



Briuselis, 9.4.2014  
SWD(2014) 126 final

**KOMISIJOS TARNYBŲ DARBINIS DOKUMENTAS**

**POVEIKIO VERTINIMO SANTRAUKA**

*pridedamas prie*

**Pasiūlymo**

**EUROPOS PARLAMENTO IR TARYBOS DIREKTYVOS  
dėl Direktyvos 2007/36/EB dalinio pakeitimo, susijusio su akcininkų ilgalaikio  
dalyvavimo skatinimu, ir Direktyvos 2013/34/ES dalinio pakeitimo, susijusio su tam  
tikrais įmonės valdymo pareiškimais,**

**ir**

**KOMISIJOS REKOMENDACIJOS  
dėl įmonių valdymo ataskaitų kokybės („laikykis arba paaiškink“)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

## 1. ĮVADAS

Praėjusiais metais išryškėjo kai kurie Europos biržinių bendrovių valdymo trūkumai. Jie susiję su skirtingais bendrovių valdymo dalyviais – direktoriais, akcininkais (instituciniais investuotojais ir turto valdytojais) ir įgaliotaisiais konsultantais.

ES lygmeniu suderinti tik kai kurie įmonių valdymo aspektai, visų pirma pagal Direktyvą 2007/36/EB dėl naudojimosi tam tikromis akcininkų teisėmis bendrovėse, kurių akcijos įtrauktos į prekybą reguliuojamoje rinkoje. Šioje direktyvoje nustatytos taisyklės dėl dalyvavimo visuotiniuose susirinkimuose. Poreikis stiprinti esamą sistemą pabrėžiamas Komisijos veiksmų plane dėl Europos įmonių teisės ir įmonių valdymo<sup>1</sup>. Šiame poveikio vertinime svarstomi galimi būdai veiksmų plano tikslams pasiekti.

## 2. PROBLEMOS APIBRĖŽTIS

Šiame poveikio vertinime analizuojamos įvairios įmonių valdymo srities problemos. Vienas iš svarbiausių įmonių valdymo aspektų yra nuosavybės ir kontrolės atskyrimas ir iš to atsirandantis atstovaujamojo ir atstovo santykis tarp akcininkų ir direktorių. Akcininkams (atstovaujamesiems) perdavus įmonės valdymą direktoriams (atstovams), direktoriams paliekama galimybė veikti labiau savo nei akcininkų interesais. Tai gali lemti netinkamą įmonės valdymą ir rezultatus. Dabar instituciniai investuotojai ir turto valdytojai yra svarbi nuosavybės kapitalo rinkų jėga, ir iš esmės padidėjo tarpininkavimas investicijų grandinėje (kasdienio investicijų valdymo perdavimas turto valdytojams). Padidėjus tarpininkavimui investicijų grandinėje atsirado skatinimo priemonių, kuriomis dėmesys dažnai sutelkiamas į trumpalaikius rezultatus, be to, nepakankamai išnaudojami akcininkų dalyvavimo pranašumai. Todėl instituciniai investuotojai ir turto valdytojai dažnai nedalyvauja valdant įmones ir tuo nesidomi. Taip didėja akcininkų ir įmonės direktorių atstovavimo problema, o biržinių bendrovių veiklos rezultatai nebūna geri. Tyrimai rodo, kad ilgalaikis akcininkų dalyvavimas ne tik gerina investuotojų veiklos rezultatus, bet ir padeda didinti įmonių konkurencingumą bei veiklos rezultatus.

### 2.1. Nepakankamas institucinių investuotojų ir turto valdytojų dalyvavimas

Finansų krizė atskleidė, kad akcininkų kontrolė finansų sektoriuje tinkamai neveikia. Užuoat apriboję per didelę trumpalaikę valdytojų riziką, daugeliu atvejų akcininkai ją palaikė. Paprastai biržinių bendrovių akcininkai mažai skiriasi nuo finansų įstaigų akcininkų ir yra aiškių įrodymų, kad dabartinis investavimo objektu esančių įmonių „stebėjimas“ ir institucinių investuotojų bei turto valdytojų dalyvavimas nėra tinkamas. Mokslinių tyrimų duomenimis, instituciniai investuotojai ir jų valdytojai skiria nepakankamai dėmesio ilgalaikiams įmonių veiklos rezultatams, yra labiau pabrėžiami akcijų kurso svyravimai ir kapitalo rinkų indeksų struktūra, todėl gali būti neužtikrinta tinkama grąža galutiniams naudos gavėjams (pvz., būsimiems pensininkams), o įmonės gali patirti trumpalaikį spaudimą.

