalších nevyhnutných informácií<sup>58</sup>.

Niektorí investori, s ktorými sa viedli diskusie počas prípravy tejto zelenej knihy, však tvrdia, že predpisy sú nedostatočné. Domnievajú sa, že zverejňovanie transakcií so spriaznenými stranami nie je vo všetkých situáciách dostatočné a nie je vždy vykonané včas.

<sup>58</sup> Pozri článok 43 ods. 1 bod 7b štvrtej smernice Rady 78/660/EHS z 25. júla 1978 vychádzajúci z článku 54 ods. 3 písm. g) zmluvy o ročných účtovných závierkach určitých typov spoločností a článku 34 bodu 7b siedmej smernice Rady 83/349/EHS z 13. júna 1983 vychádzajúci z článku 54 ods. 3 písm. g) zmluvy o konsolidovaných účtovných závierkach.

Navrhovalo sa<sup>59</sup>, že nad určitou prahovou hodnotou by správna rada mala vymenovať nezávislého odborníka, ktorý by menšinovým akcionárom poskytol nestranný posudok o podmienkach transakcií so spriaznenými stranami. Významné transakcie so spriaznenými stranami by muselo schváliť valné zhromaždenie. Publicita spojená s valnými zhromaždeniami by mohla odradiť ovládajúcich akcionárov od niektorých transakcií a dať menšinovým akcionárom možnosť protestovať proti uzneseniu, ktorým bola transakcia schválená. Objavujú sa aj návrhy, že ovládajúci akcionári by mali byť vopred vylúčení z hlasovania.

Otázka:

(22) Myslíte si, že menšinoví akcionári potrebujú väčšiu ochranu pred transakciami so spriaznenými stranami? Ak áno, aké opatrenia by sa mali prijať?

## 2.8. Vlastníctvo zamestnaneckých akcií

Záujem zamestnancov o dlhodobú udržateľnosť spoločnosti, pre ktorú pracujú, je aspekt, ktorý by sa mal zohľadňovať v rámci správy a riadenia spoločností. Zapojenie zamestnancov do záležitostí spoločnosti môže mať formu informácií, konzultácií a účasti v správnej rade. Môže sa však týkať aj foriem finančného zapojenia, predovšetkým tých zamestnancov, ktorí sa stali akcionármi. Vlastníctvo zamestnaneckých akcií má v niektorých európskych krajinách dlhodobú tradíciu<sup>60</sup>. Takéto schémy sa považujú hlavne za prostriedok na zintenzívnenie nasadenia a motivácie pracovníkov, zvýšenie produktivity a zníženie sociálneho napätia. Vlastníctvo zamestnaneckých akcií však takisto zahŕňa riziká spôsobené nedostatkom rôznorodosti: ak dôjde ku konkurzu spoločnosti, akcionári, ktorí sú zamestnancami, stratia prácu i úspory. Zamestnanci ako investori by mohli zohrávať významnú úlohu pri zvyšovaní podielu dlhodobo orientovaných akcionárov.

Otázka:

(23) Existujú opatrenia, ktoré treba prijať a ak áno, aké opatrenia by sa mali prijať na podporu vlastníctva zamestnaneckých akcií na úrovni EÚ?

## 3. RÁMEC SYSTÉMU „DODRŽIAVAJ ALEBO VYSVETLI“ – MONITOROVANIE A VYKONÁVANIE KÓDEXOV SPRÁVY A RIADENIA SPOLOČNOSTÍ

Z prieskumu medzi spoločnosťami a investormi vyplýva, že väčšina z nich považuje prístup „dodržiavaj alebo vysvetli“ za vhodný nástroj v oblasti správy a riadenia spoločností. Na základe prístupu „dodržiavaj alebo vysvetli“ musí spoločnosť, ktorá sa rozhodne odchýliť od odporúčaného kódexu správy a riadenia spoločností, poskytnúť podrobné, špecifické a konkrétne dôvody tohto odchýlenia. Jeho hlavnou výhodou je flexibilita, lebo umožňuje spoločnostiam prispôbiť praktiky správy a riadenia spoločností svojej špecifickej situácii (zohľadňujúc veľkosť spoločnosti, akcionársku štruktúru a špecifické charakteristiky

<sup>59</sup> Pozri Statement on minority shareholders' rights (Vyhlásenie o právach menšinových akcionárov) Európskeho fóra správy a riadenia spoločností.

