

ПАКТ ЗА СТАБИЛНОСТ

ДОГОВОР ЗА ЮГОИЗТОЧНА ЕВРОПА
ЗА РЕФОРМИ, ИНВЕСТИЦИИ, ПОЧТЕНОСТ И РАСТЕЖ

БЯЛА КНИГА ЗА КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ В ЮГОИЗТОЧНА ЕВРОПА



ОРГАНИЗАЦИЯ ЗА ИКОНОМИЧЕСКО СЪТРУДНИЧЕСТВО И РАЗВИТИЕ

Публикацията на български език е осъществена с подкрепата на:



ПЪРВА ИНВЕСТИЦИОННА БАНКА

Пактът за стабилност за Югоизточна Европа е политическа декларация и рамково споразумение, приети през юни 1999 година, за поощряване и засилване на сътрудничеството между страните от Югоизточна Европа (ЮИЕ) и за улесняване, координиране и по-правилно насочване на усилията за осигуряване на стабилност и икономически растеж в региона. (вж. www.stablitypact.org)

Договорът (compact) за Югоизточна Европа за реформи, инвестиции, почтеност и растеж (Инвестиционният компакт) е основна съставна част на Пакта за стабилност съгласно Работна маса II по икономическо възстановяване, развитие и сътрудничество. Частните инвестиции играят съществена роля за улесняване на прехода към структури на пазарна икономика за подсигуриране на здрава основа за обществено-икономическото развитие. Инвестиционният компакт поощрява и подкрепя реформите, целящи да подобрят инвестиционния климат в Югоизточна Европа и с това да насърчат инвестициите и развитието на силен частен сектор. Основните цели на Инвестиционния компакт са:

- да подобри климата за бизнес и инвестиции;
- да привлече и поощри частни инвестиции;
- да осигури ангажираност на частния сектор в процеса на реформи;
- да инициира и контролира провеждането на реформите.

Страните от Югоизточна Европа, които участват в Инвестиционния компакт, са: Албания, Босна и Херцеговина, България, Хърватска, Бивша Югославска Република Македония, Молдова, Румъния, Сърбия и Черна гора. Основавайки се на главния принцип на Инвестиционния компакт, че "собствеността" върху реформите принадлежи на самия регион, Инвестиционният компакт има за цел да сподели натрупания от дълго време опит на страните от ОИСР. Той осигурява самооценяване и изграждане на капацитет из целия район чрез обсъждане на успешни мерки за развитие и набелязва конкретни практически стъпки за провеждане на реформата и прехода.

Работата на Инвестиционния компакт се подкрепя активно и се финансира от седемнадесет страни членки на ОИСР: Австрия, Белгия, Чешка Република, Финландия, Франция, Германия, Гърция, Унгария, Ирландия, Италия, Япония, Норвегия, Швейцария, Турция, Великобритания и САЩ. (вж. www.investmentcompact.org)

Подготовката за издаване на български език на Бялата книга на ОИСР за корпоративно управление в Югоизточна Европа е осъществена от екип на Центъра за икономическо развитие и Центъра за корпоративно управление при ИСК/УНСС – д-р по икономика Мария Прохаска и проф. д. ик. н. Бистра Боева. В качеството си на участници в работата на проведените през периода 2001 – 2004 г. кръгли маси на ОИСР за корпоративно управление в региона и със съдействието на двете организации, те изпълниха Препоръка 310 от документа за неговото разпространение и представяне на деловите кръгове, обществеността и държавната администрация в България. Преводът на български език е направен от Димитър Г. Стефанов.

Екипът благодари на Първа инвестиционна банка - спонсор на българското издание на Бялата книга.

Книгата се издава от "Агенция Икономика" ЕООД, ел. поща: aecconomy@ced.bg

София, юни 2004

WHITE PAPER ON CORPORATE GOVERNANCE IN SOUTH EAST EUROPE - © OECD 2003

ОИСР не отговаря за качеството на българския превод и за съответствието му с оригиналния текст.

ВСТЪПИТЕЛНИ ДУМИ

ОИСР и групата на Световната банка обединиха усилията си в създаването и поддържането на кръгли маси по корпоративно управление, на които политици, регулатори и участници в пазара от съответните региони могат да споделят опита си и да обсъждат корпоративното управление и реформите. Понастоящем такива кръгли маси съществуват в Русия, Азия, Евразия, Латинска Америка и Югоизточна Европа.

Кръглите маси се занимават както с общи въпроси на корпоративното управление, така и с проблеми със специфично значение за съответните райони. Всяка една от тях е приела принципите на ОИСР за корпоративното управление като рамка за разработването на регионална Бяла книга или сравнителен доклад по корпоративно управление. Кръглите маси допринесоха за по-доброто осъзнаване на проблематиката, за набелязването на областите, в които е нужна реформа, и за изграждане на солидни регионални коалиции за тази реформа. Те допринесоха и за изграждането на капацитет особено в областта на принудителните мерки.

Кръглата маса по корпоративно управление в Югоизточна Европа се ползва със силна подкрепа на високо ниво от страна на правителствата и на участниците в пазара в този район. Тази Бяла книга по корпоративно управление в Югоизточна Европа е резултат от проведените на Кръглата маса дебати. Бялата книга съдържа единствен по рода си набор от препоръки за подобряване на практиките в корпоративното управление и съответната поддържаща институционална рамка в Югоизточна Европа.

От името на ОИСР бих желал да благодаря на участниците в Кръглата маса по корпоративно управление в Югоизточна Европа и на регионалните институции, които бяха съ-домакини на срещите за обсъждането на Бялата книга. Макар че понякога практиките и предизвикателствата в някои от страните да бяха различни, участниците работиха конструктивно и професионално и така изградиха една силна коалиция за реформи. Бих искал също така да благодаря на Договора за Югоизточна Европа за реформи, инвестиции, почтеност и растеж в рамките на Пакта за стабилност, както и на Глобалния форум по корпоративно управление за финансирането и подкрепата на тази Кръгла маса. Както се подчертава в предговора на съ-председателите на Инвестиционния компакт, темпото на реформите трябва да се поддържа и заложените в този документ препоръки трябва да се прилагат. Ето защо на Бялата книга е нужно да се гледа като на стъпка в процеса на развитие. Надявам се, че тя ще представлява и основа за продължаване на диалога по разработване на политики, тяхното прилагане и съответните принудителни мерки и че ще бъде ефективно средство в помощ на правителствата за насърчаване и оценка на напредъка в посока на добро корпоративно управление в Югоизточна Европа.

Доналд Дж. Джонстън
Генерален секретар

СЪДЪРЖАНИЕ

ПРЕДГОВОР	7
ВЪВЕДЕНИЕ	9
ОСНОВНИ ПРИОРИТЕТИ	13
<i>Глава 1:</i> ПРАВА И СПРАВЕДЛИВО ТРЕТИРАНЕ НА АКЦИОНЕРИТЕ	19
<i>Глава 2:</i> РОЛЯТА НА ЗАИНТЕРЕСОВАНИТЕ ЛИЦА	31
<i>Глава 3:</i> ПРОЗРАЧНОСТ И РАЗКРИВАНЕ НА ИНФОРМАЦИЯ	39
<i>Глава 4:</i> ОТГОВОРНОСТИ НА КОРПОРАТИВНИТЕ БОРДОВЕ	55
<i>Глава 5:</i> ПРИЛАГАНЕ И ПРИНУДИТЕЛНИ МЕРКИ	69
<i>Приложение А:</i> СРАВНИТЕЛЕН ОБЗОР НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВЛЕНИЕ В ЮГОИЗТОЧНА ЕВРОПА	73
Подобрен макроикономически климат	73
Приватизация на големи предприятия и преки чуждестранни инвестиции през последните години	78
Слаб банков сектор... ..	81
Правна рамка	85
<i>Приложение Б:</i> РЕЧНИК	88

ПРЕДГОВОР

Днес никой не оспорва, че доброто корпоративно управление е задължително условие за установяване на привлекателен инвестиционен климат, характеризирани от конкурентоспособни компании и работещи финансови пазари. ОИСР и групата на Световната банка обединиха усилията си за поощряване на диалога върху формите и начините на процедиране в областта на корпоративното управление и създадоха регионални кръгли маси по корпоративно управление в тясно сътрудничество с политици, регулатори участници в пазара от съответните региони. Понастоящем такива кръгли маси функционират в Азия, Евразия, Латинска Америка, Русия и Югоизточна Европа (ЮИЕ) и работата им е съобразена със специфичните проблеми на тези региони. Но всички кръгли маси използват Принципите на корпоративно управление на ОИСР като обща рамка за дискусиите и са се ангажирали да издадат регионални Бели книги по корпоративно управление, в които да се формулират най-важните цели във формирането на политики и определяне на приоритети в реформите.

Настоящата Кръгла маса е част от Договора за реформи, инвестиции, почтеност и растеж в Югоизточна Европа (Инвестиционният компакт) и се провежда в рамките на Програмата за Югоизточна Европа на Центъра за сътрудничество за страни нечленки на ОИСР. Инвестиционният договор има за цел подобряването на икономическата и бизнес среда в региона. Той залага на заявления от страните в региона ангажимент да положат основите на структурна политика за устойчиво развитие и реформи, водещи до създаване на здрава пазарна икономика и поощряване на частните инвестиции. В Декларацията на министрите по ”привличане на инвестиции в Югоизточна Европа: общи принципи и най-добри практики“, приета във Виена на 18 юли 2002 година, министри от ЮИЕ подадоха важен сигнал за ангажимента на страните си за реформи в корпоративното управление. Те отбелязаха, че ”въпреки нарастващите възможности за инвестиране, притокът на инвестиции към и вътре в региона не отговаря на нуждите и очакванията”. Те също така отчетоха, че “са нужни непрестанни и по-енергични усилия в рамките на Инвестиционния компакт за провеждане на икономически, правни и административни реформи и установяване на добри управленски структури”. Министрите отбелязаха, че заедно с други основни принципи и най-добри практики доброто корпоративно управление “до степента, в която се прилага, допринася за създаване на благоприятен климат за международни и регионални инвестиции”. Те поеха ангажимент сериозно да обсъдят възможното присъединяване към Принципите на ОИСР за корпоративно управление.

През последните няколко години страните от ЮИЕ постигнаха значителен напредък в корпоративното управление. Проведените неотдавна реформи, както и тези в ход понастоящем, подобриха правната и регулаторната рамка и осигуриха по-добра защита срещу злоупотреби и нарушения. Няколко национални инициативни за издаване на указания, препоръки за най-добри практики или създаване на специализирани според степента на прилагане на добро корпоративно управление сегменти на фондовата борса допринесоха за по-доброто осъзнаване на проблемите и подобряване на практиките. Регулатори от фондовите борси и комисиите по ценни книжа засилиха наблюдението си върху поведението на компаниите. Много е важно

да се поддържа темпото на реформите и да се установят надеждни механизми за прилагане на принудителните мерки. Пазарите трябва да получат уверението, че реформите в ЮИЕ необратимо се придвижват в посока към световните стандарти. Публикуването на Бялата книга е една от стъпките в процеса на развитие и ние искрено се надяваме, че на препоръките в нея ще бъде отговорено с поредица от важни инициативи на национално ниво. Тези препоръки бяха изработени на консенсусна основа и са основен инструмент за поощряването, подпомагането и оценяването на напредъка в корпоративното управление в ЮИЕ, което ще спомогне за увеличаване на доверието в процеса на реформите в представите на международната общественост.

Организирането на Кръгла маса за Югоизточна Европа по корпоративно управление и изработването на тази Бяла книга са резултат на съвместни усилия и бяха подпомогнати от силната ангажираност на всички участващи институции и лица. Бихме желали да изразим искрената си благодарност към групата на Световната банка, към всички страни в Югоизточна Европа и към институциите на страни членки на ОИСР, които подпомогнаха нашата работа, и по-специално румънската Национална комисия по ценни книжа, Букурещката фондова борса, Загребската фондова борса и Комисията по ценни книжа на Босна и Херцеговина, всяка от които беше домакин на някои от срещите на Кръглата маса, както и на Турската агенция за международно сътрудничество (TICA). Бихме желали да благодарим също така и на всички представители на частния сектор, на профсъюзи, на граждански общества, професионални сдружения и други заинтересовани организации и лица от ЮИЕ. Благодарим на партньорите си от Глобалния форум по корпоративно управление, Германското дружество за техническо сътрудничество (DGTZ) за финансовата им подкрепа в това важно начинание.

Манфред Шекулин
Директор на департамент “Износ
и инвестиционна политика”,
Федерално министерство на
икономиката и труда, Австрия
Съпредседател
Екип на Инвестиционния компакт

Райнер Гайгер
Заместник-директор
Директорат по финансови,
фискални и стопански въпроси
ОИСР
Съпредседател
Екип на Инвестиционния компакт

Кристиян Дяконеску
Държавен секретар
Министерство на външните
работи, Румъния
Съпредседател
Екип на Инвестиционния компакт

ВЪВЕДЕНИЕ

1. Корпоративното управление е система, чрез която компаниите се управляват и контролират. "Корпоративното управление включва отношенията между управляващите компанията, корпоративното ръководство, нейните акционери и други заинтересовани лица. Корпоративното управление създава структурата, чрез която се залагат целите на компанията, определят се средствата за постигането на тези цели и се следи ходът на изпълнението. Доброто корпоративно управление трябва да осигурява подходящи стимули за преследване на цели, които са в интерес на компанията и акционерите, и да улеснява ефективния контрол, с което да насърчава фирмите към ефикасно изразходване на ресурсите."¹

2. Доброто корпоративно управление е от ключово значение за подобряване на икономическата ефективност. Днес широко се признава първостепенното значение на корпоративното управление за установяване на привлекателен инвестиционен климат, характеризиран от конкурентоспособни компании и ефикасни финансови пазари. Значението на ефикасните финансови пазари за икономическия растеж вече се отчита както на макро-, така и на микроикономическо ниво; това се отнася и за по-широката взаимовръзка между регулирането на корпоративното управление и растежа². Нараства броят на емпиричните доказателства, че някои фундаментални аспекти на доброто корпоративно управление играят ключова роля за подобряване на резултатите на фирмите чрез улесняване на достъпа им до капиталовите пазари, увеличаване на доверието на инвеститорите и на тяхната конкурентоспособност.

3. След финансовата криза в Азия през 1997 година Съветът на ОИСР на среща на министерско ниво призова ОИСР да разработи стандарти и указания по корпоративно управление. Принципите на ОИСР за корпоративно управление бяха съгласувани и приети през 1999 година. Днес те са единствените международно приети принципи, които третират цялостната картина на корпоративното управление и правните, институционални и регулаторни структури и практики, създаващи контекста, в който функционират фирмите. Принципите на ОИСР са признати от Форума за финансова стабилност като един от дванадесетте основни стандарта за здрава финансова система. Те са важна съставна част от Обзора на стандартите и кодексите (ROSC), създадени от Световната банка и МВФ. Одобрени са от Международната организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO), както и от организации от частния сектор като Международната мрежа по корпоративно управление. Принципите на ОИСР се използват все по-често и като основен ориентир при разработването на национални кодекси по корпоративно управление.

4. Към ОИСР бе отправена молба да поощри прилагането на Принципите на ОИСР за корпоративно управление в страни нечленки чрез организирането на регионални кръгли маси в сътрудничество със Световната банка и с подкрепата на Глобалния форум за корпоративно управление. Такива кръгли маси са създадени в Азия, Латинска Америка, Русия, Евразия и Югоизточна Европа и служат като регионални форуми за детайлизиран диалог по политиката на корпоративно управление. Те включват в състава си отговорни политици, регулатори и

представители на фондовите борси, организации от частния сектор и неправителствени институции. Всяка Кръгла маса³ е разработила или скоро ще довърши разработката на отчитащи спецификата на региона Бели книги, които формулират основните цели на политиката и програмата за практически реформи, насочени към подобряване на корпоративното управление в съответния регион.

5. Кръглата маса за Югоизточна Европа за корпоративно управление бе стартирана през пролетта на 2001 година⁴ и е водеща инициатива на Инвестиционния компакт за Югоизточна Европа. Създаденият през февруари 2000 година Инвестиционен компакт е жизненоважна част от действията, насочени към икономически реформи, които следва да бъдат извършвани в рамките на Работна маса II от Пакта за стабилност за Югоизточна Европа, която се занимава с икономическото възстановяване, сътрудничество и развитие. Кръглата маса получи финансова подкрепа от Германското дружество за техническо сътрудничество (DGTZ).

6. Между септември 2001 и март 2003 година бяха организирани четири срещи на Кръглата маса за обсъждане подобряването на корпоративното управление в ЮИЕ. Използвайки принципите на ОИСП като концептуална рамка, Кръглата маса разгледа петте ключови елемента на силното корпоративно управление, описани в Принципите: I. Права на акционерите; II. Справедливо третиране на акционерите; III. Ролята на заинтересованите лица в корпоративното управление; IV. Разкриване на информация и прозрачност; V. Отговорности на корпоративните ръководства.

7. Срещите на Кръглата маса се проведоха в сътрудничество с регионални и местни партньори и домакини, които оказаха неценима помощ за осигуряването на успеха на тези срещи. Румънската Национална комисия по ценни книжа и Букурещката фондова борса бяха съ-домакини на първата Кръгла маса в Букурещ през септември 2001 година. Центърът на ОИСП за развитие на частния сектор и Турската агенция за международно сътрудничество (TICA) бяха домакини на втората Кръгла маса в Истанбул през май 2002 година. Загребската фондова борса беше съ-домакин на третата Кръгла маса в Загреб през ноември 2002 година. И накрая Комисията по ценни книжа на Федерацията на Босна и Херцеговина бе съ-домакин на четвъртата Кръгла маса в Сараево през март 2003 година.

8. Тази Бяла книга предлага серия практически мерки и следва да служи като средство за набелязване на основните цели и осъществяването на реформите на национално и регионално ниво. Тя е необвързващ консултативен документ, който отразява дискусиите и препоръките от срещите на Кръглата маса, и бе написана, обсъдена и приета чрез консенсуса на всички участници в нея. За осигуряване на максимална представителност бе възприет инклузивен подход, т.е. бяха взети под внимание всички групи с интерес и опит в корпоративното управление. На участниците в Кръглата маса бе дадена възможност писмено да отправят препоръки относно предварително изготвените текстове на настоящата Бяла книга.

9. Тази Бяла книга съдържа съобразени със спецификата на региона напътствия и предложения в помощ на политици, фондови борси и регулатори. Адресирана е също така към компании, инвеститори и други институции, които играят роля или са заинтересовани в установяването на добра практика на корпоративно управление. Тези препоръки представляват желани цели. При настоящите финансови и регулаторни проблеми, които стоят пред много от страните в ЮИЕ, вероятно за внедряването на някои от тези предложения ще е нужно време. Въпреки това Бялата книга трябва да помогне при набелязването последователността на приоритетните етапи в реформите. Възможно е някои предложения да са валидни само за отделна подгрупа страни участнички в Кръглата маса, тъй като не всички се намират в една и

съща фаза на реформи или степен на икономическо развитие. Възможно е някои ЮИЕ страни вече да са предприели необходимите стъпки за решаването на специфични проблеми.

10. Настоящата Бяла книга се занимава с компании, с публично предлагане на ценни книжа, макар че в много аспекти третира въпроси, свързани с компании с дисперсирана собственост, макар и нерегистрирани публично. Това е особено важно за ЮИЕ, тъй като в някои страни приватизацията е довела до нерегистрирани публично компании с дисперсирана собственост и стопанското развитие там в значителна степен ще зависи от успеха на тези дребни и средни нерегистрирани компании. И на последно място, Бялата книга може да бъде полезна в редица аспекти на управлението на частни фирми и държавни предприятия.

11. Основните части на Бялата книга съответстват на петте глави на Принципите на ОИСР. Бялата книга съдържа и допълнителен раздел по прилагане и принудителни мерки, който заедно с възприемането на принципите на ОИСР съставлява основата на силен режим на управление. След настоящото въведение са посочени някои приоритети, определящи най-важните области, в които следва да се предприемат реформи. Приложенията в края правят сравнителен преглед на мрежата на корпоративно управление в ЮИЕ.

