



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 9.4.2014 r.
SWD(2014) 126 final

DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI

STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW

Towarzyszący dokumentowi:

Wniosek

**DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY
w sprawie zmiany dyrektywy 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do
długoterminowego zaangażowania oraz zmiany dyrektywy 2013/34/UE w zakresie
określonych elementów oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego**

oraz

**ZALECENIE KOMISJI
w sprawie jakości sprawozdawczości dotyczącej ładu korporacyjnego (podejście
„przestrzegaj lub wyjaśnij”)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. WSTĘP

W ostatnich latach wyszły na jaw pewne niedociągnięcia w stosowaniu zasad ładu korporacyjnego w europejskich spółkach notowanych na rynku regulowanym. Niedociągnięcia te dotyczą różnych podmiotów objętych zasadami ładu korporacyjnego: dyrektorów, akcjonariuszy (inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami) oraz doradców inwestorów w związku z głosowaniem.

Zaledwie kilka kluczowych aspektów ładu korporacyjnego zostało zharmonizowanych na szczeblu UE, w szczególności na mocy dyrektywy 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym. Dyrektywa ta zawiera przepisy dotyczące udziału w walnych zgromadzeniach. Konieczność usprawnienia obecnych ram podkreślono w planie działania Komisji dotyczącym europejskiego prawa spółek i ładu korporacyjnego¹. W niniejszej ocenie skutków rozważa się możliwe sposoby osiągnięcia celów wspomnianego planu działania.

2. OKREŚLENIE PROBLEMU

W niniejszej ocenie skutków analizuje się szereg problemów w obszarze ładu korporacyjnego. Jedną z kluczowych kwestii w zakresie ładu korporacyjnego jest rozdział własności i kontroli oraz wynikająca z niego relacja „mocodawca–przedstawiciel” pomiędzy akcjonariuszami a dyrektorami. W wyniku przekazania przez akcjonariuszy („mocodawcy”) zarządzania spółką dyrektorom („przedstawiciele”) ci ostatni mają możliwość działania w większym stopniu we własnym interesie niż w interesie akcjonariuszy. Taka sytuacja może prowadzić do nieoptymalnego ładu korporacyjnego i nieoptymalnych wyników spółek. Obecnie inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające aktywami stanowią istotną siłę na rynkach akcji, przy czym znacznie zwiększył się udział pośrednictwa (przekazywania bieżącego zarządzania inwestycjami podmiotom zarządzającym aktywami) w łańcuchu inwestycyjnym. Zwiększony udział pośrednictwa doprowadził do pojawienia się zachęt w łańcuchu inwestycyjnym, które często koncentrują się na wynikach krótkoterminowych i w niewystarczającym stopniu uwzględniają korzyści płynące z zaangażowania akcjonariuszy. Z tego powodu inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające aktywami są często nieobecni i nie wykazują zainteresowania zarządzaniem spółkami, co pogłębia problem pośrednictwa między akcjonariuszami a dyrektorami spółek i prowadzi do nieoptymalnych wyników spółek notowanych na rynku regulowanym. Z badań wynika, że długoterminowe zaangażowanie akcjonariuszy nie tylko prowadzi do lepszych wyników inwestorów, ale także przyczynia się do zwiększenia konkurencyjności spółek i poprawy ich wyników.

2.1. Niewystarczające zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami

Kryzys finansowy uwidocznił nieprawidłowe funkcjonowanie kontroli ze strony akcjonariuszy w sektorze finansowym. Zamiast powstrzymywać podejmowanie nadmiernego ryzyka krótkoterminowego przez podmioty zarządzające, akcjonariusze w wielu przypadkach popierali takie postępowanie. Zasadniczo nie występują znaczne różnice pod względem akcjonariuszy między spółkami notowanymi na rynku regulowanym a instytucjami finansowymi, a ponadto istnieją wyraźne dowody na to, że obecny poziom „monitorowania”

¹ COM(2012) 740 final.

spółek, w których dokonano inwestycji, oraz zaangażowania inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami jest nieoptymalny. Z badań wynika, że inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające ich aktywami nie koncentrują się wystarczająco na długoterminowych wynikach spółek, skupiając się na zmianach cen akcji i strukturze indeksów rynków finansowych, co niekoniecznie musi prowadzić do optymalnego zwrotu dla beneficjentów ostatecznych (na przykład przyszłych emerytów) i wywiera na spółki presję na uzyskiwanie wyników krótkoterminowych.

