

CS

CS

CS



EVROPSKÁ KOMISE

V Bruselu dne 5.4.2011
KOM(2011) 164 v konečném znění

ZELENÁ KNIHA

Rámec EU pro správu a řízení společností

ZELENÁ KNIHA

Rámec EU pro správu a řízení společností

(Text s významem pro EHP)

Evropská komise nedávno zopakovala, že se zasadí o silný a úspěšný jednotný trh, který se znovu soustředí na občany a získá jejich důvěru. Jak uvedla ve svém sdělení *Na cestě k aktu o jednotném trhu*: „Prvořadý význam má, aby evropské podniky prokázaly maximální odpovědnost, a to jak vůči svým zaměstnancům a akcionářům, tak vůči společnosti celkově.¹“ Správa a řízení společností a jejich sociální odpovědnost jsou pro budování důvěry občanů v jednotný trh zásadními prvky. Přispívají též ke konkurenceschopnosti evropských podniků, neboť dobře řízené, ekonomicky udržitelné společnosti jsou nejlépe schopny přispět k ambiciózním cílům hospodářského růstu stanoveným v Agendě 2020². V oblasti sociální odpovědnosti společností již Komise zahájila veřejnou konzultaci o zveřejňování nefinančních informací³ a ke konci tohoto roku předloží novou rámcovou iniciativu k řešení otázek souvisejících se společenskými problémy, jimž podniky musí čelit.

V komuniké ministrů financí a guvernérů centrálních bank skupiny G20 ze dne 5. září 2009 bylo zdůrazněno, že by měly být podniknuty kroky k zajištění udržitelného růstu a vybudování silnějšího mezinárodního finančního systému. Správa a řízení společností je jedním z prostředků, kterými je možno omezit orientaci na krátkodobé zájmy a nepřiměřené riskování⁴, jež mají neblahý vliv. Záměrem této zelené knihy je posoudit ve světle výše uvedeného účinnost stávajícího rámce pro správu a řízení evropských společností.

Správa a řízení společností se tradičně chápe jako systém, kterým je společnost řízena a kontrolována⁵, a jako soubor vztahů mezi vedením společnosti, její správní radou, akcionáři a ostatními dotčenými subjekty⁶. Rámec pro správu a řízení kotovaných společností v Evropské unii tvoří právní předpisy doplněné právně nevynutitelnými předpisy, mezi něž patří doporučení⁷ a zásady správy a řízení společností. Zásady správy a řízení společností jsou přijímány na úrovni členských států, avšak směrnice 2006/46/ES prosazuje jejich uplatňování

¹ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů – Na cestě k Aktu o jednotném trhu – Pro vysoce konkurenceschopné sociálně tržní hospodářství (KOM(2010) 608 v konečném znění/2, s. 27).

² Viz závěry ze zasedání Evropské rady ze dne 17. června 2010, jež jsou k dispozici na adrese: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/cs/10/st00/st00013.cs10.pdf>.

³ Konzultace týkající se zveřejňování nefinančních informací společnostmi byla ukončena v lednu 2011; viz http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

⁴ Viz též např. dokument OECD *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles* (Správa a řízení podniků a finanční krize – závěry a nově vznikající osvědčené postupy k lepšímu uplatňování zásad), únor 2010.

⁵ Zpráva výboru pro finanční aspekty správy a řízení společností (tzv. Cadburyho zpráva), 1992, s. 15, k dispozici na adrese <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

⁶ Dokument OECD *Principles of Corporate Governance* (Zásady správy a řízení společností), 2004, s. 11, k dispozici na adrese <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

⁷ Seznam opatření EU v oblasti správy a řízení společností je uveden v příloze 2.

tím, že požaduje, aby kotované společnosti ve svém výkazu o správě a řízení uvedly odkaz na příslušné zásady a aby na základě pravidla „dodržuj nebo vysvětli“⁸ sdělily, zda je uplatňují.

Aby mohla určit, jaké jsou nejdůležitější problémy v oblasti správy a řízení společností v EU, a připravit tuto zelenou knihu, vedla Komise rozhovory s vybranými kotovanými společnostmi z různých členských států a různých hospodářských odvětví, s různou mírou kapitalizace a různými vlastnickými strukturami. Rovněž se setkala s odborníky na správu a řízení společností a se zástupci investorů a občanské společnosti. Některé důležité otázky se objevily již v kontextu zelené knihy o správě a řízení podniku ve finančních institucích a politice odměňování⁹, přijaté v červnu 2010. Například zapojení akcionářů nemá význam jen pro finanční instituce, ale pro společnosti obecně¹⁰. Finanční instituce jsou však specifický případ vzhledem k povaze problémů, které musí řešit při zajišťování účinného řízení rizik, a vzhledem k systémovým rizikům, které mohou představovat pro finanční systém. Řešení obsažená v zelené knize z června 2010 tudíž nemusí být relevantní obecně pro všechny společnosti v EU. Tato zelená kniha se proto zabývá níže uvedenými třemi oblastmi, jež jsou základem dobré správy a řízení společností:

- Správní rada – činná a dobře fungující správní rada je zapotřebí k tomu, aby kladla výzvy výkonnému vedení. Musí v ní proto zasedat členové bez výkonné funkce, kteří mají různé názory, schopnosti a odpovídající profesní zkušenosti. Tito členové musí být také ochotni investovat do práce rady dostatek času. Obzvláště důležitá je úloha předsedy a odpovědnost rady za řízení rizik.
- Akcionáři – rámec pro správu a řízení společností vychází z předpokladu, že akcionáři jsou zapojeni do dění ve společnosti a vedení se jim za své výkony zodpovídá. Je však doloženo, že většina akcionářů je pasivních a často mají zájem jen o svůj krátkodobý zisk. Zdá se proto užitečné zvážit, zda lze akcionáře podnítit, aby se více zajímali o udržitelné výnosy a dlouhodobější výsledky společnosti, a nalézt možnosti, jak je povzbudit k většímu zapojení do otázek správy a řízení. Kromě toho v rozličných vlastnických strukturách vyvstávají ještě další otázky, např. ochrana menšinových akcionářů.
- Jak uplatňovat pravidlo „dodržuj nebo vysvětli“, o něž se rámec EU pro správu a řízení společností opírá. Nedávná studie¹¹ odhalila, že informační kvalita vysvětlení zveřejněných společnostmi, jež se odchýlily od doporučení uvedených v zásadách správy a řízení, je ve většině případů neuspokojivá a že v mnoha členských státech se uplatňování těchto zásad dostatečně nesleduje. Je proto záhodno uvážit, jak tuto situaci zlepšit.

Za zvážení stojí také dvě úvodní otázky.

⁸ Toto pravidlo znamená, že společnost, jež se rozhodla odchýlit od zásad správy a řízení společností, musí vysvětlit, od kterých částí uvedených zásad se odchýlila a z jakých důvodů.

⁹ KOM(2010) 284; viz též *Feedback Statement – Summary of responses to the Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions* (Zpětná vazba k příspěvkům – shrnutí odpovědí k zelené knize Komise o správě a řízení podniku ve finančních institucích), k dispozici na adrese http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

¹⁰ Viz výše uvedená zelená kniha, oddíly 3.5 a 5.5.

¹¹ *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States* (Studie o postupech sledování a prosazování zásad správy a řízení společností v členských státech), k dispozici na adrese http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

Za prvé, evropská pravidla pro správu a řízení společností se vztahují na „kotované“ společnosti (tj. společnosti, jež vydávají akcie přijaté k obchodování na regulovaném trhu). Tato pravidla obecně nečiní rozdíl mezi společnostmi různé velikosti¹² nebo typu. Některé členské státy však zavedly zvláštní zásady správy a řízení pro malé a střední kotované společnosti¹³, kde např. většinový akcionář může být také ředitel. Tyto zásady obsahují doporučení, jež odrážejí velikost a strukturu společností, a jsou tudíž pro malé podniky snáze aplikovatelné. V jiných členských státech zase zásady určené pro všechny kotované společnosti obsahují určitá ustanovení upravená pro menší podniky¹⁴. Otázkou tedy je, zda by EU měla ve svém přístupu činit rozdíly mezi společnostmi a jak nejlépe zohlednit možné obtíže s uplatňováním některých postupů správy a řízení vzhledem k různým typům a velikostem společností¹⁵.

Za druhé, dobrá správa a řízení může být důležitá i pro akcionáře nekotovaných společností. V ustanoveních společenstevního práva pro společnosti, jež nejsou veřejně obchodovatelné, jsou sice již určité otázky správy a řízení řešeny, ale mnoho jiných oblastí ošetřeno není. Možná bude nutné podpořit uplatňování pokynů ke správě a řízení nekotovaných společností, neboť řádná a efektivní správa a řízení je důležitá i pro ně, především uvědomíme-li si hospodářský význam některých velmi velkých nekotovaných společností. Navíc uložením nadměrné zátěže kotovaným společností by se vstup na burzu mohl stát pro společnosti méně zajímavým. Zásady určené pro kotované společnosti však nelze jednoduše přenést na společnosti nekotované, neboť jejich problémy jsou velmi odlišné. Zatím byly sestaveny několikrát dobrovolné zásady a proběhly iniciativy profesních organizací na evropské¹⁶ nebo celostátní úrovni¹⁷. Otázka tedy zní, zda jsou v oblasti správy a řízení nekotovaných společností zapotřebí nějaká opatření na úrovni EU.

