

Bruxelles, 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

DOCUMENT DE LUCRU AL SERVICIILOR COMISIEI

REZUMATUL EVALUĂRII IMPACTULUI

care însoțește documentul

Propunere de

DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI

de modificare a Directivei 2007/36/CE în ceea ce privește încurajarea implicării pe termen lung a acționarilor și a Directivei 2013/34/UE în ceea ce privește anumite elemente ale declarației privind guvernanta corporativă

și

RECOMANDARE A COMISIEI

privind calitatea raportării cu privire la guvernanta corporativă („conformare sau justificare”)

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. INTRODUCERE

În ultimii ani s-au constatat anumite deficiențe în materie de guvernare corporativă ale societăților europene cotate la bursă. Aceste deficiențe se referă la diverse părți implicate în guvernarea corporativă: consiliul de administrație, acționari (investitori instituționali și administratori de active) și consilieri de vot.

Numai o serie de aspecte esențiale ale guvernării corporative au fost armonizate la nivel european, în special prin Directiva 2007/36/CE privind exercitarea anumitor drepturi ale acționarilor în cadrul societăților comerciale cotate la bursă. Această directivă cuprinde norme privind participarea la adunările generale. Necesitatea de a consolida cadrul actual a fost evidențiată în Planul de acțiune al Comisiei privind dreptul european al societăților comerciale și guvernarea corporativă¹. Prezenta evaluare a impactului analizează modalitățile posibile pentru îndeplinirea obiectivelor acestui plan de acțiune.

2. DEFINIREA PROBLEMEI

Prezenta evaluare a impactului analizează o serie de probleme din domeniul guvernării corporative. Unul dintre aspectele principale ale guvernării corporative este separarea dintre proprietate și control și relația de tip comitent-agent care se formează între acționari și consiliul de administrație. Delegarea gestionării societății de către acționari („comitenți”) consiliului de administrație („agenți”) lasă loc membrilor consiliului de administrație să acționeze mai mult în interes propriu decât în interesul acționarilor. Aceasta ar putea duce la o guvernare corporativă și la performanțe ale societăților situate sub nivelul optim. În prezent, investitorii instituționali și administratorii de active reprezintă o forță importantă pe piețele de capital, iar intermedierea din cadrul lanțului de investiții (delegarea gestionării zilnice a investițiilor către administratorii de active) a crescut în mod semnificativ. Creșterea intermedierei a condus la apariția unor stimulente suplimentare în cadrul lanțului de investiții care se concentrează adesea pe performanța pe termen scurt și nu exploatează suficient beneficiile implicării acționarilor. Așadar, investitorii instituționali și administratorii de active sunt adesea absenți și nu sunt interesați de guvernarea întreprinderilor. Acest lucru accentuează problema de reprezentare dintre acționari și consiliul de administrație al societăților și conduce la performanțe situate sub nivelul optim ale societăților cotate la bursă. Studiile demonstrează că implicarea pe termen lung a acționarilor conduce nu numai la performanțe mai bune ale investitorilor, dar contribuie, de asemenea, la îmbunătățirea competitivității și a performanțelor societăților.

2.1. Implicarea insuficientă a investitorilor instituționali și a administratorilor de active

Criza financiară a pus a arătat că în sectorul financiar controlul acționarilor nu a funcționat corespunzător. În loc să limiteze tendința administratorilor de a-și asuma riscuri exagerate pe termen scurt, în multe cazuri, acționarii au încurajat-o. În general, societățile cotate la bursă nu au acționari foarte diferiți față de instituțiile financiare și există dovezi clare că nivelul actual de „monitorizare” al societăților care fac obiectul investițiilor și de implicare a investitorilor instituționali și a administratorilor de active nu este optim. Cercetările demonstrează că investitorii instituționali și administratorii de active ai acestora nu acordă

¹ COM/2012/0740 final

suficientă atenție performanței pe termen lung a societăților, ci variațiilor cursului acțiunilor și structurii indicilor pieței de capital, fapt care poate să nu ducă la o rentabilitate optimă pentru beneficiarii finali (de exemplu viitorii pensionari) și să exercite o presiune pe termen scurt asupra întreprinderilor.