Wydaje się, że podejście krótkowzroczne wynika z rozbieżności interesów właścicieli aktywów i podmiotów zarządzających aktywami. Interesy dużych właścicieli aktywów, takich jak fundusze emerytalne i ubezpieczyciele, mają charakter długoterminowy ze względu na długoterminowość ich zobowiązań. Dokonując wyboru i oceny podmiotów zarządzających aktywami, często polegają oni jednak na wskaźnikach referencyjnych takich jak indeksy giełdowe, a wyniki podmiotu zarządzającego są często poddawane ocenie co kwartał. W przypadku niewystarczających wyników podmiot zarządzający aktywami może stracić upoważnienie do zarządzania. Dlatego też wiele podmiotów zarządzających aktywami koncentruje się głównie na swoich wynikach krótkoterminowych porównywanych z wskaźnikami referencyjnymi lub wynikami innych podmiotów zarządzającymi aktywami, mimo że w interesie beneficjentów ostatecznych leżą długoterminowe wyniki bezwzględne z inwestycji. Zachęty krótkoterminowe odwracają uwagę i odsuwają zasoby od dokonywania inwestycji w oparciu o elementy fundamentalne i perspektywy długoterminowe, a także od zwiększania długoterminowej wartości poprzez zaangażowanie akcjonariuszy, co prowadzi do wywierania na spółki presji na uzyskiwanie wyników krótkoterminowych, która zniechęca do inwestycji zwiększających konkurencyjność.

Coraz większa liczba, chociaż nadal stosunkowo niewielu, inwestorów dąży do łączenia wyników finansowych lepszych od wskaźników referencyjnych z tworzeniem wartości w perspektywie długoterminowej, a ich strategie inwestycyjne obejmują również zaangażowanie w sprawy spółek, w których dokonano inwestycji.

2.2. Niewystarczające powiązanie między wynagrodzeniem a wynikami dyrektorów

Nadzór akcjonariuszy nad wynagrodzeniem dyrektorów również okazał się niewystarczający. Wynagrodzenie dyrektorów odgrywa kluczową rolę w dostosowaniu interesów dyrektorów i akcjonariuszy oraz w zapewnieniu, aby dyrektorzy działali w najlepszym interesie spółki. Jeżeli akcjonariusze nie nadzorują wynagrodzeń dyrektorów, istnieje ryzyko, że dyrektorzy będą stosować strategię, która przynosi im osobiste korzyści, ale która niekoniecznie musi przyczynić się do długoterminowych wyników spółki. W obecnych ramach prawnych wykryto szereg niedociągnięć. Po pierwsze, informacje ujawniane przez spółki nie są pełne, przejrzyste ani porównywalne. Po drugie, akcjonariusze często nie dysponują wystarczającymi narzędziami pozwalającymi im wyrazić opinię na temat wynagrodzenia dyrektorów.

2.3. Brak nadzoru akcjonariuszy nad transakcjami z podmiotami powiązanymi

Transakcje z podmiotami powiązanymi, czyli transakcje między spółką a jej zarządem, dyrektorami, jednostkami kontrolującymi lub akcjonariuszami, stwarzają możliwość przejęcia wartości należącej do danej spółki ze szkodą dla akcjonariuszy (mniejszościowych). W

większości przypadków akcjonariusze nie mają dostępu do wystarczających informacji przed planowaną transakcją ani nie dysponują odpowiednimi narzędziami umożliwiającymi im sprzeciwienie się transakcjom stanowiącym nadużycie. Ponieważ w większości przypadków inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające aktywami są akcjonariuszami mniejszościowymi, prawa do większej kontroli nad transakcjami z podmiotami powiązanymi poprawiłyby zdolność tych podmiotów do ochrony ich inwestycji.

