

Angažovanosť a zodpovednosť investorov za správu spoločností



Na tomto mieste vám pravidelne prinášame informácie o uplatňovaní princípov Kódexu správy a riadenia spoločností na Slovensku a o vývoji rámca corporate governance najmä v európskom kontexte. O tom, že corporate governance je v súčasnosti v etape dynamického vývoja a rozširovania pôsobnosti svedčí aj správa *Financial Reporting Council* o Vývoji zmien v správe a riadení spoločností v roku 2011 vo Veľkej Británii. **Vzhľadom na rastúcu potrebu angažovanosti investorov do správy a riadenia spoločností, vybrali sme z uvedenej správy časť týkajúcu sa vyhodnotenia vplyvu a uplatňovania princípov tzv. Stewardship kódexu, ktorý je určený najmä pre inštitucionálnych, ale aj pre individuálnych investorov.**

K decembru 2011 podpísalo britský *Stewardship Code* (ďalej len „Kódex správcovstva“) 234 signatárov, vrátane 175 správčov aktív, 48 majiteľov aktív a 12 poskytovateľov služieb¹, čo predstavuje dobrý štart a jasný znak toho, že trh je ochotný brať koncept Kódexu správcovstva vážne. Existujú aj určité znaky toho, že investori si uvedomujú svoju zodpovednosť za správcovstvo pri ich bežnom kontakte so spoločnosťami, avšak pred nami je ešte dlhá cesta kým dôjde k integrácii správy a riadenia spoločností a investičného rozhodovania. Teraz sme pred výzvou stavať na tomto počiatočnom úspechu.

Pozitívnym aspektom za osemnásť mesiacov od prijatia Kódexu správcovstva [júl 2010] bolo to, že vzbudil veľký záujem. Kódex správcovstva podporujú alebo ho aj podpísali veľkí správcovia aktív ako aj malí, špecializovaní investori. Medzi nich patria splnomocnenci na hlasovanie v zastúpení (tzv. *proxy voting agencies*) a investiční konzultanti, ktorí hrajú dôležitú úlohu pri vytváraní kultúry a hodnôt trhu.

¹ Úplný zoznam signatárov nájdete na: <http://www.frc.org.uk/corporate/stewardshipstatements.cfm>. Jedna organizácia je klasifikovaná ako správca aktív a zároveň aj ako poskytovateľ služieb.

Medzi nich patrí rovnako aj široká škála britských penzijných fondov a iní majitelia aktív tak, ako vyplýva z tabuľky uvedenej nižšie.

Typy majiteľov

Typ	Počet
Dôchodkové systémy s priamymi dávkami	31
Dôchodkové systémy s priamymi príspevkami	2
Nadácie	2
Poisťovatelia	3
Investičné fondy	8
Podielové fondy	2

Zdroj: FRC (*Financial Reporting Council - Rada pre finančný reporting*)

Poznámka (i): Tieto údaje zahŕňajú len tých majiteľov, ktorí Kódex hospodárenia formálne podpísali. Existuje však veľa tých, ktorí [iba] vydali vyhlásenie o jeho podpore.

Poznámka (ii): Z uvedeného počtu Dôchodkových systémov s priamymi dávkami je 18 systémov z verejného sektora a zvyšok predstavujú korporátne systémy alebo systémy tretieho sektora.

Zapojenie majiteľov aktív je veľmi dôležité z dôvodu, že udeľujú investičné mandáty [pozn. *prekladateľa: aj mandáty na riadenie portfólia investícií*]. Ak majitelia aktív, ako klienti, dajú svojim správcom fondov jasne najavo, čo od výkonu správcovstva očakávajú, ich správcovia budú mať reálnu predstavu, čo sa od nich očakáva. Časom sa Kódex správcovstva stane významným hnacím motorom zmien.

Financial reporting Council (ďalej len „FRC“) takto uvítala aktívnu podporu Kódexu správcovstva zo

strany NAPF (*The National Association of Pension Funds - Národná asociácia pre penzijné fondy*) a bude pokračovať v svojom úsilí oslovovať a angažovať ďalších majiteľov aktív priamejším spôsobom, vrátane štátnych investičných fondov [pozn. prekladateľa: aj ako zvrchované alebo suverénne majetkové fondy], dobročinných nadácií a poisťovacích spoločností. Taktiež bude hľadať spôsoby začlenenia Kódexu správcovstva do investičných činností dôchodkových systémov s definovanými príspevkami, ktoré na britských akciových trhoch hrajú čoraz významnejšiu rolu.

