

Dopady ekonomickej krízy na právo spoločností

Mária Rexová

4.ročník PF Uk

1.1 Udalosti, ktoré predchádzali finančnej kríze

Pre lepšie a hlbšie pochopenie príčin a dôsledkov ekonomickej krízy, rovnako ako jej dopadu na právo spoločností pokladám za nevyhnutné aspoň v stručnosti načrtnúť priebeh udalostí, ktoré k nej viedli.

Niekedy spozorujete prichádzajúcu búrku len letným pohľadom na oblohu. Keď sa však v ekonomickom horizonte mračná začali zbíhať nad najvýznamnejšími finančnými inštitúciami na trhu, nikto zo zodpovedných osôb si nevšimol približujúcu sa tmu a katastrofu na kreditných trhoch.

Ako je to možné?

Viaceré štúdie sa zhodujú na štyroch kľúčových faktoroch, ktoré zohrali svoju rolu: strata obozretnosti finančných inštitúcií, sekuritizácia hypotekárnych cenných papierov, zlyhanie funkcie ratingových agentúr a uvoľnená monetárna politika centrálnej banky USA.¹

Po prasknutí internetovej akciovej bubliny (známejšej asi skôr ako „dot.com bubble“) na začiatku tejto dekády, centrálna banka USA znížila úrokové miery na historické minimum, zvyšujúc tak množstvo voľných peňazí na investovanie. Výsledkom boli americké hypotéky pre ľudí s nízkymi príjmami („subprime mortgages“). Dôvodom, prečo mohli priniesť tieto pôžičky na pokraj finančného krachu celý globálny finančný systém sú mimoriadne komplexné finančné nástroje, do ktorých boli „zabalené.“ V mnohých prípadoch došlo k zamiešaniu vysokorizikových úrokov s úrokmi hodnotenými najvyšším možným ratingom AAA. Práve ich komplexnosť preto zakrývala ťažko odhadnuteľné riziko, ktoré v sebe niesli a ktoré prehliadli i ratingové agentúry. Finančné inštitúcie však disponujú špecializovanými zamestnancami, ktorí mali na tieto narastajúce riziká upozorňovať – toto zlyhalo. Ratingové firmy tvrdili, že tieto nástroje sú úplne bezpečné. Toto tiež zlyhalo.

Ceny domov vďaka obrovskému dopytu začali rásť, vytvárajúc bublinu na trhu s nehnuteľnosťami. Bublina však vždy praskne, čo však finančné inštitúcie z krátkozrakosti a vyhliadky značných krátkodobých výnosov prehliadli.

Domček z karát sa začal rútiť, keď sa zdvihli úrokové miery. Bublina s nehnuteľnosťami praskla a domček z karát sa začal rútiť, keď ľudia logicky nemali na splácanie hypoték. Je nepochopiteľné, ako mohli manageri na Wall Street prehliadnuť, že zvyšujúce úrokové miery vedúce k vyšším úverovým splátkam, ktoré si však mnohí klienti, s nízkou bonitou a mnohokrát malo finančnou hotovosťou nemôžu dovoliť je Molotovský koktail.²

Vo svojej práci sa preto mienim zamerať práve na dôvody, ktoré stáli za neopatrnosťou managementu finančných inštitúcií, za zlyhaním správy rizík a za nedostatočnou kredibilitou ratingových agentúr, i keď príčin je samozrejme omnoho viac...

¹Www.economics.harvard.edu/about/views, www.etrend.sk, www.cibanking.sk

²Bear Sterns, Countrywide, and the Subprime Crisis- Failure by Incompetence and Fraud

1.2. Zlyhanie corporate governance...

Bol to práve rozsah finančnej krízy vyvolanej úpadkom banky Lehman brothers v jeseni 2008 spojenou s neprimeranou sekuritizáciou amerických hypotekárnych úverov „subprime“, ktorý priviedol verejné orgány vo svete k tomu, aby si položili otázku skutočnej sily finančných inštitúcií a primeranosti ich regulačného systému a dohľadu. Mohutné nasadenie verejných prostriedkov v Spojených štátoch a v Europe, a to až do výšky 25% HDP, sprevádzala politická vôľa poučiť sa zo všetkých aspektov finančnej krízy tak, aby sa podobná situácia nemohla v budúcnosti opakovať.

OECD a rovnako i Európska komisia poukazujú zhodne na celoplošné zlyhanie corporate governance.

Ako zdôrazňuje Larosièrova správa³, je zrejmé, že ako správne rady, tak i orgány dohľadu často **nechápali ani povahu ani rozsah rizík**, s ktorými sa stretli. **Akcionári neplnili vždy riadne svoju úlohu vlastníkov podnikov**, k čomu prispelo hlavne zlyhanie inštitucionálnych vlastníkov ako aj tzv. empty voting. **Správne rady** finančných inštitúcií ako hlavné mocenské sídlo **nebolo schopné vykonávať svoju kontrolnú funkciu**. Správne rady tak neboli schopné vykonávať skutočnú kontrolu vedenia. Predovšetkým nevykonní správcovia nevenovali plneniu svojich úkolov nutné zdroje ani čas. Rada štúdií takisto preukázala, že voči často všadeprítomnému a občas autoritatívnemu generálnemu riaditeľovi neboli nevykonní správcovia schopní v dôsledku nedostatočných odborných kompetencií sa postaviť alebo aspoň spochybníť navrhované orientácie či závery. Komisia sa tiež domnieva, že ich neschopnosť pochopiť, porozumieť a konečne zvládnuť nebezpečie, ktorým sa vystavili ich finančné inštitúcie boli prvotnými príčinami finančnej krízy. Presadzovanie **krátkodobých záujmov managementu**, aby vygenerovali zisk spoločnosti ešte za svojho funkčného obdobia oproti dlhodobým záujmom spoločnosti a investorov. **Informačná asymetria** medzi jednotlivými stupňami vedenia ako i medzi investormi, akcionármi a predstavenstvom. **Vysoké pobídky** pre výkonných riaditeľov v kombinácii s neefektívnou a veľakrát **bezzubou správou rizík** viedlo k neprimeranému riskovaniu. Prílišná **zložitosť rizík**, nedostatok spôsobilosti ani autority pri ich posudzovaní rovnako ako neobjektívne (nad)hodnotenie toxických finančných inštrumentov **ratingovými agentúrami**.