<sup>60</sup> Oznámenie týkajúce sa rámca na podporu finančnej účasti zamestnancov, KOM (2002) 364, správa The PEPPER IV Report: Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union (Referenčné porovnávanie podielu zamestnancov na ziskoch a hospodárskych výsledkoch spoločností v členských a kandidátskych štátoch Európskej únie), 2008.

odvetvia). Takisto existujú názory, že spoločnosti sú vďaka tomu zodpovednejšie, pretože ich to vedie k uvažovaniu o tom, či sú ich správy a riadenia spoločností vhodné a dáva im to cieľ, na dosiahnutie ktorého sa môžu zamerať. Ako vyplýva zo štúdie o monitorovaní praktík v správe a riadení spoločností a o ich presadzovaní v členských štátoch uverejnenej na jeseň 2009<sup>61</sup>, teší sa prístup „dodržiavaj alebo vysvetli“ širokej podpore regulačných orgánov, spoločností a investorov.

Pri zavádzaní prístupu „dodržiavaj alebo vysvetli“ v EÚ sa však vyskytli ťažkosti. Uvedená štúdia odhalila pri uplatňovaní zásady „dodržiavaj alebo vysvetli“ významné nedostatky, ktoré znižujú účinnosť rámca správy a riadenia spoločností EÚ a obmedzujú užitočnosť systému. Preto sa zdá, že sú nevyhnutné niektoré úpravy na zlepšenie uplatňovania kódexov správy a riadenia spoločností. Riešenia by nemali zmeniť základnú koncepciu prístupu „dodržiavaj alebo vysvetli“, ale mali by prispieť k jeho účinnejšiemu fungovaniu, a to zlepšením informačnej kvality správ. Týmito riešeniami však nie je dotknutá možná potreba posilniť určité požiadavky na úrovni EÚ radšej ich zahrnutím do právnych predpisov ako vydávaním odporúčaní.

### **3.1. Zlepšenie kvality vysvetlení uvedených vo vyhláseniach týkajúcich sa správy a riadenia spoločností**

Podľa vyššie uvedenej štúdie je celková kvalita vyhlásení spoločností týkajúcich sa ich správy a riadenia pri odchýlení od odporúčaného kódexu správy a riadenia spoločností neuspokojivá. Jej vysvetlenia sú podkladom pre rozhodnutia investorov a posúdenie hodnoty spoločnosti. Zo štúdie však vyplynulo, že vo viac ako 60% prípadov, keď sa spoločnosť rozhodla, že odporúčanie nedodrží, neposkytla dostatočné vysvetlenie. Spoločnosti jednoducho bez akéhokoľvek vysvetlenia uviedli, že sa odchyľili od odporúčania alebo poskytli iba všeobecné alebo obmedzené vysvetlenie.

V mnohých členských štátoch už v tejto oblasti možno pozorovať pomalé, ale postupné zlepšovanie. Spoločnosti sa učia a vďaka vzdelávacím aktivitám verejných orgánov alebo súkromných subjektov (orgánov finančného trhu, búrz, obchodných komôr atď.) začínajú poskytovať lepšie vysvetlenia. Ďalšie zlepšenie by sa však dalo dosiahnuť iba zavedením podrobnejších požiadaviek na informácie, ktoré majú uverejniť spoločnosti, ktoré sa odchyľujú od odporúčaní. Požiadavky by mali byť jednoznačné a presné, lebo mnohé zo súčasných problémov vznikajú z nepochopenia povahy požadovaného vysvetlenia.

Dobрым príkladom presnej požiadavky pre spoločnosti je švédsky kódex správy a riadenia spoločností, v ktorom sa ustanovuje, že „spoločnosť musí vo svojej správe o správe a riadení spoločnosti jednoznačne uviesť, ktoré pravidlá kódexu nedodržala, vysvetliť dôvody pre každý prípad takéhoto nedodržania a opísať riešenie, ktoré namiesto toho prijala“<sup>62</sup>. Zdá sa, že by bolo naozaj vhodné požadovať, aby spoločnosti nielen zverejnili dôvody nedodržania určitého odporúčania, ale aby takisto podrobne opísali riešenia, ktoré namiesto toho použili.

### **3.2. Lepšie monitorovanie správy a riadenia spoločností**

Zdá sa, že vyhlásenia týkajúce sa správy a riadenia spoločností nie sú monitorované tak, ako by mali byť. Vo väčšine členských štátov sa zodpovednosť za presadzovanie povinnosti

---

<sup>61</sup> Štúdia o praktikách monitorovania a presadzovania v správe a riadení spoločností v členských štátoch, k dispozícii na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).