2.4. Niewystarczająca przejrzystość w przypadku doradców inwestorów w związku z głosowaniem

Doradcy inwestorów w związku z głosowaniem wydają rekomendacje dla inwestorów dotyczące głosowania na walnych zgromadzeniach spółek notowanych na rynku regulowanym. Duża liczba (transgranicznych) pakietów akcji posiadanych przez wielu inwestorów instytucjonalnych i podmioty zarządzające aktywami oraz złożoność kwestii, które należy uwzględnić, sprawiają, że w wielu przypadkach korzystanie z usług doradców inwestorów w związku z głosowaniem jest nieuniknione, przez co mają oni znaczny wpływ na sposób głosowania takich inwestorów. Zaobserwowano w szczególności niedociągnięcia dotyczące jakości porad oraz konfliktów interesów.

2.5. Trudne i kosztowne wykonywanie praw wynikających z akcji

Inwestorzy napotykają trudności w wykonywaniu praw wynikających z posiadanych akcji, szczególnie w przypadku inwestycji transgranicznych. W przypadku łańcuchów rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez pośredników, w szczególności w przypadku udziału wielu pośredników zarządzających rachunkami papierów wartościowych, informacje od spółek nie są przekazywane akcjonariuszom lub głosy akcjonariuszy przepadają. Ponadto istnieje większe prawdopodobieństwo nadużycia praw głosu przez pośredników. Negatywny wpływ na systemy wynika z trzech głównych przyczyn: braku możliwości identyfikacji inwestorów przez spółkę, braku terminowego przekazywania informacji i praw w łańcuchu inwestycyjnym oraz dyskryminacji cenowej w odniesieniu do pakietów transgranicznych.

2.6. Niewystarczająca jakość informacji dotyczących ładu korporacyjnego

Zaobserwowano niedociągnięcia w odniesieniu do jakości sprawozdań dotyczących ładu korporacyjnego sporządzanych przez spółki notowane na rynku regulowanym w UE, w szczególności w zakresie wyjaśnień dotyczących odstępstw od zaleceń kodeksów ładu korporacyjnego. W ponad 60 % przypadków, w których spółki zdecydowały się nie stosować zaleceń, spółki nie przedstawiły wystarczających wyjaśnień. Nieprawidłowa sprawozdawczość utrudnia akcjonariuszom podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych i angażowanie się w sprawy spółki.

2.7 Pomocniczość

Podstawą prawną kompetencji UE do podejmowania działań jest art. 50 ust. 2 lit. g) TFUE. Rosnące znaczenie transgranicznych inwestycji kapitałowych (około 44 % łącznej kapitalizacji rynkowej unijnych spółek notowanych na rynku regulowanym znajduje się w posiadaniu inwestorów zagranicznych) oraz zmiany w łańcuchu inwestycji kapitałowych uzasadniają podjęcie określonych ukierunkowanych działań na szczeblu UE w celu zapewnienia ochrony interesów akcjonariuszy i innych zainteresowanych stron. Jedynie ograniczona liczba państw członkowskich podjęła działania lub rozważa podjęcie działań w

celu rozwiązania wspomnianych problemów, niemniej działania takie nie mogą przynieść skutecznego rozwiązania tych problemów. Działania podejmowane przez same państwa członkowskie mogą spowodować powstanie różnych zbiorów przepisów tworzących nierówne warunki działania, co może utrudnić prawidłowe funkcjonowanie rynku wewnętrznego lub stworzyć nowe przeszkody w prawidłowym jego funkcjonowaniu.

3. WARIANTY STRATEGICZNE, OCENA SKUTKÓW I WYBÓR WARIANTU PREFEROWANEGO

3.1. Zwiększenie poziomu zaangażowania inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami

Warianty strategiczne
1. Brak zmian w polityce
2. Zalecenie dotyczące przejrzystości w odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami w zakresie głosowania i zaangażowania oraz określonych aspektów uprawnień do zarządzania aktywami
3. Obowiązkowa przejrzystość w odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami w zakresie głosowania i zaangażowania oraz określonych aspektów uprawnień do zarządzania aktywami

Ocena wariantów strategicznych			
	Skuteczność	Wydajność	Spójność
Wariant 1: Brak zmian w polityce	0	0	0
Wariant 2: Zalecenie dotyczące przejrzystości w odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami	+	+	+
Wariant 3: Wiążące przepisy dotyczące przejrzystości w odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami	++	+	+

Wariantem preferowanym jest wariant 3.