Ďalší problém predstavovalo **skutočné uplatnenie zásad riadenia podniku vo finančných inštitúciách**. Či už sa jednalo o zásady OECD, doporučenia Basilejského výboru v oblasti bankovníctva alebo o právne predpisy Spoločenstva, ich dodržovanie finančnými inštitúciami bolo nedôsledné, či už z dôvodu ich prílišnej vágnosti alebo príliš veľkého priestoru pre ich výklad, uplatnil sa bohužiaľ v prevažnej miere tzv. Formálny prístup „**box ticking approach**“ bez skutočného kvalitatívneho ocenenia.

Na len pár stránkach sa nedá do hĺbky rozobrať všetky faktory zlyhania corporate governance, ja som sa preto zamerala na dva z tých hlavných- na systém odmeňovania a na správu rizík a okrajovo na rolu, ktorú zohrali ratingové agentúry. Takisto v závere svojej práce načrtnem právnu úpravu, ktorá bola prijatá v českej republike v súvislosti s finančnou krízou.

³ Zpráva skupiny na vysoké úrovni o finančním dohledu v Evropské unii uveřejněná dne 25. února 2009. Skupině předsedal pan Jacques de Larosière.

2.Systém odmeňovania

Test, či je v spoločnostiach zavedená efektívna „corporate governance“, teda správa a riadenie, sa postupom času čoraz viac spája s problematikou odmeňovania. Warren Buffet sa ešte v roku 2004, dávno pred finančnou krízou, vyjadril: „Ak rozmýšľame, nakoľko vážne berie Corporate America vnútornú reformu, platy exekutívnych riaditeľov sú krstom ohňom. Do dnešného dňa nie sú výsledky veľmi povzbudivé.“⁴ Napr. Merrill Lynch vyplatilo napriek strate okolo 15 mld. USD v poslednom štvrtroku 2008 na odmenách v decembri 4-5 mld.USD, teda takmer jednu tretinu celkových strát.⁵ Odmeňovanie exekutívnych riaditeľov sa však stalo horúcim problémom nielen v USA, ale i v Nemecku, švédsku, Austrálii, Francúzsku a Holandsku.

Problém odmeňovania má dve dimenzie. Tou prvou je nadmerná výška odmien, tou druhou je samotná štruktúra odmeňovania. Tá sa odráža predovšetkým vo zvýšenej miere riskovania a podpore krátkodobých cieľov na úkor tých dlhodobých.

Je to však štruktúra, ktorá prispela k finančnej kríze, na ktorú sa treba zamerať pri zavádzaní reforiem⁶.Súčasný koncept „**pay for performance**“sa preukázal byť nepostačujúci. Sú dokumentované hlavne prípady, kde výkonnostné kritéria boli nastavené ako príliš slabé, resp. podliehali častým revíziám. Došlo i k prípadom antيداتovania cien opcii, či ich preceňovaniu, aby odpovedali hodnote odmeny.⁷ A čo je najdôležitejšie, v mnohých prípadoch neboli prepojené vysoké odmeny, resp. pobídky so silným a výkonným systémom správy rizík tak, aby to neohrozilo spoločnosť. Je preto dôležité nastavenie správnych kritérií pre posúdenie výkonu spoločnosti (napr. dôležitosť faktorov spadajúcich pod kompetenciu CEO boli často nadsadená). Preto je i na ne zameraná pozornosť ako OECD, tak i Európskej komisie a pripravované reformy sa týkajú predovšetkým transparentnosti odmien a jej dôslednejšieho zosúladenia s dlhodobými záujmami spoločnosti. Cieľom by mal byť odmeňovací systém podporujúci dlhodobý stabilný výkon.⁸

Kľúčovú úlohu zohráva tiež **mechanizmus nastavenia a určenia odmien**. Kým napr. v ČR je nutný súhlas akcionárov s odmenou pre predstavenstvo, iné krajiny tento model nepoznajú. Výška odmeny závisí na vyjednávací sile managementu, z čoho práve neskôr môžu vyplývať problémy. V ideálnom prípade by malo ísť o výsledok súťaživého, tržného jednania medzi akcionármi a manažérmi tak, že výsledná zmluva (a teda aj odmena) v sebe zahŕňa takú štruktúru pobídek, ktorá zjednocuje záujmy akcionárov so záujmami managerov⁹. Druhý, ponekud pragmatickejší prístup k problematike je však taký, že zmluva je výlučným výsledkom vyjednávací sily („bargaining power“) členov managementu, ktorí v značnej miere využívajú informačnú asymetriu medzi nimi a akcionármi.

⁴“in judging whether Corporate America is serious about reforming itself, CEO pay remainss the acid test. To date the results aren't very encouraging. Warren Buffet: Letter to Berkshire shareholders, 2004.

⁵Corporate Governance and Financial Crisis : The Key Messages and Findings. June 2009. p.18

⁶Laroussiere repor

⁷Corporate Governance and Financial Crisis : The Key Messages and Findings. June 2009. p.16

⁸Corporate Governance and Financial Crisis : The Key Messages and Findings. June 2009 p. 29

⁹Theory of optimal contracting, Bebchuk and Fried. 2004. Source: OECD

V mnohých ohľadoch preto odmeny nemusia odpovedať reálnemu rozloženiu rizík a hlavne, v súvislosti s krátkym funkčným obdobím sú nastavené ako odmena za krátkodobé ciele. Ako poukazuje i správa OECD dolný limit pri strate je vždy nula, ale horný strop ziskov je neobmedzený.¹⁰ Manažéri, usilujúci o znovuzvolenie sú pod tlakom v relatívne krátkom čase preukázať maximálne výsledky a výnosy, čo však môže ohroziť dlhodobé záujmy spoločnosti a akcionárov. V niektorých krajinách je preto vyvinuté úsilie o zavedenie modelu „say on pay“, teda účinnejšie zahrnutie akcionárov do rozhodovacieho procesu o výške odmien. Pravidlo „say on pay“ v podstate predstavuje politiku, v rámci ktorej by mali akcionári schváliť odmeny predstavenstva na valnom zhromaždení, resp. minimálne by mali mať možnosť sa k nej vyjadriť. V Anglicku napr., podľa platnej úpravy, majú akcionári len poradný a nezáväzný hlas, ale konečný plat je určovaný riaditeľmi samotnými.¹¹ I princíp záväznosti a presadenia tohto pravidla by preto mohol priniesť určité úspechy. Naproti tomu Amerika sa v podobe tzv. Dodd-frankovej reformy usiluje o zavedenie tohto princípu.