Atrodo, kad šio trumpalaikiškumo priežastis yra ta, kad nėra suderinti turto savininkų ir turto valdytojų interesai. Didelio turto savininkai, pvz., pensijų fondai ir draudikai, turi ilgalaikius interesus, nes jų išpareigojimai ilgalaikiai. Tačiau rinkdamiesi ir vertindami turto valdytojus, jie dažnai remiasi lyginamaisiais kriterijais, pvz., rinkų indeksais, o turto valdytojo veiklos

---

<sup>1</sup> COM/2012/0740 *final*.

rezultatai dažnai vertinami kas ketvirtį. Jeigu rezultatai prasti, turto valdytojas gali netekti įgaliojimų. Todėl daugelio turto valdytojų pagrindiniu rūpesčiu tapo jų trumpalaikiai veiklos rezultatai, palyginti su lyginamuoju kriterijumi ar su kitais turto valdytojais, nors galutiniai naudos gavėjai suinteresuoti ilgalaikiais absoliučiais investicijų rezultatais. Trumpalaikėmis paskatomis dėmesys ir ištekliai, remiantis pagrindiniais principais ir ilgesnio laiko perspektyvomis, nukreipiami nuo investavimo ir ilgalaikės vertės didinimo dalyvaujant akcininkams, ir dėl to įmonės patiria trumpalaikį spaudimą ir yra atgrasomos nuo konkurencingumą didinančių investicijų.

Vis daugėja investuotojų, siekiančių suderinti finansinį pirmavimą ir ilgalaikės vertės kūrimą, o jų investavimo strategija apima ir investavimo objektais esančių įmonių dalyvavimą, nors tokių investuotojų kol kas yra palyginti nedaug.

## **2.2. Nepakankamas direktorių atlyginimo ir veiklos rezultatų ryšys**

Paaikškėjo, kad ir akcininkų vykdoma direktorių atlyginimų priežiūra yra nepakankama. Direktorių atlyginimui tenka esminis vaidmuo suderinant direktorių ir akcininkų interesus ir užtikrinant, kad direktorius veiktų taip, kaip yra geriausia įmonei. Jeigu akcininkai neprižiūri direktoriaus atlyginimo, kyla grėsmė, kad direktoriai taikys tokią strategiją, pagal kurią gautų asmeninį atlygį, tačiau tai gali nepagerinti ilgalaikių įmonės veiklos rezultatų. Nustatyti keli esamos sistemos trūkumai. Pirmia, įmonės atskleidžia neišsamią informaciją, ji nėra nei aiški, nei palyginama. Antra, akcininkai dažnai neturi tinkamų priemonių savo nuomonei apie direktorių atlyginimą pareikšti.

## **2.3. Akcininkų vykdomos susijusių šalių sandorių priežiūros stoka**

Susijusių šalių sandoriai (SŠS), t. y. įmonės ir jos vadovybės, direktorių, valdymo organų ar akcininkų sandoriais sudaromos sąlygos eksproprijuoti įmonei priklausančią vertę (smulkiųjų) akcininkų nenaudai. Daugeliu atvejų akcininkai neturi galimybės gauti reikiamos informacijos prieš numatomą sandorį ir neturi tinkamų priemonių pasipriešinti piktnaudžiaujamiems sandoriams. Daugeliu atvejų instituciniai investuotojai ir turto valdytojai yra smulkieji akcininkai, todėl suteikus daugiau teisių kontroliuoti SŠS, pagerėtų jų galimybė apsaugoti savo investicijas.