Această viziune pe termen scurt pare să provină dintr-o discrepanță de interese între proprietarii de active și administratorii de active. Marii proprietari de active, cum ar fi fondurile de pensii și societățile de asigurări, au interese pe termen lung, întrucât pasivele lor sunt pe termen lung. Cu toate acestea, pentru selectarea și evaluarea administratorilor de active aceștia se bazează adesea pe indici de referință, cum ar fi indicii de piață, iar performanța administratorului de active este adeseori evaluată trimestrial. În cazul unei performanțe nesatisfăcătoare, administratorul de active ar putea să își piardă mandatul. Drept urmare, preocuparea principală a multor administratori de active a devenit performanța lor pe termen scurt în raport cu o valoare de referință sau cu alți administratori de active, deși beneficiarii finali sunt interesați de performanța totală pe termen lung a investiției. Stimulentele pe termen scurt abat atenția și resursele de la realizarea de investiții bazate pe principii fundamentale și perspective pe termen mai lung, de la creșterea valorii pe termen lung prin implicarea acționarilor și conduc la o presiune pe termen scurt asupra societăților, descurajând investițiile care sporesc competitivitatea.

Deși fenomenul este încă relativ limitat, există un număr tot mai mare de investitori care încearcă să combine obținerea unor performanțe financiare mai bune cu crearea de valoare pe termen lung, strategiile lor de investiții incluzând, de asemenea, implicarea în societățile care fac obiectul investițiilor.

2.2. Corelare insuficientă între remunerația și performanța consiliului de administrație

Supravegherea remunerației membrilor consiliului de administrație de către acționari s-a dovedit, de asemenea, a fi insuficientă. Remunerația membrilor consiliului de administrație joacă un rol esențial în alinierea intereselor consiliului de administrație și cele ale acționarilor și în garantarea faptului că membrii consiliului de administrație acționează în interesul societății. Atunci când acționarii nu supraveghează remunerația membrilor consiliului de administrație, există riscul ca aceștia din urmă să aplice o strategie care îi recompensează pe ei personal, dar care nu contribuie la performanța pe termen lung a societății. Mai multe deficiențe au fost identificate în cadrul actual. În primul rând, informațiile prezentate de societăți nu sunt complete, clare, și nici comparabile. În al doilea rând, adeseori acționarii nu au suficiente instrumente pentru a-și exprima opinia cu privire la remunerarea membrilor consiliului de administrație.

2.3. Lipsa supravegherii tranzacțiilor cu părți afiliate de către acționari

Tranzacțiile cu părțile afiliate (TPA), adică tranzacțiile dintre o societate și administrația, consiliul de administrație, entitatea care o controlează sau acționarii acesteia, creează posibilitatea de a expropria valoarea aparținând societății în detrimentul acționarilor (minoritari). În majoritatea cazurilor, acționarii nu au acces la suficiente informații înaintea tranzacției planificate și nu dispun de instrumente adecvate pentru a lupta împotriva tranzacțiilor abuzive. Întrucât investitorii instituționali și administratorii de active sunt în majoritatea cazurilor acționari minoritari, un control mai mare asupra TPA ar îmbunătăți capacitatea acestora de a-și proteja investițiile.

2.4. Transparența insuficientă a consilierilor de vot

Consilierii de vot fac recomandări adresate investitorilor cu privire la modul de a vota în adunările generale ale societăților cotate la bursă. Numărul mare de active (transfrontaliere) deținut de o mare parte dintre investitorii instituționali și administratorii de active și complexitatea aspectelor care trebuie examinate fac, în multe cazuri, inevitabilă utilizarea consilierilor de vot; aceștia au, prin urmare, o influență considerabilă asupra comportamentului de vot al acestor investitori. În special, au fost observate deficiențe privind calitatea consultanței, precum și conflicte de interese.

2.5. Exercițarea dificilă și costisitoare a drepturilor care decurg din acțiuni

Investitorii se confruntă cu dificultăți în exercițarea drepturilor care decurg din acțiunile lor, în special dacă acestea sunt deținute transfrontalier. În lanțurile de deținere intermediare, în special atunci când acestea implică mulți intermediari care administrează conturile de instrumente financiare, informațiile nu sunt transferate acționarilor de către societățile comerciale sau voturile acționarilor se pierd. Există, de asemenea, o probabilitate mai mare de utilizare abuzivă a drepturilor de vot de către intermediari. Trei cauze principale afectează sistemele: imposibilitatea societății de a identifica investitorii, netransmiterea la timp de informații și de drepturi în lanțul de investiții și discriminările prin preț ale activelor transfrontaliere.