Dalším možným riešením tohto problému je zriadenie nezávislých výborov pre odmeňovanie. Výkonní členovia rady by sa nemali zúčastňovať procesu vôbec, nakoľko je možné u nich nájsť inherentný konflikt záujmov. Mali by byť za týmto účelom byť prevedené opatrenia, aby bol odmeňovací proces založený na výkonnom riadiacom procese, kde je zodpovednosť presne vymedzená. Prípadní konzultanti v oblasti odmeňovania by mali byť preto najímaní skôr než manažmentom správnou radou.

Niektoré štáty sa rozhodli autoritatívne riešiť problematiku odmeňovania a sami stanovili limity.

Cestou priameho obmedzenia platu výkonných riaditeľov sa vydala Amerika. Americký American Recovery and Reinvestment Act zakazuje iné bonusy a odmeny ako dlhodobé. Zároveň na ne viaže ešte ďalšie obmedzenia. Navyše, už spomínaná Dodd-Frankova reforma požaduje tiež zverejnenie plátov výkonných riaditeľov.

V Nemecku, potom čo bol strop na odmeny bankárov nasadený na 500 000 EUR, finálna legislatívna úprava počíta s „nevhodne vysokou“ sumou. Ich nedávno prijatý a účinný Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung je však hodný povšimnutia z viacerých ohľadov.

V súlade s ním členovia dozorčej rady nesmú delegovať dohody o odmeňovaní na odmeňovaciu komisiu a musia prevziať celú zodpovednosť. Zároveň môžu rozhodovať o odmenách len ako celé plenum. Rade bude takisto udelená právomoc obmedziť alebo spätne odobrať odmeny jej výkonných členov v prípade zhoršenia výkonu spoločnosti. Ten môže predstavovať situácie ako napr. neschopnosť spoločnosti rozdeliť zisk. Takisto by údajne malo byť uľahčené žalovať člena rady na základe osobného ručenia, ak prizná neopodstatnenú vysokú odmenu. Valné zhromaždenie má poradný hlas pri určovaní výšky odmeny a môže prijímať nezáväzné uznesenia. Pre všetky. Pre všetky akciové spoločnosti budú ešte kritériá prípustnosti odmien členov predstavenstva ešte upresnené. Dojde k predĺženiu lehoty na uplatnenie práv z opcii na 4 roky. Pre prípady výnimočného výkonu by mala byť stanovené možnosti obmedzenia pohyblivej zložky odmien.

¹⁰The Corporate Governance Lessons from the financial crisis

¹¹The Companies Regulation 2008

Dalšiu otázku hodnú zamyslenia predstavujú tzv. Zlaté padáky, teda výška odstupného. V minulosti si manageri presadili neprimerane vysoké odmeny pri odstúpení, i pokiaľ toto odstúpenie bolo nutným následkom porušenia ich povinností (tzv. “rewards for failure”) V Holandsku (rovnako ako v švajčiarsku a Nemecku), sa preto rozpútala verejná diskusia o tzv. zlatých padákoch. Holandský kodex správneho riadenia spoločností preto doporučuje, aby odstupné nepredstavovalo viac ako ročný plat. Nový daňový zákon takisto požaduje vyrúbenie 30% dani spoločnosti, pokiaľ odstupné bude nadmerne vysoké (strop zhruba 500 000 EUR). V Austrálii sa presadzuje právna úprava, v ktorej sa znižuje prah pre schválenie odstupných odmien valným zhromaždením zo siedmich na jeden rok. Vláda takisto zamýšľa rozšíriť definíciu „termination benefit“ na všetky typy platieb a odmien priznaných pri ukončení funkcie.

Akokoľvek, problém s príliš detailnou úpravou odmeňovania však spočíva v tom, že by mohol podkopáť účely tzv. Výkonnostných odmien ako aj zodpovednosť správnych rád za ohodnotenie prínosu výkonných riaditeľov pre spoločnosť.

Okrem stanovenia odmien je problémom aj ich **transparentnosť**. Na túto otázku už poukázalo i OECD počas revízie jej princípov o riadení a správe spoločností v 2003. Principy OECD určujú, že : *„je považované ako dobrá prax pre správny rady, pokiaľ vyvinú a zverejnia správu o odmeňovacej politike pre členov správnej rady ako aj exekutívnych riaditeľov, vrátane upresnenia vzťahu medzi odmenou a výkonom a zmerateľnými štandardami ktoré uprednostnia dlhodobé záujmy spoločnosti pred krátkodobými investíciami.“*¹² Princíp V.A.4 doporučuje zverejnenie odmeny členov správnej rady a výkonných riaditeľov. Steering Group zašla ešte ďalej, keď požaduje dokonca jej zverejnenie na individuálnej báze.

V realite sa významné zmeny udiali v súvislosti so zverejňovaním detailov o odstupných zmluvách výkonných riaditeľov a so zverejňovaním mien konzultantov pre odmeňovanie na spoločnosť a ich väzieb na spoločnosť, aby bol zjavný každý možný stret záujmov. Istá úspešnosť už bola preukázaná .¹³ Anglicko a Austrália takisto požadujú po kotovaných spoločnostiach doloženie správy o odmeňovaní výkonných riaditeľov na valnom zhromaždení. Predloženie odmeňovacích politík valnému zhromaždeniu a takisto hlasovaniu akcionárov je v súlade i s riešením, ktoré navrhuje OECD vo svojej správe Corporate governance and the Financial Crisis: Key findings and Main Messages.