<sup>62</sup> Pozri <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>, bod 10.2.

zverejňovať vyhlásenia necháva na investorov, ktorí sa v závislosti od kultúry a tradícií v danom členskom štáte často angažujú veľmi málo. Orgány finančného trhu alebo burzy a iné monitorovacie orgány pracujú v rôznych právnych rámcoch a vyvinuli rôzne praktiky. Vo väčšine prípadov majú iba formálnu úlohu overiť, či sa vyhlásenie týkajúce sa správy a riadenia spoločnosti zverejnilo. Málo členských štátov má verejné alebo špecializované orgány na kontrolu úplnosti poskytnutých informácií (najmä vysvetlení).

Prístup „dodržiavaj alebo vysvetli“ by mohol fungovať oveľa lepšie, keby boli monitorovacie orgány, ako napr. regulačné orgány pre cenné papiere, burzy alebo iné orgány<sup>63</sup>, oprávnené kontrolovať, či sú dostupné informácie (najmä vysvetlenia) dostatočne informatívne a komplexné. Tieto orgány by však nemali zasahovať do obsahu zverejnených informácií ani vydávať obchodné posudky riešení, ktoré si spoločnosť zvolila. Orgány by mohli výsledky svojho monitorovania zverejňovať, aby poukázali na najlepšie postupy a tlačili spoločnosti ku komplexnejšej transparentnosti. V najzávažnejších prípadoch nedodržania pravidiel by sa takisto mohlo uvažovať o ukladaní formálnych sankcií<sup>64</sup>.

Jedným zo spôsobov zlepšenia monitorovania by mohlo byť vymedzenie vyhlásenia týkajúceho sa správy a riadenia spoločností za regulovanú informáciu v zmysle článku 2 ods. 1 písm. k) smernice 2004/109/ES, čím by sa naň vzťahovali právomoci príslušných vnútroštátnych orgánov ustanovené v článku 24 ods. 4 uvedenej smernice.

Pokiaľ ide o rôzne praktiky, ktoré si vyvinuli monitorovacie orgány, existuje rozsiahly potenciál na zlepšenie a rozšírenie súčasnej výmeny najlepších postupov.

Otázky:

- (24) Súhlasíte s tým, aby spoločnosti, ktoré sa odchyľujú od odporúčaní kódexu správy a riadenia spoločností, museli poskytovať podrobné vysvetlenia týkajúce sa odchýlenia a opísať alternatívne riešenia, ktoré prijali?
- (25) Súhlasíte s tým, aby monitorovacie orgány boli oprávnené kontrolovať informatívnu kvalitu vysvetlení vo vyhláseniach týkajúcich sa správy a riadenia spoločností a aby v prípade potreby požadovali od spoločností doplnenie vysvetlení? Ak áno, aká by mala byť presne ich úloha?

#### 4. ĎALŠIE KROKY

Členské štáty, Európsky parlament, Európsky hospodársky a sociálny výbor a iné zainteresované strany sa vyzývajú, aby predložili svoje názory na návrhy uvedené v tejto zelenej knihe. Príspevky by sa mali zaslať Komisii najneskôr do 22. júla 2011 na túto adresu: [markt-complaw@ec.europa.eu](mailto:markt-complaw@ec.europa.eu). V nadväznosti na túto zelenú knihu a na základe doručených odpovedí Komisia rozhodne o ďalších krokoch. Všetky ďalšie legislatívne i nelegislatívne návrhy bude sprevádzať dôkladné posúdenie vplyvu so zohľadnením potreby vyhnúť sa neprimeranej administratívnej záťaži pre spoločnosti.

<sup>63</sup> Úloha audítorov sa tu nerozoberá, pretože je predmetom konzultácie o úlohe štatutárneho auditu spustenej v rámci samostatnej zelenej knihy, ktorá je dostupná na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/audit/green\\_paper\\_audit\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf).

<sup>64</sup> Ako sa to robí napríklad v Španielsku — porzi the Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States (Štúdia o praktikách monitorovania a presadzovania v správe a riadení spoločností v členských štátoch), s. 63.

Príspevky budú uverejnené na internete. Je potrebné, aby ste sa oboznámili s vyhlásením o ochrane súkromia v prílohe k tejto zelenej knihe, kde sú uvedené informácie o spôsobe, akým sa bude zaobchádzať s vašimi osobnými údajmi a s vaším príspevkom.