## **2.4. Nepakankamas įgaliotųjų konsultantų skaidrumas**

Įgaliotieji konsultantai teikia investuotojams rekomendacijas apie tai, kaip balsuoti visuotiniuose biržinių bendrovių susirinkimuose. Kadangi daug (tarptautinių) akcijų paketų priklauso daugeliui institucinių investuotojų ir turto valdytojų, o nagrinėtini klausimai yra sudėtingi, daugeliu atvejų neišvengiamai kreipiamasi į įgaliotuosius konsultantus, todėl jie daro didelį poveikį šių investuotojų balsavimo elgesiui. Visų pirma pastebėti su konsultavimo kokybe ir interesų konfliktais susiję trūkumai.

## **2.5. Sudėtingas ir brangus akcijų suteikiamų teisių įgyvendinimas**

Investuotojams sunku įgyvendinti jų akcijų suteikiamas teises, ypač jeigu jos yra užsienyje. Jeigu yra tarpininkavimo akcijų paketų grandinės, ypač kai vertybinių popierių sąskaitas administruoja daug tarpininkų, įmonių informacija neperduodama akcininkams arba akcininkų balsai pasimeta. Be to, labiau tikėtina, kad tarpininkai gali piktnaudžiauti jiems suteikta balsavimo teise. Sistemos veikia trys pagrindinės priežastys – įmonė neturi galimybės

identifikuoti investuotojų, laiku neperduodama informacija, vykdoma investavimo grandinės teisės ir tarptautinių akcijų paketų kainų diskriminacija.

## 2.6. Nepakankama įmonių valdymo informacijos kokybė

Pastebėti trūkumai, susiję su įmonių valdymo ataskaitų, kurias rengia ES biržinės bendrovės, kokybe, visų pirma tai pasakytina apie paaiškinimus, susijusius su nukrypimais nuo įmonių valdymo kodekso rekomendacijų. Jeigu įmonės nusprendžia nesivadovauti rekomendacijomis, daugiau kaip 60 proc. atvejų jos to tinkamai nepaaiškina. Dėl netinkamo ataskaitų teikimo akcininkams sunkiau priimti informacija pagrįstus investavimo sprendimus ir dalyvauti įmonės veikloje.

## 2.7. Subsidiarumas

Kompetencija imtis veiksmų grindžiama Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo (SESV) 50 straipsnio 2 dalies g punktu. Dėl didėjančios tarptautinio investavimo į akcijas svarbos (maždaug 44 proc. ES biržinių bendrovių visos rinkos kapitalizacijos priklauso užsienio investuotojams), o investavimo į akcijas grandinės pokyčiai pateisina kai kurias tikslines priemones ES lygmeniu siekiant užtikrinti akcininkų ir kitų suinteresuotųjų subjektų interesų apsaugą. Tik nedaug valstybių narių ėmėsi veiksmų arba svarsto galimybę jų imtis ir spręsti šias problemas, o šiais veiksmais tokios problemos negali būti veiksmingai išspręstos. Gali būti, kad jeigu veiksmų imtųsi vien valstybės narės, būtų sukurtos skirtingos taisyklės ir sudarytos nevienodos veiklos sąlygos, o tai gali pakenkti geram vidaus rinkos veikimui arba sudaryti jam naujas kliūtis.

## 3. POLITIKOS GALIMYBĖS, POVEIKIO ANALIZĖ IR PAGEIDAUJAMOS GALIMYBĖS PASIRINKIMAS

### 3.1. Institucinių investuotojų ir turto valdytojų dalyvavimo didinimas

Politikos galimybės
1. Politika nekeičiama
2. Rekomendacija dėl institucinių investuotojų ir turto valdytojų skaidrumo, susijusi su jų balsavimu ir dalyvavimu bei tam tikrais turto valdymo įgaliojimų aspektais
3. Privalomas institucinių investuotojų ir turto valdytojų skaidrumas, susijęs su jų balsavimu ir dalyvavimu bei tam tikrais turto valdymo įgaliojimų aspektais