¹²OECD Principles, 2004. Principle VI.D.4

¹³V FTSE 100 firms, percento výkonných riaditeľov s 24 mesačnou výpovednou lehotou kleslo z 32 na 1% v 2004 a ustanovenia o odstupnom neprevýšili ročný základný plat. OECD Corporate Governance and Financial Crisis. Key findings and Main Messages.June 2009

Reakcia Európskej únie

Vo svojom oznámení z dňa 4.marca 2009¹⁴ pre jaré zasadanie Európskej rady „Urýchliť oživenie európskej ekonomiky“ ,ktoré predstavuje program reforiem nad finančnými trhmi, a ktoré je založené na záveroch správy de Larosièrovej skupiny¹⁵, Európska komisia oznámila,

i) že posúdi v svetle finančnej krízy pravidlá a prax finančných inštitúcií, a to predovšetkým bánk, z hľadiska správy a riadenia podniku a

ii) ii) že podľa toho predloží doporučená či navrhne regulačné opatrenia k zabráneniu prípadných zlyhaní systému správy a riadenia podniku v tomto kľúčovom odvetví hospodárstva.

iii) Posilnenie správy a riadenia podniku je v popredí programu Komisie týkajúceho sa reformy finančných trhov a predchádzania krízam. Vzhľadom na bod 1, v apríli 2009 Komisia vydala **dve doporučená**, a to síce *Doporučenie Komisie, pokiaľ ide o systém odmeňovania členov správnych orgánov spoločností kotovaných na burze*¹⁶ a druhé *Doporučenie o politike odmeňovania v odvetví finančných služieb*¹⁷

Tieto sa majú stať predmetom prísneho dohľadu a monitorujúcich správ ohľadne ich implementácie v členských štátoch.¹⁸ Zároveň sa uvažuje a zavedení prísneho dohľadu nad odmeňovacími schémami predovšetkým bankového sektoru v rámci tretej revízie the Capital requirements Directive¹⁹.

Ako sa uvádza v dôvodoch Doporučenia Komisie o politike odmeňovania v odvetví finančných služieb (2009/384/ES), panuje obecná zhoda, že jednou z príčin finančnej krízy boli nevhodné postupy odmeňovania v odvetviach finančných služieb, ktoré viedli k nadmernému riskovaniu, a prispeli tak k významným stratám veľkých finančných spoločností. Najzávažnejším problémom bolo, že prístup k odmeňovaniu vo veľkej časti odvetví finančných služieb naprosto neodpovedal zásadám efektívneho a riadneho riadenia rizík. Tento prístup odmeňoval skôr krátkodobý zisk a nabádal pracovníkov k neprimerane rizikovým aktivitám, ktoré prinášali krátkodobo vyšší zisk a vystavovali finančné spoločnosti vyšším potencionálnym stratám v dlhšom období. Toto súvisí práve so štruktúrou predstavenstva v USA, kde výkonní riaditelia sú volení na väčšinou na jeden rok a teda sú motivovaní preukázať zisk a rast spoločnosti v krátkom období, aby tak dosiahli znovuzvolenie.

Skúsenosti z uplynulých rokov, a to obzvlášť z finančnej krízy naviac ukázali, že štruktúry odmeňovania začínajú byť čím ďalej zložitejšie, príliš sa zameriavajú na krátkodobé výsledky a v niektorých prípadoch vedú k nadmerným odmenám, ktoré nie sú podložené výkonom. Je preto dôležité zaistiť i dostatočnú odbornosť a

¹⁴ KOM 2009 114

¹⁵ Zpráva skupiny na vysoké úrovni o finančnom dohľadu v Európskej únii uverejnená dne 25. února 2009.

Skupině předsedal pan Jacques de Larosière.

¹⁶ Doporučenie Komisie 2009/385/ES, z dňa 30.apríla 2009, ktorým sa dopĺňujú doporučená 2004/913/ES a 2005/162/ES, pokiaľ ide o systém odmeňovania členov správnych orgánov spoločností kotovaných na burze

¹⁷ Doporučenie 2009/384/ES, z dňa 30.apríla 2009 o politike odmeňovania v odvetví finančných služieb

¹⁸ SEC 2010 (669), p. 5

¹⁹ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards capital requirements for the trading book and for securitisations, and the supervisory review of remuneration policies - SEC(2009) 974 and SEC(2009)

kompetenciu členov orgánov posudzujúcich odmeňovanie, rovnako ako aj zjednodušiť, sprehľadniť a zverejniť politiku odmeňovania, tak aby bola prístupná i pre akcionárov.

Doporučenie Komisie o politike odmeňovania v oblasti finančných služieb potom obecné kladie dôraz nato, aby politika odmeňovania bola v zhode s hlavne dlhodobými záujmami finančnej spoločnosti, napr. Perspektívou udržateľného rastu a aby rešpektovala zásady týkajúce sa ochrany zákazníkov a investorov pri poskytovaní služieb.

Špecificky potom upravuje zásady ohľadne **štruktúry odmeny**.

1. Mal by existovať vhodný pomer medzi stálou a premenlivou zložkou odmeny. Členské štáty by mali zaistiť, aby bola každou finančnou spoločnosťou stanovená horná hranica premenlivej zložky odmeny.
2. V mnohých prípadoch boli výkonnostné kritéria nastavené ako príliš slabé, neodpovedajúce reálnemu výkonu, resp. Podliehali častým revíziám. Finančná spoločnosť by mala mať preto hlavne možnosť odoprenia, bud úplne, alebo čiastočne, prémie v prípade, že dotyčná osoba alebo finančná spoločnosť neplní výkonnostné kritéria alebo ak dojde k podstatnému zhoršeniu jej situácie, hlavne vtedy, ak sa už nedá predpokladať, že bude schopná fungovať i v budúcnosti.
3. Ak je priznaná výrazná prémie, veľká časť tejto prémie by mala byť na určitú minimálnu dobu odložená pre ochranu dlhodobějších záujmov. Odložená časť prémie by mala odrážať zbývajúce riziká s pojená s výsledkom, na ktorý je prémie viazaná- môže mať formu vlastného kapitálu, opcí, hotovosti alebo iných prostriedkov, ktorých výplata je na príslušnú dobu odložená .
4. Pravidlá pre štruktúru odmien by mala byť s priebehom doby aktualizovaná, aby sa zaistilo, že sa budú vyvíjať podľa meniacej sa situácie danej finančnej spoločnosti.
5. Posudzovanie výsledkov by malo byť uskutočňované na viacročnom základe, aby sa zaistilo, že proces pousúdenia bude založený na dlhodobých výsledkoch a že skutočne vyplatené prémie budú rovnomerne rozložené na celý hospodársky cyklus spoločnosti.