¹² Existují však výjimky, např. podle čl. 41 odst. 1 druhého pododstavce směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES ze dne 17. května 2006 o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek, o změně směrnic Rady 78/660/EHS a 83/349/EHS a o zrušení směrnice Rady 84/253/EHS (Úř. věst. L 157, 9.6.2006, s. 87) mohou členské státy povolit malým a středním podnikům, jež jsou kotovanými společnostmi, aby nezřizovaly samostatný výbor pro audit.

¹³ Viz např. *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites* (Zásady správy a řízení podniků pro malé a střední podniky), prosinec 2009, Middlednext, k dispozici na adrese <http://www.middlednext.com/>.

¹⁴ Viz např. *UK Corporate Governance Code* (Zásady správy a řízení společností ve Spojeném království), k dispozici na adrese <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

¹⁵ S argumentem snížení zátěže pro malé a střední podniky se pracuje také v právě probíhajícím přezkumu směrnic o účetních závěrkách (směrnice Rady 78/660/EHS a 83/349/EHS), ačkoli bude mít dopad především na nekotované společnosti, a v zelené knize o politice v oblasti auditu (KOM(2010) 561), která je k dispozici na adrese http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_cs.pdf.

¹⁶ *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe* (Pokyny a zásady pro správu a řízení nekotovaných společností v Evropě), European Confederation of Directors' Associations (Evropská konfederace sdružení členů správních orgánů, EcoDa), k dispozici na adrese http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

¹⁷ Viz např. v Belgii *Buyse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* (Buyseho kodex – Doporučení ke správě a řízení nekotovaných podniků) (http://www.codebuyse.be/downloads/CodeBuyse_EN.pdf); ve Finsku iniciativa ústřední obchodní komory *Improving corporate governance of unlisted companies* (Zlepšení správy a řízení nekotovaných společností) (<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972>); ve Spojeném království *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK* (Pokyny a zásady pro správu a řízení nekotovaných společností ve Spojeném království), Institute of Directors (Institut členů správních orgánů) (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf).

Otázky:

- (1) Měla by opatření EU v oblasti správy a řízení společností zohledňovat velikost kotovaných společností? Jakým způsobem? Měl by být zaveden diferencovaný a proporcionalní režim pro malé a střední kotované společnosti? Pokud ano, existují nějaké vhodné definice nebo prahové hodnoty? Pokud ano, navrhněte při odpovídání na následující dotazy případně způsob (způsoby), jak je přizpůsobit pro malé a střední podniky.
- (2) Měla by být přijata nějaká opatření na úrovni EU v oblasti správy a řízení nekotovaných společností? Měla by se EU soustředit na podporu vypracování a uplatňování dobrovolných zásad pro nekotované společnosti?

1. SPRÁVNÍ RADA

Pojmem „správní rada“ se v této zelené knize v zásadě rozumí dozorčí funkce členů správní rady. V duální struktuře tuto funkci zpravidla vykonává dozorčí rada¹⁸. Pojem „nevýkonný člen správní rady“ zahrnuje členy dozorčí rady v duálním systému.

Správní rada hraje v rozvoji zodpovědných společností zásadní úlohu. Na její fungování a úspěšnost má v mnoha ohledech značný dopad role jejího předsedy. Vzhledem k tomu by mohlo být užitečné definovat postavení a povinnosti předsedy správní rady jasněji.

Otázka:

- (3) Měla by se EU snažit zajistit, aby funkce a povinnosti předsedy správní rady a generálního ředitele byly jasně odděleny?

Další otázky, jež si zaslouží hlubší úvahu, má-li mít správní rada možnost účinně vystupovat proti rozhodnutím vedení, jsou rozvedeny níže.

1.1. Složení správní rady

Složení správní rady musí vyhovovat podnikatelské činnosti společnosti. Nevýkonní členové rady by měli být vybíráni na základě širokého souboru kritérií, tj. zásluh, odborné kvalifikace, praxe, osobnostních kvalit, nezávislosti a rozmanitosti¹⁹.

Rozmanitost profilů a zkušeností jednotlivých členů vnáší do rady širokou škálu hodnot, názorů a schopností²⁰. Rozšiřuje se tím společná základna zdrojů a znalostí. Odlišné zkušenosti s vedením, původ z různých států či regionů nebo zastoupení obou pohlaví mohou skýtat účinné prostředky proti nekritickému skupinovému myšlení a být živnou půdou pro nové nápady. Větší rozmanitost vede k větším diskuzím, větší kontrole a větším výměnám

¹⁸ Tato zelená kniha nemá žádný vliv na funkce, které různým orgánům společností a účasti zaměstnanců ve správních orgánech přiznává vnitrostátní právo.

¹⁹ Nutno poznamenat, že v některých členských státech existují režimy pro účast zaměstnanců ve správní radě.

²⁰ *Enhancing stakeholder diversity in the Board room* (Zvýšení rozmanitosti stran zasedajících ve správní radě), edice *The Erfurt meetings* (Erfurtská setkání), č. 1, březen 2008, nakladatelství European Citizens' Seminars e.V., Erfurt, Německo.

názorů při zasedání rady. Může vést k lepším rozhodnutím, i když cesta k přijetí rozhodnutí může trvat déle. Proto má nasazení a podpora předsedy rady nezastupitelnou úlohu.

1.1.1. Rozmanitost z hlediska profesních kompetencí

Zásadní význam pro efektivní práci správní rady mají rozmanité odborné znalosti. Znalosti z různých oborů jsou důležité k tomu, aby rada jako celek chápala například složité prostředí světových trhů, finanční cíle společnosti a dopad podnikání na různé zúčastněné strany včetně zaměstnanců. Společnosti, kterých se Komise dotazovala, potvrdily, že je důležité při výběru členů správní rady najít osoby s vzájemně se doplňujícími profily. Bohužel to zatím není všeobecnou praxí. Například ve 48 % evropských správních rad nezasedá člen s obchodním nebo marketingovým profilem a ve 37 % výborů pro audit není členem finanční ředitel (CFO) nebo bývalý finanční ředitel²¹.

Precizní posouzení kompetencí a odborných znalostí je tím nejdůležitějším faktorem při výběru nových nevykonných členů rady. Politiky nábory, které určí konkrétní potřeby správní rady v oblasti kompetencí, by tak mohly přispět k její lepší schopnosti účinně kontrolovat dění ve společnosti.

1.1.2. Rozmanitost z hlediska mezinárodního zastoupení

Ve vzorku velkých evropských kotovaných společností pocházelo v průměru 29 % členů správních rad z jiného státu²². Mezi evropskými zeměmi jsou však obrovské rozdíly. Zatímco Nizozemsko je na prvním místě s 54 % členů správních rad z jiného státu, v Německu je takových členů pouze 8 %. I dnes každá čtvrtá velká evropská kotovaná společnost nemá ve své správní radě žádného člena ze zahraničí.

Některé společnosti vyzdvihly význam účasti zahraničních členů ve správních radách mezinárodních společností, jiné však upozornily na obtíže plynoucí z různého kulturního pozadí a jazyků. Ve společnostech se zahraničními členy správní rady existuje spojení mezi regionální působností firmy a mezinárodními členy rady. Znalost regionálního trhu se často uvádí jako hlavní faktor při výběru zahraničního kandidáta na členství ve správní radě.

1.1.3. Rozmanitost z hlediska zastoupení mužů a žen

Otázce zastoupení mužů a žen na pozicích s rozhodovacími pravomocemi se komplexně věnuje sdělení Komise Strategie pro rovnost žen a mužů 2010–2015 ze září 2010²³ a dokument Komise navazující na tuto strategii²⁴. Podle zjištění Komise dosahuje nyní podíl žen v (dozorčích) radách kotovaných společností v EU v průměru 12 %²⁵. Je doloženo, že nárůst počtu absolventek vysokých škol nepřináší v tomto směru žádnou významnější změnu²⁶. Z toho důvodu několik členských států podniklo kroky k zajištění vyváženého

²¹ Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 – Boards in turbulent times* (Zpráva o správě a řízení společností z roku 2009 – Správní rady v turbulentní době), na základě vzorku 371 top společností ze třinácti zemí podle referenční burzy.

²² Viz Heidrick & Struggles.

²³ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů – Strategie pro rovnost žen a mužů 2010–2015, KOM(2010) 491 v konečném znění.

²⁴ Viz podrobnosti v pracovním dokumentu útvarů Komise o vyváženosti zastoupení žen a mužů ve vedení podniků, SEK(2011) 246.

²⁵ Evropská komise, Databáze: ženy a muži na vedoucích pozicích
<http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en>.