FRC taktiež víta rastúce debaty o tom, či by sa mal koncept Kódexu správcovstva vzťahovať na globálne akciové zdroje a iné typy aktív. Zatiaľ čo Kódex správcovstva bol vypracovaný vo vzťahu k britským akciovým zdrojom, koncept, ktorý tvorí jeho základ, by mal mať širšiu národnú a medzinárodnú relevantnosť.

Reportovanie o správcovstve

Od decembra 2010 FSA (*Financial Services Authority - Úrad pre reguláciu finančných služieb*) vyžaduje, aby všetky firmy oprávnené spravovať fondy v mene tretích strán uvádzali, či sa riadia Kódexom správcovstva (podľa Pravidiel pre výkon podnikania 2.2.3). Od tých, ktorí tak robia, sa očakáva, že „dodržiavajú a vysvetľujú“ princípy Kódexu správcovstva a podávajú správy o tom, ako bol aplikovaný. Aplikovanie Kódexu správcovstva tak zostáva dobrovoľné, avšak niet pochyb o tom, že pravidlo FSA povzbudilo investičných manažérov, aby uvažovali nad svojimi zodpovednosťami ohľadom správcovstva a Kódexu správcovstva podpísali.

Ako sa dalo očakávať pri takej veľkej a rozmanitej skupine signatárov, kvalita podávania správ je rôzna. Dôkladnejšie vypracované vyhlásenia o správe a riadení podávajú správu vo vzťahu ku každému zo siedmich princíпов Kódexu správcovstva dostatočne podrobne, pričom presne objasňujú, ako signatári pristupujú k svojim zodpovednostiam. Táto skutočnosť je dôležitá, pretože vyhlásenie je základným zdrojom informácií pre tých, ktorým z Kódexu správcovstva plynie v konečnom dôsledku prospech, a to pre majiteľov aktív, ktorí udeľujú investičné mandáty, a ako aj pre beneficiantov.

Všetko nasvedčuje tomu, že trh sa začína dôkladnejšie zaoberať vyhláseniami s cieľom odlišenia ponúkaných úrovní správcovstva. Táto skutočnosť

je povzbudivá, hlavne ak sa odlišovanie rôznych úrovní stane medzi širokou škálou účastníkov všeobecne rozšírenou praxou, pretože by to malo v konečnom dôsledku znamenať, že pri výbere investičných manažérov sa správcovstvo stáva významným faktorom. Tí, ktorí sa rozhodnú nedodržiavať určitý princíp, budú musieť predložiť odôvodnené a zmysluplné vysvetlenie k tomu, aby mohli začať alebo pokračovať v svojom podnikaní. Medzitým by sa investori pri vyhotovovaní svojich vyhlásení mohli riadiť štandardom, ktorí by oni sami očakávali od spoločností v podávaní ich správ o správe a riadení spoločnosti.

Na základe vlastného prieskumu uskutočneného zo strany FRC ohľadom vyhlásení vyplynula potreba vyššej miery zverejňovania v nasledovných štyroch oblastiach.

Po prvé, podávanie správ o tom, ako sa riešia **konflikty záujmov**, je často nedostatočné. Na túto skutočnosť poukázala aj organizácia *Fair Pensions (Spravodlivé penzie)* vo svojej správe o fiduciárnych povinnostiach [pozn. prekladateľa: povinnosť konať v najlepšom záujme spoločnosti]². Relatívne malý počet signatárov kategoricky uvádza, že sa vždy snažia podriaďovať vlastné záujmy záujmom klienta. Táto skutočnosť môže vyplývať z dôvodu, že sa môžu cítiť právne zaviazaní alebo z dôvodu, že samotný záujem klienta nemusí byť jasný (ako napríklad v prípade investora, ktorý mal u toho istého emitenta významné majetkové účasti ako aj dlhopisy). Diskusie so signatármi Kódexu hospodárenia na seminári v septembri 2011 však dospeli k záveru, že by bolo užitočné, keby sa investori tejto záležitosti viac venovali.