12. Бялата книга ще бъде преведена на съответните ЮИЕ езици и разпратена на водещи национални политици, регулатори на ценни книжа и представители на фондовата борса, на институции, налагащи стандарти, и на подходящи институции на частния сектор в ЮИЕ. Тя ще бъде представена на съответните международни институции и ще бъде достъпна за обществеността чрез уеб сайта на Кръглата маса ([www.oecd.org/daf/corporate affairs](http://www.oecd.org/daf/corporate%20affairs)). Водещи национални заинтересовани фактори ще организират мероприятия на високо ниво, за да представят Бялата книга на представителите на властта и бизнеса в съответните страни. Това ще бъде осъществено чрез национални инициативи, подпомагани от Секретариата на ОИСР.

13. Бялата книга е основен инструмент за насърчаване, подпомагане и оценяване напредъка на корпоративното управление в ЮИЕ, с което ще допринесе за повишаване на увереността и доверието на международната общност в процеса на реформите. Важно е да се поддържат темпото и волята за реформи и да се установят надеждни механизми за принудителни мерки. Пазарите трябва да получат увереност, че реформите в корпоративното управление в ЮИЕ необратимо се придвижват към световните стандарти. Необходимо е предприемаческият сектор да осъзнае изгодите от по-добро корпоративно управление.

БЕЛЕЖКИ

1. Принципи на ОИСР за корпоративно управление, Преамбюл, 1999
2. Survey of Corporate Governance Developments in OECD countries 2003
3. С изключение на Кръглата маса за Евразия, която довършва сравнителния доклад по корпоративно управление в Евразия.
4. Страните участнички в Кръглата маса за Югоизточна Европа са: Албания, Босна и Херцеговина, България, Хърватска, Бившата Югославска Република Македония, Румъния, Сърбия и Черна гора.

ОСНОВНИ ПРИОРИТЕТИ

14. Лошото корпоративно управление, непознаването на предимствата на доброто корпоративно управление и в някои случаи слаба институционална рамка са сериозни пречки в развитието на ефикасни капиталови пазари и установяване на стабилен инвестиционен климат в ЮИЕ.

15. Неотдавна проведените законови и регулаторни реформи, както и такива в процес на привеждане в действие подобряват институционалната рамка на корпоративното управление в много ЮИЕ страни, като предоставят по-добра защита срещу нарушения. Няколко национални инициативи за издаване на указания, препоръки за най-добри практики или създаване на специализирани според степента на прилагане на добро корпоративно управление сегменти на фондовата борса допринесоха за по-задълбоченото осъзнаване на проблемите и подобряване на практиките. Инвеститорите са по-добре информирани по въпроса и изискват промени, а някои големи корпорации са променили практиката си в положителна посока. Фондовите борси и регулатори на ценни книжа са засилили надзора върху поведението на фирмите и са заели водещо място в реформите на корпоративното управление.

16. Макар че трябва да се отчете съществен напредък, продължават да се срещат значителни нарушения. Политиците и широката общественост все още не обръщат внимание и не осъзнават огромното значение на въпроса, а регулаторите нямат необходимите ресурси за ефективен надзор над поведението на фирмите и за налагането на законовата и регулаторната рамка.

17. Доверието в практиката на корпоративното управление в ЮИЕ, развиването на финансови пазари и подобряването на инвестиционния климат ще зависят от по-нататъшните реформи в институционалната база на корпоративното управление, от засиления контрол върху изпълнението и принудителните мерки от страна на регулаторите и в крайна сметка от подобренията в практиките на частния сектор. Трябва да се поддържат темпото и потенциалът за задълбочаване на обхвата и действието на провежданите реформи, за тяхното завършване и още по-важно за стриктното им прилагане.

18. За тази цел трябва да се даде приоритет на някои основни области. На първо място, на глобално ниво фокусът трябва да бъде върху прилагането на съществуващите закони, разпоредби и принудителни мерки. Трябва да се постави също така силно ударение върху прякото ангажиране на частния сектор с реформите в корпоративното управление и обучението във всички свързани с него професии и на основните участници, по-специално на счетоводители, одитори, съдии и членове на корпоративните ръководства. Реформите, налагането им и обучението, както и инициативите на частния сектор трябва да се съсредоточат главно върху три въпроса с определящо значение, а именно защита на миноритарните собственици, правомощия на корпоративните ръководства и преминаване към международните стандарти по счетоводство, одит и разкриване на нефинансова информация.

19. Засилване на възможностите на регулаторните власти за подобряване на прилагането и на принудителните мерки.

20. След неотдашните реформи в законовата и регулаторната рамка сега от първостепенна важност е да се засили тяхното прилагане и налагането на принудителни мерки. В повечето ЮИЕ страни законите и разпоредбите, засягащи основните страни на корпоративното управление, сега вече са на нивото на международните стандарти. Има обаче голямо несъответствие между буквата на закона, която е задоволителна, и действителната практика. Най-значителните подобрения могат да дойдат от ефективното прилагане на съществуващите закони и разпоредби и принудителните мерки.

21. За тази цел трябва да бъдат увеличени правата и възможностите на регулаторите, главно на регулаторите на ценни книжа. Всъщност в страни със слаба регулаторна среда, каквито са икономиките в преход, може би е за предпочитане концентрирана принуда чрез пазарни регулатори. “Опитът показва, че при такива обстоятелства регулаторите са може би по-инициативни от съдиите за налагане на принудителни мерки за спазване на законите.”¹ Регулаторите и преди всичко регулаторите на ценни книжа трябва да разполагат със средства, възможности и власт да изпълняват функциите си, т.е. да контролират поведението на фирмите, да разследват нарушенията и да санкционират лошите практики. Там, където е необходимо, регулаторите трябва да са в състояние да налагат санкции, без решенията им да подлежат на автоматично отменяне чрез съдебната система.

22. Съдебната система трябва да бъде засилена, тъй като тя е гръбнакът на една силна система за прилагане и принудителни мерки и като такава е задължителна предпоставка за една надеждна система за корпоративно управление. На съдилищата трябва да бъдат предоставени достатъчно ресурси, за да повишат значително своята компетентност и способност да разглеждат съдебни спорове. Пътищата за подобряване на тази компетентност са системното обучение на съдиите в търговската област и по-голямата специализация на съдебната система. Системното оповестяване на дела и съдебни решения в областта на корпоративното управление също могат да допринесат за повишаване осведомеността в стопанския сектор и за излъчването на ясно послание, че обществеността залага на законност и ред.

23. И накрая, трябва също така да бъдат развивани алтернативни лекове и механизми за корекции като колективни усилия и професионален арбитраж.

24. Да се постигне по-голяма ангажираност на частния сектор в реформите в корпоративното управление и да се улесни развитието на култура на корпоративното управление.

25. От голямо значение е частният сектор напълно да осъзнае важността на добрите практики на корпоративно управление. Частният сектор трябва да разбере, че доброто корпоративно управление не само улеснява достъпа до капитал, но може да бъде средство за подобряване на финансовите резултати на фирмите. То предоставя по-ефективни преградни и балансиращи механизми (checks and balances) за контролиране на процеса на вземане на решения, повишава ефикасността на корпоративните ръководства и с това подобрява стратегическото мислене. И накрая увеличава доверието на заинтересованите лица в компанията.

26. Частният сектор трябва да поеме водещата роля и основните отговорности за разработване на серия от инструменти и инициативи за повишаване на добрата култура на корпоративно управление. Тези инструменти и инициативи включват на първо място изработването и

прилагането на национални кодекси по корпоративно управление. Би могло да се разработят и специални указания за най-добри практики, особено за ролята на членовете на корпоративните ръководства. Може също така на фондовата борса да се установят сегменти според степента на прилагане на добро корпоративно управление. И накрая частният сектор може да е важен участник в разработването на подходящи програми за най-важните играчи в областта на управлението.

27. Частният сектор и по-специално лидерите в бизнеса трябва също така да участват в обществената дебат върху корпоративното управление. Те трябва да играят ролята на коректив от страна на практиката, да направляват дискусиите и да станат главна движеща сила в усилията за реформи. Активното ангажиране на частния сектор ще направи възможно изграждането на непрестанно усъвършенстваща се култура на добро корпоративно управление, което пък ще доведе до повишаване на очакванията за по-добро корпоративно управление и до повече неформални санкции, когато не се отговори на тези очаквания.

28. Законодателите и регулаторите е нужно също така да се стараят да не натоварват предприятията с прекомерни административни разходи. Преди да се наместят основни регулаторни инструменти, властите трябва да имат ясна представа за необходимите регулаторни разходи и дали нямат на разположение по-ефективни инструменти. При разработването на нови текстове, целящи подобряване рамката на корпоративното управление, е необходимо да се намери ярното съотношение между разходи и ползи.

29. Да се осъществява обучение за всички институции и професии, които са от ключово значение за добрата практика на корпоративно управление.

30. Трябва да се положат много сериозни усилия за обучение на основните играчи в областта на корпоративното управление. Това се отнася най-вече за счетоводители и одитори, съдии, членове на корпоративни ръководства и изпълнителни директори. Чрез обучението се цели да се повиши общата осведоменост за практиките на добро корпоративно управление. То ще спомогне за по-добро приспособяване към промените в правната и регулаторната рамка и ще подsigури необходимата компетентност за ефективно прилагане на законите, разпоредбите и принудителните мерки; ще улесни прехода към международните стандарти.

31. За тази цел образователните институции и професионалните организации е нужно да разработят подходящи учебни програми. Отделните компании трябва да заделят средства за обучението на своите изпълнителни директори и членовете на корпоративните ръководства. Професионалните организации и съответните регулаторни власти следва да осигурят на счетоводители и одитори получаването на необходимите знания и компетентност с оглед доброто професионално изпълнение на задълженията им. Съответните правителствени служби е нужно да предоставят на съдиите и държавните служители, които се занимават с въпросите на корпоративно управление, възможността за придобиването на необходимото ниво на компетентност.

32. Международните донори, както и донорите по двустранни споразумения трябва да подкрепят обучението чрез предоставянето на финансови ресурс и експертиза. Това обучение следва да спомогне за преминаването към международните стандарти и практики, като в същото време е пригодно към специфичния контекст и трудности, стоящи пред ЮИЕ.

33. Да се защитят миноритарните акционери срещу нарушаване на правата им от лица, разполагащи с вътрешна информация, и акционери, притежаващи контролния пакет.

34. Нарушаването на правата на миноритарните акционери остава една от най-фрапиращите слабости в практиките на корпоративно управление в ЮИЕ. Поради тази причина регулаторните реформи и прилагането на принудителни мерки трябва да се съсредоточат върху средствата и начините за осигуряване на защита на миноритарните собственици срещу подобни нарушения.

35. Защитата на миноритарните акционери изисква ефективното прилагане на специални процедури при промяна на контрола и сделки на мажоритарни собственици или свързани лица. Тези процедури включват строги изисквания за разкриване на информация и одобрение чрез квалифицирано мнозинство на членовете на корпоративните ръководства и/или на извънредно общо събрание на акционерите. Процедури също така трябва да изискват разработването на справедливи техники на оценяване. На едно по-фундаментално ниво защитата на миноритарните собственици разчита на фидуциарните задължения на членовете на корпоративните ръководства и на тяхната независимост. Трябва да бъде изяснено, че те са длъжни да действат в интерес на компанията и всички нейни акционери и да бъдат увеличени санкциите при некоректно поведение от страна на членовете на корпоративните ръководства.

36. Тези действия обаче могат да бъдат ефективни само при положение че регулаторите решително засилят контрола и принудителните мерки и ако са овластени да налагат строги санкции при съответни нарушения.

37. Да се подсилят корпоративните ръководства.

38. Съветът на директорите е в самата сърцевина на системата на корпоративно управление на компанията, тъй като той е свързващото звено между акционерите и изпълнителните директори. В ЮИЕ съветите на директорите често не играят стратегическа роля, при което обаче функциите им не са ясно разграничени от тези на изпълнителното ръководство, в тях често отсъства независимост от лицата, разполагащи с вътрешна информация, или мажоритарните акционери. Тези недостатъци водят до сериозни последици като нарушаване правата на миноритарните акционери и некоректно разкриване на информация.

39. Съветите на директорите в ЮИЕ трябва да бъдат укрепени по отношение на власт и права, ресурси и отговорности, за да могат да играят решаваща роля в определяне стратегията на компанията, контрола върху изпълнителното ръководство, проследяването на конфликти на интереси и в по-общ план - защита на правата на миноритарните акционери. Те също така трябва да носят своята висша отговорност по отношение разкриването на информация.

40. За тази цел членовете на корпоративните ръководства следва на първо място да разберат по-добре своите функции и задължения. Особено нужно е да се акцентира върху лоялността към компанията и всички нейни акционери. Структурата на съветите на директорите трябва да бъде приведена в по-добро състояние чрез включването на по-голям брой независими членове и създаването на специализирани комитети в помощ на съветите при изпълнение на техните най-основни функции. И на последно място, на съветите на директорите трябва да бъдат осигурени достъп до информация, подходящо възнаграждение и обучение за изпълнение на тези функции.

41. Поддържане на развитието в посока на пълно конвергиране с международните стандарти и практики за счетоводство, одит и разкриване на нефинансова информация.

42. Конвергирането с Международните стандарти за финансова отчетност (IFRS) трябва да остане основна цел, тъй като то е абсолютно необходима стъпка, гарантираща, че информацията, разкривана от компании в ЮИЕ, ще бъде качествена, достоверна и съпоставима в международен план.

43. Това конвергиране ще изисква значителни усилия както от страна на компаниите, така и от страна на счетоводителите, одиторите и техните професионални организации. Тези усилия трябва да получат политическа подкрепа на най-високо национално и регионално ниво. Необходимо е да им бъде оказана също така финансова подкрепа посредством техническа помощ на двустранно и международно равнище.

БЕЛЕЖКА

1. "The State of Corporate Governance, Experience from Country Assessments", Olivier Frémond and Mierta Capaul, WB Policy Research Working Paper, n° 2858, June 2002, p. 28.

Глава 1

ПРАВА И СПРАВЕДЛИВО ТРЕТИРАНЕ НА АКЦИОНЕРИТЕ

44. Приватизацията трябва да се ускори и да се провежда по такъв начин, че да допринесе за създаването на конкурентоспособни пазари и да подобри корпоративното управление както в държавните, така и в новоприватизираните предприятия.

45. След многогодишни реформи и значителен брой приватизационни програми все още някои важни промишлени сектори в региона на ЮИЕ се доминират от държавни предприятия. В периода на предприватизационното реструктуриране бяха направени много малко реформи в корпоративното управление на държавните предприятия. Освен това опитът в други страни в преход показва, че приватизацията може да доведе до значителни проблеми в корпоративното управление. Ето защо една широкообхватна и ефикасна приватизационна стратегия трябва да възприема доброто корпоративно управление както като средство, така и като цел и да започва с предприватизационно реструктуриране.

46. На първо място, целта на приватизационния процес трябва да бъде да подобри практиките на корпоративно управление на предприятията, чиято приватизация предстои, тъй като това ще улесни намирането на подходящ клиент и ще осигури на тези предприятия по-висока оценка и по-добър достъп до капитал. Някои от важните стъпки при предварителните подобрения на практиките на корпоративно управление са: нормализирането на статута на предприятието като търговско дружество, подчинено на същите правила както останалите търговски дружества, прехвърляне на контрола от политически инстанции на професионални корпоративни ръководства с търговски цели и установяването на базирана на резултати система за възнаграждения, съчетана с високи изисквания към управлението.

47. На второ място, успешната приватизационна стратегия трябва да цели да подобри след-приватизационното корпоративно управление чрез улесняване създаването в новоприватизираните фирми на такива структури на собственост, които водят до добро корпоративно управление. Приватизацията трябва да подsigури на частните акционери достатъчен дял от капитала, който да позволи ефикасно функциониране на акционерните контролни механизми. Прекомерното дисперсиране на собственост в дребните и средните предприятия може да бъде източник на критични затруднения в корпоративното управление.

48. В случаите, когато държавата продължава да бъде акционер, правата на останалите акционери трябва да бъдат защитени особено внимателно.

49. Във всички страни от ЮИЕ в продължение на още много години държавата ще остане важен акционер и собственик на активи, по-специално в областта на комуналните услуги и

инфраструктурата. При това положение ефикасното управление на тези активи е от най-съществено значение за цялостното икономическо състояние на тези страни.

50. В случаите, когато държавата остава като акционер, тя трябва да упражнява тази си роля с подобаваща грижа, да се отнася с особено уважение към правата на другите акционери и да не злоупотребява нито с доминиращата си позиция в структурата на собственост, нито със своята регулаторна власт. С оглед на това от решаващо значение е да има ясно разделение между функциите на държавата собственик и функциите на държавата като регулатор. Необходимо е тя да насърчава добрите практики в корпоративното управление както като собственик, така и като регулатор.

51. В много случаи при разработването на добро корпоративно управление на активи – собственост на държавата, могат да се използват инструменти от частния сектор. В някои случаи обаче може да е необходимо специално внимание. Правителствата на страните от ОИСР положили огромни усилия за реформирането на корпоративното управление на държавни предприятия в процес на приватизация. Техният опит може да бъде твърде полезен на страните от ЮИЕ в реформирането на техните държавни предприятия и особено на по-големи компании като например едри промишлени производители и доставчици на комунални услуги.¹

52. Трябва да бъде гарантирана независимата и надеждна регистрация на акциите на всички компании над някакъв минимален размер, а не само на компаниите, регистрирани на фондовите борси.

53. В повечето страни от ЮИЕ регистрацията на собствеността е относително задоволителна за публични компании, тъй като неотдавна бяха организирани централни депозитари, осигуряващи както регистрационни, така и депозитарни услуги, които често са част от клиринговите и разплащателни системи. Изглежда, че тези централни депозитари работят добре, но не винаги покриват всички публични компании. Още по-нееднородна е ситуацията при непубличните компании, които все пак имат значителен брой акционери. Тези непублични компании не винаги биват задължавани да делегират регистрацията на собственост на независим регистратор. Гарантираното регистриране на собствеността лежи в основата на защитата правата на инвеститорите, а освен това е и задължително изискване, за да могат акционерите да доказват своята собственост и да упражняват своите права.

54. Например информация и доказателство за собственост са необходими при действия на акционери, изискващи обединяване на минимален акционерен капитал като свикването на извънредно събрание, включването на точка в дневния ред или инициране на колективни действия. Освен това правата на акционерите на пълен достъп до информацията за собственост в компаниите, в които инвестират, се разглеждат в препоръки от 161 до 168 в глава трета “Прозрачност и разкриване на информация”.

55. В повечето страни от ЮИЕ независимата регистрация трябва да намери по-широко разпространение отколкото понастоящем. На първо място, независимата регистрация трябва да покрие всички публични компании без изключение. Изискванията за регистриране на борсата следва да бъдат строго задължителни и регулаторите на ценни книжа трябва ефективно да налагат това изискване, като санкционират отклоненията от него. Регулацията също така е нужно ясно да изисква от всички компании да поддържат регистър на акционерите, а компаниите с дисперсирана собственост над някакъв минимален размер да прехвърлят своя

регистър на акционерите на професионални и независими депозитари. Прагът на величината за компанията може да се базира на активите ѝ или броя акционери и да бъде определен съобразно обстоятелствата в съответната страна. В страните, където вече съществува централен депозитар, който е поел регистъра на акционерите на публичните дружества, неговият капацитет съответно следва да бъде разширен.