2.6. Calitatea insuficientă a informațiilor referitoare la guvernarea corporativă

Au fost observate deficiențe în ceea ce privește calitatea rapoartelor de guvernare corporativă întocmite de către societățile cotate la bursă din UE, în special cu privire la explicațiile pentru abaterile de la recomandările codurilor de guvernare corporativă. În peste 60 % dintre cazurile în care societățile au decis să nu aplice recomandările, acestea nu au oferit suficiente explicații. Raportarea inadecvată face să fie mai dificil pentru acționari să ia decizii legate de investiții în cunoștință de cauză și să se implice în societate.

2.7 Subsidiaritate

Competența în materie de acțiune se întemeiază pe articolul 50 alineatul (2) litera (g) din TFUE. Importanța din ce în ce mai mare a investițiilor de capital transfrontaliere (aproximativ 44 % din capitalizarea bursieră totală a societăților cotate la bursă din UE este deținut de investitorii străini) și schimbările la nivelul lanțului de investiții în capitaluri justifică anumite măsuri specifice luate la nivelul UE în scopul de a asigura protejarea intereselor acționarilor și ale altor părți interesate. Doar un număr limitat de state membre a luat măsuri sau are în vedere acest lucru pentru a aborda problemele, iar aceste măsuri nu pot să aducă soluții eficiente pentru aceste probleme. Măsurile luate exclusiv la nivelul statelor membre pot genera seturi de norme diferite, creând condiții de concurență inechitabile, care pot pune în pericol buna funcționare a pieței interne sau pot crea noi obstacole în calea acestei funcționări.

3. OPȚIUNI DE POLITICĂ, EVALUAREA IMPACTULUI ȘI ALEGEREA OPȚIUNII PREFERATE

3.1. Crește nivelul de implicare a investitorilor instituționali și a administratorilor de active

Opțiuni de politică
1 Nicio modificare a politicii
2 Recomandare privind transparența investitorilor instituționali și a administratorilor de active cu privire la vot și implicare și anumite aspecte ale mandatelor de gestionare a activelor
3 Transparența obligatorie a investitorilor instituționali și a administratorilor de active cu privire la vot și implicare și anumite aspecte ale mandatelor de gestionare a activelor

Evaluarea opțiunilor de politică			
	Eficacitate	Eficiență	Coerență
Opțiunea 1: nicio modificare a politicii	0	0	0
Opțiunea 2: recomandare privind transparența investitorilor instituționali și a administratorilor de active	+	+	+
Opțiunea 3: norme obligatorii privind transparența investitorilor instituționali și a administratorilor de active	++	+	+

Opțiunea 3 este opțiunea preferată:

Această opțiune ar spori transparența modului în care proprietarii de active își stimulează administratorii de active să acționeze în interesul pe termen lung al beneficiarilor lor și să urmărească strategii de investiții care presupun implicarea acționarilor. Administratorii de active ar trebui să fie transparenți în legătură cu politicile lor în materie de implicare, cu beneficiile oferite de aceste politici și cu modul în care își îndeplinesc politicile pentru care au primit un mandat. Informațiile substanțiale și relevante ar permite proprietarilor de active să ia hotărâri mai bine informate legate de politicile lor de investiții. Acest lucru i-ar stimula să se implice mai mult în societățile care fac obiectul investițiilor. Transparența privind costurile legate de rotația ridicată a portofoliului de către administratorii de active poate reduce amploarea acestor tranzacții, contribuind la o mai bună concentrare asupra valorii fundamentale a întreprinderilor și crescând această valoare prin implicarea acționarilor. Aceste măsuri pot duce, în cele din urmă, la reduceri de costuri și la un randament mai bun al investițiilor pentru proprietarii de active și pentru beneficiarii finali. O mai bună concentrare pe principiile fundamentale și pe capacitatea de a crea valoare reală a societăților ar putea fi

benefică în special pentru IMM-urile cotate la bursă. O mai mare implicare și o perspectivă pe termen mai lung ar putea contribui, de asemenea, la creșterea investițiilor realizate de întreprinderi în cercetare și la creșterea competitivității, creând astfel mai multe locuri de muncă.

Normele obligatorii în materie de transparență ar asigura cele mai mari șanse de a determina o schimbare pozitivă cu costuri limitate.