Politikos galimybių vertinimas			
	Veiksmingumas	Rezultatyvumas	Darna
1 galimybė. Politika nekeičiama	0	0	0
2 galimybė. Rekomendacija dėl institucinių investuotojų ir turto valdytojų skaidrumo	+	+	+

3 galimybė. Privalomos institucinių investuotojų ir turto valdytojų skaidrumo taisyklės	++	+	+
---	----	---	---

### 3 galimybė yra pageidautina.

Pasirinkus šią galimybę, padidėtų skaidrumas, susijęs su tuo, kaip turto savininkai skatina savo turto valdytojus veikti siekiant geriausių ilgalaikių naudos gavėjų interesų ir įgyvendinti investavimo strategiją, apimančią akcininkų dalyvavimą. Turto valdytojams tektų skaidriai vykdyti dalyvavimo politiką, aiškiai parodyti jos naudą ir tai, kaip jie įgyvendina politikos kryptis, dėl kurių yra įgaliojami. Turėdami esminę ir reikšmingą informaciją, turto savininkai galėtų priimti geresnius informacija grindžiamus sprendimus dėl savo investavimo politikos. Taip jie būtų skatinami daugiau dalyvauti investavimo objektais esančių įmonių veikloje. Užtikrinus turto valdytojų dėl dažno portfelio apyvartos patiriamų išlaidų skaidrumą gali sumažėti tokių sandorių dydis, ir taip daugiau dėmesio būtų skiriama pagrindinei įmonių vertei bei šios vertės didinimui per akcininkų dalyvavimą. Taikant šias priemones galiausiai būtų galima sutaupyti išlaidas ir užtikrinti didesnę grąžą turto savininkams bei galutiniams naudos gavėjams. Visų pirma skyrus daugiau dėmesio pagrindiniams principams ir įmonių tikrosios vertės kūrimo pajėgumui, būtų ypač naudinga biržinėms MVĮ. Be to, atsižvelgiant į ilgesnio laiko perspektyvą labiau dalyvaudamos įmonės galėtų daugiau investuoti į mokslinius tyrimus bei naujovių diegimą ir taip padaugėtų darbo vietų.

Nustačius privalomas skaidrumo taisykles būtų labiausiai tikėtina nedidelėmis sąnaudomis paskatinti teigiamus pokyčius.

### 3.2. Geresnio ryšio tarp užmokesčio ir rezultatų užtikrinimas

Politikos galimybės
1. Politika nekeičiama
2. Privalomos atlyginimo skaidrumo taisyklės
3. Akcininkų balsavimas dėl atlyginimo

Politikos galimybių vertinimas			
	Veiksmingumas	Rezultatyvumas	Darna
1 galimybė. Politika nekeičiama	0	0	0
2 galimybė. Privalomos atlyginimo skaidrumo taisyklės	+	+	+
3 galimybė. Akcininkų balsavimas dėl atlyginimo	+	++	+

**2 ir 3 galimybėms teikiama pirmenybė.** Jeigu akcininkams būtų suteikta aiški, išsami ir palyginama informacija apie atlyginimo politiką ir individualų direktorių atlyginimą, jiems būtų lengviau vykdyti veiksmingą priežiūrą. Atskleidimo reikalavimų suderinimas ES

lygmeniu būtų priemonė panaikinti informacijos asimetriją ir taip kuo labiau sumažinti atstovavimo išlaidas. Tai būtų naudinga tarptautinėms investicijoms, nes būtų lengviau palyginti informaciją, dalyvavimas taptų paprastesnis ir mažiau kainuotų. Be to, taip įmonės taptų atskaitingesnės kitiems suinteresuotiesiems subjektams.

Akcininkams suteikta teisė balsuoti dėl atlyginimo būtų ne tik veiksminga priemonė prižiūrėti direktorių atlyginimą ir labiau dalyvauti įmonių veikloje, bet ir taip sustiprinti atlyginimo ir veiklos rezultatų ryšį.