56. Регулирането и надзорът над депозитарите трябва да е в компетенциите на регулаторите на ценни книжа. Тази регулация трябва да има за основна цел да избегне нарушения в регистрационния процес, като с това осигури независимост на регистрациите. Регулаторите на ценни книжа следва ясно и изрично да приложат и наложат правото на акционерите да могат да получават от депозитарите доказателства за собственост без ненужно обременителни разходи или прекалено тромави процедури. Изглежда, че за повечето страни от ЮИЕ, с оглед на размера на пазарите им, един централен депозитар е подходящо решение. Въпреки това в някои случаи въвеждането на конкуренция при предоставянето на тази услуга може да е за предпочитане пред монополната ситуация. Какъвто и избор да бъде направен относно структурата на тази услуга, депозитарите трябва да бъдат стриктно регулирани, тъй като те доставят обществена услуга.

57. На акционерните дружества (JSC) трябва да бъде разрешено свободно да прехвърлят акции.

58. Обикновено на акционерните дружества или на публичните компании свободното прехвърляне на акции се разрешава като част от изискванията за регистрация на фондовата борса. Въпреки това обаче в страните от ЮИЕ все още има съществени изключения, при които понякога в самите устави на компаниите са заложили ограничения за прехвърляне на акциите или пък изпълнителните директори ограничават прехвърляемостта на акциите на служителите чрез порочни договори. По такъв начин прехвърляемостта на акциите може de facto да бъде значително ограничена и това остава област на потенциални нарушения на права.

59. Законите не трябва да дават на акционерните дружества възможността да ограничат прехвърляемостта на своите акции посредством специални права на пръв отказ или чрез текстове в дружествените устави. Освен това акциите не бива да подлежат на едностранни ограничения за прехвърлянето им, наложени без съгласието на акционера. Това важи за всяко акционерно дружество с дисперсирана собственост и в още по-голяма степен за публичните дружества. Последните изисквания за регистрация/листване трябва ясно да забраняват подобни ограничения на прехвърляемост на акциите. Всички прехвърляния на ценни книжа следва да бъдат вписани в регистрите на акционерите на дружествата.

60. Трябва да се поощрява участието на акционерите в общите им събрания. За тази цел процедурите за свикване на събрания на акционерите трябва да бъдат по-взискателни и да предоставят на всички акционери достатъчна релевантна и навременна информация по точките на дневния ред.

61. Формално във всички страни от ЮИЕ се зачита правото на акционерите да участват и гласуват на общите им събрания. Техните възможности обаче ефективно да въздействат на процеса на решения са много по-слаби. Всъщност в някои страни от ЮИЕ е широко разпространена практиката те да бъдат възпрепятствани; обикновено това става чрез създаване на практически пречки като ограничено и късно оповестяване на събранието или чрез избор на

отдалечено място. Законови и регулаторни поправки напоследък подобриха положението в някои от страните от ЮИЕ. Независимо от това тяхната действителна възможност да вземат участие в процеса на вземане на решения все още се ограничава чрез липсата на информация, а към това трябва да се добави и липса на мотивация у самите акционери. Дори когато съвременно им бъде предоставен дневният ред, той често пъти е неясен и твърде общ. В него не винаги са включени текстове, позволяващи на акционерите да добавят точки в дневния ред. Освен това в повечето страни съществената информация, свързана с въпросите от дневния ред, често се оказва недостатъчна, особено в случаите, когато трябва да бъдат одобрени сделки на значителна стойност или промени в капиталовата структура. Всички тези практики възпрепятстват участието на акционерите при вземането на важни корпоративни решения, а това е едно от техните основни права.

62. Дружествата трябва да разберат, че общото събрание на акционерите е важно средство за изграждане на доверие към тях по въпроси от фундаментална важност за дружеството. Макар че притежателите на контролния пакет от акции в крайна сметка може да са в състояние да определят решенията по всички точки от дневния ред, общото събрание дава на изпълнителните директори и корпоративното ръководство полезната възможност да подложат себе си на критичния поглед на всички акционери. В този смисъл отделянето на време за въпроси и отговори в хода на общото събрание е от голяма важност. Така активни събранията на акционерите могат да допринесат за намаляване на нарушенията на правата на миноритарните собственици, тъй като изпълнителните директори и корпоративното ръководство трябва да дадат отчет за финансовите резултати на предприятието и да представят своята стратегия и политика.

63. Законите или разпоредбите трябва да определят минималните изисквания за свикванията и провеждането на събранията на акционерите. Тези изисквания е нужно ясно да посочват, че обявата за събрание трябва да бъде направена достатъчно рано (най-малко 30 дни преди събрание) и по такъв начин, че всички акционери да имат възможността да се осведомят. В това отношение дружествата следва да уважават духа на закона и да използват поне един добре определен стандартен източник, като например Държавен вестник или уеб страницата на фондовата борса плюс две издания с национален тираж. В същия дух, мястото на провеждане на общото събрание на акционерите трябва да бъде или мястото на седалището на дружеството или на фондовата борса. И накрая, акционерите, които заедно притежават даден процент от капитала, следва да имат възможност да добавят точки към дневния ред.

64. На акционерите е нужно да бъде предоставена релевантна и надеждна информация по въпросите от дневния ред преди самото събрание или пък лесен достъп до нея. Трябва също така да им бъдат предоставени достоверни протоколи и решения от тези събрания в разумен срок и на ниска цена. Освен използването на медии, за тази цел дружествата биха могли да разработят свои уеб страници.

65. И на последно място, регулаторите на ценни книжа трябва да имат властта и възможността активно да я използват с цел да следят или разследват ефективното спазване от страна на публичните дружества на процедурите по провеждане на събранията на акционерите. Когато добронамерени процедури очевидно са били нарушени, следва да съществува възможност да се анулират приетите от събрание решения.

66. Дружествата не трябва да имат възможност да създават процедури, които затрудняват гласуването на акционерите, и е необходимо да създадат ефективни и гарантирани процедури за гласуване при отсъствие и чрез упълномощено лице.

67. В условията на обичайната концентрация на собственост лицата, разполагащи с вътрешна информация, и мажоритарните собственици често не се нуждаят от съгласието на миноритарните собственици за одобряване на решения. Въпреки това в някои случаи дружества са пречили на акционерите да гласуват чрез различни незаконни процедурни маневри като изискване за плащане за такса или за физическо присъствие на акционерите. Освен това, макар че правото да се гласува в отсъствие обикновено се дава на теория, фактическото използване на правото на гласуване чрез упълномощено лице е много по-ограничено и това се отнася за повечето страни от ЮИЕ. Това се дължи на ограничителни практически разпоредби за такова гласуване като например изискването за представяне на документи, чието получаване е трудно или скъпо, като нотариално заверени документи за доказване на собственост и действителното съдържание на конкретния упълномощаващ документ.

68. Осъществяването на възможността да гласува на общо събрание на акционерите е ключово право на акционера, което не трябва да бъде нарушавано, тъй като то е първото и основно средство за контрол над съвета на директорите. При структури с дисперсирана собственост отделните акционери не винаги могат или имат мотивацията да участват лично в общото събрание на акционерите, но тяхното ефективно участие трябва да бъде направено възможно посредством процедури за гласуване при отсъствие или чрез упълномощено лице. Както показва опитът на някои страни от ЮИЕ, за дружествата, които се стремят да привлекат чуждестранни институционални инвеститори, е от особена важност да улеснят такова гласуване, тъй като от институционалните инвеститори все по-често се изисква да участват действително в гласуванията и да разкриват собствената си политика на гласуване.

69. Законите, изискванията за регистриране на фондовите борси или разпоредбите на регулаторите на ценни книжа трябва да съдържат ясни текстове, които да не дават възможност на дружествата ненужно, на процедурни основания, да възпрепятстват способността на акционерите да гласуват. Фондовите борси и регулаторите на ценни книжа трябва да предприемат твърди и системни действия за недопускане на такива действия. В тази насока те могат да се облекчат на сдружения на акционери, които да действат като средство за предупреждение, системно да разследват съобщенията за нарушения, ефективно да налагат предвидените от закона санкции и широко да оповестяват подобни случаи с възпираща цел.

70. Дружествата трябва да улеснят процедурите за гласуване в отсъствие и чрез упълномощено лице, за да поощрят този вид гласуване, като в същото време се избягват нарушения. Такова гласуване може да се извърши чрез обикновена поща или чрез използване на сигурни електронни комуникации. Регулаторите на ценни книжа могат да формулират специални изисквания особено по отношение изпращането и връщането на бюлетини на дружеството и за изискването от страна на акционерите за официални инструкции за използването на упълномощени лица.

71. Може да бъде от полза за акционерите, ако големи дружества с дисперсирана собственост създадат отдели за връзки с инвеститорите.

72. В много страни от ЮИЕ структурата на собствеността е създадена от процеса на приватизацията. Повечето индивидуални притежатели на акции са получили своя дял от капитала

чрез масова приватизация, т.е. без да плащат за него. Вследствие на това управите на дружествата не ги считат за “същински инвеститори” и не се отнасят с тях като такива. Необходимо е да настъпи значителна промяна в това разбиране, за да се развие ефективна култура на акционерна собственост.

73. Дружествата могат да изведат отношенията си с акционерите на по-високо ниво, като създадат специални отдели за връзки с инвеститорите, дори това да не се изисква в никакъв закон или разпоредба. Тези отдели ще спомогнат в дружествата да се развие по-системно съобщаване с интересите на акционерите и по-често да се установяват връзки между акционерите и управите, а не само около времето на общите събрания. Тези отдели вероятно ще бъдат също и важна форма за поощряване на информираното участие на акционерите.

74. Тези отдели за връзки с инвеститорите не трябва да се превърнат в обикновен рекламен прием и в никакъв случай не бива да се възприемат като заместители на уставни задължения по отношение разкриването и разпространението на корпоративна информация.

75. С цел да защитят интересите на своите инвеститори и бенефициенти, институционалните инвеститори трябва да бъдат поощрявани да се грижат за техните права информирано и активно.

76. Институционалните инвеститори могат да играят важна роля при контролирането и подобряването на практиките на корпоративно управление на компаниите, в които са инвестирани. Това се отнася особено силно за икономиките в преход, където масовата приватизация е създавала голям брой акционери с индивидуални притежания, които са твърде малки, за да оправдаят активен контрол. В повечето страни от ЮИЕ има някакви институционални инвеститори, към които спадат официалните приватизационни фондове (или техният еквивалент), фондове, подкрепяни от ЕБРВ, МФК и т.н.; и някои частно създадени инвестиционни фондове. Освен това официалните пенсионни фондове имат потенциала да се развият в едромасабни вътрешни инвеститори през следващите десетилетия. Въпреки това институционалните инвеститори все още играят малка роля в пазара на ценни книжа като цяло и често не са активни инвеститори. Съществуват също така въпроси относно отчетността и прозрачността на някои от тези фондове, което още повече ограничава тяхното развитие.

77. Институционалните инвеститори в страните от ЮИЕ могат да допринесат за подобряване на корпоративното управление, а оттам и на възвращаемостта на дружествата от техните портфейли, като се ангажират по-активно като акционери. В същото време осигуряването на почтеността на институционалните инвеститори трябва да бъде първостепенен приоритет главно и най-вече с оглед защитата на техните инвеститори и бенефициенти и на второ място, за да се насърчи техният растеж и процесът на цялостното развитие на пазарите на ценни книжа.

78. За да се поощрят институционалните инвеститори да се ангажират повече с притежаваните от тях дружества, трябва да бъдат олекотени ограниченията върху притежаваните от тях дялове в дружествата. От тях трябва да се изисква евентуално да започнат да упражняват правото си на глас и да формулират, както и да разкриват политиките на гласуване и практиките на корпоративното управление. Политиките на гласуване трябва да се формулират така, че да служат в интерес на бенефициентите на институционалните инвеститори.

79. За да могат наистина да изпълнят своята функция на собственици и да се превърнат в легитимни участници в корпоративното управление на дружествата, в които инвестират, към институционалните инвеститори от частния сектор трябва да се предявяват най-високи изисквания, а те самите следва да се стремят да подобряват своите практики на корпоративно управление. Регулаторната рамка трябва да изисква от тях да оперират по прозрачен начин, особено що се отнася до политиките им по гласуване и корпоративно управление.² И на последно място, нужно е да се разбере специалната роля на пенсионните фондове като основни доставчици на пенсионен доход и не бива да се допускат ограничения и изисквания, които затрудняват тяхната жизненоважна мисия.

80. Трябва да се поощрява информираното участие на индивидуални инвеститори и техните сдружения.

81. До този момент в повечето страни от ЮИЕ акционерното участие от страна на индивидуални инвеститори е останало ограничено, макар това да е важно условие за подобряване на практиките на корпоративно управление. В някои страни обаче вече съществуват активни сдружения на акционери, които са измежду основните двигатели в дебатите по корпоративно управление и законодателните реформи.

82. В условията на концентрирана собственост и честото отъждествяване или свързаност на собствениците на контролиращ дял акции с изпълнителните директори, от най-съществено значение е индивидуалните акционери да станат по-активни участници в дебата по корпоративно управление и контрол над дружествата. Информираният участие на индивидуалните акционери може да бъде поощрено чрез развитието на сдружения на акционерите, чрез които миноритарните собственици могат да научават за събитията и да търсят обща позиция по въпроси, които стоят пред акционерните събрания. Всъщност тези сдружения трябва да играят съществена роля в подобряване на културата на корпоративното управление и да добавят важен глас във формирането на неговата правна и регулаторна рамка. Те също така могат да бъдат съществен фактор при координацията на колективни действия.

83. Дивиденди трябва да бъдат изплащани в разумен период и да се следват строги правила по отношение на това кой има право на такива дивиденди.

84. Огромното мнозинство от големи и публични дружества не са раздавали дивиденди през последните няколко години. В случаите, когато събранията на акционерите са одобрили раздаването на дивиденди, често последните се изплащат след дълги забави, които могат да бъдат особено тревожни в инфлационна среда. И на последно място, съобщенията за изплащане на дивиденди не винаги определят изрично кой има право да ги получи, нито пък каква е процедурата за получаването им.

85. Когато се вземе решение за раздаване на дивиденди, общото събрание на акционерите трябва ясно да формулира процедури за изплащането им и да постави срокове за ефективно извършване на плащанията. Сроковете трябва да бъдат разумно къси (не повече от 60 дни) и процедурите трябва да бъдат еднакви за всички.

86. Промените в структурата на акционерната собственост трябва се правят по начин, който гарантира справедливо третиране на акционерите чрез зачитане на преимуществените им права (права на закупуване) при пускане на нови емисии.

87. В няколко страни от ЮИЕ редица случаи на размиване на миноритарни дялове са предизвикали оживени обществени дебати. Тези случаи на размиване на капитала са се появявали по време на или след касова приватизация чрез стратегически инвеститор, въпреки наличието в законите и разпоредбите на текстове, гарантиращи преимуществени права (права на закупуване) на съществуващите акционери. Напоследък са направени опити да се подобри законовата база за защита на миноритарните инвеститори от такива размивания. Но техническите аспекти на увеличението на капитала като преоценката или възможността на участие с апортни вноски все още оставят значително място за нарушения и злоупотреби.

88. Всякакви значителни промени в структурата на акционерния капитал трябва да бъдат одобрени от събранията на акционерите с дължимото зачитане на обичайните процедури за такива събрания, особено що се отнася до уведомленията и гласуванията.

89. В регулациите трябва да се разпишат преимуществени права (права на закупуване) на съществуващите акционери в случаите на пускането на нови емисии. Тези преимуществени права трябва да бъдат зачитани и стриктно прилагани, а нарушенията - санкционирани. Препоръчително е също така да се регламентира търгуемост (емитиране) на преимуществените права, защото в много случаи акционери, придобили своите дялове чрез масовата приватизация, нямат икономическите средства да упражняват правата си. Разрешаването да се продават тези права позволява на техните собственици да реализират някаква печалба срещу правата си и също така въвежда пазарна дисциплина, в условията на която лицата, притежаващи вътрешна информация, и други, които желаят да използват правата, за да увеличат своята собственост, ще трябва да платят за тях. От друга страна, в случаите, когато важат преимуществените права/права на закупуване, е важно да има механизми, които да разрешават на акционерите да се откажат от упражняването на тези си права - например за да разрешат емитирането на акции при поглъщания или да се осъществят схеми за възнаграждения чрез ценни книжа.

90. Трябва да се обърне специално внимание на осигуряването на справедливи и прозрачни процедури на оценяване при емитиране на акции, както е разписано в препоръките в параграфи от 100 до 105. Апортните вноски в дяловия капитал трябва да се подложат на много внимателен оглед, тъй като чрез тях лесно могат да стават злоупотреби и нарушения.

91. При промени в структурата на контрола трябва да бъдат зачитани специалните и предварително установени процедури, гарантиращи справедливото третиране на акционерите.

92. Вследствие на концентрираните структури на собственост, ниската ликвидност на капиталовите пазари, ниския обем на търгуваните ценни книжа почти не съществуват пазари за корпоративен контрол. Такива пазари обаче ще се развият през следващите години по време на следприватизационната фаза на преразпределението и преструктурирането на капитала. Не всички страни имат добре дефинирани регулации по поглъщанията или ако имат, те не са били тествани.

93. В случаите на промяна в структурата на контрол трябва да се зачитат специалните и предварително установени процедури. В регулациите на поглъщанията трябва ясно да бъдат определени задълженията на онези акционери, които надхвърлят определени прагове;

регулациите могат да включват задължителни предложения и схеми за изкупуване на акции и за излизане от дружеството. Тези регулации трябва да гарантират справедливо третиране на всички акционери, като им предоставят възможност напълно да разберат своите права и средствата и начините, до които могат да прибегнат в случай на тяхното незначитане. Цената на предложението трябва да бъде прозрачна и оповестена. Фондовите борси и регулаторите на ценни книжа следва системно и отговорно да сътрудничат при надзора и за прилагането и санкционирането при тези процедури.

94. Процедурите за одобрение на големи сделки трябва да бъдат подобрени и спазвани.

95. В условията на висока концентрация на собственост в повечето страни от ЮИЕ големите сделки лесно могат да получат одобрение от общите събрания на акционерите без съгласието на миноритарните собственици. Положението става още по-лошо поради честото отъждествяване на изпълнителните ръководства с контролиращите акционери. Регистрирани са масови злоупотреби.

96. Текстовете в законите и разпоредбите, визиращи защитата правата на миноритарните акционери в случаите на големи сделки, трябва да изискват одобрения от квалифицирано мнозинство на общо събрание на акционерите. Тези изисквания за квалифицирано мнозинство обаче не трябва да бъдат прекомерни. За избягване на злоупотреби с изискванията за кворум те трябва да бъдат базирани на изискуемия процент от акциите, притежавани от акционерите, а не от представяните на събранието акции. Тези процедури следва също така да предвиждат справедлив процес на оценка, както е разписано в препоръките в параграфи от 100 до 105.

97. Наред с процедурите за одобрение, разкриването на информация е едно от най-важните средства за защита на правата на миноритарните собственици при големите сделки. На спазването на процедурите по уведомление и на качеството на предоставената на акционерите преди общото събрание информация трябва да се гледа изключително сериозно.

98. Независимите членове на корпоративните ръководства или комитетът по одит - ако такъв съществува, трябва отблизо да следят до каква степен се спазват тези специални процедури, като се запознават с предоставяната на акционерите информация и проверяват дали одобрението е действително и е получено чрез изискваното мнозинство.

99. И накрая, акционерите трябва да имат достъп до някакъв ефикасен коректив като например права за цялостна преценка в случаите, когато не са спазени изискваните процедури за одобряване на големи сделки или в случай че се оспорва процедурата по оценката. Нарушаването на предвидените процедури следва да бъде достатъчно основание, за да бъде обявена сделката за нищожна. В такива случаи съдилищата трябва да могат бързо да налагат суспендиране на сделката до съдебното разглеждане на казуса в рамките на разумен срок.

100. Необходимо е да се обърне специално внимание на справедливото и прозрачно остойностяване на емисиите на ценни книжа, процедурите за излизане, големите сделки и сделките със свързани лица.