## Príloha 1: Zoznam otázok

### Všeobecné otázky

- (1) Mala by sa v opatreniach týkajúcich sa správy a riadenia kótovaných spoločností EÚ zohľadňovať veľkosť kótovaných spoločností? Ako? Mal by sa zriadiť diferencovaný a proporcionálny režim pre malé a stredné kótované spoločnosti? Ak áno, existujú v tejto oblasti vhodné vymedzenia alebo prahové hodnoty? Ak áno, odpovedzte na uvedené otázky a navrhnite spôsoby ich prípadného prispôsobenia pre MSP.
- (2) Mali by byť na úrovni EÚ prijaté nejaké opatrenia týkajúce sa správy a riadenia nekótovaných spoločností? Mala by sa EÚ sústrediť na podporovanie vypracovania a uplatňovania dobrovoľných kódexov pre nekótované spoločnosti?

### Správna rada

- (3) Mala by sa EÚ usilovať zaistiť, aby boli funkcie a povinnosti predsedu správnej rady a najvyššieho výkonného činiteľa jednoznačne oddelené?
- (4) Mal by sa v náborovej politike bližšie špecifikovať profil členov správnej rady vrátane predsedu s cieľom zaistiť, aby mali vhodnú odbornú kvalifikáciu a aby správna rada bola primerane rôznorodá? Ak áno, ako by sa to dalo najlepšie dosiahnuť a na akej úrovni správy a riadenia, t. j. na vnútroštátnej úrovni, na úrovni EÚ alebo na medzinárodnej úrovni?
- (5) Malo by sa od kótovaných spoločností požadovať, aby zverejnili, či majú politiku rôznorodosti, a ak áno, aby opísali jej ciele a hlavnú náplň a zároveň pravidelne podávali správy o pokroku?
- (6) Mali by byť kótované spoločnosti povinné zaistiť lepšiu rodovú vyváženosť v správnych radách? Ak áno, ako?
- (7) Domnievate sa, že by sa na úrovni EÚ malo zaviesť opatrenie obmedzujúce počet mandátov, ktoré môže vykonávať nevýkonný člen správnej rady? Ak áno, ako by sa malo formulovať?
- (8) Mali by sa kótované spoločnosti povzbudzovať k tomu, aby pravidelne vykonávali vonkajšie hodnotenie (napríklad každé tri roky)? Ak áno, ako by sa to dalo dosiahnuť?
- (9) Malo by byť zverejňovanie politiky odmeňovania, výročná správa o odmeňovaní (správa o tom, ako sa politika odmeňovania vykonávala v minulom roku) a individuálne odmeny výkonných a nevýkonných členom správnej rady povinné?
- (10) Malo by byť povinné, aby o politike odmeňovania a o správach o odmeňovaní hlasovali akcionári?
- (11) Súhlasíte s tým, že správna rada by mala schváliť a prevziať zodpovednosť za spoločnosť, pokiaľ ide o jej ochotu riskovať, a zmysluplne o tom podávať správy akcionárom? Mali by tieto opatrenia o zverejňovaní zahŕňať aj kľúčové spoločenské riziká?

- (12) Súhlasíte s tým, že správna rada by mala zaistiť, aby opatrenia týkajúce sa riadenia rizík spoločnosti boli účinné a primerané rizikovému profilu spoločnosti?