### 3.3. Susijusių šalių sandorių skaidrumas ir priežiūra

Politikos galimybės
1. Politika nekeičiama
2. Švelniosios teisės gairės
3. Susijusių šalių sandorių skaidrumo reikalavimų gerinimas
4. Akcininkų balsavimas dėl svarbiausių sandorių

Politikos galimybių vertinimas			
	Veiksmingumas	Rezultatyvumas	Darna
1 galimybė. Politika nekeičiama	0	0	0
2 galimybė. Švelniosios teisės gairės	≈	≈	+
3 galimybė. Susijusių šalių sandorių skaidrumo reikalavimų gerinimas	+	+	+
4 galimybė. Akcininkų balsavimas dėl svarbiausių sandorių	++	++	+

**3 ir 4 galimybėms teikiama pirmenybė.** Jeigu investuotojams būtų suteikta išankstinė informacija apie svarbiausius sandorius, jie (ypač smulkieji akcininkai) galėtų imtis veiksmų dėl nepagrįstų sandorių ir labiau dalyvauti įmonės veikloje, o kartu balsuodami jie galėtų atmesti piktnaudžiaujamus sandorius. Akcininko balsavimas taip pat paskatintų įmones pagalvoti apie SŠS. Šis derinys galėtų teigiamai paveikti įmonių konkurencingumą ir tvarumą bei tarptautines investicijas.

Tikėtina, kad privalomos taisyklės bus veiksmingesnės už švelniosios teisės gaires.

### 3.4. Įgaliotųjų konsultantų skaidrumas

Politikos galimybės
1. Politika nekeičiama
2. Rekomendacija dėl metodikos skaidrumo ir interesų konfliktų
3. Privalomieji metodikos ir interesų konfliktų atskleidimo reikalavimai
4. Išsami reguliavimo sistema

Politikos galimybių vertinimas			
	Veiksmingumas	Rezultatyvumas	Darna
1 galimybė. Politika nekeičiama	0	0	0
2 galimybė. Rekomendacija dėl skaidrumo	≈	+	++
3 galimybė. Privalomos skaidrumo taisyklės	+	++	+
4 galimybė. Išsami reguliavimo sistema	++	–	–

**3 galimybei teikiama pirmenybė.** Reikalaujant atskleidimo dviejose pagrindinėse susirūpinimą keliančiose srityse (galimų interesų konfliktų metodika ir valdymas), įgaliotiesiems konsultantams būtų daromas didesnis spaudimas nustatyti tinkamas šiems esminiams aspektams skirtas procedūras. Privalomieji skaidrumo reikalavimai būtų veiksmingesni už švelniąją teisę, o kartu būtų išvengta nelanksčių ir neproporcingų mokėjimų, susijusių su išsamia reguliavimo sistema.

### 3.5. Akcininkų identifikavimas ir lengvesnės galimybės vertybinių popierių sąskaitų teikėjams įgyvendinti akcininkų teises

Politikos galimybės
1. Politika nekeičiama
2. Minimalios ES taisyklės
3. Išsamūs reikalavimai, susiję su akcininkų identifikavimo galimybe ir įpareigojimais tarpininkams palengvinti akcininkų teisių įgyvendinimą

Politikos galimybių vertinimas			
	Veiksmingumas	Rezultatyvumas	Darna
1 galimybė. Politika nekeičiama	0	0	0
2 galimybė. Minimalios ES taisyklės	+	++	+
3 galimybė. Akcininkų identifikavimo mechanizmo įpareigojimai tarpininkams	++	++	+

**3 galimybei teikiama pirmenybė.** Tarpininkų pareiga yra užtikrinti, jog būtų pateiktos vertybinių popierių sąskaitos, kad jie galėtų teikti įmonei akcininkų identifikavimo paslaugą ir

palengvintų tiesioginius akcininko bei įmonės ryšius. Šiems tarpininkams nustatyta pareiga teikti su akcijomis susijusią informaciją, padėti įgyvendinti akcininkų teises ir pateisinti šių paslaugų kainų skirtumus, jeigu teisės įgyvendinamos užsienyje, taip kartu bus užtikrinta, kad akcininkų balsai nepasimestų, o akcininkai galėtų rezultatyviau dalyvauti užsienio veikloje.