101. Остойностяването на новите емисии трябва да се извършва със значително внимание, като се има предвид, че в условия на преход пазарните цени не винаги са добър измерител за стойността на акциите. Номиналните стойности рядко имат някакво съответствие със справедливата стой-

ност, на която трябва да бъдат емитирани акциите. Когато фондовите пазари са недостатъчно развити и страдат от ниска ликвидност, те не винаги могат да бъдат считани за достатъчно ефикасни за определянето на справедлива цена. Въпросът с остойността при големи сделки и сделки със свързани лица също е от първостепенно значение, тъй като оценката на активи в условията на преход може да бъде много сложна и е най-очевидният начин на злоупотреба.

102. Независимите поематели на емисии са решаващ фактор при остойността им. Много е важно регулаторите на ценни книжа или съответните саморегулиращи се организации да проконтролират договора за възнаграждението на поемателите и да не допуснат то да бъде прекомерно или да нарушава независимостта на поемателя. Правните режими на някои дружества изискват новите емисии да бъдат одобрявани от акционерите, докато други оставят тази отговорност на съвета на директорите. И в двата случая е важно тези органи да имат достъп до обективен и професионален съвет. Независимите членове на корпоративните ръководства могат да играят съществена роля в този процес.

103. Използването на независим оценител трябва да бъде задължително за всяка съществена емисия на ценни книжа, за активи, при изкупуване на акции при излизане от дружеството, при големи сделки и при сделки със свързани лица, за да се осигури по-справедливо третиране на всички акционери. За извършването на такива оценки дружествата трябва да наемат квалифицирани и независими експерти. Идентичността, квалификацията и възнаграждението на такива експерти трябва да се оповестяват, както и методите и съображенията, използвани, за да се определи доколко цената е справедлива или други въпроси, свързани със съответната сделка.

104. Трябва да се разработят механизми за поощряване развитието на независима и компетентна оценителска професия, по възможност включващи даването на сертификати на професионално квалифицирани експерти. Тези механизми би трябвало също да включват законови текстове за ефективно налагане на санкции за специфична отговорност на оценители в случаи на очевидни несъответствия в остойността или за неразкриване на информация за конфликти на интереси.

105. Специфичната подсъдност на оценителите обаче не трябва да намалява цялостната отговорност на съвета на директорите на дружество за осигуряване на справедливост на сделките с нови емисии или свързани лица. Присъствието на експерт не може да служи за защита на корпоративното ръководство от съдебна отговорност, ако то не е действало добронамерено и почтено, ако е имало основание да смята, че експертът не е квалифициран, или че от експерта е била прикрита информация, или ако самият съвет не е действал прилежно или не се е информирал напълно за фактите по сделката. По подобен начин, ако членовете на корпоративното ръководство имат личен финансов интерес в дадена сделка, наличието на експертно мнение относно почтеността на сделката не трябва да изключва необходимостта тя да бъде одобрена от безпристрастно мнозинство от членовете на съвета на директорите или акционерите (вж. препоръките в параграфи 94-99), нито да отменя правото на акционерите да оспорят почтеността на сделката.

106. Трябва да се създадат и да се подсилят механизми за наблюдение и контрол за предотвратяване на некоректни сделки със свързани лица, както и всякакви ситуации, пораждащи конфликт на интереси. Необходимо е силно да се подобри прилагането на принудителни мерки и санкции, особено чрез развиването на корективни инициативи на гражданите

и предвиждането на ефективна наказателна отговорност за изпълнителни директори и членове на съвети на директорите, които не разкриват своя интерес.

107. Некоректните сделки със свързани лица са едни от най-широко разпространените и сериозни нарушения на правата на акционерите в страните от ЮИЕ. Това е следствие на многобройни слабости в правната и регулаторната рамка, както и от недостатъчното прилагане на правните и регулаторните текстове, когато такива съществуват. Що се отнася до правната и регулаторна рамка, тя не винаги предлага ясно и работещо определение за сделки със свързани лица, нито пък предвижда ясни процедури за одобряването на такива сделки. По отношение на санкциите законът не винаги предвижда надеждни санкции за неразкриване на материален интерес. Всъщност най-сериозната и лежаща в основата на проблема пречка за справедливото третиране на правата на акционерите в случаите на сделки със свързани лица е липсата на информация за въпросните сделки и за съществуването на конфликт на интереси.

108. Законите текстове, визиращи разкриването на материален интерес от страна на директорите и членовете на съвета на директорите, както и одобрението на сделки със заинтересовани страни трябва да бъдат направени по-ясни и засилени там, където е необходимо. Законът следва ясно да изисква директорите и членовете на съветите на директорите да разкриват³ своя материален интерес във всяка сделка, независимо от нейния размер. Изключително важно е съветът на директорите да разполага с достатъчно време и информация, за да може да отсъди справедливостта на тези сделки. Сделките трябва да са минали процедурата на предварително одобрение от съвета на директорите без участието на заинтересованите членове. Съветът на директорите трябва, когато това е необходимо, да има достъп до оценката на независими и компетентни оценители, както е посочено по-горе в препоръки 100-105. Съветът на директорите или комитетът по одит, ако съществува такъв, трябва да включат в своите приоритети разглеждането на процедурите по одобрението на такива сделки.

109. По подобен начин изпълнителните директори и членовете на съвета на директорите трябва да разкриват пред съвета или при акционерни компании - на общото събрание на акционерите, случаите, когато използват информация или собственост, принадлежаща на дружеството, за своя изгода и цели. В такива ситуации трябва да се изисква изричното разрешение на съвета въз основа на решение, взето без участието на заинтересованите членове на съвета.

110. Системно следва да бъдат налагани строги санкции на такива изпълнителни директори или членове на съвета на директорите, които не разкриват своя личен интерес. Тези санкции трябва да включат вътрешнофирмени дисциплинарни мерки. Възможността за налагане на съдебни санкции трябва да бъде засилена; подобрения се налагат и по отношение на възможностите и на лекотата, с която акционерите на дружеството могат да търсят корекции по съдебен път. Процедурите трябва да бъдат пригодени към цялостната правна система, като се предвиди разумна защита за избягването на злоупотреби. Също така на съдилищата трябва да се даде право да суспендират превантивно сделки в случаите, когато има достатъчно данни за нарушения или когато се докаже, че личният интерес на директор или на член на съвета на директорите не е бил разкрит.

В последния случай сделката може да се счита за незаконна. И накрая, следвайки практиките в някои страни членки на ОИСР, законът е необходимо да предвиди широкообхватна наказателна отговорност за изпълнителни директори и членове на съвета на директорите в случаите на злоупотреба с корпоративни активи.

111. Законите или разпоредбите за ценните книжа трябва да забраняват търговия на база вътрешна информация и да се засилят надзорът и наказателните санкции за такива нарушения.

112. На финансовите пазари в страните от ЮИЕ са чести случаите на манипулиране на пазара вследствие търговия от вътрешни лица, притежаващи поверителна информация. Тези порочни действия нарушават принципа за справедливо третиране на акционерите. Освен това лишават пазара от пълна прозрачност, по такъв начин подкопават почтеността на финансовите пазари и доверието на обществеността в търговията с ценни книжа.

113. Когато е необходимо, законите или разпоредбите за ценните книжа трябва да бъдат допълнени, за да включват забрана за търговия от лица, притежаващи вътрешна информация или манипулиране на пазара.⁴ Всяко лице, притежаващо вътрешна информация, трябва да се въздържа от търговия със съответните ценни книжа. Това се отнася главно за изпълнителните директори и членовете на съвета на директорите, но също и за всички лица, които при упражняване на своята професия или задължения имат достъп до специфична информация, като одитори или представители на регулаторите,⁵ както и всички лица, които са получили сведения от лица, притежаващи вътрешна информация. Те трябва да се въздържат от пряко или косвено търгуване както за своя сметка, така и за сметка на трето лице.

114. Регулаторите следва да осъществяват по-настойчив надзор над търговията с вътрешна информация или манипулирането на пазара. За да изпълнят това, е нужно активно да следят пазара и ефективно да разследват подозрителни действия. Такива разследвания трябва да включват изискването на всякаква релевантна информация и данни, както и доказателства и провеждане (когато е необходимо) на проверки на място. И накрая, те следва да имат право да налагат санкции за нарушенията, които да включват замразяване на активи, забрана на професионална дейност или всякаква друга уместна административна или наказателна санкция в сътрудничество със съдебните власти.

БЕЛЕЖКИ

1. Понастоящем ОИСП разработва специални указания или най-добри практики в корпоративното управление на държавни активи, които ще бъдат предоставени за разглеждане на страните от ЮИЕ.
2. ОИСП е разработила специални указания за корпоративното управление на пенсионни фондове и възнамерява да създаде в отделни указания колективни схеми за инвестиране като взаимни фондове.
3. "Изцяло" означава, че съветът на директорите е в състояние да разбере въпросната изгода.
4. Съответните инстанции могат да се обърнат към Директивата на ЕС за нарушения на пазара "Directive of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation".
5. Това обаче не пречи дружествата да търгуват със собствените си акции в рамките на програми за обратно изкупуване или операции по стабилизиране. За да се избегне манипулиране на пазара, тези операции трябва да са прозрачни и ограничени в рамките на определен обем. Освен това те следва да бъдат ограничавани в някои специфични периоди, особено преди публикуването на финансовите отчети.

Глава 2

РОЛЯТА НА ЗАИНТЕРЕСОВАНИТЕ ЛИЦА

115. В пазарната икономика дружествата имат връзки – имплицитни и експлицитни (подразбиращи се и явни) - с много лица, които в някакъв момент могат да имат интерес към целите и дейностите на компанията и да бъдат в състояние да им повлияят. Така свързаните с компанията лица се наричат ”заинтересовани лица”. Отношенията между дружеството и заинтересованите лица са твърде сложни и само някои аспекти са дефинирани в закона, но често е уместно да се изисква от компаниите да се съобразяват с по-широк кръг от интереси, отколкото с тези на самите акционери.

116. Все по-често се признава ролята на заинтересованите лица в създаването на богатство. В качеството си на осигурители на ресурси служителите, кредиторите, инвеститорите и доставчиците, всички те допринасят за успеха на компанията. Днес е възприето, че защитата правата на заинтересованите лица и установяването на отношения, съдействащи за формиране на изгода за компанията, често има връзка с резултатите от дейността на компанията и по този начин е част от грижата за изгодите за акционерите. И на последно място, заинтересованите лица могат да бъдат разглеждани като ефективна част от системата за наблюдение, целяща да ограничи прекомерната власт на изпълнителните ръководства над дружествата. На тази база в Принципиите на ОИСР се заявява, че “към дългосрочните интереси на корпорациите спада и поддържането на изгодно сътрудничество със и между заинтересованите лица”.

117. По-специално в много сектори на икономиката човешкият ресурс се превръща в основен източник на конкурентно предимство за дружеството. В много случаи най-ценният актив за дружествата са техните служители и знанията им. За защитата и разширяването правата на служителите в определен исторически и политически контекст и правна рамка са се развили различни начини на действия. Основният начин е чрез професионалните съюзи. Но днес се обръща все повече внимание на допълнителни механизми като участие в разпределението на печалбата, капитала, както и пряко участие на служителите в корпоративните ръководства като начин за подпомагане създаването на богатство.

118. Въпросът за участието на служителите в управлението на дружествата стои по-сложно в контекста на преход в страните от ЮИЕ, отколкото в икономиките на ОИСР. На първо място, от социалистическата система е наследена една неяснота относно ролята на служителите и собствениците на дружествата. Това важи особено за страните от бивша Югославия с тяхната система на управление. В предишната система работниците бяха и собственици, и служители на своите дружества. В това си двойно качество те на книга имаха някакви права, макар че разликата с действителната практика беше огромна. По отношение правата на служителите си дружествата в ЮИЕ навлязоха в периода на преход със значителни социални задължения. Освен това приватизациите често завършваха с разпределянето на значителна част от капитала на дружеството сред техните служители. Служителите обаче си остават не напълно осве-

домени за своите права на акционери. Ако изобщо имат такива права, те често ги използват, за да защитят положението си на служители в случаи, когато дори основни техни права, като например получаването на заплатите, може да не са били уважени.

119. Една от целите на прехода е да се трансформират предприятията от социални звена, към които се предявяват неясни претенции от различни заинтересовани лица, в печеливши единици, основани на ясни права за собственост и на структури на корпоративното управление. Така че особено важно е като първа стъпка ясно да се разграничат ролите и правата на заинтересованите лица и акционерите.

120. Ролята на заинтересованите лица трябва също да бъде разгледана с дължимото зачитане на степента на развитие или на специфичните трудности на преходния период. Това е още по-важно, тъй като мащабното реструктуриране, което ще трябва да се извърши от всички страни в ЮИЕ, най-вероятно ще бъде свързано с освобождаването на значителен брой работници и служители. Предоставянето на служителите на прекомерни права при вземане на решения в качеството им на заинтересовани лица би могло да блокира процеса на реструктуриране.

121. Необходимо е да бъдат изяснени правата на заинтересованите лица и законодателите да се погрижат да има последователност и единство в различните закони и разпоредби, отнасящи се до правата на заинтересованите лица.

122. Правата на заинтересованите лица се основават на различни закони и части от закони, третиращи множество различни области на реформите в ЮИЕ. Правата на служителите като заинтересовани лица са засегнати главно в законите за работническите и професионалните съюзи и само на второ място от новите закони за компаниите. Правата на кредиторите са дефинирани в редица закони и разпоредби, които обикновено включват закони за банките, закони за компаниите, облигационни закони, ипотечни закони и на последно място, но не най-маловажно в законите за банкрут. В повечето страни от ЮИЕ голям брой от тези закони са в процес на значителна преработка. В някои страни отделни основни елементи на законовата рамка и по-специално на трудовото законодателство още не са преработвани или предстои да бъдат изцяло преработени.

123. Законодателите трябва да следят за координираността и последователността между различните съставни елементи на правната рамка, касаеща заинтересованите лица. Нужно е специално да следят в новите закони за трудовите отношения и за банкрута да бъдат споменати даваните на служителите и кредиторите права на заинтересовани лица и поне да не са в противоречие с текстовете на законите за компаниите. Те трябва също така да внимават за тяхната съвместимост с Директивите на ЕС в съответните области.

124. Съветите на директорите и изпълнителните директори трябва непременно да са запознати със съответните права на заинтересованите лица, както и да създадат вътрешни механизми за осигуряване зачитането на тези права.

125. Съветите на директорите и изпълнителните директори в ЮИЕ не винаги познават добре правата на заинтересованите лица и някои дружества може би не възприемат действително важноста на отношенията със заинтересованите лица при изграждането на конкурентоспособни и устойчиви предприятия. Това се отнася за служителите и кредиторите, но и в още по-

голяма степен за заинтересованите лица, чието въздействие върху дейността на компанията не е така непосредствено или пряко.

126. Онези компании обаче, които желаят да надживеят преходния период и имат стратегия за развитие, трябва да разберат и признаят връзката между политиката по отношение на заинтересованите лица и стопанската изгода. Нужно е да си дават сметка за ефекта, който една активна по отношение на заинтересованите лица политика може да има спрямо дългосрочните стратегически цели и репутацията на дружеството във връзка с инвеститори, които все повече ще вземат под внимание въпросите, свързани със заинтересованите лица при вземането на своите инвестиционни решения. Също така е нужно да си дадат сметка за рисковете от възможни съдебни спорове, свързани с въпросите на заинтересованите лица.

127. Дружествата трябва първо да се информират и след това да следят развитието на правната материя, третираща правата на заинтересованите лица. Това е особено важно в областите на трудовото законодателство, здравеопазването и безопасността, на ипотечните закони, законите за банкрута, както и на законите за опазване на околната среда.

128. На второ място, съветите на директорите и изпълнителните директори следва да разяснят и разпределят между различните структури на компанията отговорностите за отношенията със съответните заинтересовани лица. Те трябва непременно да създадат адекватна структура и ефикасни механизми за информираност относно задълженията на дружеството към различните заинтересовани лица и да осигурят тяхното спазване. Такива механизми могат да включват официално информиране на заинтересованите лица и особено на служителите относно специфичните им права като служители и акционери и начини за търсене на компенсации.

129. В по-общ план съветът на директорите трябва да осъзнае своята отговорност и водеща роля в определянето на дружествената политика по отношение на заинтересованите лица. Задължение на съвета на директорите е също така да следи за провеждането на набеязаната политика.

130. В области, където интересите на заинтересованите лица не са регулирани, дружествата могат да сметат за уместно да разработят доброволни политики, които да включват ангажменти, надхвърлящи обикновените регулаторни и обичайни изисквания. Задача на съвета на директорите е да определи границата между едните и другите ангажменти, тъй като негово задължение е в качеството му на отговорна инстанция за оцеляването и просперитета на дружеството да разработи позиция за отношенията на дружеството със заинтересованите лица. Възприетите от съвета политики, евентуално разписани правилно, трябва да отделят особено внимание на области, които могат да бъдат обект на задълбочен интерес от страна на международни инвеститори, каквито са например трудовите отношения, и информация за резултатите от политиката за опазване на околната среда, като се има предвид настоящата тенденция за верифициране на спазването на фирмените правилници.

131. При разработването на собствени политики и правилници трябва да се вдъхновяват от международно приети инструменти за корпоративна социална отговорност и да се ангажират да ги спазват. Тези инструменти включват основно Тристранната декларация на принципи на Международната организация на труда, отнасяща се до транснационалните компании и социалната политика, указанията на ОИСР за транснационалните компании, както и на директивата на ЕС по информиране и консултиране на служителите.¹

132. Каквито и да са законовите изисквания, дружествата трябва да установят ефективни връзки със служителите и други заинтересовани лица по въпроси, които ги засягат пряко.

133. В отделните страни от ЮИЕ има големи различия в законово регламентирани права на служителите да участват в управлението на своите дружества. Както и в повечето други страни в преход, тези права практически изчезват по време на реформите. В някои страни служителите нямат никакво право да участват във вземането на решения на дружеството, докато в други работническите съвети са запазили на теория правото да участват в процеса на вземане на решения при някои специфични обстоятелства. И на последно място, в повечето страни служителите все пак имат правото да бъдат информирани и да се допитват до тях по някои важни решения. Но дори и на практика реалната власт на работническите съвети да е твърде ограничена, то правото да се допитват до тях или дори да ги информират за важни решения често не се зачита.

134. Редовното информиране на служителите по въпроси, които може да ги касаят в значителна степен, би могло да окаже голяма помощ за създаването на усещане за обща цел. Освен това в някои случаи би спомогнало за предотвратяването на потенциални конфликти и да спомогне за тяхното разумно разрешаване.

135. Независимо от това какви изрични права предвижда законът, дружествата трябва да се стремят да информират служителите, както и другите заинтересовани лица в съответни ситуации. Все пак да се информират служителите, не означава систематично допитване до тях или включването им (на тях или на техни представители) в процеса на вземане на решение. В контекста на ЮИЕ трябва да се направи ясно разграничение между трите нива на участие (информираност-допитване-участие в решенията), за да се скъса по категоричен начин с опита от миналото.

136. Ако законът не предвижда специални процедури за включването на служителите, дружествата сами, по своя инициатива могат да създадат такива за определени конкретни решения. Това могат да бъдат решения, които в значителна степен засягат служителите, и решения, към които служителите или техни представители могат да допринесат най-ефективно.

137. Дружествата трябва да комуникират помежду си по отношение на своята политика към заинтересованите лица.

138. Разкриването само по себе си не е гаранция за установяване със заинтересованите лица на взаимоотношения, допринасящи за създаване на изгода, но то свидетелства за желание да се работи по прозрачен начин и така спомага за създаването на доверие. Като демонстрират своята ангажираност със защитата правата на заинтересованите лица, дружествата също подобряват своята репутация и с това повишават имиджа си, т.е. тяхната способност да създават допълнителен приход вследствие на положителната представа у обществото за дружеството и неговите продукти.

139. Дружествата трябва да общуват с инвеститорите и широката общественост относно политиката си спрямо заинтересованите лица, за да извлекат общи ползи от спазване правата на заинтересованите лица и от своята доброволна политика в тази насока. Те трябва също така да представят достоверна информация за нейното прилагането. Дружествата биха могли да следват различни указания по разкриване на социалната отговорност², които бяха разработени през последните няколко години.