Po druhé, viaceré vyhlásenia ohľadom princípu **koľektívneho zapojenia** boli zamerané na členstvo v kolektívnych orgánoch. Zatiaľ čo tento aspekt je vítaný, je to stále len okrajové riešenie vo vzťahu k hlavnému dôvodu pre tento princíp [kolektívneho zapojenia], a tým je potreba pre investorov byť schopní v kritických momentoch spojiť svoje sily, aby zabezpečili, že správne rady sú si vedomé ich obáv a budú ich reflektovať. Takáto situácia môže vyžadovať strategickejší prístup zo strany akcionárov ako aj

2 'Protecting Our Best Interests: Rediscovering Fiduciary Obligation' (Ochrana našich najlepších záujmov: znovuobjavenie fiduciárnych povinností); britská charitatívna organizácia Fair Pensions; 2011 [pozn. prekladateľa: FairPensions je charitatívna organizácia, ktorá podporuje zodpovedné investovanie zo strany penzijných fondov a správcov fondov.]

ďalší rozvoj manažérskych zručností v rámci sektora investovania. FRC podporuje investorskú komunitu, aby sa debata o týchto záležitostiach ďalej rozvíjala.

Po tretie, len málo vyhlásení uvádza podrobnejší opis toho, ako signatári využívajú služby splnomocnencov na **hlasovanie v zastúpení**. O tomto aspekte sa v súčasnosti aktívne debatuje na úrovni EÚ, následkom čoho viaceré členské štáty tlačia Európsku komisiu k tomu, aby prijala súvisiacu právnu úpravu. V súvislosti s debatou o tejto otázke bude zásadná skutočnosť, ako investori využívajú odporúčania poskytnuté zo strany zastupujúcich poradcov. Všeobecné pochopenie, že sa tieto odporúčania využívajú zodpovedne, napomôže zmierniť tlak vyplývajúci z dôvodu nadmerne normatívnej právnej úpravy činnosti týchto zástupcov.

Existuje aj problém ohľadom **dostupnosti vyhlásení**. Internetová stránka FRC uvádza link na všetky vyhlásenia signatárov, ktoré však nie sú vždy tak ľahko dostupné aj z iných zdrojov. Pomohlo by, ak by sa dali vyhlásenia ľahko nájsť a taktiež, ak by každé vyhlásenie obsahovalo vysvetlenie, ako môžu byť signatári kontaktovaní, hlavne uvedením kontaktných údajov o zodpovednej osobe, ktorá má na starosti otázky ohľadom správcovstva, vrátane možného kolektívneho zapojenia. Na základe prieskumu uskutočneného zo strany FRC bolo zistené, že viac ako 40% vyhlásení vôbec neuvádzalo žiadne kontaktné údaje a že veľa ďalších vyhlásení neuvádzalo emailovú adresu ani telefónne číslo pre účely kontaktovania.

Záverom by FRC chcela povzbudiť signatárov k tomu, aby každý rok preskúmavali svoje vyhlásenia za účelom prípadnej aktualizácie a aby pri tom mali na zreteli vyššie uvedené body.

Riadne valné zhromaždenia a hlasovanie

Nakoľko uvedomelý prístup k hlasovaniu je dôležitou zložkou správcovstva, FRC nie je presvedčená o tom, že úspešnosť Kódexu správcovstva by sa mala merať počtom hlasov „proti“ na valných zhromaždeniach. Kódex správcovstva jasne uvádza, že akcionári by mali byť pripravení hlasovať proti vedeniu v prípade, že majú vážne obavy, ktoré sa neriešia, avšak dosiahnutie tohto bodu môže naznačovať zlyhanie vo vzťahoch medzi spoločnosťami a ich akcionármi. Na čom skutočne záleží je uvážené hlasovanie a aj vyjadrenie podpory spoločnosti zo strany

akcionárov môže byť niekedy také dôležité ako hlasovanie proti.

Vzhľadom na toto východisko je dôležitá celková účasť na hlasovaní. V prvých šiestich mesiacoch roka 2011 bola priemerná účasť na hlasovaní 70,9%, čo predstavovalo oproti roku 2010 nárast o 3%. To sa dá porovnať s obdobím rokov 2008 až 2010, kde nárast predstavoval len 2%³. Je ťažké povedať, do akej miery môže za tento nárast Kódex správcovstva, keďže k nárastu účasti na hlasovaní došlo aj na iných európskych trhoch, ale percento priemernej účasti na hlasovaní v Spojenom kráľovstve zostáva i naďalej oveľa vyššie ako priemerná účasť na hlasovaní vo výške 62,6% v európskom meradle.