Wariant ten zwiększyłby przejrzystość w zakresie stosowanych przez właścicieli aktywów sposobów zachęcenia podmiotów zarządzających ich aktywami do działania w najlepszym długoterminowym interesie ich beneficjentów oraz do realizacji strategii inwestycyjnych

obejmujących zaangażowanie akcjonariuszy. Podmioty zarządzające aktywami byłyby zobowiązane do zapewnienia przejrzystości w zakresie polityki dotyczącej zaangażowania, płynących z niej korzyści oraz sposobu realizacji tej polityki. Dzięki obszernym i istotnym informacjom właściciele aktywów byłiby w stanie podejmować bardziej świadome decyzje dotyczące swoich strategii inwestycyjnych. Informacje takie byłyby dla nich bodźcem do aktywniejszego angażowania się w sprawy spółek, w których dokonano inwestycji. Przejrzystość w zakresie kosztów częstego obrotu portfelem przez podmioty zarządzające aktywami może ograniczyć wielkość takich transakcji, przyczyniając się do większej koncentracji na wartości fundamentalnej spółek oraz podniesienia tej wartości za pomocą zaangażowania akcjonariuszy. W ostatecznym rozrachunku środki takie mogą skutkować oszczędnością kosztów i większym zwrotem dla właścicieli aktywów i beneficjentów ostatecznych. Większa koncentracja na elementach fundamentalnych i zdolności spółek do tworzenia faktycznej wartości może być szczególnie korzystna dla małych i średnich przedsiębiorstw notowanych na rynku regulowanym. Większe zaangażowanie i perspektywa długoterminowa mogą się również przyczynić do większych inwestycji spółek w badania i konkurencyjność, a tym samym do zwiększenia zatrudnienia.

Wiążące przepisy dotyczące przejrzystości zapewniłyby największe prawdopodobieństwo wywołania pozytywnej zmiany przy ograniczonych kosztach.

3.2. Osiągnięcie ściślejszego powiązania między wynagrodzeniem a wynikami

Warianty strategiczne
1. Brak zmian w polityce
2. Wiążące przepisy dotyczące przejrzystości wynagrodzenia
3. Głosowanie akcjonariuszy w sprawie wynagrodzeń

Ocena wariantów strategicznych			
	Skuteczność	Wydajność	Spójność
Wariant 1: Brak zmian w polityce	0	0	0
Wariant 2: Wiążące przepisy dotyczące przejrzystości wynagrodzenia	+	+	+
Warianty 3: Głosowanie akcjonariuszy w sprawie wynagrodzeń	+	++	+

Wariantami preferowanymi są warianty 2 i 3: zapewnienie akcjonariuszom przejrzystych, obszernych i porównywalnych informacji dotyczących polityki wynagrodzeń i

wynagrodzenia poszczególnych dyrektorów pomogłoby akcjonariuszom w sprawowaniu skutecznego nadzoru. Harmonizacja wymogów dotyczących ujawniania informacji na szczeblu UE rozwiązałaby problem asymetrii informacji, dzięki czemu spadłyby koszty pośrednictwa. Rozwiązanie to byłoby korzystne z punktu widzenia inwestycji transgranicznych, ponieważ ułatwiłoby porównywanie informacji i sprawiłoby, że angażowanie się w sprawy spółek stałoby się łatwiejsze i mniej kosztowne. Ponadto zwiększyłyby się odpowiedzialność spółek wobec innych zainteresowanych stron.

Przyznanie akcjonariuszom prawa głosu w sprawie wynagrodzeń oznaczałoby zapewnienie im skutecznego narzędzia do sprawowania nadzoru nad wynagrodzeniem dyrektorów oraz do angażowania się w sprawy spółek, a jednocześnie wzmocniłoby powiązanie między wynagrodzeniem a wynikami.