²⁶ *Women matter* (Na ženách záleží), McKinsey & Company 2007, 2010.

zastoupení mužů a žen ve správních radách nebo to plánuje²⁷. Některé dotázané společnosti kromě toho zmínily, že tyto požadavky pomohly profesionalizovat proces výběru členů rady.

Zastoupení obou pohlaví může pomoci překonat problém nekritického skupinového myšlení. Je také doloženo, že ženy mají odlišné styly vedení²⁸, jsou přítomny na více zasedáních²⁹ a mají příznivý vliv na kolektivní inteligenci skupiny³⁰. Studie ukazují, že existuje pozitivní korelace mezi procentním podílem žen ve správních radách a výsledky společnosti³¹, i když některé studie nepovažují celkový vliv žen na výsledky firmy za tak přímočarý³². Ačkoli uvedené studie nedokládají příčinný vztah, korelace podtrhuje ekonomické argumenty pro vyvážené zastoupení obou pohlaví v podnikovém vedení a rozhodování. Ať tak či tak, prosazování účasti žen ve správních radách má jeden nesporně kladný efekt: rozšiřuje základnu schopností a znalostí pro výkon nejvyšších řídicích a dohledových funkcí ve společnosti. Proto Strategie pro rovnost žen a mužů zdůrazňuje, že v příštích pěti letech bude Komise „zvažovat cílené iniciativy na zlepšení genderové rovnováhy na vedoucích pozicích“.

Zavedení opatření jako kvóty nebo cílové hodnoty však k zajištění vyváženého zastoupení pohlaví ve správních radách nestačí, pokud společnosti nepřijmou příslušné politiky rozmanitosti, které přispějí ke sladění pracovního a mimopracovního života mužů a žen, a nepodpoří především mentoring, networking a odpovídající školení pro výkon řídicích funkcí, což je pro ženy, jež se chtějí v rámci profesního postupu kvalifikovat pro pozice ve správních radách, naprosto nezbytné. Mělo by být ponecháno na společnostech, zda zavedou takovou politiku rozmanitosti, avšak po správních radách by se mělo alespoň požadovat, aby tuto otázku zvažily a zveřejnily přijaté rozhodnutí. Komise uvedené otázky zvaží v rámci kroků navazujících na její Strategii pro rovnost žen a mužů 2010–2015 ze září 2010 a na tuto zelenou knihu.

Otázky:

- | | |
|-----|---|
| (4) | Měly by být politiky nábory konkrétnější, co se týče profilu členů správní rady, včetně předsedy, aby bylo zajištěno, že mají vhodné kompetence a že má správní rada ve vhodné míře rozmanité složení? Pokud ano, jak toho lze nejlépe dosáhnout a na jaké úrovni správy, tj. na úrovni jednotlivých států, Evropské unie nebo na mezinárodní úrovni? |
| (5) | Měly by kotované společnosti povinně zveřejňovat, zda uplatňují politiku rozmanitosti, a pokud ano, popsat její cíle a hlavní náplň a pravidelně podávat zprávy o pokroku? |

²⁷ Viz uvedený pracovní dokument útvarů Komise.

²⁸ *Women matter* (Na ženách záleží), McKinsey & Company 2008.

²⁹ Adams a Ferreira, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance* (Ženy ve správních radách a jejich vliv na správu, řízení a výsledky), v *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

³⁰ Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi a Malone, *Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups* (Doložení faktoru kolektivní inteligence ve výkonu lidských skupin), *Scienceexpress*, 30. září 2010.

³¹ *Women matter* (Na ženách záleží), McKinsey & Company 2007; *Female Leadership and Firm Profitability* (Ženy ve vedení a ziskovost podniku), Finnish Business and Policy Forum (finské podnikatelsko-politické fórum) – EVA 2007; *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity* (Konečný výsledek: Souvislost mezi výsledky firmy a zastoupením mužů a žen), Catalyst 2004.

³² Viz Adams a Ferreira.

- (6) Měla by být kotovaným společnostem uložena povinnost zajistit vyváženější zastoupení mužů a žen ve správních radách? Pokud ano, jakým způsobem to lze udělat?

1.2. Disponibilita a časový závazek

Úloha nevýkonných členů správních rad je čím dál složitější a důležitější. Odráží se to i v počtu vnitrostátních zásad správy a řízení společností, ba i právních předpisů. Členské státy se pokusily zavést pravidlo, aby nevýkonní členové správních rad věnovali svým povinnostem dostatek času. Některé členské státy šly ještě dál a doporučily nebo omezily počet mandátů ve správních radách, které může jedna osoba zastávat.

Omezení počtu mandátů by mohlo být jednoduchým řešením, aby nevýkonní členové rad věnovali dostatečný čas kontrole příslušné společnosti a dohledu nad ní. Omezení by muselo zohlednit individuální situaci nevýkonných členů rad a dotyčné společnosti. Mělo by se přitom vzít v úvahu, zda se jedná o mandáty v podnicích, jež nejsou členy skupiny nebo nejsou ovládaný³³, zda má daná osoba také výkonné funkce, zda se jedná o běžný nevýkonný mandát nebo funkci předsedy a zda osoba drží další funkce v dozorčích orgánech společností podléhajících obdobným požadavkům jako kotované společnosti.

Otázka:

- (7) Domníváte se, že by mělo být na úrovni EU zavedeno opatření omezující počet mandátů, které může zastávat nevýkonný člen správní rady? Pokud ano, jak by mělo být formulováno?

1.3. Hodnocení činnosti správní rady

Doporučení Komise z roku 2005 o úloze nevýkonných členů správní nebo dozorčí rady kotovaných společností³⁴ uvádí, že rada by měla každoročně hodnotit svou činnost. To zahrnuje posouzení členství, organizace a fungování jako skupiny, kompetencí a výkonnosti každého člena rady a výborů rady a výsledků činnosti rady v porovnání se stanovenými cíli.

Pravidelné využívání služeb externího hodnotitele (např. každé tři roky) by mohlo zkvalitnit hodnocení činnosti správní rady, neboť skýtá objektivní pohled a může nabídnout osvědčené postupy jiných společností³⁵. Na některých domácích trzích je však podle všeho pouze omezený počet poskytovatelů těchto služeb. Větší poptávka ale pravděpodobně vyvolá lepší nabídku.

³³ „Ovládaný podnik“ podle definice v čl. 2 odst. 1 písm. f) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES. Viz též vztah mateřského a dceřiného podniku vysvětlený v článku 1 směrnice 83/349/EHS o konsolidovaných účetních závěrkách.

³⁴ Doporučení Komise 2005/162/ES ze dne 15. února 2005 o úloze nevýkonných členů správní rady nebo členů dozorčí rady a o výborech správní nebo dozorčí rady společností kótovaných na burze.

³⁵ Dokument OECD *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles* (Správa a řízení podniků a finanční krize – závěry a nově vznikající osvědčené postupy k lepšímu uplatňování zásad), 24. února 2010, s. 20.

Z podkladů shromážděných Komisí vyplývá, že asistence externího hodnotitele je pro hodnocení skutečně přínosná, a to především v době krize nebo selhání komunikace mezi členy rady. Pro úspěch procesu hodnocení je klíčový též přístup předsedy rady.

Kromě prvků zmíněných v doporučení Komise by se hodnocení mělo týkat také kvality informací a jejich včasného poskytnutí radě, odpovědi vedení na žádosti o vysvětlení a role předsedy rady³⁶. V zájmu povzbuzení k otevřenosti by se měl zachovávat určitý stupeň důvěrnosti informací. Z hodnotícího posudku by se proto mělo zveřejnit jen vysvětlení hodnotícího procesu.

Otázka:

(8) Měly by být kotované společnosti vybídnuty k provádění externího hodnocení pravidelně (např. každé tři roky)? Pokud ano, jak to lze udělat?

1.4. Odměňování členů správní rady

Jádrem pojetí správy a řízení společností jsou v zásadě otázky vyplývající z oddělení vlastnictví a řízení, především ze vztahu mezi zastoupenou osobou a zástupcem, tedy mezi akcionáři a výkonnými členy rady. Odměňování výkonného vedení bylo hojně využíváno jako nástroj ke sladění zájmů akcionářů a výkonných členů rady, a tedy ke snížení nákladů na „zastupování“. V posledních letech ve větší míře převládla forma proměnlivé výše odměny, standardně navázané na výsledky a odpovědnost. Zároveň však vyšlo najevo, že výsledky a odměny výkonných členů rady si neodpovídají. Nevhodné politiky odměňování a/nebo struktury pobídek mohou vést k bezdůvodným převodům hodnot ze společností, jejich akcionářů a dalších zúčastněných stran na výkonné vedení. Navíc zaměření na kritéria krátkodobých výsledků může mít nepříznivý vliv na dlouhodobou ekonomickou udržitelnost společností.