Po tom, ako veľké množstvo spoločností z rebríčka FTSE 350 prijalo rozhodnutie o každoročnom hlasovaní o znovuzvolení všetkých členov správnej rady tak, ako to odporúča *Kódex správy a riadenia spoločností v Spojenom kráľovstve za rok 2010 (2010 UK Corporate Governance Code)*, poverila FRC organizáciu PIRC uskutočnením prieskumu úrovne nesúhlasu s voľbami členov správnej rady, za účelom vyhodnotenia, či každoročné voľby členov správnej rady majú vplyv na vzory hlasovania⁴. Každoročné hlasovanie o všetkých členoch správnej rady týkajúce sa znovuzvolenia do funkcie poskytuje akcionárom možnosť dať najavo svoje obavy týkajúce sa určitých aspektov správy a riadenia spoločnosti, napríklad účinnosti výborov správnej rady, a to rozdielnym hlasovaním o jednotlivých členoch správnej rady.

Zatiaľ to nemalo viditeľný dopad. Údaje v skutočnosti ukazujú mierny pokles úrovne nesúhlasu, s priemerným percentom vo výške 1.65% hlasov proti znovuzvoleniu členov správnej rady spoločností z rebríčka FTSE 350 v roku 2011 v porovnaní s priemerom vo výške 2,03% v roku 2010, hoci obidve čísla sú veľmi nízke a pod úrovňou európskeho priemeru⁵. Takisto nedošlo ani k významnej zmene úrovne hlasov „proti“ v spoločnostiach, ktoré v roku 2011 pristúpili ku každoročným voľbám, či

3 '2011 Voting Results Report: Europe' (Správa o výsledkoch hlasovania za rok 2011: Európa); ISS; september 2011

4 Pokiaľ nie je uvedené inak, všetky údaje o voľbách členov správnej rady boli predložené zo strany PIRC v mene FRC, a sú založené na analýze hlasovania v spoločnostiach z Indexu FTSE 350 k októbru 2011.

5 Za prvých šesť mesiacov roka 2011 predstavovalo priemerné percento hlasov proti znovuzvoleniu členov správnej rady na 17 európskych trhoch výšku 2.8%. Zdroj: '2011 Voting Results Report: Europe' (Správa o výsledkoch hlasovania za rok 2011: Európa); ISS; september 2011

už porovnaní s ich predchádzajúcimi vzormi hlasovania alebo v porovnaní so spoločnosťami, ktoré nepodrobili všetkých členov správnej rady každoročnému hlasovaniu o znovuzvolení do funkcie.

Prieskum sa taktiež zamerlal na všetky prípady, kde bolo desať a viac percent hlasov „proti“ znovuzvoleniu jednotlivého člena správnej rady, a na výsledky, kde dostali členovia správnej rady viac ako desať percent hlasov „proti“ ohľadom iných uznesení v priebehu najmenej troch z posledných piatich rokov.

Existuje malé množstvo príkladov, kde sa počet hlasov „proti“ jednotlivému členovi správnej rady, ktorý bol väčší ako zvyčajne, môže spájať s problémami pri správe a riadení spoločnosti alebo kde sa zdá, že sústavné obavy týkajúce sa problémov pri správe a riadení spoločnosti viedli k vyššiemu počtu hlasov „proti“ určitým členom správnej rady, napríklad vyšší počet hlasov proti členom výboru pre odmeňovanie v prípadoch, kde existovali dlhotrvajúce obavy ohľadom politiky odmeňovania. Zdá sa však, že v ostatných prípadoch neexistuje žiadna takáto korelácia a tento trend nie je možné rozpoznať.

Tak ako aj v minulosti, FRC povzbudzuje inštitucionálnych investorov k tomu, aby sa zúčastňovali valných zhromaždení ak majú konkrétne obavy. Berúc do úvahy praktické obmedzenia, účasť na vybraných valných zhromaždeniach môže byť významným a viditeľným vyjadrením výkonu správcovstva ako aj pridaním hodnoty samotnému valnému zhromaždeniu. FRC preto chváli úsilie niekoľkých inštitucionálnych investorov, ktorí sú pripravení zúčastňovať sa valných zhromaždení a povzbudzuje aj iných inštitucionálnych investorov, aby tak urobili.