140. Дружествата могат още повече да укрепят доверието в себе си, като организират независим одит на отчетите за работата си със заинтересованите лица. Тези оценки трябва да се насочат специално към прилагането и да проверяват достоверността на системите на отчетите. Освен изграждането на доверие такава оценка би дала на изпълнителните директори и на членовете на съвета на директорите полезна информация относно прилагането на политиките на дружеството, а също и потенциални препоръки за подобрения в тази насока.

141. Служителите трябва да имат достъп до механизми за коригиране и/или обезщетение в случаи на нарушаване на техните права. Такива механизми могат да включват посредничество и арбитраж посредством трета страна.

142. В ЮИЕ заинтересованите лица, които смятат правата си за нарушени, нямат лесен достъп за коригиране и/или обезщетение по правен път. Това важи с особена сила за служители, които нямат на разположение почти никакъв специален механизъм за налагане на правата си. Когато предявяват своите искания, могат да бъдат заплашени и най-основните им права. Имало е случаи, когато служители са уволнявани или дори физически малтретирани при опити да направят публично достояние корпоративни порочни действия.

143. Заинтересованите лица трябва да имат на разположение ефективни механизми за коригиране и обезщетение в случаи на нарушение на техните права. Тези механизми включват отнасянето на въпроси до регулаторни агенции и съдилища. Компаниите не трябва да възпрепятстват служителите при търсенето на законови корекции и обезщетения. Нещо повече, трябва да се оказва закрила на служители, които по законен начин действат като “сигнализатори” и разкриват незаконни действия на дружеството или неговото ръководство. Това може да се превърне в надеждна бариера пред незаконни действия на дружествата.

144. Като се имат предвид проблемите, присъщи на правната система в повечето страни на ЮИЕ, подобни правни механизми за коригиране и/или обезщетение могат да бъдат скъпи и продължителни. Поради това компаниите и заинтересованите лица би следвало да прибягват също така до посредничество и арбитраж от трета страна при разрешаване на конфликти. Като избягват стигането до съд, дружествата по-малко накърняват своята репутация като цяло, а също и пред своите служители.³

145. В същия дух на поведение дружествата могат да разработят надеждни вътрешни механизми, които да се занимават с конфликти със заинтересовани лица в началните им фази. По-специално те биха могли да установят и да съобщят на служителите за процедурите за информиране за условията на работа, за случаи на дискриминиране или за различни нарушения или порочни действия от страна на управата или други служители. И на последно място, те биха могли да предвидят специални процедури за разследване на такива оплаквания.

146. Процедурите за банкрут и механизмите за упражняване на права за гарантирани вземания трябва да бъдат засилени, ефективно прилагани и налагани.

147. Кредиторите са заинтересовани лица с ключова важност, тъй като те осигуряват на дружествата необходимите финансови ресурси. Това особено важи за ЮИЕ, където финансирането чрез ценни книжа не е достатъчно развито. Законовата защита на правата на кредиторите си остава институционална слабост на всички страни от ЮИЕ. В повечето от тях правната рамка, регулираща отношенията между кредитори и дружества, премина през редица

ключови реформи. Някои необходими поправки още не са приети. Освен това много текстове за заемни споразумения не са достатъчно отработени. Вследствие на това банките остават свръхизложени на кредитен риск, тъй като все още е трудно да получат обратно вземанията си дори когато са гарантирани. По такъв начин в много случаи тепърва предстои да се изясняват ефективните права на кредиторите.

148. Частно-правните корективи още не са изпробвани или не са дали категорични резултати.⁴ За получаване на своите вземания и за предотвратяване на неплащания от страна на длъжниците кредиторите избягват да прибегват до частно-правни методи, тъй като са бавни, скъпи и неефективни. Освен това те често разрушават отношенията с кредитополучателите. Обикновено кредиторите разчитат на разумните си действия, предшестващи отпускането на заема, на лични контакти и на директни преговори с кредитополучателите. Съмнително е до каква степен частно-правни корективи могат да бъдат ефективно наложени чрез съдебната система. Съдебната практика в ЮИЕ все още предоставя много начини на недобросъвестни кредитополучатели да проточват или дори да саботират правните действия. В някои ЮИЕ страни вследствие на незавидното състояние на регистрацията на собствеността може да се окаже трудно да се извършат ипотечни и фидуциарни трансфери.

149. В повечето страни от ЮИЕ напоследък бяха приети закони за банкрута, но негативните социални и политически последици от настъпили банкрути забавят установяването на надлежни процедури. Тези законни процедури често остават изцяло пристрастни в полза на длъжниците. Макар че през последните месеци се забелязва значителен напредък, налагането и прилагането на процедурите за банкрут все още е затруднено. Банкрутите са особено проблематични, когато се отнасят до големи фирми в несъстоятелност, осигуряващи значителна част от работната заетост и дори социалната инфраструктура на съответните територии.

150. Важна стъпка в прехода към пазарна икономика е разработването на благонадеждни механизми за излизане в случаи на доказан банкрут. Това е фундаментално условие за ефективно насочване на ресурсите към местата на тяхното най-продуктивно използване. В общ план защитата правата на кредиторите е базисен механизъм за по-силното затягане на бюджетните ограничения. Длъжниците трябва да се убедени, че няма как да избегнат своите задължения, ако искат да следват отговорно поведение. Кредиторите също трябва да бъдат достатъчно сигурни и спокойни относно възможността да съберат вземанията си, за да могат да осигуряват търговските предприятия със заеман капитал. Независимо от известното увеличение в заемния капацитет на банките и по-доброто вписване на частния сектор в условията за получаване на кредити, без ефективна защита на правата на кредиторите финансирането на дълговете ще остане на сегашното си ниско ниво.

151. Когато се стигне до обявяване в несъстоятелност, на кредиторите трябва да бъде предоставен независим доклад на квалифицирани експерти за състоянието и перспективите на длъжника. Тези експерти е нужно заедно с длъжника да разработят варианти за реструктуриране. Механизмите трябва да предлагат път за корективни действия с цел да се избегне ликвидация. Те трябва да принудят управителите на потенциално жизнеспособните, но намиращи се във финансово затруднение фирми да договорят бързо реструктуриране.

152. В случаи на неплатежеспособност, когато реструктурирането не постигне целта си, следва да се прилага автоматична и ефикасна ликвидация, за да се даде възможност на кредиторите да получат част от своите вземания по коректен начин. Механизмите за банкрут трябва да бъдат налагани системно и безкомпромисно, за да става все по-ясно какво предстои, и по

този начин да се превърнат в надежден възпиращ фактор. За тази цел на специализирани съдилища е нужно да бъдат предоставени значителни ресурси, за да решават случаите с банкрут по бърз, но справедлив начин. Правното обучение в тази област трябва да бъде приоритет за донорите.

153. Механизмите за банкрут не бива да бъдат нарушавани, за да не се улесняват нежелателни трансфери на контрол. Като съмнителни схеми могат да се посочат обединяване на значителни акционери, външни директори и понякога дори кредитори, за да принудят фирми, които още дори не са истински неплатежоспособни, да се обявят в банкрут. За да се избегне това, стартиращите процедури за обявяване в банкрут трябва да бъдат прецизирани. Към тях не бива да се прибегва твърде рано, нито пък да проникват твърде дълбоко, за да не предизвикват ликвидацията на потенциално жизнеспособни фирми. Съдилищата за банкрути следва да бъдат особено бдителни в това отношение. Целта трябва да бъде да се даде на дружествата “глътка въздух”, период, през който да виждат спасението си като реална възможност, за да разработят спасителен пакет и да увеличат шансовете за оцеляване, а не просто да облагодетелстват лицата, които са инициирали процедурата за банкрут, за сметка на други акционери и кредитори.

БЕЛЕЖКИ

1. Дружествата трябва да се обърнат и към European Green Paper: Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility (2001) или UNDP Global Compact, които подканят дружествата да зачитат заинтересованите лица и настояват за формулиране на статута на корпоративния гражданин (2000).
2. Като например “Disclosure Guidelines on Social Responsibility” (2001) издание на Association of British Insurers.
3. Ефективното използване на такова посредничество обаче изисква *bona fide* страни, които ще приемат и ще наложат решенията, постигнати чрез посредничество и арбитраж. В противен случай за налагането им пак ще има нужда от намесата на съда като крайно средство.
4. Измежду тях са: упражняване на ипотечни или фидуциарни трансфери, съдебни иски и като последно средство - процедури по банкрутиране.

Глава 3

ПРОЗРАЧНОСТ И РАЗКРИВАНЕ НА ИНФОРМАЦИЯ

154. Прозрачността и разкриването на информация са централен стълб на ефективните практики на корпоративното управление и функционирането на капиталовите пазари. Без достъп до редовна, навременна, надеждна и сравнима информация инвеститорите няма да могат да оценяват корпоративните перспективи, да правят информирани инвестиции и да вземат информирани решения. Това би довело до по-висока цена на капитала и незадоволително насочване на ресурсите. Разкриването на информация и прозрачността лежат в основата на пазарното наблюдение върху компаниите. Те дават възможност на акционерите и на широката публика да оценят как се управляват дружествата и по този начин да влияят на корпоративните ръководства. Освен това ефикасните информационни системи предоставят на корпоративните ръководства квантифицирани средства, чрез които могат да управляват по-ефективно. И накрая, прозрачността и разкриването на информация дават на обществото възможност да разбере структурите на компанията, нейните действия и политики, както и да оцени постиганите резултати с оглед на екологичните и етичните норми.

155. Прозрачността и разкриването на информация се нареждат измежду най-слабите области на корпоративното управление в ЮИЕ; правните изисквания за разкриване на информация обикновено са високи, като закони за компаниите, за ценните книжа или изискванията за регистрация, които задължават компаниите да представят на регулаторите на ценни книжа годишни, шестмесечни и дори понякога тримесечни финансови отчети.¹ В повечето случаи тези финансови отчети трябва да бъдат одитирани. За много страни от ЮИЕ обаче е характерно, че те се основават на националните счетоводни стандарти, което може да предизвика проблеми в някои критично важни области. Все пак повечето страни са в процес на възприемане на международните стандарти за счетоводство и одит.² Повечето фондови борси или регулатори на ценни книжа са установили напоследък по-стриктни и по-детайлизирани разпоредби относно съдържанието, формата, датата, а понякога и мястото за публикуване на годишните отчети. Някои фондови борси са създали също така специални пазарни сегменти за компаниите, които доброволно се съгласяват да се съобразят с по-високите стандарти за разкриване. Не навсякъде обаче изискванията за разкриване се спазват еднакво и достоверността на разкриваната информация си остава основен проблем. В някои страни дори най-основни изисквания за разкриване на информация, като публикуването на годишните отчети, не винаги се спазват, а публикуваните данни за оборот могат да бъдат подвеждащи. Вследствие на това инвеститорите и широката общественост понастоящем нямат доверие в информацията, предоставена от някои дружества в региона.

156. Подобряването на прозрачността и разкриването на информация в ЮИЕ изисква най-съвременните норми за разкриване на информация да бъдат придружени с дълбока трансформация в отношението на всички участващи играчи към самата идея за прозрачност. Сегашното отношение е наследено отчасти от социалистическата система, при която счетоводството е

служело предимно за статистически и данъчни цели и информацията е била главно властово средство при отвоюване на позиции в условията на централно планиране. Вследствие на това стопанските ръководители са се превърнали в експерти в манипулирането на отчетите на дружеството спрямо централната власт. Тази нагласа все още играе ролята на затрудняващ фактор по пътя към повече корпоративна прозрачност – компаниите продължават да проявяват неохота към прозрачността, тъй като информацията може да бъде използвана по начин, които те преценяват като субективен. В този смисъл трябва да се припомни, че частната прозрачност върви ръка за ръка с обществената прозрачност, че административният и правният натиск не са достатъчни, за да се осигури задоволително ниво на разкриване на информация. Дружествата трябва да бъдат убедени, че разкриването на информация е актив, а не бремене. В този смисъл отсъствието на ясно формулирани искания от действителни или потенциални акционери остава като главна причина за липсата на интерес у компаниите към публикуването на задължителна или обширна информация. Без активни първични и вторични пазари много малко са инициативите за предоставяне на информация.

157. Цел на публичните дружества трябва да бъде приемането и прилагането на пълните Международни стандарти за финансова отчетност (IFRS). Специално внимание трябва да се обърне на изискванията за консолидация и правилата за свързаните лица.

158. В повечето страни от ЮИЕ изготвяните годишни отчети следват националните счетоводни стандарти, които – дори когато се предполага, че са съвместими с IFRS – в действителност значително се различават от тях в някои специални области. Това важи особено силно за осчетоводяването на инфлацията, неразкритите задължения, оценката на активите и разкриването на информация за сделки със свързани лица. Неадекватна амортизация, липса на провизии, особено на резерв за съмнителни вземания, могат да представят невярна картина и оценката на инвентар често води до скрити загуби. Съществува също така силен натиск за избягване на правилата за обезценка на активите, тъй като това значително намалява стойността на активите на някои от настоящите и бившите крупни държавни предприятия. Междувременно често липсва пълното натрупване на задълженията и разкриване на евентуални такива, особено по отношение на данъците, а също и по екологични въпроси. И на последно място, но не и последно по важност, повечето национални счетоводни стандарти по традиция не изискват консолидация, а това представлява значително и критично важно различие между IFRS и действащите национални стандарти.

159. Повечето ЮИЕ страни обаче са приели или са в процес на възприемане IFRS за големи предприятия. Стремелът към членство в ЕС е главната движеща сила на този процес, но хармонизацията с директивите на ЕС по отношение на счетоводните практики е все още в детската си фаза. Много е важно този процес да бъде ускорен и страните от ЮИЕ да предприемат необходимите стъпки за възприемане и прилагане на пълните IFRS поне за всички публични дружества.³ Съответните власти трябва да разработят поэтапни планове за преминаване към IFRS. Един постепенен, но последователен подход ще предпази процеса от забуксуване в ранните му фази или ако към основния обем от дружествата изведнъж се предяви изискването за прилагане на IFRS.⁴ За да се намали до минимум административното бремене върху дружествата, тези планове трябва да съдържат ясни указания и процедури за това как се извършва преход от национални към международни стандарти. Тези процедури трябва да бъдат особено прецизни по отношение на най-проблематичните области като например определяне размера на облагаемата печалба, трябва да се осигури и обширна документация, както и обучение по оценки на активите, амортизацията и консолидацията.⁵

160. Много е важно да се отдели нужното внимание на консолидацията. Продължава да съществува и е широко разпространено нежеланието за истинско консолидиране на отчетите на поделенията на компанията, а наличието на консолидирани финансови отчети е от ключово значение за разбиране дейността на компанията, финансовото ѝ положение и нейната цена за акционерите. Дружествата трябва да използват критерии за такава консолидация, както и указания и специални процедури, предвидени от IFRS. Необходимо е контролиращите и санкциониращите инстанции внимателно да следят дали въпросните компании представят надлежно консолидирани отчети и да развиват способността си детайлно да анализират тези консолидирани отчети.

161. Информацията, отнасяща се до важни структури на собствеността и контрола на публичните дружества и дружества с дисперсирана собственост, трябва да бъде достъпна за всички акционери и за обществеността.

162. Прозрачната структура на контрол и собственост е необходима за потенциалните външни акционери, за да преценят степента, до която те биха могли да въздействат на процеса на вземане на решение. Освен това познаването на структурата на собственост и контрол е от ключова важност в борбата срещу порочни сделки, особено сделки със свързани лица и лица, притежаващи вътрешна информация, и по този начин за защита почтеността на пазара. Тези два вида сделки представляват най-честото и най-тежко нарушение на правата на миноритарните инвеститори в страните от ЮИЕ, както и в други страни в преход. Тъй като тези сделки включват холдингови структури, контролирани от изпълнителното ръководство на дружеството (management), както и от контролиращи или значителни акционери, те могат да бъдат наблюдавани само ако структурите на собственост и контрол станат напълно прозрачни.

163. В повечето страни от ЮИЕ дори когато регистрацията на ценни книжа е ефикасна, акционерите нямат лесен достъп до информация за структурите на собственост и контрол на компаниите, в които инвестират. Това се дължи отчасти на тромави административни процедури, на прекомерно високи цени, изисквани от регистраторите, централните депозитари или от местните съдилища, когато последните се занимават с регистрацията на собственост. То произтича също и от неразкриването на информация от страна на значителни акционери. Дори когато законът или разпоредбите изискват такова разкриване на информация, фондовите борси и регулаторите на ценни книжа не винаги са в състояние да контролират спазването на тези изисквания за разкриване на информация и да налагат санкции. И накрая, дружествата често нямат ясна политика за събиране на надеждна информация за своите структури на собственост и контрол и разпространяването на тази информация сред обществеността.

164. Акционерите трябва да могат, на разумна цена, да имат достъп до пълната информация относно собствеността, съдържаща се в регистрите или централните депозитари. Отговорността за предоставянето на тази информация и за отговаряне на молбите на акционерите трябва да бъде ясно разпределена и възложена на регистрите, фондовите борси, регулаторите на ценни книжа и на самите дружества. Всички законови и регулаторни текстове, отнасящи се до разкриване на информация за собственост, трябва да покриват също и случаите на свързани акционери, действащи в съгласие, както и на бенифициарна собственост над даден праг. Собствеността на изпълнителните ръководства и на членовете на съвета на директорите трябва ясно да се разкрива в годишните отчети на публичните и на други регулирани дружества. Необходимо е регистрите да сътрудничат по-активно с дружествата, като им предоставят пълни и точни данни за структурата на своята собственост.

165. Акционерите трябва да се съобразяват със съответните закони и да се чувстват отговорни да разкриват на регулаторите дали действат от името на бенефициарния собственик на гласовете на притежаваните от тях ценни книжа в случаите, когато се надхвърли изискуем праг за разкриване на собственост. Те трябва да уведомяват компаниите, фондовата борса, регулаторите и широката общественост за промени в своята собственост, следвайки ясно регламентирани процедури. Необходимо е регулаторът на ценни книжа да следи правната и регулаторната рамка, ясно да дефинира тези прагове, както и да определя задълженията на акционерите и на регистраторите в това отношение, включително и специални срокове за разкриване.

166. Задълженията на попечителите и други финансови посредници относно информацията за крайните собственици трябва да бъдат ясно указани и стриктно прилагани, а нарушенията - санкционирани. Трябва да се положат усилия за подобряване на сътрудничеството между регистрите и съответните финансови институции с оглед да се разкриват значителни бенефициарни собственици и да се информират дружествата, фондовите борси и регулаторите на ценни книжа, както и широката общественост. Това издирване на значителни бенефициарни собственици може да е свързано със значителни разходи и трудности, но независимо от това е необходимо, защото иначе разпоредбите за сделки със свързани лица стават безсмислени.

167. Самите компании са в най-добра позиция да разследват своята структура на собственост. Те активно трябва да се информират за своите структури на собственост, като си съдействат с регистри и значителни акционери. Те са в добра позиция да удостоверят, че информацията, предоставена на властите от собствениците, е вярна, а също и да преценят кои акционери може да са свързани или да действат в съгласие. Те трябва да имат ясна политика по отношение разкриването на информация за структурата на собственост и да си съдействат с фондовите борси и регулаторите на ценни книжа, за да направят тази информация лесно достъпна за акционерите. Информацията следва да оповестяват чрез изискваните периодични отчети.

168. Регулаторите на ценни книжа и фондовите борси трябва активно да контролират и санкционират нарушенията на законите и разпоредбите, отнасящи се до разкриване на информация за собственост. Необходимо е да упражняват активен контрол дали публичните дружества предоставят надеждна, точна и навременна информация за своите структури на собственост. Законът трябва да предвижда подходящи административни и наказателни санкции за значителни акционери, които не разкриват своите акции, за финансови институции, които не съдействат за идентифицирането на бенефициарни собственици, и за компании, непредоставящи точна информация. Регулаторите следва надеждно да налагат тези санкции, като прилагането им по частно-правен път също трябва да бъде възможно.