3.3. Przejrzystość transakcji z podmiotami powiązanymi i nadzór nad takimi transakcjami

Warianty strategiczne
1. Brak zmian w polityce
2. Prawo miękkie zapewniające wytyczne
3. Zwiększenie wymogów w zakresie przejrzystości transakcji z podmiotami powiązanymi
4. Głosowanie akcjonariuszy w sprawie najistotniejszych transakcji

Ocena wariantów strategicznych			
	Skuteczność	Wydajność	Spójność
Wariant 1: Brak zmian w polityce	0	0	0
Wariant 2: Prawo miękkie zapewniające wytyczne	≈	≈	+
Wariant 3: Zwiększenie wymogów w zakresie przejrzystości transakcji z podmiotami powiązanymi	+	+	+
Wariant 4: Głosowanie akcjonariuszy w sprawie najistotniejszych transakcji	++	++	+

Wariantami preferowanymi są warianty 3 i 4: zapewnienie przekazywania inwestorom informacji *ex ante* dotyczących najistotniejszych transakcji pozwoliłoby im (w szczególności akcjonariuszom mniejszościowym) przeciwdziałać nieuzasadnionym transakcjom i w większym stopniu angażować się w sprawy spółki, natomiast prawo głosu pozwoliłoby im odrzucać transakcje stanowiące nadużycie. Głosowanie akcjonariuszy pobudziłoby również spółki do zastanowienia się nad transakcjami z podmiotami powiązanymi. Połączenie takie mogłoby wywrzeć pozytywny wpływ na konkurencyjność i stabilność spółek oraz na inwestycje transgraniczne.

Wiążące przepisy będą prawdopodobnie skuteczniejsze od wytycznych w ramach prawa miękkiego.

3.4. Przejrzystość w odniesieniu do doradców inwestorów w związku z głosowaniem

Warianty strategiczne
1. Brak zmian w polityce
2. Zalecenie dotyczące przejrzystości metodyki i konfliktów interesów
3. Wiążące wymogi dotyczące ujawniania informacji w zakresie metodyki i konfliktów interesów
4. Szczegółowe ramy regulacyjne

Ocena wariantów strategicznych			
	Skuteczność	Wydajność	Spójność
Wariant 1: Brak zmian w polityce	0	0	0
Wariant 2: Zalecenie dotyczące przejrzystości	≈	+	++
Wariant 3: Wiążące wymogi dotyczące przejrzystości	+	++	+
Wariant 4: Szczegółowe ramy regulacyjne	++	-	-

Wariantem preferowanym jest wariant 3: ustanowienie wymogu ujawniania informacji dotyczących wspomnianych dwóch głównych obszarów zainteresowania (metodyki i zarządzania potencjalnymi konfliktami interesów) wywarłoby dodatkową presję na doradców inwestorów w związku z głosowaniem, aby ustanowili odpowiednie procedury dotyczące tych kluczowych aspektów. Wiążące wymogi dotyczące przejrzystości byłyby bardziej skuteczne niż prawo miękkie oraz pozwoliłyby uniknąć nieelastycznych i nieproporcjonalnych obciążeń związanych ze szczegółowymi ramami regulacyjnymi.

3.5. Identyfikacja akcjonariuszy i ułatwienie wykonywania praw akcjonariuszy przez podmioty prowadzące rachunki papierów wartościowych

Warianty strategiczne
1. Brak zmian w polityce
2. Podstawowe przepisy unijne
3. Szczegółowe wymogi dotyczące możliwości identyfikacji akcjonariuszy i obowiązków w zakresie ułatwienia wykonywania praw akcjonariuszy przez pośredników

Ocena wariantów strategicznych			
	Skuteczność	Wydajność	Spójność
Wariant 1: Brak zmian w polityce	0	0	0
Wariant 2: Podstawowe przepisy unijne	+	++	+
Wariant 3: Obowiązkowe dla pośredników mechanizmy identyfikacji akcjonariuszy	++	++	+

Wariantem preferowanym jest wariant 3: nałożenie na pośredników prowadzących rachunki papierów wartościowych obowiązku świadczenia na rzecz spółek usługi identyfikacji akcjonariuszy ułatwi bezpośredni kontakt między akcjonariuszem a spółką. Zobowiązanie takich pośredników do przekazywania informacji dotyczących akcji, ułatwienia wykonywania praw akcjonariuszy oraz do uzasadniania różnic w cenie za takie usługi w przypadku transgranicznego wykonywania tych praw zagwarantuje, że głosy akcjonariuszy nie będą przepadały, a akcjonariusze będą mogli w kontekście transgranicznym skuteczniej angażować się w sprawy spółek.