3.2. Crearea unei legături mai bune între remunerație și performanță

Opțiuni de politică
1 Nicio modificare a politicii
2 Norme obligatorii în materie de transparență a remunerării
3 Votul acționarilor privind remunerarea

Evaluarea opțiunilor de politică			
	Eficacitate	Eficiență	Coerență
Opțiunea 1: nicio modificare a politicii	0	0	0
Opțiunea 2: norme obligatorii în materie de transparență a remunerării	+	+	+
Opțiunea 3: votul acționarilor privind remunerarea	+	++	+

Opțiunile 2 și 3 sunt opțiunile preferate: Furnizarea de informații clare, complete și comparabile cu privire la politicile în materie de remunerație și remunerația individuală a membrilor consiliului de administrație i-ar ajuta pe acționari la exercitarea unei supravegheri eficiente. Armonizarea dispozițiilor referitoare la prezentarea de informații la nivelul UE ar fi o măsură corectivă pentru dezechilibrul informațiilor, reducând astfel costurile de agenție. Armonizarea ar fi benefică pentru investițiile transfrontaliere, deoarece ar facilita compararea informațiilor și ar face implicarea mai ușoară și mai puțin costisitoare. Mai mult, aceasta ar face societățile mai răspunzătoare în fața altor părți interesate.

Votul cu privire la remunerare acordat acționarilor ar reprezenta pentru aceștia un instrument eficient de supraveghere a remunerației consiliului de administrație și i-ar implica în activitatea societăților, consolidând totodată legătura dintre remunerație și performanță.

3.3. Transparența și supravegherea tranzacțiilor cu părți afiliate

Opțiuni de politică
1 Nicio modificare a politicii
2 Instrumente juridice fără caracter obligatoriu care oferă orientări
3 Îmbunătățirea cerințelor de transparență pentru tranzacțiile cu părți afiliate
4 Votul acționarilor asupra celor mai importante tranzacții

Evaluarea opțiunilor de politică			
	Eficacitate	Eficiență	Coerență
Opțiunea 1: nicio modificare a politicii	0	0	0
Opțiunea 2: orientări fără caracter obligatoriu	≈	≈	+
Opțiunea 3: îmbunătățirea cerințelor de transparență pentru tranzacțiile cu părți afiliate	+	+	+
Opțiunea 4: votul acționarilor asupra celor mai importante tranzacții	++	++	+

Opțiunile 3 și 4 sunt opțiunile preferate: informațiile ex ante privind cele mai importante tranzacții le-ar permite investitorilor (în special acționarilor minoritari) să ia măsuri împotriva tranzacțiilor nejustificate și să se implice mai mult în activitatea societății, în timp ce votul le-ar permite să respingă tranzacțiile abuzive. Votul acționarilor ar stimula, de asemenea, un proces de reflecție al societăților în legătură cu tranzacțiile cu părți afiliate. Această combinație ar putea avea un impact pozitiv asupra competitivității și sustenabilității întreprinderilor și asupra investițiilor transfrontaliere.

Normele obligatorii sunt susceptibile de a fi mai eficiente decât orientările fără caracter obligatoriu.

3.4. Transparența consilierilor de vot

Opțiuni de politică
1 Nicio modificare a politicii
2 Recomandare cu privire la transparența metodologiei și a conflictelor de interes
3 Dispoziții de prezentare a informațiilor obligatorii privind metodologia și conflictele de interes
4 Cadru de reglementare detaliat

Evaluarea opțiunilor de politică			
	Eficacitate	Eficiență	Coerență
Opțiunea 1: nicio modificare a politicii	0	0	0
Opțiunea 2: recomandare în materie de transparență	≈	+	++
Opțiunea 3: norme obligatorii în materie de transparență	+	++	+
Opțiunea 4: cadru de reglementare detaliat	++	—	—

Opțiunea 3 este opțiunea preferată: solicitarea de informații referitoare la principalele două domenii de interes (metodologia și gestionarea potențialelor conflicte de interese) ar exercita o presiune suplimentară asupra consilierilor de vot pentru a stabili proceduri adecvate cu privire la aceste aspecte esențiale. Cerințele obligatorii de transparență ar fi mai eficiente decât instrumentele juridice neobligatorii, evitând, în același timp, costurile inflexibile și disproporționate aferente unui cadru de reglementare detaliat.