#### Akcionári

- (13) Uved'te prosím, ktoré platné právne predpisy EÚ môžu podľa Vášho názoru prispieť k neprimeranej krátkodobej vízii medzi investormi a navrhnite, ako by sa tieto predpisy mohli zmeniť, aby sa zabránilo takémuto správaniu.
- (14) Existujú opatrenia, ktoré by sa mali prijať a ak áno, ktoré, pokiaľ ide o stimulačné štruktúry a hodnotenie výsledkov správcov aktív, ktorí riadia portfóliá dlhodobých inštitucionálnych investorov?
- (15) Malo by sa v predpisoch EÚ presadzovať, aby inštitucionálni investori účinnejšie monitorovali správcov aktív vzhľadom na stratégie, náklady, obchodovanie a mieru zapojenia správcov aktív do spoločností, do ktorých sa investuje? Ak áno, ako?
- (16) Mala by sa v predpisoch EÚ vyžadovať určitá nezávislosť riadiaceho orgánu správcov aktív, napríklad od jeho materskej spoločnosti, alebo sú na posilnenie zverejňovania riadenia konfliktov záujmov potrebné iné (legislatívne) opatrenia?
- (17) Aký by bol najlepší spôsob pre EÚ na uľahčenie spolupráce akcionárov?
- (18) Malo by sa v právnych predpisoch EÚ požadovať, aby boli zastupujúci poradcovia transparentnejší, napríklad pokiaľ ide o ich analytické metódy, konflikty záujmov a politiku ich riešenia a/alebo pokiaľ ide o to, či sa riadia kódexom správania? Ak áno, ako by sa to dalo najlepšie dosiahnuť?
- (19) Domnievate sa, že sú potrebné iné (legislatívne) opatrenia, napríklad obmedzenia možnosti zastupujúcich poradcov poskytovať konzultačné služby spoločnostiam, do ktorých sa investovalo?
- (20) Myslíte si, že je potrebný technický a/alebo právny mechanizmus na úrovni EÚ, ktorý by pomohol emitentom identifikovať svojich akcionárov s cieľom uľahčiť dialóg o otázkach správy a riadenia spoločností? Ak áno, domnievate sa, že by to bolo prínosom aj pre spoluprácu medzi investormi? Uved'te prosím podrobnosti [napríklad sledovaný cieľ (ciele), uprednostňovaný nástroj, frekvenciu, mieru podrobností a rozdelenie nákladov].
- (21) Myslíte si, že menšinoví akcionári potrebujú dodatočné práva, aby mohli účinne obhajovať svoje záujmy v spoločnostiach s ovládajúcimi alebo dominantnými akcionármi?
- (22) Myslíte si, že menšinoví akcionári potrebujú väčšiu ochranu pred transakciami so spriaznenými stranami? Ak áno, aké opatrenia by sa mali prijať?
- (23) Existujú opatrenia, ktoré treba prijať a ak áno, aké opatrenia by sa mali prijať na podporu vlastníctva zamestnaneckých akcií na úrovni EÚ?

#### Monitorovanie a vykonávanie kódexov správy a riadenia spoločností



- (24) Súhlasíte s tým, aby spoločnosti, ktoré sa odchyľujú od odporúčaní kódexu správy a riadenia spoločností, museli poskytovať podrobné vysvetlenia týkajúce sa odchýlenia a opísať alternatívne riešenia, ktoré prijali?
- (25) Súhlasíte s tým, aby monitorovacie orgány boli oprávnené kontrolovať informatívnu kvalitu vysvetlení vo vyhláseniach týkajúcich sa správy a riadenia spoločností a aby v prípade potreby požadovali od spoločností doplnenie vysvetlení? Ak áno, aká by mala byť presne ich úloha?

## **Príloha 2: Zoznam opatrení EÚ v oblasti správy a riadenia spoločností**

- Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2006/46/ES zo 14. júna 2006, ktorou sa mení a dopĺňa smernica Rady 78/660/EHS o ročnej účtovnej závierke niektorých typov spoločností, smernica Rady 83/349/EHS o konsolidovaných účtovných závierkach, smernica Rady 86/635/EHS o ročnej účtovnej závierke a konsolidovaných účtoch bánk a iných finančných inštitúcií a smernica Rady 91/674/EHS o ročných účtovných závierkach a konsolidovaných účtovných závierkach poisťovní (Ú. v. EÚ L 224, 16. 8. 2006, s. 1 – 7).
- Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/109/ES z 15. decembra 2004 o harmonizácii požiadaviek na transparentnosť v súvislosti s informáciami o emitentoch, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, a ktorou sa mení a dopĺňa smernica 2001/34/ES (Ú. v. EÚ L 390, 31. 12. 2004, s. 38 – 57).
- Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2007/36/ES z 11. júla 2007 o výkone určitých práv akcionárov spoločností registrovaných na regulovanom trhu (Ú. v. EÚ L 184, 14. 7. 2007, s. 17 – 24).
- Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie (Ú. v. EÚ L 142, 30. 4. 2004, s. 12 – 23).
- Odporúčanie Komisie 2005/162/ES z 15. februára 2005 o úlohe riadiacich pracovníkov registrovaných spoločností s nevýkonnými alebo dozornými oprávneniami a o výboroch vrcholového (dozorného) orgánu (Ú. v. EÚ L 52, 25. 2. 2005, s. 51 – 63).
- Odporúčanie Komisie 2004/913/ES zo 14. decembra 2004 o zavedení vhodného systému odmeňovania riadiacich pracovníkov kótovaných spoločností (Ú. v. EÚ L 385, 29. 12. 2004, s. 55 – 59).
- Odporúčanie Komisie 2009/385/ES z 30. apríla 2009, ktorým sa dopĺňajú odporúčania 2004/913/ES a 2005/162/ES, pokiaľ ide o systém odmeňovania riadiacich pracovníkov kótovaných spoločností (Ú. v. EÚ L 120, 15. 5. 2009, s. 28 – 31).
-