Komise se zabývala problémy spojenými s odměňováním členů správních orgánů ve třech doporučeních³⁷. Mezi hlavní doporučení patří zveřejnění politiky odměňování a individuálních odměn výkonných a nevýkonných členů správních orgánů, hlasování akcionářů o prohlášení o odměňování, nezávisle fungující výbor pro odměňování a vhodné pobídky ke zlepšení výkonu a tvorby dlouhodobých hodnot kotovaných společností. Zprávy Komise³⁸ ukazují, že řada členských států tyto otázky odpovídajícím způsobem neřešila. Na druhé straně se zdá, že členské státy ve stále větší míře přijímají právní předpisy o zveřejňování informací a hlasování akcionářů. Evropské fórum pro správu a řízení společností v roce 2009 doporučilo, aby zveřejnění politiky odměňování a individuálních odměn bylo pro všechny kotované společnosti povinné³⁹. Dále doporučilo závazné nebo poradní hlasování akcionářů o politice odměňování a větší nezávislost nevýkonných členů správních orgánů podílejících se na tvorbě politiky odměňování. Komise také o této věci vedla konzultace v rámci zelené knihy o správě a řízení podniku ve finančních institucích

³⁶ Viz Higgs, D., *Review of the role and effectiveness of non-executive directors* (Hodnocení role a efektivity nevýkonných členů správních rad), leden 2003.

³⁷ Doporučení Komise 2004/913/ES, 2005/162/ES a 2009/385/ES.

³⁸ Zprávy Komise SEK(2007) 1022 a (2010) 285.

³⁹ Prohlášení evropského fóra pro správu a řízení společností, 23. března 2009.

z roku 2010⁴⁰. Účelem konzultace v této zelené knize je získat zpětnou vazbu k níže uvedeným podrobnějším otázkám.

Otázky:

- (9) Mělo by být zveřejňování politiky odměňování, výroční zprávy o odměňování (zprávy o tom, jak byla politika odměňování prováděna v posledním roce) a individuálních odměn výkonných a nevýkonných členů správní rady povinné?
- (10) Měla by se politika odměňování a zpráva o odměňování povinně předkládat akcionářům k hlasování?

1.5. Řízení rizik

Všechny společnosti bez ohledu na jejich konkrétní předmět podnikání musí čelit celé řadě vnějších či vnitřních rizik. V závislosti na svých specifických rysech (předmětu podnikání, velikosti, mezinárodní působnosti, složitosti) by měly rozvinout odpovídající kulturu zvládání rizik a zavést opatření k jejich účinnému řízení. Některé společnosti se musí vypořádat s riziky, která podstatným způsobem ovlivňují celou lidskou společnost: s riziky souvisejícími se změnou klimatu⁴¹, s riziky pro životní prostředí (jako jsou např. četné dramatické úniky ropy, kterých jsme byli svědky v uplynulých několika desetiletích), s riziky pro zdraví, bezpečnost, lidská práva apod. Jiné provozují infrastrukturu zásadního významu, jejíž porucha nebo zničení by mohly mít závažné mezinárodní dopady⁴². Činnosti, z nichž mohou potenciálně pramenit taková rizika, jsou však ošetřeny zvláštními odvětvovými právními předpisy a podléhají dohledu příslušných orgánů. Vzhledem k rozmanitým situacím se tak zdá nemožné navrhnout univerzální model řízení rizik pro všechny druhy společností. Je však naprosto nezbytné, aby správní rada zajistila řádný dohled nad procesy řízení rizik.

Aby politika týkající se rizik byla účinná a konzistentní, měla by být jasně určena „shora“, tj. měla by o ní za celou organizaci rozhodnout správní rada. Obecně se uznává⁴³, že správní rada nese primární odpovědnost za určení rizikového profilu dané organizace podle stanovené strategie a za náležitou kontrolu, zda účelně funguje.

Některé aspekty se mohou lišit v závislosti na různých platných právních rámcích, např. na duální nebo unitární struktuře správního orgánu. V každém případě je nezbytné jasně definovat úlohu a odpovědnost všech stran účastnících se procesu řízení rizik: správní rady, výkonného vedení a všech řadových pracovníků plnících úkoly řízení rizik. Popis pracovních míst musí být znám interně i externě.

Otázky:

⁴⁰ Viz otázka 7.1. Respondenti v konzultaci obecně vyslovovali názor, že pobídky pro členy správních orgánů musí být řádně strukturovány, aby stimulovaly k dlouhodobým a udržitelným výsledkům společností. Většina však byla proti legislativním opatřením týkajícím se struktury odměn v kotovaných společnostech. Nicméně někteří respondenti uvedli, že by uvítali větší transparentnost politik odměňování členů správních orgánů kotovaných společností i hlasování akcionářů.

⁴¹ Např. odolnost investic společnosti vůči změně klimatu nebo finanční a jiné dopady nařízení o emisích skleníkových plynů.

⁴² Internetová stránka EU týkající se „ochrany infrastruktury zásadního významu“:

⁴³ http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm

⁴³ Na základě rozhovorů, které Komise vedla.

- | | |
|------|---|
| (11) | Souhlasíte s tím, že by správní rada měla schválit míru, v jaké má společnost riskovat, nést za ni odpovědnost a smysluplně o tom informovat akcionáře? Měla by se tato informační opatření vztahovat také na relevantní zásadní rizika pro lidskou společnost? |
| (12) | Souhlasíte s tím, že by správní rada měla zajišťovat, aby opatření společnosti týkající se řízení rizik byla účinná a přiměřená jejímu rizikovému profilu? |

2. AKCIONÁŘI

Úlohou akcionářů při správě a řízení společností se zabývala zelená kniha o správě a řízení podniku ve finančních institucích zveřejněná v červnu 2010.

Při přípravě uvedené zelené knihy vyšlo najevo, že akcionáři, protože neprojevovali náležitý zájem o to, aby jim vedení finančních institucí skládalo účty, přispěli k jeho nízké zodpovědnosti, a možná tím i usnadnili nepřiměřené riskování finančních institucí. Bylo zjištěno, že se akcionáři v očekávání zisků v mnoha případech domnívali, že se jim toto riskování vyplatí, a nepřímo tak nadměrné riskování podpořili, zejména prostřednictvím pákového efektu. Důvodem je to, že při úspěchu takové strategie by akcionáři měli plný prospěch, zatímco na ztrátách se podílejí, jen dokud hodnota vlastního kapitálu neklesne na nulu, a další ztráty pak nesou věřitelé (tzv. omezené ručení akcionářů).

Chování akcionářů finančních institucí, pokud jde o nepřiměřené riskování, může být zvláštní případ, protože fungování finančních institucí je složité a obtížně pochopitelné. Nicméně z důkazů shromážděných při přípravě zelené knihy z roku 2010 vyplývá, že zjištění uvedená v zelené knize týkající se nedostatečného zapojení akcionářů a důvodů pro něj jsou do značné míry platná i pro chování akcionářů v kotovaných společnostech s rozptýleným vlastnictvím. Ve společnostech s dominantním nebo ovládajícím akcionářem je pravděpodobně hlavním problémem zajištění odpovídající ochrany (hospodářských) zájmů menšinových akcionářů. Kromě toho se menšinová akcionáři, kteří jsou ochotni více se ve společnostech angažovat, mohou setkávat s níže uvedenými obtížemi.

2.1. Chybí náležité zapojení akcionářů

Pod „zapojením akcionářů“ se všeobecně rozumí aktivní kontrola společnosti, vedení dialogu se správní radou společnosti a využívání práv akcionáře včetně práva na hlasování a spolupráci s ostatními akcionáři, je-li to nutné ke zlepšení řízení a správy společnosti, do níž investoval, v zájmu tvorby dlouhodobých hodnot. Ačkoli zapojení krátkodobých investorů může mít pozitivní účinek⁴⁴, obecně se zapojení považuje za aktivitu, která zlepšuje dlouhodobou návratnost investic akcionářů⁴⁵. Proto se Komise domnívá, že zájem na zapojení mají především dlouhodobí investoři⁴⁶.

Některé z důvodů nedostatečného zapojení akcionářů byly uvedeny v zelené knize z roku 2010 a nebudou zde znovu opakovány. Zdá se, že některé z nich, např. náklady na zapojení,

⁴⁴ Například zapojení typického institucionálního investora s krátkodobými zájmy, jako je „aktivistický“ hedgeový fond, může být užitečné, protože může zafungovat jako katalyzátor změny v řízení a správě a zvýšit povědomí mezi ostatními akcionáři.

⁴⁵ Viz kodex Spojeného království pro správce.

⁴⁶ Investoři s dlouhodobými závazky vůči svým klientům, např. penzijní fondy, životní pojišťovny, státní penzijní rezervní fondy a státní investiční fondy.

obtíže s oceněním výnosů ze zapojení a nejistota ohledně jeho výsledku, včetně problému parazitického chování, mají vliv na většinu institucionálních investorů⁴⁷. V zelené knize z roku 2010 se Komise také ptala, zda by se od institucionálních investorů, včetně majitelů a správců aktiv, mělo vyžadovat, aby zveřejňovali své hlasovací politiky a záznamy o hlasování. Velká většina respondentů takové pravidlo podpořila. Podle jejich názoru by zveřejňování vedlo ke zlepšení informovanosti investorů, optimalizaci investičních rozhodnutí faktických investorů, usnadnění dialogu emitentů s investory a povzbuzení akcionářů k jejich zapojení. Jednou z možností, kterou nyní Komise zvažuje, by tedy byl rámec pro transparentnost hlasovacích politik a zveřejňování všeobecných informací o jejich provádění při respektování rovného zacházení se všemi akcionáři.