Dalšie odporúčané pravidlá sa týkajú **riadenia, správy a dohľadu nad politikou odmeňovania**

1. Politika odmeňovania by mala obsahovať opatrenia zamedzujúce stretu záujmov. Postupy pre stanovovanie odmien by mali byť jasné a interne transparentné. Odmenu členov správnych orgánov, takisto ako aj obecné zásady pre politiku odmeňovania by mala stanoviť správna alebo dozorčí rada.
2. Členovia správnych orgánov, zodpovední za politiku odmeňovania a členovia výboru pre odmeňovanie, by mali mať odborné skúsenosti a funkčnú nezávislosť na provozných jednotkách, ktorými disponujú.
3. Bez toho, aby bola dotknutá celková zodpovednosť správnej alebo dozorčej rady, malo by byť dodržiavanie politiky odmeňovania podrobené najmenej jedenkrát ročne centrálnej a nezávislej internej kontrole. Doporučenie ďalej vymedzuje postup a konkrétne informácie o politike odmeňovania, ktoré by mali byť odpovedajúcim a transparentným spôsobom zverejnené.

Odporúčanie komisie 2009/385/ES

V mnohom odpovedá predchádzajúcemu odporúčaníu. Naviac ešte uvádza:

1. Odporúčanie sa takisto bližšie vyjadruje k tzv. Zlatým padákom, nakoľko ich primárny, pôvodný účel, ktorý mal byť záchranná sieť v prípade predčasného ukončenia zmluvy bol v mnohých prípadoch porušený. Komisia preto navrhuje obmedzenie jeho výšky konkrétnou čiastkou alebo dobou trvania pred ukončením zmluvy. Zcela konkrétne pak navrhuje, aby jeho čiastka nebola vyššia než odmena za dva roky a že by sa odstupné vôbec nemalo vyplácať, ak je dôvodom ukončenia zmluvy neodpovedajúci výkon alebo pokiaľ člen správneho orgánu odchádza z vlastnej vôle.
2. Pre lepšie zosúladenie dlhodobých záujmov akcionárov s krátkodobými záujmami výkonných riaditeľov, by títo mali byť povinní držať po dlhšiu dobu akcie. Preto by opcie na akcie a právo nadobudnúť by nemali byť po určitú dobu uplatniteľné a ich uplatnenie by malo byť viazané na splnenie určitých výkonnostných kritérií. Naviac, aby sa predišlo stretom záujmov členov správnych orgánov, ktorí vlastnia akcie spoločnosti, mali by mať títo členovia povinnosť ponechať si v držaní určitú časť akcií až do konca svojho funkčného obdobia, pričom by mal byť pevne stanovený počet akcií, ktoré si je treba ponechať, napr. Dvojnásobok hodnoty celkovej ročnej odmeny. Konkrétne potom stanovuje dobu 3 rokov, počas ktorej by akcie nemali byť uplatniteľné.
3. Odporúčanie zároveň apeluje na akcionárov, aby zodpovedne pristupovali k účasti na valných zhromaždeniach a uvažlivo využívali svojich hlasovacích práv, a to hlavne inštitucionálni akcionári. Táto politika je obzvlášť dôležitá v krajinách, kde sa zvažuje zaviesť system „say on pay“.
4. Navrhuje takisto posilniť výbory pre odmeňovanie podľa odporúčania 2006/162/ES tak, aby najmenej jeden ich člen mal odborné znalosti v oblasti odmeňovania.

Tiež pre úverové inštitúcie a investičné spoločnosti sa v súvislosti so zmenou smernice o „kapitále“ práve prejednávajú návrhy právnych predpisov, ako aj pre alternatívne investičné fondy.²⁰ Komisia sa totiž domnieva, že kvôli zabráneniu porušovaniu hospodárskej súťaže finančných inštitúcií v rôznych odvetviach, bude nutné, aby nasledovala ďalšia podobné opatrenia pre ďalšie odvetvia finančných služieb, hlavne pre poisťovne.²¹

²⁰ Vid návrh smernice Evropského parlamentu a Rady, ktorou sa mení smernice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokiaľ ide o kapitálové požiadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohľad nad politikami odmeňovania, KOM/2009/0362 v konečnom znení.

²¹Vid Zelená kniha

A česká reakcia....

Dňa 25.novembra vstúpila v platnosť nová smernica EU (2010/76/EU, ktorou sa mení smernica 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokiaľ ide o kapitálové požiadavky na obchodné portfolio a resekuritizáciu a o dohľad nad zásadami odmeňovania), ktorá sa týka regulácie vysokých odmien managementu vo finančných inštitúciách (banky, sporiteľne, obchodníci s cennými papiermi, investiční sprostredkovatelia)

Nové pravidlá EU sú zohľadnené v českom právnom poriadku formou novely vyhlášky čNB č.123/2007 (publikovaná pod č. 380/2010 Sb. S účinnosťou od 31.decembra 2010)

Nové prísnejšie pravidlá pre odmeňovanie sa vzťahujú na vybrané skupiny zamestnancov s významným vplyvom na celkový rizikový profil finančnej inštitúcie, hlavne na členy predstavenstva alebo dozorčieho orgánu, zamestnanca vo vrcholnom vedení a zamestnancov vo vnútorných kontrolných funkciách. Po novom sa u týchto zamestnancov zavádza oddialenie nároku na podstatnú časť pohyblivej zložky ich odmeny, a to tak, že najmenej 40% tejto odmeny má byť oddialené aspoň do nasledujúcich 3 až 5 rokov. V prípade, že časť pohyblivej zložky odmeny dosahuje mimoriadne vysokého objemu, má byť dokonca oddialené až 60 % tejto odmeny. Dalej novela stanovuje, že najmenej polovica oddialenej a polovica neoddialenej pohyblivej zložky odmeny zamestnanca musí byť tvorená kombináciou cenných papierov alebo iných nepeňažných finančných nástrojov. Navyše musia zamestnávatelia zaviesť také opatrenia, ktorá im v prípade nepriaznivej finančnej výkonnosti umožní znížiť alebo odňať už priznanú pohyblivú zložku odmeny.