169. Текущото разкриване на значителни събития трябва значително да се подобри.

170. От решаващо значение е дружествата да разкриват текущо и почтено всякаква съществена (материална) информация, т.е. информация за нови развития или събития, отнасящи се до тяхната дейност, които могат да имат значително въздействие върху цените на акциите им или по друг начин да бъдат от съществена важност за решението на даден инвеститор. Забавеното или манипулираното по време предоставяне на информация е със силно намалена стойност и се равнява на отсъстваща или подвеждаща информация. Привилегированият достъп до съществена информация от значими акционери създава благоприятни условия за

манипулиране на пазара със сделки на база вътрешна информация и следователно уврежда целостта и почтеността на финансовите пазари, както и доверието на обществото в ценните книжа.

171. Предоставяната на акционерите информация относно значителни корпоративни събития често е незадоволителна, макар че повечето закони за компаниите изискват последните да разкриват всякаква “съществена информация”, която може да влияе на решенията на инвеститорите. Напоследък регулаторните власти станаха по-взискателни в това отношение и започнаха да санкционират дружествата нарушители. Такива обаче все още се срещат често.

172. Властите и регулаторните инстанции в ЮИЕ трябва да укрепят и да завършат с изграждането на правните и регулаторните рамки, третиращи текущото разкриване на информация.⁶ Тези регулации следва да останат достатъчно широки по отношение на типа събития, които предизвикват задължително разкриване на информация. Те могат да включват и списък на събитията, които трябва да бъдат разкривани във всички случаи, но списъкът не бива да съдържа изключения. Той трябва да включва сделки с ценни книжа на дружеството, осъществявани от лица, притежаващи вътрешна информация, или от самото дружество. Разкриването на информация може да бъде задължително дори и да остават висящи въпроси относно някои характеристики на събитието. В такъв случай висящите въпроси следва да бъдат ясно формулирани. Регулацията на процедури за разкриване на събития обаче трябва да бъде много прецизна и да уточнява средствата за съобщаване, които може или трябва да бъдат използвани, и да определя точни крайни срокове за дадени събития.⁷

173. Дружествата не бива да се крият зад принципа на “вътрешнофирмената информация”, когато всъщност скриват важни факти от акционерите и широката общественост. Регулацията на текущото разкриване на информация може да освободи дружествата от задължението да разкриват специфична съществена информация, при положение че дружеството успее да убеди регулатора, че подобно разкриване ще увреди законните му интереси. В това отношение регулаторите могат да вземат под внимание европейската практика, която разрешава неразкриването на дадена информация в случаи, когато тя е от несъществено значение или когато разкриването би навредило сериозно на дружеството, а неразкриването ѝ не би подвело обществеността.⁸ В този случай е нужно да се обърне специално внимание за избягване на преференциално разпространение на информация и дружествата трябва да се въздържат от сделки, докато информацията не бъде оповестена публично.

174. Необходимо е дружествата да въведат и прилагат процедури⁹, които поощряват ефективното текущо разкриване. Те трябва да предоставят на фондовите борси, на регулаторите на ценни книжа и на обществеността информация, която е пълна, неподвеждаща, ясна и кратка.

175. Фондовите борси трябва да разработят активна политика по отношение на текущото разкриване. На първо място, те следва да въведат ефикасни процедури за широко и бързо разпространение на информацията за съществени събития, която дружествата им предоставят. Това може да се извършва чрез различни средства, които осигуряват най-широко разпространение и които включват ежедневни бюлетини, уеб страници, подът (самата борса), продавачи на данни и пресата. Тези процедури трябва да осигуряват запазване на конфиденциалност до разкриване на информацията. На второ място, фондовите борси трябва редовно да общуват с дружествата във връзка с техните задължения за разкриване. И на трето място, необходимо е да засилят контрола и публично да оповестяват случаите на неразкриване на информация.

176. Дружествата трябва да разкриват всякаква информация, която е от съществено значение за информираното разбиране и оценка на дейностите на дружеството и на неговите конкретни позиции.

177. Важно е за дружествата, които желаят да привлекат външен акционерен капитал или да си създадат имидж на прозрачни участници на пазара да му предоставят доброволно допълнителна нефинансова информация. Това до голяма степен ще допринесе за повишаване имиджа на тяхното корпоративно управление, а също ще повиши и пазарната им цена.

178. Малко са дружествата в ЮИЕ, които са възприели активна политика по отношение на разкриването на информация. Мнозинството от тях все още трудно успяват да се справят със задължителните изисквания за разкриване на финансова информация или пък формално спазват изискванията, докато всъщност не удовлетворяват истински очакванията на инвеститорите за прозрачност. Това състояние на нещата отново произтича от цялостната липса на прозрачност както в корпоративните, така и обществените дела.

179. Ето защо компаниите трябва да разработят собствена политика относно разкриване на нефинансова информация. Те не бива да се ограничават само със задължителните изисквания, заложиени в законите, изискванията за регистрация или други разпоредби, третиращи въпроса. При разработването на своите политики в тази област те могат да се обърнат към указанията на IOSCO за разкриване на нефинансова информация. Съветът на директорите трябва добросъвестно да реши коя информация е съществена¹⁰, за да може външният инвеститор вярно да прецени нейната дейност, практика и очаквани резултати в обозримо бъдеще.¹¹ Въпросът кое е достатъчно съществено, за да бъде разкривано, трябва да бъде оставен на преценката единствено на членовете на съвета на директорите. При тях е най-голяма вероятността да могат да преценят конкретното отношение на акционер и заинтересовано лице, те са в най-добра позиция да отсъдят относно необходимостта да се публикуват допълнителни материали, както и в каква форма. Още повече че те са лицата, които биха носили съдебна отговорност, ако преценката бъде оспорена като неадекватна.

180. Дружествата също така трябва да осигуряват своевременно и точно разкриване на съществена информация, отнасяща се до: а) общите цели на компанията и конкретните ѝ цели за предстоящия период; б) номиниране на изпълнителни директори и членове на съвета на директорите, техните биографични справки, вътрешното разпределение на функциите между членовете на съвета, причини за оставки в случаи на такива; в) политика за възнагражденията на изпълнителните ръководители и членове на съвета на директорите и как тя се прилага; г) информация за одиторите; д) отчети за сегментите; е) съществени рискови фактори; ж) политика на корпоративно управление; з) значителни въпроси, засягащите служителите и заинтересовани лица; и) сделки със свързани лица.

181. Трябва да бъдат изяснени съответните задължения относно разкриването на информация на различните органи на дружеството и на външните одитори.

182. Отговорността на различните органи на дружеството за разкриване на информация трябва да бъде заложена в съответните закони или разпоредби. Изпълнителните директори и членовете на съвета на директорите носят основната отговорност за установяването на ефективни вътрешни системи за събирането, обработването и разкриването на необходимата информация на акционери, заинтересовани лица, регулатори и пазара въобще. Необходимо

е също да разработят и специални процедури, които да осигуряват редовно, навременно и честно разпространение на информацията, така че да достигне до всички акционери и до широката публика.

183. При изготвянето на финансовите отчети изпълнителните ръководства трябва да се ангажират активно в процеса на събирането, натрупването и проверката на вътрешнофирмена информация. Постоянно задължение на тези ръководства е да следят всеки орган на дружеството, всеки отдел или отделно лице да спазва задълженията си относно разкриването на информация. Тяхна отговорност е също да следят за ефективното разкриване на информация и за нейното качество. Те трябва да бъдат държани отговорни за всички съществени пропуски и неверни данни.

184. Съветът на директорите е отговорен за надеждността на разкриваната от дружеството информация. На първо място, той трябва да наложи ефективни информационни системи и процедури и да следи за наличието на адекватен вътрешен контрол в цялостния процес на разкриване на информация. След това трябва да създаде вътрешни структури, които да гарантират на съответните органи на дружеството, на отделите му или отделните лица достатъчна мотивация и средства, за да изпълняват своите отговорности относно разкриването на информация. За да изпълнява тази своя отговорност, съветът на директорите трябва да получава ежегодна оценка за вътрешната система на контрол и за информационната политика на дружеството. И накрая задължение на съвета на директорите е да осигури коректното подаване на информацията на обществеността.¹²

185. За да изпълнява задачата си по-ефикасно, съветът на директорите може да помисли за създаването на комитет по одит, който да се занимава с въпросите по разкриване на информация. Комитетът по одит следи финансовото положение на дружеството и неговата счетоводна система и помага на съвета на директорите ефективно да изпълнява всички свои отговорности по отношение разкриването на информация. Преобладаващият брой членове на комитета по одит трябва са независими директори. Предвидените от закона в някои страни традиционни независими надзорни органи (като цензорите в Румъния) не бива да се смятат за заместители на комитетите по одит към съвета на директорите. Последните се състоят от членове на съвета с пряко отношение към другите членове на съвета на директорите и изпълнителните директори и в това си качество имат по-добър достъп до информацията и ресурсите на съвета.

186. Комитетът по одит също отговаря за контрола върху отношенията с външните одитори. Тези отношения следва да са обект на най-внимателно наблюдение и да се определят от прецизни указания особено що се отнася до независимостта на одиторите. Съветът на директорите и неговият комитет по одит трябва да имат право да препоръчват назначаването или освобождаването на външни одитори, чието назначение въпреки това трябва да се представи за одобрение от общото събрание. Комитетът по одит е длъжен да следи и анализира самия процес на одит и изчерпателно да разпитва одиторите. И има няколко причини, поради които добрата комуникация между тях ще спечели от липсата на представители на изпълнителното ръководство. И на последно място, целият съвет на директорите трябва да одобри процеса на одит и да разкрива всяко отклонение от счетоводните стандарти в годишния отчет.

187. Външните одитори са отговорни всички финансови отчети и друга финансова информация справедливо да отразяват дейността на дружествата и финансовото им състояние съгласно стандартите за счетоводство и одит, приети със съответните закони и разпоредби. Външните одитори трябва да изпълняват своята задача в пълна независимост от управата на

дружеството или контролиращите акционери. Те трябва да разкриват всякакви други отношения с компанията и поделенията ѝ и да декларират писмено, че тяхната независимост не е компрометирана.

188. Съветите на директорите и изпълнителните директори отговорят за контрола върху разкриването на информация. Това тяхно задължение включва и добавянето на едно писмо-обръщение към акционерите заедно с годишния финансов отчет. В това писмо-обръщение трябва да се заявява, че финансовите отчети честно отразяват финансовата информация на компанията и че доколкото им е известно, дружеството е спазвало всички правила и разпоредби. Съветите на директорите и/или изпълнителните директори трябва да предоставят също един кратък анализ или обзор, обясняващ основните характеристики на финансовия отчет.

189. Необходимо е законът да предвижда и да налага наказателна отговорност за съществени пропуски и невярно представяне на информацията. Законът трябва да изисква от членовете на съвета на директорите да предоставят на одиторите всяка изисквана от тях информация. Безотговорното и съзнателно предоставяне на невярна или подвеждаща информация от страна на членовете на съвета на директорите трябва да се счита за извършване на престъпни действия и да подлежи на наказателна отговорност. По подобен начин съответните закони следва да предвиждат наказателна отговорност за одитори, които съзнателно представят невярно съществена информация или пропускат такава. В допълнение към наказателната отговорност на одиторите за неразкриване на информация е нужно да се предвидят административни санкции и гражданска отговорност. Към одиторите трябва да може да се предявяват искове за професионална небрежност при финансови загуби, предизвикани от грешки в отчетите. Отделните страни в ЮИЕ биха могли да разгледат също така и въпроса дали членовете на съвета на директорите на дружествата, нарушили задължението за оказване на помощ на външни одитори, следва да носят гражданска отговорност.

190. Регулаторите на ценни книжа и фондовите борси трябва да засилят контрола си върху изпълнението от страна на дружествата на изискванията за разкриване на информация. Регулаторите на ценни книжа трябва да са овластени да формулират и налагат тези изисквания.

191. Значителната степен на неразкриване от страна на дружествата на основна финансова информация, както и на съществена нефинансова информация е сериозна пречка за развитието на финансовите пазари в ЮИЕ. За да могат инвеститорите - т.е. акционери, както и собственици на американски и глобални депозитарни разписки (АДР, ГДР) - да получат данните, които са им необходими, за да действат информирани и да преследват по-ефективно своите права, е нужна и съответна степен на разкриване на информация. Това разкриване е също така необходимо условие, за да не могат изпълнителните директори и/или контролиращите акционери да присвояват активи на дружеството. Главна цел на регулаторите на ценни книжа трябва да бъде значителното подобряване на това разкриване. Без активен контрол и ефективни наказателни санкции дружествата ще се изкушават да не спазват регулациите.

192. В страните от ЮИЕ разкриването на информация е може би сферата, в която се проявява най-широко несъответствието между съществуващите регулации и спазването им. Както се споменава в увода, изискванията за разкриване на информация са, общо взето, високи, но не се спазват еднакво от всички. Когато дружествата публикуват информация или я подадат

на регулаторните инстанции, нейното количество, надеждност и оценимост често са на много ниско ниво.

193. Фондовите борси трябва да играят важна роля в контролирането на информацията, представена от публичните дружества. Те са първо ниво на контрол и биха могли да контролират разкриването на информация от страна на публичните дружества буквално ежедневно. Поради това те могат да реагират много бързо и да уведомяват регулаторите на ценни книжа, както и пазара в случаите, когато някоя компания не изпълнява задълженията си по отношение разкриването на информация. Освен това фондовите борси разполагат с различни санкции, които могат да възпрат някои компании от нарушаване на изискванията за информация. Предприеманите от фондовите борси мерки могат да включват допълнителни изисквания за разкриване на информация, спирането на търговията с книжа на дружеството, предупреждения и оповестяване на нарушенията в редовни бюлетини, временни или постоянни отписвания, както и уведомяване на регулатора на ценни книжа. Независимо от това регулаторите на ценни книжа трябва да осъществяват ефективен надзор над фондовите борси относно изпълнението на задълженията им.

194. Регулаторите на ценни книжа са ключовата контролираща инстанция при разкриването на информация. Те трябва да станат по-активни и по-строги по отношение на разкриваната от страна на дружествата информация. На първо място е нужно да прегледат правната и регулаторната рамка относно разкриването на информация и да я допълнят там, където е необходимо. Те трябва да бъдат овластени да предписват по-строги или специфични изисквания относно разкриването на информация, когато преценят това за необходимо. Нежно е регулаторите на ценни книжа да поставят подходяща граница между детайлизирано регулиране и административно бреме, налагано върху компаниите и индивидите, като вземат под внимание финансовите и човешките ресурси, необходими за спазването на тези правила. На второ място, регулаторите на ценни книжа трябва значително да засилят контрола върху разкриването на информация от публичните дружества и дружествата с дисперсирана акционерна собственост. За тази цел е необходимо систематично да следят дали дружествата разкриват своевременно изискваните документи и какво е тяхното качество. И на последно място, те трябва да засилят наказателните санкции и да започнат ефективно да ги налагат на компании, които не изпълняват регулациите. Някои значителни ефективно наложени и широко оповестени санкции биха могли да дадат положителен сигнал, че изискванията за разкриване не са просто формални и че регулаторите на ценни книжа наистина са се превърнали в страж.

195. За да бъдат в състояние да изпълняват задълженията си по отношение на разкриването на информация, регулаторите на ценни книжа трябва да имат необходимите финансови и човешки ресурси, да бъдат независими в изпълнението на задълженията си и да имат достатъчна административна власт, за да контролират, разследват и санкционират нарушенията (вж. препоръки 293-298, глава 5 “Прилагане и принудителни мерки”).

196. Дружествата, както и властите трябва да използват ефикасни и съвременни съобщителни средства, за да подобрят достъпа на акционерите до информация.

197. За осигуряване на действителна ефективност от разкриването на информация от голямо значение е чрез какъв канал се разкрива тя. Разкриването на информация от дружеството може да не бъде полезно за инвеститорите, ако те нямат ефективен достъп до нея (т.е. евтин, лесен и навременен). За да се гарантира честното разкриване на информация и с това справед-

ливото третиране на акционерите, всички акционери следва да имат едновременен достъп до същата информация. В това отношение съвременните средства за комуникация са ефективни средства, които отговарят на целите и изискванията на разкриването на информация.

198. Дружествата в ЮИЕ може надлежно да изпълняват законовите и регулаторните изисквания и да предоставят информация на фондовите борси и на регулаторите на ценни книжа, но в много случаи достъпът на акционерите до тази информация остава на практика ограничен и скъп. Това важи особено за външни акционери, но е вярно дори за вътрешни миноритарни акционери, каквито са служителите. Дружествата обикновено не предоставят на акционерите си пряк достъп до информация чрез модерни съобщителни средства като Интернет. Понякога акционерите могат да се сдобият за своя сметка с копия от финансовите отчети, както и с отчетите на съвета на директорите и/или цензорите, но ги възпират високите цени. И на последно място, обикновено се изисква одобрение от общото събрание на акционерите финансови отчети да се вписват в местните търговски регистри. Независимо от това не всички компании изпълняват това задължение или пък го изпълняват със закъснение, достъпът до търговските регистри не е лесен за акционерите. Напоследък положението в тази област се подобри, защото някои регулатори на ценни книжа вече предлагат на обществеността електронен достъп до информация за дружествата.

199. Следвайки примера на някои регулатори на ценни книжа в района на ЮИЕ, удобно разрешение на въпроса би било създаването на единен електронен портал за достъп, даващ на участниците в пазара достъп до официално публикуваната информация. Чрез този канал трябва да бъде направена достъпна цялата информация, която законите или разпоредбите изискват да бъде разкривана на фондовите борси и на регулаторите. Информацията също така трябва да включва данни за търговската регистрация, съответни съобщения в пресата и база данни за собственост и права на гласуване. Акционерите следва да имат свободен достъп до тази информация, и то извън обичайните, използвани от тях информационни канали. Селективен достъп до непубликувана информация в търговските регистри може да бъде предоставена също чрез он-лайн гарантирана система за запитвания.

200. Дружествата и всички регулаторни инстанции, които съгласно разпоредбите получават информация, трябва да се стараят да я направят достъпна директно на акционерите и на обществеността по навременен и справедлив начин. Използваните от дружествата обичайни средства на комуникация следва да бъдат съгласувани с акционерите и ясно определени. Освен това изискванията за регистрация трябва да включват като задължение на компаниите да дават в свои собствени уеб страници цялата публична информация, която се изисква от тях, да я подават на фондовите борси и на регулаторите на ценни книжа и постоянно да я актуализират. И на последно място, те биха могли да използват електронна поща, за да изпращат задължителните документи¹³ или да качват тези документи на уеб страницата си и да изпращат съобщения за наличието на такива акционери, които са съгласни с процедурата и са предоставили електронните си адреси за тази цел. Дружествата също биха могли системно и по защитен начин да качват на уеб страницата си информация, която е нужна на определени по съответен начин акционери или заинтересовани лица.

201. Регулирането на счетоводството и одита трябва да се засили.

202. В ЮИЕ вследствие на регулаторни и институционални недостатъци регулацията на счетоводните и одиторски професии твърде често е далеч от ефективната. Тя е обикновено е

възложена на слаби професионални организации, на които в много случаи липсва независимост и власт да налагат санкции. Освен това съществуващите наказателни мерки обикновено са много ниски. В повечето страни на ЮИЕ досега не е имало никакви значителни случаи, свързани със съдебната отговорност на одиторите. Качеството и независимостта на външните одити често се оспорва.

203. Страните от ЮИЕ не трябва да разчитат единствено и предимно на саморегулация за осигуряване на почтеността при одитите. Счетоводната и одиторската професия трябва да почиват на независим надзор.¹⁴ На първо място, тъй като изискваният по устав отчет на одиторите придава достоверност на публикуваната финансова информация и придава стойност за инвеститорите и други заинтересовани лица, договорът за одит трябва се счита не само за частен договор, но и за публична стока. На второ място, саморегулацията е показала своите ограничения и е породила някои фатални слабости в по-сложни и развити пазарни икономики, където може да се очаква, че репутационни механизми са могли да бъдат относително ефикасни при санкционирането на одиторите.