2.2. Krátkodobost kapitálových trhů

Zásadnější vývoj na kapitálových trzích v posledních desetiletích, včetně produktových inovací a technických změn, se povětšinou soustředil na obchodní funkci kapitálových trhů a umožnění rychlejšího a efektivnějšího obchodování. Inovace jako vysokofrekvenční automatizované obchodování vedly očividně ke zvýšení likvidity, ale přispěly také ke zkrácení doby držení akcií. Za posledních dvacet let se investiční horizonty podstatně zkrátily. Obrat na největších akciových burzách se nyní pohybuje na úrovni 150 % agregované tržní kapitalizace za rok, z čehož plyne, že průměrná délka držení akcií je osm měsíců.

Současně se zvýšilo zprostředkování investic, což posílilo význam vztahu zastoupeného a zástupce mezi dlouhodobými investory a správci jejich aktiv. Objevily se názory, že tento vztah vlastně přispívá ke krátkodobosti na trhu, což může být také příčinou nesprávného určování cen, stádního chování, zvýšené volatility a nedostatečné vlastnické odpovědnosti u kotovaných společností. Tento problém je vysvětlen v oddíle 2.3.

Někteří investoři si rovněž stěžovali na „regulatorní nevyváženost“ ve prospěch krátkodobosti, která dlouhodobým investorům brání zejména v přijímání dlouhodobějších investičních strategií. Během předběžných konzultací Komise se zúčastněnými stranami bylo řečeno, že pravidla pro solventnost a účetnictví penzijních fondů, která byla zamýšlena na podporu větší transparentnosti a efektivnějšího tržního oceňování, mají nezamýšlené následky.

Otázka:

(13) Poukažte prosím na existující právní předpisy EU, které by podle vašeho názoru mohly přispívat k nevhodné orientaci investorů na krátkodobé zájmy, a navrhněte, jak by mohly být změněny, aby se takovému chování zabránilo.

2.3. Vztah zastoupení mezi institucionálními investory a správci aktiv

Komise připouští, že ne všichni investoři se musí angažovat ve společnostech, do nichž investovali. Investoři se mohou svobodně rozhodnout pro model krátkodobé investice bez zapojení.

⁴⁷ Pro účely této zelené knihy se „institucionální investor“ chápe v širším smyslu jako jakákoli instituce, která profesionálně investuje (také) v zájmu svých klientů a beneficentů.

Avšak vztah zastoupení mezi institucionálními investory (majiteli aktiv) a jejich správci přispívá k rozšiřující se krátkodobosti na kapitálových trzích a nesprávnému určování cen⁴⁸. Tento problém je zvláště relevantní v souvislosti s neaktivností akcionářů s dlouhodobými zájmy.

2.3.1. Krátkodobost a smlouvy o správě aktiv

Zdá se, že způsob hodnocení výkonu správců aktiv a motivační struktura poplatků a provizí pobízí správce aktiv k orientaci na krátkodobý prospěch. Existují důkazy (potvrzené v rozhovorech Komise s institucionálními investory), že mnoho správců aktiv je vybíráno, hodnoceno a odměňováno na základě krátkodobých relativních výsledků. Hodnocení výsledků srovnáním, tj. do jaké míry předčí tržní index nebo za ním zaostávají, může podnítit ke stádnímu chování a krátkodobé orientaci, a to zvláště tehdy, používá-li se k měření výkonu krátké časové období. Komise se domnívá, že krátkodobé pobídky ve smlouvách o správě aktiv mohou významně přispívat ke krátkodobé orientaci správců aktiv, což má pravděpodobně dopad na apatii akcionářů.

Mnoho respondentů na zelenou knihu z června 2010⁴⁹ podpořilo širší zveřejňování struktur pobídek pro správce aktiv. Otázkou tedy je, zda by bylo vhodné zavést dodatečná opatření k lepšímu sladění zájmů dlouhodobých institucionálních investorů a správců aktiv (např. připravit soubor investičních zásad).

Otázka:

(14) Mají být přijata nějaká opatření, co se týče struktur pobídek pro správce aktiv spravující portfolia dlouhodobých institucionálních investorů a hodnocení jejich výkonu? Pokud ano, jaká?

2.3.2. Nedostatek transparentnosti při výkonu fiduciárních povinností

Větší transparentnost při výkonu fiduciárních povinností správců aktiv, včetně jejich investičních strategií, nákladů na obrat portfolia, toho, zda je míra obratu portfolia v souladu s dohodnutou strategií, nákladů a výnosů ze zapojení atd., by mohla více osvětlit, zda jsou činnosti správců aktiv přínosné pro dlouhodobé institucionální investory a pro dlouhodobou tvorbu hodnot v jejich prospěch, či nikoli.

Jelikož vlastníci aktiv očekávají, že se správce aktiv bude angažovat ve společnostech, do nichž bylo investováno, mohlo by být užitečné požadovat od něj informace o míře a rozsahu zapojení a zprávy o jeho činnosti v této oblasti⁵⁰.

Větší transparentnost ohledně uvedených oblastí by pomohla institucionálním investorům lépe kontrolovat činnost svých zástupců, a více tak ovlivňovat investiční proces. V důsledku takto zkvalitněné kontroly by se dlouhodobí institucionální investoři mohli rozhodnout nově sjednat

⁴⁸ Paul Woolley, *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy* (Proč jsou finanční trhy tak neefektivní a vykořisťovatelské – a navrhované řešení k nápravě), v *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

⁴⁹ Pozitivní odpověď přišla většinou od investorů, správců aktiv, odvětví (finančních služeb) a profesionálů z oboru.

⁵⁰ Viz též část 7.3.4. veřejné konzultace k přezkumu směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID): http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

smlouvy o správě aktiv, aby do nich zahrnuli omezení obratu portfolia, a požadovat po správcích aktivnější výkon správy ve vztahu ke společností, do nichž bylo investováno⁵¹.

Otázka:

(15) Mělo by právo EU prosazovat účinnější kontrolu správců aktiv ze strany institucionálních investorů, pokud jde o strategie, náklady, obchodování a míru, v jaké se správci aktiv angažují ve společnostech, do nichž bylo investováno? Pokud ano, jakým způsobem?

2.4. Další možné překážky zapojení institucionálních investorů

2.4.1. Střety zájmů

Jedním z důvodů, proč se akcionáři málo zapojují, jsou zřejmě střety zájmů ve finančním sektoru. Střety zájmů často vznikají tam, kde má institucionální investor či správce aktiv nebo jeho mateřská společnost obchodní zájem na společnosti, do níž bylo investováno. Příkladem jsou finanční skupiny, kde pobočka vykonávající správu aktiv nechce, aby bylo známo, že aktivně vykonává svá akcionářská práva ve společnosti, které její mateřská společnost poskytuje služby nebo v níž má akciový podíl.

Otázka:

(16) Měla by pravidla EU vyžadovat určitou nezávislost řídicího orgánu správce aktiv, například na jeho mateřské společnosti, nebo jsou zapotřebí jiná (legislativní) opatření na podporu zveřejňování a řízení střetů zájmů?

2.4.2. Překážky spolupráce akcionářů

Individuální investoři, zejména ti s diverzifikovaným portfoliem, se nemusí vždy angažovat s úspěchem. Spolupráce akcionářů by jim mohla pomoci, aby jejich zapojení mělo větší vliv.

Mnoho respondentů na zelenou knihu z roku 2010 navrhovalo, aby stávající právo EU o jednání ve shodě, které může bránit účinné spolupráci akcionářů, bylo pozměněno. Komise připouští, že jasnější a jednodušší pravidla o jednání ve shodě by skutečně mohla být v tomto směru přínosná. Byly předloženy i jiné návrhy na usnadnění spolupráce akcionářů: někteří respondenti navrhovali zřízení fór pro spolupráci akcionářů, jiní přišli s nápadem na unijní systém hledání zástupce k hlasování, v rámci něhož by kotované společnosti povinně na svých internetových stránkách zavedli zvláštní funkci, která by akcionářům umožnila umísťovat na web informace ke konkrétním bodům programu jednání a hledat svého zástupce mezi ostatními akcionáři.

Někteří investoři uvedli, že přeshraniční hlasování je stále problematické a mělo by být právními předpisy EU usnadněno. Směrnice o právech akcionářů (2007/36/ES) tuto situaci značně napravila. Kvůli zpožděnému provedení ve vnitrostátních předpisech v mnoha členských státech se však skutečný dopad pro jednotlivé konečné investory projevuje v praxi

⁵¹ Dne 31. ledna 2010 zveřejnil výbor pro povinnosti akcionářů Mezinárodní síť pro správu a řízení společností (ICGN) výzvu k předložení důkazů týkající se vzorových podmínek smluv mezi vlastníky aktiv a správci aktiv: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

až nyní. Dále patrně existuje problém v reálném předávání důležitých informací mezi emitentem a akcionářem přes zprostředkovatelský řetězec, zejména v situaci s přeshraničním prvkem. Komise si je těchto obtíží vědoma a bude se touto otázkou zabývat v souvislosti s prací na harmonizaci práva o cenných papírech.