3. Správa rizík

Jeden známy slovenský ekonóm sa nedávno vyjadril: „Raz nám dal na hodine financií na Harvarde náš profesor nasledovnú radu: "Ak ste šéfom investičnej banky a jeden z vašich zamestnancov pre Vás generuje fakt dobré zisky, dajte mu dobré odmeny. Ak máte zamestnanca, ktorý Vám generuje úplne vynikajúce zisky, dajte mu naozaj vynikajúce odmeny. A ak máte zamestnanca, ktorý vytvára úplne neskutočne výnimočné zisky, vyhod'te ho. Berie totiž na seba, resp. na Vašu banku riziká, ktorým nerozumieme." ²²Extrémna zložitosť finančných produktov a rozvetvenia sa tzv. shadow banking, teda nevkladových finančných inštitúcií zohralo kritickú úlohu vo finančnej kríze. Finančné produkty ako CDO svojou zložitou štruktúrou a viacvrstevnosťou neumožňovali úplne odhadnúť riziko, ktoré obsahovali. K tomu zlyhanie štruktúr správy a riadenia spoločnosti, predovšetkým správy rizík a predstavenstva sa pričínilo o jeden z faktorov, ktoré podmienili pád veľkých finančných inštitúcií.

²²Martin Bruncko Príčiny finančnej krízy sú veľmi jednoduché. www.itrend.com

Správa rizík neodhladla toxickosť zložitých finančných inštrumentov predovšetkým kvôli **nedostatku authority** týchto funkcií. Finančné inštitúcie nevybavili vždy funkciu správy rizík dostatočnou autoritou a právomocami, aby bolo možné pribrzdiť činnosť subjektov podstupujúcich riziká. Európska komisia preto navrhuje posilnenie nezávislosti a authority funkcie správy rizík, a to predovšetkým upevnením postavenia riaditeľa pre riziká (CRO). „Obzvlášť sa javí ako žiadúce, aby mal riaditeľ pre riziká vo vnútornej organizácii finančnej inštitúcie prinajmenšom rovnaké postavenie ako finančný riaditeľ, a aby mohol priamo informovať správnu radu o všetkých záležitostiach spojených s rizikom.“²³ česká reakcia je však zatiaľ veľmi opatrná. Poukazuje na to, že práve pre diferencovanosť jednotlivých finančných inštitúcií by malo riešenie spočívať predovšetkým v tzv. soft law.²⁴

Takisto odborná spôsobilosť požadovaná pre správu rizík bola príliš často obmedzená na niektoré kategórie rizík považované za prednostné a nepokrývala celú škálu rizík, ktoré bolo nutné sledovať.

Obzvlášť sa preto javí ako žiadúce, aby každému zavedeniu nových finančných produktov, trhových segmentov a odvetví činnosti predchádzalo posúdenie podkladových rizík. Správna rada by tiež mala stanoviť obsah správ o rizikách, ktoré jej musia byť pravidelne predkladané. A konečne sa javí ako zřejmé, aby vedúci pracovníci schvaľovali správu vyhodnocujúcu primeranosť a fungovanie vnútorného kontrolného systému.

Laroussierova správa, z ktorej vychádzala i Európska komisia zdôrazňuje 2 hlavné východiská:

1. efektívna, nezávislá a oddelená správa rizík s dostatočnou kompetenciou cez nezávislého riaditeľa
2. transparentia a jasnosť štruktúry produktov aj pre investorov, ktorí by nemali spoliehať len na hodnotenie ratingových agentúr
3. inšpekcie v rámci dozoru nad správou rizík

Zároveň navrhuje ustanovenie špeciálnej rady, ktorá by sa v rámci Európskej únie zaoberala kontrolou riadenia rizík a hodnotením finančnej stability a likvidity finančných inštitúcií (European Systemic Risk Council).

OECD reaguje v podstate podobným spôsobom, pričom poukazuje na ďalšie faktory, ktoré zlyhali:

Najzávažnejším zlyhaním v tejto oblasti však bola predovšetkým **nedostatočná informovanosť** a presun informácií na relevantné a postihnuté miesta. K zaisteniu minimálnej schopnosti doktnutých subjektov reagovať je nutné, aby všetkými stupňami finančnej inštitúcie mohla obiehať jasná, správna a rýchla informácia. Bohužiaľ postupy pri smerovaní informácie na patričnú úroveň neprebíhali vždy riadne.²⁵ Ako poznamenala i správa OECD, inštitúcie, u ktorých fungovalo posúvanie informácie smerom hore, do správnej rady, predviedli silný governance systém a i dopady finančnej krízy boli menej drtivé. Všeobecne by preto malo byť vyžadované zavedenie politiky informovanosti o otázkach rizík („kultúra rizika“) pre všetkých zamestnancov vrátane členov správnej rady.

²³Zelená kniha EK Správa a řízení podniku ve finančních institucích a politika odměňování

²⁴Stanovisko ČNB ke konzultačnímu materiálu EK-Corporate governance in the financial crisis and remuneration policies

²⁵Zelená kniha EK. Správa a řízení podniku ve finančních institucích a politika odměňování. KOM 2010 (284)

V početných prípadoch, **správna rada nevedela** o strategických rozhodnutiach manažmentu a preto neimplementovala kontrolné mechanizmy, aby dohliadla na mieru rizika. Napr. správa SEC uvádza, že Bear Stearns hromadilo po dlhšiu dobu rizikové hypotekárne úvery i nad rámec svojich vnútorných limitov.

I preto Európska komisia uvažuje o rôznych variantách zaistenia efektívneho usporiadania orgánov, tak aby bola zaistená odborná spôsobilosť členov, ktorí posudzujú mieru rizika ale zároveň aj plynulý prísun informácií.

Európska komisia vo svojej Zelenej knihe navrhuje napr. vytvorenie efektívneho výboru pre riadenie rizík alebo to, aby niektorí členovia auditovej komisie boli členmi tohto výboru. ČR vo svojej odpovedi²⁶ nepodporuje zavedenie celoplošnej povinnosti zriadiť takýto výbor s ohľadom na rôzne modely riadenia spoločností (dualistický, monistický) a preferuje, aby voľba bola ponechaná na každom členskom štáte.

Naproti tomu NYSE (New York Stock Exchange) poveruje Auditovú komisiu dohľadom nad správou rizík v spoločnosti, ale je samotnou prácou výkonného riaditeľa a senior managementu zhodnotiť a riadiť vystavenie dotknutej kotovanej spoločnosti riziku. Členovia sú však oddelení.