### 3.6. Įmonių valdymo ataskaitų kokybės gerinimas

Politikos galimybės
1. Politika nekeičiama
2. Rekomendacijos – gairės
3. Išsamūs reikalavimai, susiję su įmonių valdymo ataskaitų teikimu

Politikos galimybių vertinimas			
	Veiksmingumas	Rezultatyvumas	Darna
1 galimybė. Politika nekeičiama	0	0	0
2 galimybė. Rekomendacijos – gairės	+	++	++
3 galimybė. Išsamios taisyklės	++	+	+

**Pirmenybė teikiama 2 galimybei.** Tikėtina, kad, pateikus gaires dėl nukrypimo nuo kodeksų atvejų paaiškinimo, įmonėms būtų saugiau rengti tokias ataskaitas ir gerinti jų kokybę. Taip jos būtų skatinamos išsamiau apibūdinti įmonių valdymo tvarką ir prireikus ją gerinti, o tai padėtų gerinti ir veiklos rezultatus. Be to, tai padėtų užsienio investicijų srityje, nes ataskaitos taptų skaidresnės ir palyginamesnės.

## 4. BENDRAS RINKINIO POVEIKIS

Siūlomas požiūris įgyvendinamas papildomų veiksmų rinkiniu. Šis rinkinys – tai Komisijos darbo dėl Europos ekonomikos ilgalaikio finansavimo dalis. Juo padedama užtikrinti ilgalaikiškesnę akcininkų perspektyvą, užtikrinant geresnes biržinių bendrovių veiklos sąlygas.

Pageidaujamų galimybių tikslas – užtikrinti, kad investuotojai turėtų aiškia, išsamią ir palyginamą informaciją, kurią turint pašalinamos dalyvavimo, ypač tarptautiniams investuotojams, kliūtys. Jei poveikis investavimo politikai būtų skaidresnis, investuotojai ir galutiniai naudos gavėjai priimtų daugiau informacija grindžiamų sprendimų, o kartu investuotojai būtų paskatinti labiau dalyvauti įmonių, į kurias investuojama, veikloje. Aktyviau dalyvaujant akcininkams, gali būti padarytas teigiamas poveikis ir akcininkų vertei, ir tikslesnės įmonės veiksmingumui, konkurencingumui bei veiklos rezultatams<sup>2</sup>.

Todėl siūlomas rinkinys galėtų teigiamai paveikti ilgalaikį biržinių bendrovių, įskaitant MVĮ, tvarumą, nes joms būtų lengviau patekti į kapitalo rinkas. Būtų galima tikėtis ir tam tikro

<sup>2</sup> Akcininkams dalyvaujant įmonių valdyme, vertinant atlyginimą kaip vieną iš pagrindinių aspektų, per metus būtų galima vidutiniškai gauti 7–8 proc. anomaliją kaupiamąją ir ilgalaikio investavimo į vertybinius popierius grąžą, įmonėms sumažėtų kapitalo kaina ir smarkiai pagerėtų įmonių valdymas bei pelningumas.



teigiamo socialinio poveikio, nes į ilgalaikiškumą orientuotos įmonės galėtų sukurti daugiau darbo vietų. Nenumatoma jokio konkretaus poveikio aplinkai.

Priėmus rinkinį, padidėtų administracinė našta, taip pat ir biržinėms MVĮ. Tačiau šios išlaidos būtų nedidelės, atsižvelgiant į tai, kad daugiausia numatoma skaidrumo ir paskelbimo priemonių, o tam tikras skaidrumo laipsnis jau yra arba taikomas savanoriškai. Be to, išlaidos įvairioms suinteresuotųjų subjektų grupėms būtų paskirstytos po lygiai.

## **5. VERTINIMAS**

Rinkinio poveikio vertinimas bus atliekamas praėjus penkeriems metams po galutinio perkėlimo į nacionalinę teisę termino, o galimų pakeitimų tinkamumas gali būti svarstomas remiantis atlikto vertinimo rezultatais.