Otázka:

(17) Jakým způsobem by EU nejlépe usnadnila spolupráci akcionářů?

2.5. Zmocnění poradci

Pro institucionální investory s velmi diverzifikovaným akciovým portfoliem je v praxi obtížné zevrubně posoudit, jak by měli hlasovat o bodech na programu jednání valné hromady společnosti, do nichž investovali. Často proto využívají služeb zmocněných poradců, kteří jim například poskytují poradenství pro hlasování, hlasují za ně na základě plné moci a provádějí rating správy a řízení společností. Z tohoto důvodu mají zmocnění poradci značný vliv na hlasování. Navíc se objevily názory, že institucionální investoři spoléhají na poradenství pro hlasování mnohem více u svých investic v zahraničních společnostech než u investic na domácím trhu. V důsledku toho by vliv zmocněných poradců byl větší na trzích s vysokým podílem mezinárodních investorů.

Vliv zmocněných poradců vzbuzuje jisté obavy. Během přípravy této zelené knihy vyjádřili jak investoři, tak společnosti, do nichž se investuje, své obavy, že metody zmocněných zástupců používané při přípravě jejich doporučení nejsou dostatečně průhledné. Konkrétně bylo řečeno, že analytická metodika nezohledňuje rysy specifické pro danou firmu a/nebo specifika vnitrostátních právních předpisů, ani osvědčené postupy správy a řízení společností. Další obava se týká střetů zájmů zmocněných poradců. Ke střetu zájmů může dojít, jestliže zmocněný poradce zároveň poskytuje společnosti, do níž bylo investováno, poradenství v oblasti správy a řízení. Sřety zájmů vznikají také tehdy, když zmocněný poradce poskytuje poradenství k usnesením akcionářů, navrženým jedním či více jeho klienty. V neposlední řadě vzbuzuje obavy nedostatečná kvalifikace v tomto oboru, především pak kvalita doporučení a to, zda odpovídá potřebám investora.

Otázky:

(18) Mělo by právo EU požadovat, aby činnost zmocněných zástupců byla průhlednější, např. co se týče jejich analytických metod, střetů zájmů a politiky řízení střetů zájmů a/nebo toho, zda se řídí určitým kodexem chování? Pokud ano, jak toho lze nejlépe dosáhnout?

(19) Domníváte se, že jsou zapotřebí jiná (legislativní) opatření, např. omezení možnosti, aby zmocnění poradci poskytovali konzultační služby společnostem, do nichž bylo investováno?

2.6. Identifikace akcionářů

Nedávno se objevily požadavky na opatření na úrovni EU, které by zvýšilo míru transparentnosti⁵² investorů ve vztahu k emitentům akcií⁵³. Zastánci této myšlenky

⁵² Podrobnější informace viz pracovní dokument útvarů Komise Přezkum fungování směrnice 2004/109/ES: objevující se problémy, Průvodní dokument ke zprávě Komise Radě, Evropskému

argumentují tím, že prostředky identifikace akcionářů umožní emitentům navázat s nimi dialog, a to především ve věci správy a řízení společnosti. Mohlo by se tak obecně zvýšit i angažování akcionářů ve společnostech, do nichž investovali⁵⁴. Zhruba dvě třetiny členských států již přiznaly emitentům právo znát své tuzemské akcionáře⁵⁵. Kromě toho směrnice o průhlednosti⁵⁶ a související vnitrostátní prováděcí opatření zavádí určitou míru transparentnosti v případě podílů převyšujících stanovenou prahovou hodnotu⁵⁷.

Jiné strany s požadavkem na vytvoření evropského nástroje pro identifikaci akcionářů nesouhlasí. Domnívají se, že díky moderním komunikačním prostředkům je velmi snadné akcionáře a potenciální investory informovat o otázkách správy a řízení společnosti a zjistit jejich názory. Lepší znalost akcionářů by také mohla vést k upevnění pozice vedení, tj. pomoci mu lépe se obhájit v situacích, kdy akcionáři zpochybňují způsob řízení podniku. V některých členských státech může také vyvstat otázka ochrany soukromí v souvislosti s pravidly na ochranu údajů, která zprostředkovatelům zakazují předat informace o akcionářích emitentům.

Otázka:

(20) Myslíte si, že je zapotřebí technický a/nebo právní mechanismus na úrovni EU, který by pomohl emitentům identifikovat jejich akcionáře za účelem usnadnění dialogu o otázkách správy a řízení společnosti? Pokud ano, domníváte se, že by to bylo přínosné také pro spolupráci mezi investory? Svou odpověď prosím rozved'te (uved'te např. sledovaný cíl (cíle), preferovaný nástroj, frekvenci, míru podrobnosti a rozdělení nákladů).

parlamentu, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů – Uplatňování směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu – SEK(2009) 611, s. 88–94.

⁵³ Touto otázkou se zabývala též zelená kniha *Správa a řízení podniku ve finančních institucích a politika odměňování* (KOM(2010) 284), která se však omezila jen na finanční instituce.

⁵⁴ Komise se již zabývala rizikem zneužití spojeným s „prázdným hlasováním“, kdy počet hlasů neodpovídá drženému podílu („empty voting“), ve své konzultaci ke směrnici o průhlednosti. Z konzultace vyplynulo, že se jedná o jednu z praktik využívajících časového rozdílu mezi rozhodným dnem a dnem hlasování („record date capture“).

⁵⁵ Podrobnější informace viz *Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe* (Tržní analýza režimů pro transparentnost akcionářů v Evropě), pracovní skupina pro transparentnost akcionářů T2S Evropské centrální banky, 9. prosince 2010: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>.

⁵⁶ Směrnice 2004/109/ES.

⁵⁷ Komise předpokládá, že při revizi směrnice o průhlednosti plánované na rok 2011 také zavede požadavek na zveřejňování informací v případě dlouhých ekonomických pozic s podobným hospodářským účinkem jako držba akcií.

2.7. Ochrana menšinových akcionářů

Ochrana menšinových akcionářů je v souvislosti s úlohou akcionářů ve správě a řízení společnosti relevantní z několika důvodů.

Zapojení menšinových akcionářů je obtížné ve společnostech s ovládajícími akcionáři, přičemž však tento model správy a řízení v evropských společnostech převládá. To vybízí k otázce, zda pravidlo „dodržuj nebo vysvětli“ je v takových společnostech udržitelné, a to především tam, kde není zaručena odpovídající ochrana menšinových akcionářů.

Druhou otázkou je, zda stávající pravidla EU dostačují k ochraně zájmů menšinových akcionářů proti možnému zneužití ovládajícím akcionářem (a/nebo vedením).

2.7.1. *Prostor pro zapojení akcionářů a fungování pravidla „dodržuj nebo vysvětli“ ve společnostech s ovládajícím nebo dominantním akcionářem*

Zapojení menšinových akcionářů může být zvláště obtížné ve společnostech s dominantním nebo ovládajícím akcionářem, který je typicky zastoupen také ve správní radě. Potíže nebo neschopnost menšinových akcionářů účinně hájit svoje zájmy ve společnostech s ovládajícími akcionáři může velmi snižovat efektivnost mechanismu „dodržuj nebo vysvětli“. V zájmu posílení práv akcionářů vyhradily některé členské státy (např. Itálie) jmenování některých členů správní rady menšinovým akcionářům.

Otázka:

(21) Myslíte si, že menšinová akcionáři potřebují dodatečná práva, aby mohli účinně hájit své zájmy ve společnostech s ovládajícími nebo dominantními akcionáři?

2.7.2. *Ochrana proti možnému zneužití*

Ovládající akcionáři a/nebo správní rady mohou ze společnosti mnoha způsoby těžit ke škodě zájmů menšinových akcionářů. Nejrozšířenějším způsobem jsou transakce se spřízněnými stranami.

Stávající pravidla EU již řeší některé aspekty transakcí mezi spřízněnými stranami, v zásadě oblast účetnictví a zveřejňování. Po společnostech se požaduje, aby v ročních účetních závěrkách uváděly transakce se spřízněnými stranami, včetně výše a povahy transakce a dalších nezbytných informací⁵⁸.

Avšak někteří investoři, s nimiž proběhly diskuze během přípravy této zelené knihy, tvrdí, že pravidla jsou nedostatečná. Domnívají se, že zveřejňování transakcí se spřízněnými stranami není ve všech situacích odpovídající a že není vždy provedeno včas.