To je i v súlade so správou OECD²⁷, ktorá zdôrazňuje potrebu **odbornej kvalifikovanosti a výškolenosti** komisie pre oblasť rizík práve v oblasti správy rizík. Mala by sa zvážiť oddelenie auditových a rizikových komisií, tak ako to to preferuje NYSE. Zároveň by však forma nemala byť zamieňaná s vlastnou činnosťou komisie. Napr. v Lehman Brothers síce bola vytvorená komisia pre správu rizík, ale stretla sa len dvakrát v 2006 a 2007. Bear Stern's založilo komisiu pre správu rizík len tesne pred krachom. Nemenej dôležité je, aby správne rady rozumeli obchodnej stratégii podniku z dlhodobej perspektívy, a nie len dohliadali na aktuálne otázky rizík a auditných správ.²⁸

Zhoda však panuje v tom, že keďže v ČR z právnych predpisov vyplýva povinné aktívne zapojenie predstavenstva do systému rizík finančnej inštitúcie i jeho priama zodpovednosť za strategické riadenie rizík finančnej inštitúcie, mala by byť stanovená povinnosť **riadneho informovania najvyššieho orgánu** spoločnosti o rizikovom profile inštitúcie a riadení rizík obcejšie. Každopádne voľba konkrétnej cesty by mala byť ponechaná na rozhodnutí spoločnosti.²⁹

Niektoré spoločnosti mali obmedzenú kontrolu nad rozvahami a potrebami i likvidity. Takisto ich správne rady nedostatočne kontrolovali potrebu zavedenia strategických rozhodnutí, ako napr. navýšenie rozvahy.

Správa OECD ďalej poukazuje na nedostatočnosť **stresového testovania**. Jedna správa zaznamenala, že pre niektoré firmy bolo príliš náročné pred krízou presvedčiť senior management, aby kládol dostatočnú pozornosť na výsledky stresového testovania.³⁰ To je jednou z jasných nedostatkov správy a riadenia spoločnosti, keďže predstavenstvo je zodpovedné za hodnotenie a vedenie správy rizík, a takisto jeho

²⁶ Stanovisko české národní banky ke konzultačnímu materiálu Evropské komise Green paper-Corporate Governance in financial institutions and remuneration policies. Srpen 2010

²⁷ The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis

²⁸ The Corporate Governance Lessons from the financial Crisis, p. 19

²⁹ Stanovisko české národní banky ke konzultačnímu materiálu EK-Green paper Corporate Governance in Financial Crisis and remuneration policies

³⁰ Senior Supervisors Group Report, p. 5

odpovedajúce zavedenie do fungovania spoločnosti. V budúcnosti preto, stresové testovanie musí tvoriť súčasť manažérskej kultúry, tak, aby malo rozumný dopad na rozhodnutia o obchodnom vedení.

V reakcii na príčiny zlyhania správy rizík OECD navrhuje nastolenie týchto riešení:

- namiesto prílišného dôrazu na ex-post interné kontroly managementu by sa mala utvoriť väzba správy rizík s vytváraním stratégie, čo by mohlo predstavovať prínos i pre stresové testovanie
- správa rizík musí pokrývať celú spoločnosť, a nie byť oddelená pre vybrané druhy produktov.
- Predstavenstvo nesie primárnu zodpovednosť za vytváranie stratégie a s ním súvisiacu správu rizík. Akokoľvek, kvalitná správa rizík musí byť vykonávaná v rámci celej spoločnosti a byť súčasťou obchodného vedenia. Predstavenstvo by preto malo monitorovať celú štruktúru spoločnosti a jej kultúru, ako aj zaistiť spoľahlivý a relevantný prísun informácií.

- **4. Ratingové agentúry- zavádzajúce alebo zavádzané?**

Princíp OECD V.F. stanovuje, že štruktúra správy a riadenia spoločností by mala byť koncepčne zosúladená s analýzami poskytnutými analytikmi, maklérmi, ratingovými agentúrami a inými inštitúciami, ktoré sú relevantné pre rozhodovanie investorov a nezasahuje do nich žiaden podstatný konflikt záujmov, ktorý by mohol spochybňovať koherentnosť ich analýzy alebo poradenstva.³¹

Činnosť ratingových agentúr a ich dôveryhodnosť pri oceňovaní príslušných finančných produktov, ako i ďalších podnetov, má nepochybný výrazný vplyv na vývoj na finančných trhoch. Hodnotenie týchto agentúr má značný dopad na fungovanie finančných trhov, rozhodovanie investorov a spotrebiteľov. Ich ratingy využívajú nielen investori, príjemci úverov, emitenti cenných papierov, ale aj významné nadnárodné spoločnosti a vlády konkrétnych štátov k prijatiu dôležitých rozhodnutí. Primeranosť či neprimeranosť rozhodovania je všetkými starostlivo sledovaná, a to hlavne v období krízového vývoja na svetových finančných trhoch, kedy napr. neprimerané nadhodnotenie niektorých cenných papierov môže mať mimoriadne nepriaznivé ekonomické dôsledky.

Ešte štyri dni pred krachom boli akcie Enronu hodnotené prestížnymi ratingovými agentúrami ako Standard&Poor, Moody's a Fitch na úrovni investment grade.³², To je obecné považované za nízkorizikové hodnotenie pre investorov. Nadhodnotenie problémových finančných produktov bolo tiež jednou z príčin finančnej krízy. Agentúry nie sú schopné dosť rýchlo znížiť hodnotenie cenných papierov, no problémom zostala

³¹ Corporate Governance and the Financial Crisis Key findings and Main Messages. June 2009

³² Claire A. Hill: Why did anyone listen to the rating agencies after Enron? Maryland journal of business and technology.

aj zložitá štruktúra niektorých finančných inštrumentov a derivatív ako napr. jedovatých CDO³³, ktoré v sebe ukrývali i niektoré BBB úvery, avšak celkové hodnotenie bolo AAA.