3.5. Identificarea acționarilor și facilitarea exercitării drepturilor acționarilor de către furnizorii de conturi de instrumente financiare

Opțiuni de politică
1 Nicio modificare a politicii
2 Norme UE minime
3 Cerințe detaliate cu privire la posibilitatea de identificare a acționarilor și a obligațiilor pentru facilitarea exercitării drepturilor acționarilor de către intermediari

Evaluarea opțiunilor de politică			
	Eficacitate	Eficiență	Coerență
Opțiunea 1: nicio modificare a politicii	0	0	0
Opțiunea 2: norme UE minime	+	++	+
Opțiunea 3: obligația intermediarilor de a furniza un mecanism de identificare a acționarilor	++	++	+

Opțiunea 3 este opțiunea preferată: Prin obligația intermediarilor care furnizează conturi de instrumente financiare de a oferi societăților un serviciu de identificare a acționarilor se va facilita un contact direct între acționar și societate. Obligația acestor intermediari de a transmite informații legate de acțiuni, de a facilita exercitarea drepturilor acționarilor și de a justifica diferențele de preț pentru aceste servicii, în cazul în care drepturile sunt exercitate la nivel transfrontalier va garanta că voturile acționarilor nu se pierd și că acționarii sunt în măsură să se implice mai eficient la nivel transfrontalier.

3.6. Îmbunătățirea calității raportării privind guvernanta corporativă

Opțiuni de politică
1 Nicio modificare a politicii
2 Recomandare care oferă orientări
3 Cerințe detaliate de raportare cu privire la guvernanta corporativă

Evaluarea opțiunilor de politică			
	Eficacitate	Eficiență	Coerență
Opțiunea 1: nicio modificare a politicii	0	0	0
Opțiunea 2: recomandare care oferă orientări	+	++	++
Opțiune 3: norme detaliate	++	+	+

Opțiunea 2 este opțiunea preferată: Este probabil ca orientările privind explicațiile pentru abaterile de la coduri să ofere societăților comerciale mai multă certitudine în întocmirea acestor rapoarte și să îmbunătățească calitatea acestora. Aceasta le-ar stimula să reflecteze mai mult asupra măsurilor adoptate în materie de guvernanta corporativă și să îmbunătățească aceste măsuri, dacă este necesar, ceea ce ar putea contribui la o mai bună performanță. Orientările ar putea contribui și la investițiile transfrontaliere, datorită gradului ridicat de transparență și de comparabilitate a rapoartelor.

4. IMPACTUL GLOBAL AL PACHETULUI

Abordarea propusă constituie un pachet de acțiuni complementare. Pachetul face parte din activitatea Comisiei legată de finanțarea pe termen lung a economiei europene, contribuind la o perspectivă a acționarilor pe termen mai lung, care asigură condiții de funcționare mai bune pentru societățile cotate la bursă.

Obiectivul opțiunilor preferate este de a garanta faptul că investitorii dispun de informații clare, complete și comparabile, care elimină, în special pentru investitorii transfrontalieri, barierele care stau în calea implicării. Mai multă transparență cu privire la impactul politicilor de investiții va ajuta investitorii și beneficiarii finali să ia decizii în cunoștință de cauză, stimulând, de asemenea, investitorii să se implice mai mult în companiile în care au investit.

Orice creștere a implicării acționarilor ar putea avea un efect pozitiv atât asupra valorii pentru acționari, cât și asupra eficienței, competitivității și performanțelor societății țintă².

Prin urmare, pachetul propus ar putea avea un impact pozitiv asupra sustenabilității pe termen lung a societăților cotate la bursă, inclusiv a IMM-urilor, care ar putea beneficia de un acces mai bun la piețele de capital. S-ar putea preconiza, de asemenea, un impact social pozitiv, întrucât societățile cu abordări pe termen lung ar putea crea mai multe locuri de muncă. Nu se preconizează niciun impact specific asupra mediului.

Pachetul ar putea avea ca rezultat o creștere a sarcinii administrative, inclusiv pentru IMM-urile cotate la bursă. Cu toate acestea, aceste costuri ar trebui să fie limitate, având în vedere că măsurile prevăzute sunt în cea mai mare parte legate de transparență și publicare și că un anumit grad de transparență este deja impus sau aplicat în mod voluntar. În plus, costurile vor fi distribuite în mod egal între diferitele grupuri de părți interesate.

5. EVALUARE

O evaluare a impactului pachetului va fi efectuată la cinci ani de la expirarea termenului de transpunere, iar oportunitatea eventualelor modificări poate fi luată în considerare în funcție de rezultatele evaluării.

² Implicarea acționarilor în governanța corporativă, în care remunerația reprezintă unul dintre aspectele cheie, poate genera un randament cumulat anormal și un randament asociat unei strategii de tipul „cumpără și păstrează” de 7-8 % în cursul unui an, poate diminua costurile de capital pentru societăți și poate îmbunătăți în mod semnificativ governanța și rentabilitatea acestora.