Bylo navrženo⁵⁹, aby nad určitou prahovou hodnotu správní rada jmenovala nezávislého odborníka, který by menšinovým akcionářům poskytl nestranný posudek o podmínkách

⁵⁸ Viz čl. 43 odst. 1 bod 7b) čtvrté směrnice Rady 78/660/EHS ze dne 25. července 1978, založené na čl. 54 odst. 3 písm. g) Smlouvy, o ročních účetních závěrkách některých forem společností a čl. 34 bod 7b) sedmé směrnice Rady 83/349/EHS ze dne 13. června 1983, založené na čl. 54 odst. 3 písm. g) Smlouvy, o konsolidovaných účetních závěrkách.

⁵⁹ Viz prohlášení o právech menšinových akcionářů evropského fóra pro správu a řízení společností.

transakcí se spřízněnými stranami. Významné transakce se spřízněnými stranami by musely být schváleny valnou hromadou. Publicita spojená s valnými hromadami by mohla ovládací akcionáře od některých transakcí odradit a poskytnout menšinovým akcionářům možnost protestovat proti usnesení, kterým byla transakce schválena. Objevují se i návrhy, aby ovládací akcionáři byli předem vyloučeni z hlasování.

Otázka:

(22) Domníváte se, že menšinová akcionáři potřebují větší ochranu před transakcemi se spřízněnými stranami? Pokud ano, jaká opatření by mohla být přijata?

2.8. Vlastnictví zaměstnaneckých akcií

Zájem zaměstnanců na dlouhodobé udržitelnosti společnosti, v níž pracují, je aspekt, který by rámec pro správu a řízení společností měl zohledňovat. Zapojení zaměstnanců do dění ve společnosti může mít formu informací, konzultací a účasti ve správní radě. Může však mít i formu finančního zapojení, především u zaměstnanců, kteří se stanou akcionáři. Zaměstnanecké akcie mají v některých evropských zemích dlouhou tradici⁶⁰. Většinou se systémy zaměstnaneckých akcií považují za nástroj k zintenzivnění nasazení a motivace pracovníků, zvýšení produktivity a snížení sociálního napětí. Ale vlastnictví zaměstnaneckých akcií má také svá rizika plynoucí z nedostatečné diverzifikace: pokud společnost zkrachuje, akcionáři-zaměstnanci přijdou jak o práci, tak o své úspory. Zaměstnanci-akcionáři by nicméně mohli hrát důležitou roli při zvyšování podílu akcionářů s dlouhodobými zájmy.

Otázka:

(23) Mají být na úrovni EU přijata nějaká opatření na podporu vlastnictví zaměstnaneckých akcií? Pokud ano, jaká?

3. RÁMEC SYSTÉMU „DODRŽUJ NEBO VYSVĚTLI“ – SLEDOVÁNÍ A UPLATŇOVÁNÍ ZÁSAD SPRÁVY A ŘÍZENÍ SPOLEČNOSTI

Průzkumy mezi společnostmi a investory ukazují, že většina z nich považuje přístup „dodržuj nebo vysvětli“ v oblasti správy a řízení společnosti za vhodný nástroj. Na základě tohoto přístupu musí společnost, jež se rozhodne odchýlit od doporučených zásad správy a řízení, podat podrobné, přesné a konkrétní důvody tohoto odchýlení. Hlavní výhodou tohoto přístupu je jeho pružnost, neboť společností umožňuje přizpůsobit postupy řízení a správy své konkrétní situaci (s ohledem na velikost společnosti, vlastnickou strukturu a specifika daného odvětví). Všeobecně se také věří, že společnosti jsou díky němu odpovědnější, protože je vede k zamyšlení, zda jsou jejich postupy správy a řízení vhodné a dává jim určitý cíl k dosažení. Jak naznačuje studie o systémech sledování a prosazování zásad členských států pro správu

⁶⁰ Sdělení o rámci na podporu finanční účasti zaměstnanců (KOM(2002) 364), zpráva *The PEPPER IV Report: Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union* (Srovnání podílu zaměstnanců na ziscích a hospodářských výsledcích společností v členských státech a kandidátských zemích Evropské unie), 2008.

a řízení společnosti zveřejněná na podzim 2009⁶¹, těší se proto přístup „dodržuj nebo vysvětli“ široké podpoře regulačních orgánů, společností i investorů.

Obecné zavádění principu „dodržuj nebo vysvětli“ v EU se však potýkalo s obtížemi. Výše uvedená studie odhalila významné nedostatky při jeho uplatňování, které omezují účinnost rámce EU pro správu a řízení společnosti, jakož i užitečnost tohoto systému. Je tedy očividně nezbytné provést určité úpravy, aby se uplatňování zásad správy a řízení společnosti zlepšilo. Řešení by neměla změnit základní koncepci přístupu „dodržuj nebo vysvětli“, ale měla by přispět k jeho účinnějšímu fungování tím, že pomohou zvýšit informační kvalitu zpráv. Tato řešení však nemají žádný vliv na případnou potřebu posílit určité požadavky na úrovni EU jejich zahrnutím do právních předpisů namísto doporučení.

3.1. Zlepšení kvality vysvětlení uváděných ve výkazech o správě a řízení

Podle výše citované studie je celková kvalita výkazů o správě a řízení předkládaných společnostmi, které se odchyľují od doporučených zásad, neuspokojivá. Jejich vysvětlení je pak podkladem pro rozhodnutí investorů a posouzení hodnoty společnosti. Studie však ukázala, že ve více než 60 % případů, kdy se společnost rozhodla doporučení nedodržet, nepodala dostatečné vysvětlení. Společnosti buď jednoduše uvedly, že se odchýlily od doporučení bez jakéhokoli vysvětlení, nebo podaly vysvětlení pouze obecné či omezené.

V mnoha členských státech lze již v této věci pozorovat pomalé, ale postupné zlepšení. Společnosti se učí a začínají poskytovat lepší vysvětlení díky vzdělávacím akcím veřejných orgánů či soukromých subjektů (orgánů finančního trhu, burz, obchodních komor apod.). Kdyby se však zavedly podrobnější požadavky na informace, které mají společnosti odchyľující se od doporučení zveřejňovat, mohlo by být dosaženo dalšího zlepšení. Požadavky by měly být jasné a přesné, neboť mnoho současných problémů plyne z nepochopení podstaty požadovaného vysvětlení.

Dobrým příkladem přesného požadavku jsou švédské zásady správy a řízení společnosti, které stanoví, že „ve své zprávě o správě a řízení musí společnost jasně uvést, které pravidlo zásad nedodržela, vysvětlit důvody každého odchýlení a popsat řešení, které namísto toho přijala“⁶². Zdá se, že by bylo skutečně vhodné, aby společnosti povinně nejen zveřejnily důvody pro nedodržení určitého doporučení, ale aby také podrobně popsaly řešení, které místo toho použily.

3.2. Lepší sledování správy a řízení společnosti

Výkazy o správě a řízení, které společnosti zveřejňují, pravděpodobně nejsou sledovány tak, jak by měly být. Ve většině členských států leží odpovědnost za prosazování povinnosti zveřejnění výkazů na investorech, kteří se v závislosti na kultuře a zvyklostech v daném členském státě často angažují velmi málo. Orgány finančního trhu, burzy nebo jiné subjekty dohledu pracují v různých právních rámcích a vyvinuly různé pracovní postupy. Ve většině případů plní pouze formální úkol ověřit, zda byl výkaz o správě a řízení společnosti zveřejněn. Málo členských států ukládá veřejným nebo zvláštním orgánům, aby kontrolovaly úplnost poskytnutých informací (především vysvětlení).

⁶¹ *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States* (Studie o postupech sledování a prosazování zásad správy a řízení společnosti v členských státech), k dispozici na adrese http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

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

Pravidlo „dodržuj nebo vysvětli“ by mohlo fungovat mnohem lépe, kdyby dohlížecí subjekty jako regulační orgány pro cenné papíry, burzy nebo jiné orgány⁶³ byly oprávněny kontrolovat, zda dostupné informace (především vysvětlení) jsou dostatečně informativní a obsáhlé. Tyto orgány by však neměly zasahovat do obsahu zveřejněných informací, ani posuzovat řešení, které si společnost zvolila. Orgány by mohly výsledky svého sledování zveřejňovat, aby poukázaly na osvědčené postupy a tlačily společnosti k úplnější transparentnosti. Lze také uvažovat o ukládání úředních sankcí v nejzávažnějších případech nedodržení pravidel⁶⁴.

Jedním ze způsobů, jak sledování zlepšit, by bylo definovat výkaz o správě a řízení společnosti jako regulovanou informaci ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. k) směrnice 2004/109/ES, čímž by se na něj vztahovaly pravomoci příslušných vnitrostátních orgánů stanovené v čl. 24 odst. 4 uvedené směrnice.

Pokud jde o různé postupy, které dohlížecí subjekty vyvinuly, existuje značný prostor pro zlepšení a rozšíření současného systému výměny osvědčených postupů.

Otázky:

- (24) Souhlasíte s tím, aby společnosti odchylojící se od doporučených zásad správy a řízení společností musely poskytnout podrobné vysvětlení a popsat zvolené alternativní řešení?
- (25) Souhlasíte s tím, aby dohlížecí subjekty měly pravomoci ke kontrole informační kvality vysvětlení ve výkazech o správě a řízení společností a aby mohly od společností v případě potřeby požadovat doplnění vysvětlení? Pokud ano, jaká přesně by měla být jejich úloha?