Ratingové agentúry sú však predovšetkým kritizované pre model „issuer pays“, v ktorom je inherentný konflikt záujmov. Nakoľko informácie o ratingoch spoločností sa šíria pomerne rýchlo, či už prostredníctvom emailu, ústne alebo mobilom, ratingové agentúry zvyknú účtovať poplatky spojené s využívaním ich služieb práve vydavateľom cenných papierov a finančných inštrumentov a nie investorom. I preto sú často obviňované z matia príliš úzkych väzieb na management spoločností, čo môže mať dopad i na hodnotenie finančných produktov.³⁴

Další konflikt záujmov podľa správy OECD spočíval i v tom, že agentúry mnohokrát radili spoločnostiam, ako štrukturovať finančné inštrumenty, alebo deriváty, tak aby dosiahli želaný rating. Správa OECD preto radí zamerať sa nielen na techniku zlepšovania ratingov, ale čo je dôležitejšie, na spôsob, akým sú využité. „The Senior Supervisors Group“ zaznamenala, že mnohé banky sa spoliehali výlučne na ratingy a nepreviedli vlastnú analýzu rizikovosti inštrumentov.

Doporučuje sa preto predovšetkým eliminovať odkazy na špecifické použitie ratingov v právnych reguláciách (napr. Klausuly zabráňujúce investorom kupovať cenné papiere s hodnotením nižšie ako investment grade). Namiesto toho by mala byť vnútorná kontrola a hodnotenie rizík, rovnako ako due dilligence prevádzaná investormi, bankami etc....

K problematike ratingových agentúr sa vyjadruje i Laroussierova správa. Navrhnuté riešenia v podstate odpovedajú princípom OECD, a preto je možné nájsť navrhované riešenia i v právnej úprave prijatej EK. Naviac však doporučuje, aby bola Committee of European Securities Regulation nadána právomocou udeľovania licencií ratingových agentúr a vykonávaním dohľadu nad nimi. Stávajúcu úpravu, keď je týmto úkolom poverená centrálna banka každého partikulárneho štátu považuje za príliš ťažkopádnu. Zároveň navrhuje prejdienie z modelu „issuer pays“ do modelu „buyer pays“.

Prvé zmeny sa dotkli v tomto ohľade sa už dotkli aj eurupskej i českej úpravy. Konkrétne ide o nedávno vydaný zákon č. 160/2010 Sb., ktorým sa menia niektoré zákony v súvislosti s prijatím nariadení Európskeho parlamentu a Rady o ratingových agentúrach. Novým zákonom dochádza k vyňatí ratingových agentúr z režimu živnostenského zákona a takisto vykonávať rating na území českej republiky k regulatorným účelom môže odteraz iba ratingová agentúra, ktorá má príslušné povolenie podľa nariadenia a udelené ČNB, ktorá vykonáva i dohľad nad činnosťou.

³³Collateralized debt obligations

³⁴The Corporate Governance Lessons from The Financial Crisis

4. Novela zákona o bankách

Dalšou českou reakciou na vývoj na svetových finančných trhoch je i predkladaná novela zákona o bankách. Podľa dôvodovej správy³⁵ k tejto novele zákon o bankách v platnom znení nedostatočne reaguje na aktuálny turbulentný vývoj na finančných trhoch v súvislosti so svetovou finančnou krízou. Preto, i kde bankovní sektor v Česku sa dá považovať za zdravý a nezaťažený toxickými aktívami, obtiažna predvídateľnosť ďalšieho vývoja celosvetovej finančnej krízy vyvoláva potrebu určitej preventívnej legislatívnej reakcie. Tento zákon má preto vytvoriť, resp. Doplniť súčasný právny rámec v prípade, kedy sa jedna alebo i viac bánk dostanú do vážnych problémov (likvidita, kapitálová primeranosť), ktoré je nutné v záujme stability a dôveryhodnosti bankového systému urýchlene a transparentne riešiť. Spoločným znakom úpravy je legislatívne vymedzenie krokov smerujúcich k navýšeniu kapitálu problémovej banky, popr. Prevodu jej podniku na zdravú inštitúciu. Pre prípad, že by v uvedenej krízovej situácii na trhu neexistovala banka ochotná prevziať podnik banky v problémoch, je novou úpravou legalizovaný inštitút štátom vlastnenej „banky zvláštneho určenia“ alebo tzv. Bridge bank, ktorej charakteristickým znakom je stopercentná štátna majetková účasť. Táto banka je založená za účelom nadobudnutia a prevádzky banky v problémoch.

Novela dáva českej národnej banke ako regulátorovi oprávnení vydávať v prípade krízy takisto opatrenie obecnej povahy v zmysle správneho rádu.

³⁵Důvodová zpráva k zákonu č. 287/2009 Sb, změna zákona o bankách

Záver

Princípy správy a riadenia spoločností sa nikdy tak nepretriasali ako za posledné roky. Určitý progres nastal v súvislosti s tzv. Soft law v podobe doporučení komisie a kodexom OECD, avšak je jasné, že finančný sektor neodviedol kvalitnú prácu v ich implementácii. Predovšetkým nebral dostatočný ohľad na dlhodobé záujmy investorov a ďalších „stakeholderov“. Väčšina stimulov, alebo pobídek podnecovala finančné inštitúcie ku krátkozrakému investovaniu len v krátkodobej perspektíve a krátkodobých výnosov na ujmu bežnej opatrnosti. Úrokové miery boli nízke, dotovanie bohaté, nové účtovné pravidlá boli tiež nastavené na krátkodobý horizont. V takomto prostredí, investori a akcionári si zvykli na rýchle výnosy a len málo managerov nenasledovalo „herd instinct“ a odhadlo riziko spočívajúce v nedostatočnej ochrane spoločností pred rizikom v toxických finančných inštrumentoch.

Zlyhanie riadenia rizík boli navyše zhoršené zlyhaním správy spoločností. Veľa členov správnych rád nerozumelo zložitosti nových, vysoko komplexných finančných produktov. Ani členovia správnych rád ani akcionári, nevykonali patričný dohľad,. Nastavenie odmeňovacích systémov tiež podporovalo neopatrné a krátkodobé riskovanie.

Súhrn týchto faktorov viedol k finančnej kríze a k páde mnohých spoločností. Je však znovu len na samotných finančných inštitúciách ako sa vysporiadajú s novou právnou úpravou. Na niektoré krajiny dopadne zatiaľ len v podobe soft law, na niektoré ako Nemecko i v podobe konkrétnych záväzných legislatívnych aktoch. Či to bude stačiť, ukáže len čas.