204. Регулацията на счетоводните и одиторските професии трябва да се засили значително. За тази цел на съответните регулаторни инстанции трябва да бъдат предоставени необходимите финансови и човешки ресурси за изпълнението на тяхната решаваща мисия. Международният опит е показал как някои отделни одитни провали или измами могат да подкопаят цялостното доверие в публично разкриваната информация, а от там и в почтеността на финансовите пазари като цяло. Нужно е да се вземат предвид провежданите понастоящем реформи в страните на ОИСР, тъй като обикновено те са насочени към съвсем същата цел, а именно засилване на надзора върху одиторската професия.¹⁵ В предоставяната техническа помощ може да бъде включена и чуждестранна експертиза в областта на регулациите на счетоводството и одита.

205. Основните функции на регулаторните органи по отношение на счетоводството и одита трябва да бъдат ефективният надзор и контрол над качеството на одита. На първо място, трябва да е сигурно, че одиторите имат съответната квалификация и професионална компетентност. След това трябва да се изгради стройна система от стимули, която да осигури доброто поведение на счетоводители и одитори. За тази цел те трябва да имат административната власт да определят правилата и да изискват спазването им. След това регулаторните институции следва да насочат дейността си в провеждането на редовни проверки във всички одиторски компании, които работят с публични дружества и дружества с дисперсирана акционерна собственост. На регулаторите трябва да бъде предоставена достатъчна власт при разследването и санкционирането, с която да възпират значителни нарушения и некоректни действия. Тези права за налагане на санкции следва да включват правото на налагане на подходящи по размер глоби на лица или фирми, както и забрана за изпълняване на счетоводни или одиторски функции. И на последно място, те трябва да имат право да сезират съдебната система за възбуждане на наказателни процедури.

206. Съдебната система трябва да запази правото си да преследва наказателно одиторите и последните да подлежат на граждански и наказателни санкции, предвиждани за професионална небрежност или неправилни действия. Одиторите обаче трябва да бъдат защитавани, когато са подведени от изпълнителните директори или от членове на съвета на директорите. И на последно място, страните, ошетени от небрежни, измамни или опорочени одити, трябва да имат ефективни средства за компенсация и да могат да прибягват до частно-граждански иски за овъзмездяване.¹⁶

207. Значително трябва да се увеличи качеството и силата на професионалните организации на счетоводители и одитори.

208. За цялостното подобряване на качеството на счетоводството и одита решаваща роля играят силните професионални организации, които повишават квалификацията, професионалните стандарти и етичните норми на своите членове. Те трябва да разполагат с достатъчно средства, за да изпълняват надлежно своите функции и да си осигурят независимост. За това те получават подкрепата на правителствата на ЮИЕ, когато това е необходимо. Чуждестранна помощ под формата на финансова подкрепа и експертиза също е необходима в тази критична фаза на счетоводната реформа. Независимо от това тези професионални организации следва да изработят планове, за да станат постепенно самоиздържащи се.

209. Професионалните организации на счетоводители и одитори трябва да бъдат подсилени, за да добият повече независимост от големите одиторски фирми или публичната администрация. Така подсилени, те трябва да бъдат в състояние да провеждат адекватен контрол в счетоводната и одиторска професия и да дават по-значителен принос за необходимите подобрения в квалификацията и експертните качества на счетоводителите и одиторите в страните от ЮИЕ. Това ще допринесе в много голяма степен за подобряване на качеството и доверието във финансовата информация, предоставяна от дружествата.

210. Професионалните организации на счетоводители и одитори трябва да участват и формират процеса на установяване на нужните критерии за квалификация на своите членове. Те могат да играят водеща роля в тяхното обучение и да дадат своя принос за необходимото тестване и сертифициране на счетоводители и одитори.

211. Професионалните организации трябва също така да доразвиват своите контролни функции и активно да участват във все по-пълното придържане на счетоводителите и одиторите към професионалните стандарти. Необходимо е да разработят и пропагандират кодекси на поведение за своите членове.¹⁷ Те трябва да следят техните членове да се придържат към тези стандарти и да санкционират онези, които не изпълняват задоволително своите отговорности.

212. Независимостта на одиторите трябва да се засили чрез съответни регулаторни норми и ефективен контрол.¹⁸

213. От много голямо значение за качеството и надеждността на финансовите отчети е да се осигури значителна степен на независимост на одиторите. Обществено доверие в разкриваната информация може да се постигне само ако се вярва, че мнението на одиторите не е опорочено от личен интерес, припокриване на счетоводната и одиторската функция, ходатайства, познанства или заплахи.

214. Дружествата в ЮИЕ не винаги са задължени да имат независим одит на финансовите си отчети. Когато все пак такъв независим одит се изисква, независимостта често се определя по общ начин в законите за одита и се отнася само до капиталови връзки между одитираното дружество и одиторската компания. Дори когато законът изисква външен одит от сертифицирани публични счетоводители, често в действителност далеч не може да става дума за обективност.

215. Властите в ЮИЕ трябва да имат грижата за създаването на добри законови и регулаторни изисквания относно независимостта на одиторите. На първо място, за всички публични дружества или дружества с дисперсирана собственост в страните от ЮИЕ независимият одит на финансовите отчети трябва да бъде задължителен. На второ място, тъй като това вече е извършено в някои страни в ЮИЕ, законът или регулациите трябва да дефинират критериите за такава независимост, т.е. какъв вид финансова, делова, служебна или лична връзка с одитираното дружество е забранена за одитора.¹⁹ Тези норми трябва да бъдат пригодени към специфичния контекст на всяка от страните и наскоро публикуваните препоръки на ЕС относно независимостта на одиторите, както и принципите на IOSCO за независимост на одиторите²⁰ могат да послужат като полезен ориентир.

216. Регулаторите трябва да разработят и да зложат достатъчни защитни мерки, които да гарантират, че одиторите няма да отстъпят от принципите на обективността и отчетността при изпълняване на функциите.²¹ Тези защитни мерки за независимостта могат да включват задължителна ротация на фирмите или лицата одитори, стриктно разграничение на одитирането от други консултантски дейности, както и разкриването на неодиторски задачи и ограниченията при наемането на одитори от техни предишни клиенти. И най-важното: на външните одиторски фирми трябва да бъде забранено да извършват вътрешни одити. Всяко възнаграждение, заплатено на одиторската компания от одитираното дружество, следва да бъде публично оповестено. Трябва да бъде разкрит всякакъв конфликт на интереси и всяка сделка, водеща до конфликт на интереси с одиторите, да бъде одобрена от комитета по одит.

217. Регулаторите трябва да съсредоточат дейността си върху контрола на независимостта на одиторските фирми и тяхното придържане към заложените защитни механизми. За тази цел е нужно редовно да преценяват връзките между одиторските компании и корпоративните ръководства на одитираните големи дружества.

218. Трябва да се положат усилия, за да се развие обучението на счетоводители и одитори, както и на длъжностните лица, ангажирани в регулаторните институции и държавната власт. При оказването на чуждестранна техническа помощ това трябва да бъде приоритет.

219. Без надлежно обучени и задоволително заплатени одитори, счетоводители и финансови специалисти в съответните правителствени и регулаторни институции, шансовете за цялостното подобряване на качеството и надеждността на разкриваната информация не са високи. Дружествата няма да могат да подобрят качеството на финансовите отчети, нито пък ще имат необходимите ресурси за преминаването към нови стандарти по счетоводство. Няма да има външни одитори, които да потвърждават достоверността на финансовите отчети на дружествата. И на последно място, правителствените и регулаторни институции, отговорни за контрола и налагането на санкции при разкриване на информация, няма да са в състояние да изпълняват своите решаващи функции.

220. Съществена пречка за подобряването на счетоводните и одиторските практики в повечето страни от ЮИЕ е недостатъчният брой надлежно обучени и сертифицирани счетоводители.²² Поради тази единствена причина огромен брой дружества не получават одити от квалифицирани одитори. Програмите за квалификация вече са в ход, но техните ограничени ресурси не им дават възможност да се справят с такава огромна задача. Тези усилия за обучение стават още по-нужни поради необходимостта да се премине към Международните стандарти за финансова отчетност.

221. Поради гореизложените причини обучението на счетоводители и одитори трябва да бъде изведено в приоритет при насочването на техническа помощ за региона. Професионалните асоциации се очаква да играят водеща роля в разработването на програми за обучение и квалификация на счетоводители и одитори. Може да бъдат разработени също така регионални програми за обучение и квалификация, тъй като това ще позволи спестяването на ресурси и ще улесни достъпа до международна експертиза.²³ И накрая, един критичен преглед на учебните планове в университетите може да помогне също така за създаване на задоволителна група от професионалисти в средносрочен план.

222. Трябва да се засилва и подпомага ролята на медиите при разпространяване на дружествена информация и повишаване на всеобщата прозрачност в стопанската практика.

223. Ролята на медиите за по-доброто разкриване на информацията и прозрачността е много съществена. Те могат да бъдат най-значим източник на информация за регулаторите на ценни книжа и са мощно средство за разпространение на информация за важни корпоративни събития на пазара и на обществеността. Освен това те могат да играят важна роля за предотвратяването на пазарни измами и разкриването на частни или лични интереси при вземане на дружествените решения. Действията на медиите от ЮИЕ обаче до настоящия момент са нееднородни и противоречиви. Несъмнено те са изиграли роля за насочване на общественото внимание към големи скандали и дебати, но към тях се отправят също така критики, че не са достатъчно образовани по стопанската материя, както и за това, че заинтересовани страни лесно им влияят.

224. От значение е дружествата и регулаторите по-системно да си сътрудничат с медиите, за да постигнат по-широко разпространяване на информация за дружествата и да повишат прозрачността в стопанската практика изобщо. Редовното сътрудничество ще помогне на журналистите по-добре да разбират и да вникват в проблемите, което ще подобри качеството и прецизността на техните материали. Освен това една добре образована и независима преса може да играе активна и положителна роля в контролирането на поведението на дружеството и в разкриването и дори разследването на некоректно поведение или измама. Медиите трябва да разберат своята отговорност за повишаване на прозрачността и да се стремят да повдигнат нивото на надеждност и независимост на информацията, която предлагат на обществеността. Журналистите трябва да разкриват своя интерес, както и да посочват конфликти на интереси, в случай че произвеждат или разпространяват информация за някои конкретни ценни книжа или съветват при покупката или продажбата на такива. И накрая, те също следва да бъдат санкционирани, ако разпространяват невярна или подвеждаща информация.²⁴

225. Обучението на подбрани и специализирани журналисти по въпроси, свързани с корпоративното управление въобще и със счетоводството и одита в частност, биха били много полезна инвестиция. Фондовите борси и регулаторите на ценни книжа могат да допринесат за това, като канят представители на дружествата на сесии с журналисти по въпросите на изискванията за регистрация и особено по въпросите за разкриване на информация. Това може да бъде област, където чуждестранната техническа помощ може да даде незабавна и положителна възвращаемост.

БЕЛЕЖКИ

1. Някои закони за компаниите изискват също публикуването на ”обзор на членовете на съвета на директорите” с финансовия отчет или доклад от ”вътрешнофирмен контролен орган”, който трябва да бъде одобрен от общото събрание на акционерите. Съдържанието на тези доклади не е специфицирано достатъчно детайлно и има големи разлики в тяхното качество.
2. Главно чрез участието им в регионални инициативи като SEEPAD (South East Europe Program for Accountancy Development) (Югоизточноевропейска програма за развитие на счетоводството).
3. Това трябва да се отнася за дружества, регистрирани на официални и неофициални пазари, както и за дружества, които не са регистрирани, но имат голям брой акционери, обикновено вследствие на масова приватизация. Прагът за броя на акционерите трябва да се решава в зависимост от особеностите на отделните страни.
4. Малките и средните дружества трябва да могат да прилагат опростени счетоводни стандарти, при условие че са съобразени с IFRS и не разрешават субективно прилагане на правилата за отчитане на консолидацията. За да се избегне припокриване, а също така да се осигури съвместимост с IFRS, тук трябва да се вземе под внимание работата по прецизирането на счетоводни стандарти за малките и средните предприятия от международни организации като УНКТАД.
5. Тези указания трябва също да включват разработване на процедури за съответствие с данъчните разпоредби. Това ще доведе до ясно разделение на финансовата отчетност от данъчното третиране на печалбата, тъй като липсата на подобно разграничение води до ниска степен и до изопачаване разкриването на информация и би могло да затрудни целия процес на счетоводната реформа. Освен това без такова разделение дружествата ще продължат да имат повече от един набор от отчети, което е оскъпяващо и намалява общата прозрачност на стопанските практики.
6. За тази цел те могат да се обърнат към ”Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities”, изявление, публикувано от Техническият комитет на IOSCO (International Organization of Securities Commissions), МОКЦК (Международна организация на комисиите по ценни книжа) през октомври 2002 г.
7. Разкриване на информация може да се изисква дори преди настъпването на някои събития, например осъществяване на сделки с блокове акции от вече значителен акционер. Това би дало на дружествата в ЮИЕ ясни насоки и би улеснило контрола и налагането на принудителни санкции от съответните власти.
8. Европейската практика по отношение разкриването на информация е описана в част II, раздел XIV на публикацията на IOSCO ”Non-Financial Disclosure Requirements for Cross Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers”.
9. Тези процедури могат да изискват в случаи, когато информацията е съобщена на фондовата борса, тя да може да бъде директно разкрита на обществеността, при условие че съдържанието на информацията е същото и че се оповестява по същото време или след известяването на фондовата борса. Тези процедури също така могат да изискват при наличието на някакви слухове дружествата да ги потвърждават или отричат колкото може по-скоро, за да не поощряват с мълчанието си манипулирането на пазара.
10. Стандартите за съществена информация не могат да бъдат да бъдат познатите финансови стандарти, защото обхватът на разкриваната информация трябва да се простира отвъд финансовите отчети.
11. Тук също на дружествата може да бъде разрешено да не разкриват информация, за която членовете на съвета на директорите са преценили, че е толкова деликатна и поверителна, че разкриването ѝ може чувствително да увреди търговските интереси на дружеството.
12. Тези въпроси се разглеждат обстойно в Turnbull, R., ”Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code” (The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London, 1999).
13. Като съобщение за събрания, циркуляри и предложения.

14. Той може да има двустепенна регулаторна система, включваща, от една страна, само регулиращи се организации, а от друга, регулатори на ценни книжа.
15. В това отношение страните от ЮИЕ могат да се обърнат към изданието на IOSCO "Principles for Auditor Oversight" (October 2002), където са формулирани най-важните характеристики на развиването и подобряването на регулаторните структури за надзор на одита.
16. Разработването на тези механизми за компенсация трябва да става много внимателно и обмислено, тъй като те лесно могат да станат база за злоупотреби. Например инвеститорите могат да упрекнат или да обвинят одиторите, а не собствената си погрешна преценка за лошите инвестиционни решения.
17. Те могат да разгледат етичния кодекс на IFAC като база за разработване на своите собствени изисквания по отношение на счетоводната и одиторската професия.
18. Под одитор се разбира сертифициран одитор, одиторска фирма или лице от тази фирма и нейните фирми-партньори.
19. Този критерий трябва да бъде достатъчно ясен и основателен, за да бъде налаган, но също така да бъде достатъчно твърд и широкообхватен, за да покрива различните видове връзки, които могат да компрометират независимостта на одиторите. В това отношение е за предпочитане подход, по-скоро основан на принципи, отколкото на точни и стриктни правила, тъй като би се избегнало такова формално придържане към критериите, което все пак да изневерява на основната цел да се постигне независимост.
20. Препоръка от Комисията по "Независимост на сертифицираните одитори в ЕС: Основни принципи", / IOSCO, "Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence", (October 2002).
21. При разработването на тези стандарти трябва да се съпоставят разходите за тяхното ефективно прилагане с очакваните изгоди съобразно спецификата на страните от ЮИЕ.
22. Някои други звена на компанията по традиция изпълняват ролята на външни одитори, както цензорите в Румъния. Но към тях няма изисквания да са съставени от сертифицирани външни счетоводители и не са специално обучени за извършване на одит, целящ да определи дали финансовите отчети са в съответствие с приетите счетоводни принципи.
23. Тези регионални програми могат да се разработят под шапката на регионални инициативи като SEEPAD (South East Europe Program for Accountancy Development).
24. Това се съдържа в член 6, параграф IV на Директивата на ЕС за пазарни злоупотреби "Directive of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation".

Глава 4

ОТГОВОРНОСТИ НА КОРПОРАТИВНИТЕ БОРДОВЕ

226. Ефикасният борд е от решаващо значение за успеха на корпорацията. Той е в центъра на системата на корпоративно управление на дружеството, тъй като, от една страна, е връзка между акционерите, заинтересованите лица, изпълнителните ръководства, а от друга, между дружеството и външния свят. Основната задача на борда е да се стреми да осигури просперитета на дружеството, поради това той определя неговите намерения и цели, поставя стратегическата ориентация и действия за осъществяването на целите, като назначава и контролира изпълнителното ръководство. И най-сетне, бордът трябва да осъществява контрол при разкриването на информация и да следи за рисковете, тъй като той носи отговорност пред дружеството и акционерите и е задължен да се грижи за интересите на заинтересованите лица.

227. Създаването на ефикасни бордове стои в основата на реформата на корпоративното управление. Всъщност в социалистическите икономики ресорните министерства или работнически колективи бяха натоварени със стратегическата ориентация и с контрола върху управлението на дружествата. Тези две функции сега трябва да се изпълняват от бордовете. В страните от ЮИЕ бордовете също са основен инструмент за контрол над управлението, среда, където изпълнителните ръководители са придобили значителна власт над дружествата и непрестанно биват обвинявани в нарушения и присвояване на корпоративни активи. Бордовете трябва да играят решаваща роля и контрол при конфликти на интереси, които доведоха до най-тежките и най-разпространените нарушения от периода на прехода. По този начин ролята на бордовете като средство за защита правата на миноритарните инвеститори става решаваща. И накрая трябва да се спомене, че носейки крайната отговорност за разкриване на информация, именно бордовете материализират и превръщат в реалност новата отчетност на предприятията към техните акционери. Като се грижат предприятията да предоставят на пазара и на широката общественост вярна информация за дейността и финансовите резултати на дружествата, бордовете допринасят за развиването на прозрачността на пазара и оттам на неговата ефективност.

228. В района на ЮИЕ са налице различни структурни модели на бордовете, понякога дори в една и съща страна, което отразява разнообразното историческо и правно наследство, както и избора, направен през преходния период. Структурите на бордовете са в процес на развитие и често са варианти на обичайните едностепенни или двустепенни структури. Следващите препоръки трябва да се прилагат и пригаждат с оглед на специфичните структури на бордове, които преобладават в различните страни.

229. В страните от ЮИЕ правните и регулаторни норми, регламентиращи бордовете, не са равномерно развити. В някои от тях нито в законите за дружествата, нито в регулаторните нормативни актове, нито в изискванията за регистрация се обръща голямо внимание на

бордовете, освен че се изисква за компании над даден размер активи да имат борд, да изберат структура на борда и са дадени указания как той да бъде избран. Малко са страните, в които има закони или разпоредби, където детайлно са описани структурата на борда, съставът и функциите му или законовите изисквания за наличието на независими членове или специализирани комитети. Съществуват наистина някои текстове, но изискванията им не са задължителни и това оставя възможност някои важни характеристики на борда да бъдат определяни в устава или правилника на компанията. Освен това текстове относно борда не са развити в особена степен в доброволните кодекси за най-добра практика.