FRC s obavami poukázala na to, že niektoré spoločnosti, ktoré boli znovu zapísané do obchodného registra v zahraničí, ale zostali kótované v Londýne, majú tendenciu presťahovať aj miesto konania svojich riadnych valných zhromaždení. Tento trend odrádza tak inštitucionálnych ako aj drobných britských investorov od účasti na valných zhromaždeniach a ich účasť sa stáva čoraz ťažšou ak neexistuje žiadne interaktívne diaľkové spojenie, pričom výsledkom takéhoto konania je, že riadne valné zhromaždenie podstatne stráca na svojom význame a hodnote.

Prekážky správcovstva

Podľa správy IMA boli najvýznamnejšími prekážkami správcovstva z pohľadu akcionárov (v zostupnom poradí): nedostatok zdrojov; obmedzený vplyv ako dôsledok veľkosti podielu; obavy z konania v zhode a z toho, že sa akcionári stanú osobami, ktoré majú prístup k dôverným informáciám spoločnosti (tzv. *insideri*); rozdielne názory medzi správcami portfólia a akcionármi; a nedostatok dopytu zo strany klientov.

Niektoré z vyššie uvedených prekážok sú dôsledkom modelu široko rozptýleného vlastníctva, ktorý sa uplatňuje v Spojenom kráľovstve. Správcovia aktív, ktorí sa zúčastnili prieskumu uskutočneného zo strany IMA, mali len v samotných britských spoločnostiach v priemere 450 majetkových podielov, pričom majitelia aktív ich mali v priemere len o niečo menej⁶. Tendencia niektorých dlhodobých investorov znižovať počet svojich majetkových podielov a/alebo rozložiť svoje majetkové podiely do zahraničných spoločností je taktiež dôležitým faktorom. Správa Nadácie pre prieskum a vzdelávanie ohľadom správy a riadenia spoločností (*The Foundation for Governance Research and Education*)⁷ zdôraznila vplyv zmien praxe správy investícií, zatiaľ čo diskusie so signatármi poukázali na obavy týkajúce sa nestálosti (tzv. *volatility*) pri alokovaní investícií aktív do iných zdrojov ako sú akciové zdroje.

V prípadoch, kde správcovia aktív už viac nie sú väčšinovými akcionármi, je pre nich čoraz ťažšie odôvodniť použitie zdrojov alebo sa uistiť, že ich názory budú brané do úvahy rovnako seriózne. Dôkazy tohto trendu sú dosiaľ nepodložené, ale predstavujú pre efektívny výkon správcovstva, ktoré si vyžaduje dozor, výzvu.

Pokiaľ majú inštitucionálni investori pocit, že sa oslabuje ich individuálny vplyv, vtedy sa zvýrazní dôležitosť kolektívneho zapojenia. Inštitúcie preto potrebujú nájsť spôsob, ako pracovať spoločne viac strategicky a proaktívne. Z toho vyplýva pokračujúce úsilie v mene zastupiteľských orgánov, a menej formálnych zoskupení, ako je napr. Fórum správy

6 'Adherence to the FRC's Stewardship Code' (Dodržiavanie Kódexu správcovstva Rady pre finančný reporting); Investment Management Association (Asociácia pre správu investícií); máj 2011

7 'An Investigation into Stewardship: Engagement between Investors and Public Companies: Impediments and their Resolution' (Vyšetrenie správcovstva: Angažovanosť medzi investormi a verejnými spoločnosťami: Prekážky a ich riešenie); Foundation for Governance Research and Education (Nadácia pre prieskum a vzdelávanie ohľadom správy a riadenia spoločností; 2011

a riadenia spoločností (*The Corporate Governance Forum*).

Takisto je potrebná ďalšia podpora zapojenia zahraničných investorov. V nasledujúcom roku bude FRC zo svojej strany pokračovať v úsilí podporovať koncept správcovstva v medzinárodnom kontexte. Je posmelujúce vidieť, ako sa kódexy a princípy správy a riadenia spoločností začínajú zavádzať do praxe na ostatných trhoch, vrátane nedávno zrevidovaného Singapurského kódexu správy a riadenia spoločností (*Singapore Code of Corporate Governance*), ktorý môže poskytnúť užitočný podnet jeho štátnym investičným fondom.