3.6. Podniesienie jakości sprawozdawczości dotyczącej ładu korporacyjnego

Warianty strategiczne
1. Brak zmian w polityce
2. Zalecenie zawierające wytyczne
3. Szczegółowe wymogi w zakresie sprawozdawczości dotyczącej ładu korporacyjnego

Ocena wariantów strategicznych			
	Skuteczność	Wydajność	Spójność
Wariant 1: Brak zmian w polityce	0	0	0
Wariant 2: Zalecenie zawierające wytyczne	+	++	++
Wariant 3: Szczegółowe wymogi	++	+	+

Wariantem preferowanym jest wariant 2: zapewnienie wytycznych w zakresie przedstawiania wyjaśnień dotyczących odstępstw od zaleceń kodeksów ładu korporacyjnego prawdopodobnie zwiększy pewność spółek co do sposobu sporządzania takich sprawozdań i podniesie ich jakość. Wytyczne takie stanowiłyby dla spółek zachętę do dokładniejszego przyjrzenia się swoim ustaleniom w zakresie ładu korporacyjnego i w razie potrzeby do ich udoskonalenia, co mogłoby wpłynąć na poprawę wyników. Wytyczne mogłyby również przyczynić się do wzrostu inwestycji transgranicznych ze względu na większą przejrzystość i porównywalność sprawozdań.

4. OGÓLNE SKUTKI PAKIETU

Proponowane podejście stanowi pakiet uzupełniających się działań. Pakiet ten stanowi element prac Komisji poświęconych kwestii długoterminowego finansowania gospodarki europejskiej: przyczynia się on do osiągnięcia bardziej długoterminowej perspektywy zaangażowania akcjonariuszy, co zapewnia lepsze warunki operacyjne dla spółek notowanych na rynku regulowanym.

Celem wariantów preferowanych jest zapewnienie, aby inwestorzy dysponowali przejrzystymi, obszernymi i porównywalnymi informacjami, co prowadzi do usunięcia barier w angażowaniu się w sprawy spółek, w szczególności w przypadku inwestorów transgranicznych. Zwiększenie przejrzystości w zakresie skutków strategii inwestycyjnych spowoduje, że inwestorzy i beneficjenci ostatecznie będą podejmowali bardziej świadome decyzje, ale również zachęci inwestorów do aktywniejszego angażowania się w sprawy spółek, w których dokonano inwestycji. Każdy wzrost zaangażowania akcjonariuszy najprawdopodobniej wpłynie pozytywnie zarówno na wartość dla akcjonariuszy, jak i na wydajność, konkurencyjność i wyniki danej spółki².

Dlatego też proponowany pakiet mógłby wywrzeć pozytywny wpływ na długoterminową stabilność spółek notowanych na rynku regulowanym, w tym małych i średnich przedsiębiorstwach, które prawdopodobnie odniosą korzyści z lepszego dostępu do rynków kapitałowych. Można również oczekiwać pewnych pozytywnych skutków społecznych, ponieważ spółki ukierunkowane na wyniki długoterminowe mogą zwiększać zatrudnienie. Nie przewiduje się żadnego szczególnego wpływu na środowisko.

Pakiet spowodowałby zwiększenie obciążenia administracyjnego, w tym dla małych i średnich przedsiębiorstw notowanych na rynku regulowanym. Koszty te byłyby jednak ograniczone, biorąc pod uwagę fakt, że przewidywane środki to w większości wymogi w zakresie przejrzystości i ujawniania informacji, a przejrzystość jest już w pewnym stopniu wymagana lub dobrowolnie zapewniana. Ponadto koszty rozłożą się równo między różne grupy zainteresowanych stron.

5. OCENA

Ocena wpływu proponowanego pakietu zostanie przeprowadzona po pięciu latach od daty transpozycji, a stosowność ewentualnych zmian można rozważyć na podstawie wyników oceny.

² Zaangażowanie akcjonariuszy w ład korporacyjny, przy czym jedną z głównych kwestii stanowi wynagrodzenie, może w ciągu roku wygenerować średnią skumulowaną nadzwyczajną stopę zwrotu z akcji w ramach strategii „kup i trzymaj” na poziomie 7–8 %, obniżyć koszt kapitału dla spółek oraz znacznie poprawić ich zarządzanie i rentowność.