4. DALŠÍ POSTUP

Členské státy, Evropský parlament, Evropský hospodářský a sociální výbor a další zúčastněné strany se vyzývají, aby předložily svůj názor na návrhy uvedené v této zelené knize. Příspěvky by měla Komise obdržet nejpozději 22. července 2011 na následující adrese: markt-complaw@ec.europa.eu. Na základě této zelené knihy a odpovědí, které dostane, rozhodne Komise o dalším postupu. Všem dalším legislativním i nelegislativním návrhům bude předcházet důkladné posouzení dopadů s přihlédnutím k nutnosti zabránit nepřiměřené administrativní zátěži pro společnosti.

Obdržené příspěvky budou zveřejněny na internetu. Pro získání informací o zpracování osobních údajů a jednotlivých příspěvků doporučujeme seznámit se s prohlášením o ochraně soukromí připojeném k této zelené knize.

⁶³ Úloha auditorů zde není zmiňována, protože je předmětem konzultace zahájené v rámci samostatné zelené knihy, která je dostupná na adrese http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_cs.pdf.

⁶⁴ Jako se to provádí např. ve Španělsku – viz *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States* (Studie o postupech sledování a prosazování zásad správy a řízení společností v členských státech), s. 63.

Příloha 1: Seznam otázek

Obecné otázky

- (1) Měla by opatření EU v oblasti správy a řízení společností zohledňovat velikost kotovaných společností? Jakým způsobem? Měl by být zaveden diferencovaný a proporcionalní režim pro malé a střední kotované společnosti? Pokud ano, existují nějaké vhodné definice nebo prahové hodnoty? Pokud ano, navrhněte při odpovídání na následující dotazy případně způsob (způsoby), jak je přizpůsobit pro malé a střední podniky.
- (2) Měla by být přijata nějaká opatření na úrovni EU v oblasti správy a řízení nekotovaných společností? Měla by se EU soustředit na podporu vypracování a uplatňování dobrovolných zásad pro nekotované společnosti?

Správní rada

- (3) Měla by se EU snažit zajistit, aby funkce a povinnosti předsedy správní rady a generálního ředitele byly jasně odděleny?
- (4) Měly by být politiky nábory konkrétnější, co se týče profilu členů správní rady, včetně předsedy, aby bylo zajištěno, že mají vhodné kompetence a že má správní rada ve vhodné míře rozmanité složení? Pokud ano, jak toho lze nejlépe dosáhnout a na jaké úrovni správy, tj. na úrovni jednotlivých států, Evropské unie nebo na mezinárodní úrovni?
- (5) Měly by kotované společnosti povinně zveřejňovat, zda uplatňují politiku rozmanitosti, a pokud ano, popsat její cíle a hlavní náplň a pravidelně podávat zprávy o pokroku?
- (6) Měla by být kotovaným společnostem uložena povinnost zajistit vyváženější zastoupení mužů a žen ve správních radách? Pokud ano, jakým způsobem to lze udělat?
- (7) Domníváte se, že by mělo být na úrovni EU zavedeno opatření omezující počet mandátů, které může zastávat nevýkonný člen správní rady? Pokud ano, jak by mělo být formulováno?
- (8) Měly by být kotované společnosti vybídnuty k provádění externího hodnocení pravidelně (např. každé tři roky)? Pokud ano, jak to lze udělat?
- (9) Mělo by být zveřejňování politiky odměňování, výroční zprávy o odměňování (zprávy o tom, jak byla politika odměňování prováděna v posledním roce) a individuálních odměn výkonných a nevýkonných členů správní rady povinné?
- (10) Měla by se politika odměňování a zpráva o odměňování povinně předkládat akcionářům k hlasování?
- (11) Souhlasíte s tím, že by správní rada měla schválit míru, v jaké má společnost riskovat, nést za ni odpovědnost a smysluplně o tom informovat akcionáře? Měla by se tato informační opatření vztahovat také na relevantní zásadní rizika pro lidskou společnost?

- (12) Souhlasíte s tím, že by správní rada měla zajišťovat, aby opatření společnosti týkající se řízení rizik byla účinná a přiměřená jejímu rizikovému profilu?

Akcionáři

- (13) Poukažte prosím na existující právní předpisy EU, které by podle vašeho názoru mohly přispívat k nevhodné orientaci investorů na krátkodobé zájmy, a navrhněte, jak by mohly být změněny, aby se takovému chování zabránilo.
- (14) Mají být přijata nějaká opatření, co se týče struktur pobídek pro správce aktiv spravující portfolia dlouhodobých institucionálních investorů a hodnocení jejich výkonu? Pokud ano, jaká?
- (15) Mělo by právo EU prosazovat účinnější kontrolu správců aktiv ze strany institucionálních investorů, pokud jde o strategie, náklady, obchodování a míru, v jaké se správci aktiv angažují ve společnostech, do nichž bylo investováno? Pokud ano, jakým způsobem?
- (16) Měla by pravidla EU vyžadovat určitou nezávislost řídicího orgánu správce aktiv, například na jeho mateřské společnosti, nebo jsou zapotřebí jiná (legislativní) opatření na podporu zveřejňování a řízení střetů zájmů?
- (17) Jakým způsobem by EU nejlépe usnadnila spolupráci akcionářů?
- (18) Mělo by právo EU požadovat, aby činnost zmocněných zástupců byla průhlednější, např. co se týče jejich analytických metod, střetů zájmů a politiky řízení střetů zájmů a/nebo toho, zda se řídí určitým kodexem chování? Pokud ano, jak toho lze nejlépe dosáhnout?
- (19) Domníváte se, že jsou zapotřebí jiná (legislativní) opatření, např. omezení možnosti, aby zmocnění poradci poskytovali konzultační služby společnostem, do nichž bylo investováno?
- (20) Myslíte si, že je zapotřebí technický a/nebo právní mechanismus na úrovni EU, který by pomohl emitentům identifikovat jejich akcionáře za účelem usnadnění dialogu o otázkách správy a řízení společnosti? Pokud ano, domníváte se, že by to bylo přínosné také pro spolupráci mezi investory? Svou odpověď prosím rozved'te (uved'te např. sledovaný cíl (cíle), preferovaný nástroj, frekvenci, míru podrobnosti a rozdělení nákladů).
- (21) Myslíte si, že menšinová akcionáři potřebují dodatečná práva, aby mohli účinně hájit své zájmy ve společnostech s ovládajícími nebo dominantními akcionáři?
- (22) Domníváte se, že menšinová akcionáři potřebují větší ochranu před transakcemi se spřízněnými stranami? Pokud ano, jaká opatření by mohla být přijata?
- (23) Mají být na úrovni EU přijata nějaká opatření na podporu vlastnictví zaměstnaneckých akcií? Pokud ano, jaká?

Sledování a uplatňování zásad správy a řízení společnosti

- (24) Souhlasíte s tím, aby společnosti odchylovající se od doporučených zásad správy a řízení společností musely poskytnout podrobné vysvětlení a popsat zvolené alternativní řešení?

- (25) Souhlasíte s tím, aby dohlížecí subjekty měly pravomoci ke kontrole informační kvality vysvětlení ve výkazech o správě a řízení společností a aby mohly od společností v případě potřeby požadovat doplnění vysvětlení? Pokud ano, jaká přesně by měla být jejich úloha?

Příloha 2: Seznam opatření EU v oblasti správy a řízení společností

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/46/ES ze dne 14. června 2006, kterou se mění směrnice Rady 78/660/EHS o ročních účetních závěrkách některých forem společností, 83/349/EHS o konsolidovaných účetních závěrkách, 86/635/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách bank a ostatních finančních institucí a 91/674/EHS o ročních účetních závěrkách a konsolidovaných účetních závěrkách pojišťoven (Úř. věst. L 224, 16.8.2006, s. 1–7)
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES (Úř. věst. L 390, 31.12.2004, s. 38–57)
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2007/36/ES ze dne 11. července 2007 o výkonu některých práv akcionářů ve společnostech s kótovanými akciemi (Úř. věst. L 184, 14.7.2007, s. 17–24)
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (Úř. věst. L 142, 30.4.2004, s. 12–23)
- Doporučení Komise 2005/162/ES ze dne 15. února 2005 o úloze nevýkonných členů správní rady nebo členů dozorčí rady a o výborech správní nebo dozorčí rady společností kótovaných na burze (Úř. věst. L 52, 25.2.2005, s. 51–63)
- Doporučení Komise 2004/913/ES ze dne 14. prosince 2004 o podpoře vhodného systému odměňování členů správních orgánů společností kótovaných na burze (Úř. věst. L 385, 29.12.2004, s. 55–59)
- Doporučení Komise 2009/385/ES ze dne 30. dubna 2009, kterým se doplňují doporučení 2004/913/ES a 2005/162/ES, pokud jde o systém odměňování členů správních orgánů společností kótovaných na burze (Úř. věst. L 120, 15.5.2009, s. 28–31)
-