Pomohlo by, ak by sa našli spôsoby, ako zmierniť neutíchajúce obavy z konania v zhode. Hoci v tomto bode ponúkol tak Výbor pre reguláciu prevzatí a zlúčení (*The Takeover Panel*) ako aj Úrad pre reguláciu finančných služieb (*The Financial Services Authority*) inštitúciám odporúčacie vyhlásenia (tzv. *comfort statements*), mohlo sa v tejto súvislosti urobiť preukázateľne viac. Vo vzťahu k vyššie uvedenému by FRC podporila preskúmanie konceptu „konania v zhode“ na európskej úrovni, pričom by brala do úvahy riziko, že to môže viesť k užšej definícii aká existuje v súčasnosti.

V prípade, že sa takáto debata otvorí v priebehu roka 2012, bude sa od akcionárov vyžadovať, aby sa vyjadrili, čo presne potrebujú, aby takéto preskúmanie prinieslo a aby vypracovali silné argumenty proti tým, ktorí sú za obmedzený režim.

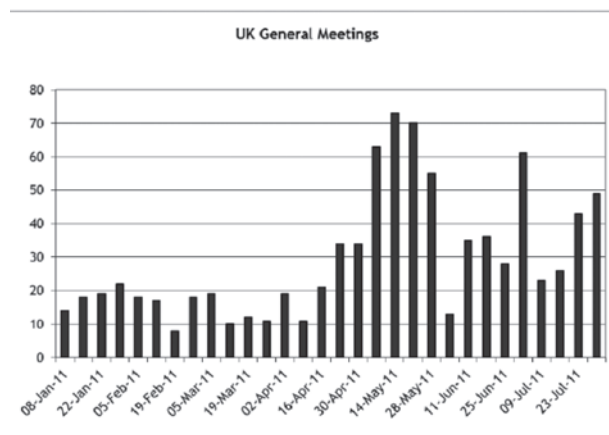
Vítaným krokom vpred je zjavne rastúca pripravenosť niektorých investorov byť *insidermi* určitý obmedzený čas. To môže zvýšiť kvalitu angažovanosti a v prípade, ak sa jedná o získavanie kapitálu, viesť k dohodám o znížení poplatkov. Pri určovaní tohto prístupu je dôležité, aby investori zabezpečili, aby tí pracovníci, z ktorých sa urobia *insideri*, mali oprávnenie hovoriť za inštitúciu ako celok.

Čo sa týka majiteľov aktív, jednou z prekážok, na ktoré často poukazujú penzijné fondy, sú súťažné priority. Angažovanosť do činnosti spoločnosti sa nevyhnutne vytráca z programu vtedy, keď sa fondy snažia vyplniť veľké deficity na nestabilných trhoch a zaneprázdnení členovia správnych rád fondov nie

sú vždy pripravení na to, aby im správcovia aktív podávali vysvetlenia. Na základe týchto skutočností FRC teší záujem o správcovstvo zo strany investičných konzultantov. Je dôležité mať na pamäti, že samotné penzijné fondy nepotrebujú byť nevyhnutne aktívne v angažovanosti a že táto úloha v mnohých prípadoch prirodzenejšie padá na plecia správcov aktív.

Kritickým bodom je poverenie mandátom a uvedomenie si, že rôzne role hrajú rôzni hráči v závislosti od toho, kde sa nachádzajú v investičnom reťazci. Zo spätnej väzby vyplynulo, že Kódex správcovstva nie je v tomto bode dostatočne jasný, a tento bod je jedným z problémov, ktorý chce FRC konzultovať v roku 2012.

Z konzultácií s vlastníkmi taktiež vyplynulo, že existuje určitý zmätok ohľadom toho, čo sa myslí pod pojmom „správcovstvo“ (tzv. *stewardship*), pričom niektorí z nich to považujú za rovnaké ako spoločensky zodpovedné investovanie. FRC je presvedčená, že v tomto bode by to bolo potrebné viac spresniť.



Zdroj: Valné zhromaždenia vo Veľkej Británii, Zdroj: Manifest – The Proxy Voting Agency

Keďže túto nevhodnú koncentráciu je nepochybne nutné riešiť, existujú malé vyhliadky na to, že sa podarí vyrovnať rozdiely v krátkodobom horizonte. Z tohto dôvodu má FRC za to, že spoločnosti a investori majú povinnosť zabezpečiť, aby dochádzalo ku kontinuálnej angažovanosti počas celého roka.

CECGA