230. На практика бордовете все още не играят централна и стратегическа роля, тъй като функциите им не са ясно разграничени от тези на изпълнителното ръководство. Нерядко те извършват само процедурни действия или са чисто и просто представители на контролиращите акционери. Най-често те не са независими нито от мажоритарните или контролиращи акционери, нито от изпълнителното ръководство. Присъствието на истински независими членове на борда все още е изключение. Обикновено бордовете са слаби по отношение на власт, ресурси и действителна отговорност.

231. За да могат бордовете в ЮИЕ да укрепнат така, че да изпълняват основните си функции, първо деловата общност и самите членове на бордовете ще трябва да развият по-добро разбиране за своите функции и задължения. За това ще е необходимо да се подобрят техните структури чрез увеличаване на независимостта им и развиване на ефикасни форми на функциониране. С оглед на това на бордовете трябва да бъдат предоставени необходимите средства, т.е. ефективен достъп до информация, широкоформатно обучение, както и адекватно възнаграждение. И на последно място, от членовете на борда трябва да се изисква да обръщат значително внимание на своите функции, а бордовете следва колективно да установят и прилагат прозрачни и подходящи процедури, за да професионализират и подобрят изпълнението на тези функции.

232. Регулаторните норми и правилници трябва ясно и отчетливо да заявяват, че бордовете трябва да действат съобразно най-добрия интерес на компанията, и да третират всички акционери честно и справедливо.

233. Бордовете на голям брой дружества с дисперсирана собственост в ЮИЕ са завзети и доминирани от представители на специфични интереси, което поставя под сериозно съмнение тяхната лоялност към дружеството. Главно поради концентрираните структури на собственост и близки връзки с основните собственици или - в един напълно противоположен случай - поради изключително голямата дисперсия на акциите, е възможно членовете на бордовете всъщност да представляват конкретни акционери и дори да получават заплащането си от тях.

234. От голямо значение е членовете на борда да разберат, че тяхната индивидуална и колективна лоялност трябва да бъде към дружеството и към всичките му акционери. Те не трябва да представляват в борда някои конкретни акционери, независимо от това кой ги е предложил или избрал, или повлиял за тяхното избиране. Членовете на борда имат дълга да представляват интересите на всички акционери колективно и да действат с усърдие и дължимата грижа.

235. В закона за компаниите или другите нормативни документи трябва ясно да се посочва, че бордовете имат задължението за лоялност към дружеството и към всички акционери. Това

може да се формулира по различни начини на чисто правна основа, но винаги трябва да посочва с ясен текст кому дължат лоялност членовете на борда. Ако това не е ясно формулирано в закона, дружествата следва да го направят в своите устройствени актове.

236. Едно от най-основните задължения на борда е да се придържа към устава или правилника на дружеството и да не върши нищо, което е извън компетенциите на дружеството, както са заложи в неговия устав, или да излезе извън ограниченията, наложени върху правомощията на борда. По принцип всички действия на дадено дружество извън тези ограничения трябва да бъдат нищожни и членовете на борда да бъдат наказателно отговорни за тях. Дружествата в страните от ЮИЕ е нужно да бъдат насърчавани да завеждат иски за обезщетения срещу членове на борда, които са превишили индивидуалните си правомощия.

237. По принцип деловата общност, например чрез институтите на директорите, заедно с регулаторите и съдебните власти могат да допринесат за подобряване на осъзнаването и разбирането от страна на членовете на борда на техните задължения. Това би могло да стане чрез изграждането на база данни с информация за действителни случаи, илюстриращи значението на задължението за лоялност или на съществените страни на ангажимента за дължимата грижа и усърдие. Това вече е направено в някои страни. Освен това може да се разработят "Указания за директорите", които да се раздават на действащи, както и на новоназначаваните членове на бордовете (вж. препоръки 277-282). Тези указания трябва да напомнят главните законови задължения на членовете на бордовете, включително и санкциите за нарушаването им. Те трябва да посочват какво поведение е уместно да възприемат членовете на бордовете в конкретни и типични ситуации.¹

238. В допълнение към законовите изисквания, в своите правилници дружествата е нужно да формулират ясно главните функции и отговорности на борда. Бордовете трябва да установят процедури, които документират и удостоверяват изпълнението на тези функции.

239. Същинското функциониране и ефективната роля на бордовете зависят до голяма степен от качествата на техните членове и на съответните изпълнителни директори. В много случаи в ЮИЕ ролята и функциите на борда не се разбират и прилагат добре. Не винаги съществува ясно разграничение между ролята на борда и ролята на изпълнителното ръководство и някои бордове изпълняват само или главно процедурни или представителни задачи. В закона обикновено функциите на борда са третираны твърде общо. Действията на борда не са регулирани много детайлно относно процедурите на обсъждане или вземане на решение или разкриването на информация на неговите членове. На практика остава много широко поле за отклонения.

240. На първо място, ролята на борда трябва ясно да се разграничи от тази на изпълнителното ръководство.² Важно е да няма неяснота или двусмисленост относно техните съответни отговорности, независимо откъде идват членовете на борда или какви други функции имат в компанията или нейните поделения. Бордът взема решения за стратегията на дружеството, докато изпълнителното ръководство взема решения по прилагането на тази стратегия, а действията му се контролират от борда. За по-добро изясняване, в случаите, когато това не е направено от закона или правилника на компанията, е полезно бордовете да изработят документ, в който да дефинират отредените им правомощия.

241. Основните функции на борда са да осигурява стратегическото ръководство на дружеството, да назначава и контролира изпълнителното ръководство и да се отчита на акционерите. Тези три функции са както насочващи, така и контролиращи. Те могат следователно да бъдат разпределени и оформени по различен начин съобразно структурата на борда. Способността да се изпълняват тези задължения се улеснява, ако бордът има добре документиран план за работа или друг документ, който дефинира основните му функции и описва какви процедури ще се прилагат при изпълнението им. Този документ следва да се актуализира периодично. Акционерите трябва да бъдат уведомени за основните елементи на тези процедури на борда.

242. Да се осигури стратегическо ръководство на дружеството, означава да му се даде чувство за визия и насока, с което да се определят дългосрочните и краткосрочните цели на дружествата. Затова е необходимо конкретно да се разработи и да се съгласува стратегията на дружеството с неговото изпълнително ръководство. В това отношение на борда трябва да се гледа като на съществен ресурс за управленския екип, предоставящ на екипа широк набор от знания и експертни умения.

243. Контролът върху изпълнителното ръководство включва наемането и назначаването на висшия управленски състав и най-вече на главния изпълнителен директор. Назначенията на изпълнителното ръководство трябва да се основават на качества и критериите за избор следва да бъдат известни на акционерите. Необходимо е да се оповестят възнагражденията на главния изпълнителен директор и на другите членове на висшия управленски състав. Акционерите трябва да са осведомени относно принципите за определяне възнагражденията на членовете на борда и на висшия управленски състав, а в случаите, когато схемите за възнаграждения са обвързани с резултатите, което може да намали ефекта на приходите от притежаваните от тях акции, акционерите следва да бъдат призовани да дадат своето съгласие и одобрение. В изпълнение на тези си задачи бордът трябва да осъществява непрестанен контрол върху действията на изпълнителното ръководство, следвайки изрично определените процедури.

244. Бордовете имат специално задължение да следят за и да управляват конфликти на интереси, както и да установят съответни процедури особено по отношение на сделките със свързани лица. Тези процедури трябва да включват изрични и ясни изисквания за разкриване на информация, както и правила относно вземането на решения. Независимите членове на бордове по силата на техните вътрешно присъщи характеристики имат важна роля в този процес (вж. препоръки 94 до 99 и 106 до 110 от глава 1 “Права и справедливо третиране на акционерите”).

245. И накрая бордът има отговорността да се отчита на акционерите и да осигурява спазването на закона. Бордът се избира от акционерите и е отговорен пред тях и самото дружество. За да изпълни тази своя отговорност за отчетност, бордът трябва да осигури почтеността и ефективността на системата за счетоводен и финансов отчет. Това изисква да се следи дали са създадени и функционират подходящи системи за вътрешен контрол и да се контролират системите за разкриване на информация и комуникации. Тази функция на управление на риска и надзор става все по-важна и изисква финансова грамотност, а също и лична почтеност. И тук приносът на външните и независимите членове на борда е от решаващо значение. За по-доброто си изпълнение на тези отговорности бордът може да потърси и външна експертна помощ (вж. препоръка 270).

246. Колективната и личната съдебна отговорност на членовете на борда трябва да бъде ясно формулирана. Санкциите трябва да имат разубеждаващ ефект и ефективно да се прилагат.

247. В страните от ЮИЕ съответните правни документи не винаги ясно определят точното съдържание и степен на съдебната отговорност на членовете на бордовете. В някои страни законите за дружествата предвиждат санкции, които са неподходящи и слаби, което ги прави да изглеждат чисто символични. Други страни предвиждат строги наказателни санкции. Но каквито и да са нивото и характеристиките на предвидените в правната рамка санкции, те никога не се прилагат и съдебни дела, свързани с отговорности на членове на бордовете, все още почти не се срещат.

248. Колективната и личната отговорност на членовете на бордовете трябва да бъде ясно дефинирана в закона за компаниите или другите нормативни документи. Законодателите следва да решат кои опции са най-подходящи за съответните страни и да предвидят подходящи схеми за санкциониране, които да обхващат граждански, административни и наказателни санкции, където това е уместно.³

249. В качеството на членове на борда, изпълнителните и външните членове на борда е нужно да се носят едни и същи права и задължения и да подлежат на една и съща правна отговорност. Равната отговорност ще упражни натиск върху външните членове на борда да се информират и действат прилежно. Все пак, тъй като техният достъп до информация е различен и степента на участието може да бъде доста различна, вероятно е съдът да приеме различна степен на отговорност, в случай че бордът бъде съден.

250. Санкциите трябва да бъдат достатъчно високи, за да могат членовете на бордовете да възприемат сериозно своите задължения. Все пак трябва да се намери някакъв баланс при необходимостта от строги правила и взискателност, за да не бъдат отблъсквани способни кандидати. Ясни формулировки на задълженията на борда и на съдебната му отговорност, ясно формулирани правилници на дружествата и процедури за работа на борда ще спомогнат за по-вярното и по-добро разбиране на обстановката. Освен това в съответните правни системи трябва да се въведе понятието делова преценка или негов еквивалент, за да бъдат защитени членовете на бордове от наказателна отговорност за погрешни стопански решения.⁴

251. Необходимо е санкциите да се налагат ефективно, за да имат възпиращо въздействие срещу нарушенията. Тяхното стриктно и последователно прилагане може да помогне на членовете на бордовете по-добре да осъзнаят своите истински отговорности. В това отношение особено ефективно може да бъде създаването на пределна яснота, че на членовете на бордовете може да бъде предявена лична наказателна отговорност. За това ще помогне също и по-доброто обучение на членовете на бордове и изясняването на техните задължения според законите и регулациите.

252. Необходимо е от дружествата да се изисква да имат в бордовете си достатъчен брой независими директори. Условието за независимост трябва да бъде ясно формулирано.

253. Обикновено в ЮИЕ няма законови изисквания за външни и независими членове на бордовете и все още в тях има много малък брой истински независими членове. Що се отнася до външните членове на бордовете, те обикновено представляват лица, свързани с дружеството, с контролиращите акционери или с политически партии. По такъв начин съставът на

бордовете обикновено отразява концентрираната структура на собственост на дружествата, като представителите на контролиращите акционери *de facto* доминират бордовете. Миноритарните собственици рядко са в състояние да повлияят на номинирането и избора на членове на борда. И накрая, има случаи, когато държавата е свръх представена в бордовете и значителен брой външни членове са чисто и просто политически назначени и биват редовно подменяни след парламентарни избори. Все пак в някои страни от ЮИЕ неотдавна въведените регулаторни подобрения вече изискват минимален брой независими членове на борда, а в някои от тях са формулирани и точни дефиниции за независимост. Съществува също една по-обща тенденция за ефективно нарастване на броя на независимите и външни членове на бордовете, както и все по-голямо разграничаване на функциите на председателя на борда от изпълнителните членове на борда.

254. От съществено значение е да се разбере духът на независимостта. За това се изисква способността за упражняване на обективна преценка по корпоративни въпроси, без човек да е подчинен на някакъв специален интерес и особено на интересите на управата, на контролиращите акционери или на политическите партии. Да бъдеш независим, е по-скоро въпрос на индивидуален характер и лично отношение, които не могат да бъдат лесно предписани от закона. Следователно в допълнение към общите умения и опит, които се изискват за всички членове на бордове, най-важните лични качества и нагласи, които трябва да се търсят у независимите членове на бордове, са почтеност и сила на характера. Все пак някои критерии, които улесняват подобна независима умствена и духовна нагласа, могат да бъдат изяснени в закона или регулациите. Този критерий⁵ трябва да визира ситуации, които правят независимостта невъзможна или неубедителна, като например лицето да е настоящ или бивш член на изпълнителното ръководство на дружеството или на неговите подразделения, или на фирма-майка, на партньор или свързано дружество, да е близък роднина на висшето изпълнително ръководство или на представители на контролиращите акционери, или да има договор с дружеството или с групата като доставчик на услуги, материали, или клиент и на последно място, да е политическо назначение. Следвайки същата логика, на членовете на бордове не трябва по никакъв пряк или косвен начин да се пречи да задават на изпълнителните членове на борда въпроси относно техните виждания, да изразяват някаква конкретна загриженост и да оспорват решенията на борда в случаите, когато у тях се породи съмнение относно уместността, истинността или адекватността на дадена сделка, на дадена преценка или на разкривана информация.

255. Независимите членове на бордове имат същите правни задължения към дружеството както останалите членове, но те играят специфична и значителна роля с това, че дават възможност на борда да изпълнява някои от своите най-важни функции. На първо място, независимите членове на борда могат да играят важна роля чрез своя външен поглед и да помогнат за по-доброто разработване на стратегията на дружеството чрез свежата си гледна точка и необременена преценка. На второ място, наличието на значителен брой независими членове на борда е от решаващо значение за контрола над изпълнителното ръководство. Това важи още повече за ЮИЕ, където изпълнителните директори често са свързани с контролиращите акционери и/или политическите партии. Независимите членове на борда ще играят специална роля при оценка на действията на изпълнителното ръководство и при вземането на решения или предлагането на схеми за възнаграждения. Те ще имат основно значение при контрола и управлението на конфликти на интереси и ще дадат възможност на борда колективно да изпълни своите задължения за лоялност към всички акционери, а не само към големите такива. Вследствие на това независимите членове на бордовете ще имат важна роля при съставянето на специализираните комитети, описани в следващите препоръки от 258 до 264.

256. Законите за компаниите, регулациите или доброволните кодекси трябва да поощряват включването на достатъчен брой независими директори, за да могат бордовете да изпълняват надлежно основните си функции. Понятието независимост трябва също така да бъде дефинирано колкото може по-ясно в националните регулации в описания по-горе смисъл. Тъй като тези промени в законите могат да отнемат време, фондовите борси трябва да подканят дружествата доброволно да увеличат броя на независимите членове на бордовете. Точното съотношение може да зависи от конкретните условия в съответните страни, както и от наличието на подходящи кандидати.

257. В допълнение към това законодателите трябва да дадат на дружествата възможност доброволно да възприемат принципа на кумулативно гласуване при избора на своите членове на борда. Изискванията за регистрация също могат да поощряват кумулативното гласуване. То отваря възможността за повишено участие при гласуването от страна на миноритарните собственици при номинацията и избора на членовете на борда. В някои страни от ЮИЕ редица наскоро направени поправки в законите вече разрешават или дори изискват кумулативното гласуване. То обаче не трябва да се смесва с възприемането на репрезентативна концепция за бордовете. Избраните чрез кумулативно гласуване членове на бордове не бива да бъдат смятани за представители на миноритарните акционери. Както другите членове на борда, те трябва да представляват всички акционери.

258. Големите дружества ще си помогнат значително, ако учредят специализирани комитети в рамките на структурата на бордовете за подпомагане на борда като цяло в изпълнение на някои от най-съществените и решаващи функции.

259. Повечето бордове на дружества в ЮИЕ нямат специализирани комитети. В много случаи нито законът, нито други регулации, нито изискванията за регистрация не задължават дружествата да имат такива комитети. А обичайните функции, изпълнявани от специализираните комитети, са тъкмо онези, които са най-слабо развити в практиката на бордовете в ЮИЕ. Освен това характерният малък брой членове на борда сам по себе си представлява ограничение за създаване на специализирани комитети. И накрая понастоящем бордовете имат съвсем малък достъп до външни експерти, което пречи на способността им да допринасят значително за изработването на стратегията на дружеството или за ефективен контрол над изпълнителното ръководство.

260. Главното предимство на специализираните комитети се състои в това - ясно да се изведе на преден план важността на някои специфични функции на борда. В контекста на ЮИЕ това е особено подходящо, защото тези комитети могат да подчертаят важността на точно онези функции на бордовете, които досега остават неразвити. Друго предимство е, че те ясно структурират функциите на бордовете относно конфликти на интереси и идентифицират онези членове на борда, които имат уменията и опита да ги изпълняват. И на последно място, те помагат на членовете на борда да отделят достатъчно време за осигуряването на тези функции. За да им се помогне да се съсредоточат върху тези специфични задължения, те могат да получават специално възнаграждение като членове на комитет. И така, наличието на специализирани комитети дава възможност основните функции на борда да бъдат изпълнявани по-правилно, макар и по закон пълната отговорност да се носи от борда.

261. Създаването на специализирани комитети към бордовете на дружествата трябва да се поощрява или чрез регулациите, или чрез правилата на фондовата борса. Тези комитети

трябва да се занимават по-специално с основните отговорности на борда, включващи конфликти на интереси, по-специално одита и възнагражденията. Когато дружествата създадат специализирани комитети, е важно техните задължения, процедури и състав да бъдат ясно описани и документирани.

262. Специализираните комитети трябва да бъдат съставени от преобладаващ брой външни членове на борда и ако е възможно, от независими негови членове. Това е необходимо изискване за тяхното ефективно функциониране, тъй като те обикновено са натоварени с контрола на конфликт на интереси.

263. Като се има предвид сложността на разкриването на информация в условия на преход и лошото състояние на разкриването на информация от страна на дружествата в много държави от ЮИЕ, на комитета по одит трябва да се обърне специално внимание.⁶ Той трябва да се състави от външните и независими членове на борда, които имат най-подходяща квалификация и опит в областта на финансите и одита. Задачата на комитета по одит е да следи процеса на финансова отчетност, на вътрешните системи за контрол и да е във връзка с външните и вътрешните одитори на дружеството. До каква степен “цензорите” или “финансовите ревизори” в страните от ЮИЕ биха могли да играят ролята на комитети по одит, следва да се прецени в светлината на досегашната им дейност, компетентността на техните членове, независимост и авторитет. Най-вероятно съществуването на такива специални звена няма да изключи целесъобразността от създаване на комитети по одит в бордовете, тъй като техните функции и отговорности ще бъдат различни.

264. Комитетът по възнагражденията трябва да се занимава с изработването на рамка и политика по отношение на възнаграждението на главния изпълнителен директор и другите членове на изпълнителното ръководство. Те трябва също да са отговорни за възнаграждението на изпълнителните членове на борда в ролята им на членове на борда. Комитетът по възнагражденията трябва да има изричната отговорност да предлага цели и норми за възнаграждения, базирани на резултатите от дейността на дружеството, както и цялостен пакет за възнагражденията на всеки един от изпълнителните членове на борда, включително и всякакъв вид други стимули. Той трябва също да определи и да контролира консултантите по възнагражденията.

265. Всички членове на борда трябва да имат изрично определена и голяма власт за достъп до информация, необходима за изпълнението на техните функции.

266. Ролята на член на борд и особено на външен член е все по-сложна и взискателна. Една от главните пречки, които не позволяват на бордовете в ЮИЕ да изпълняват действителните си функции независимо, е трудността да придобиват надеждна, достатъчна и навременна информация за състоянието и действията на компанията. Количеството и качеството на предоставяните на членовете на борда материали често са далеч от нормално необходимите. Външните и особено независимите членове на бордове обикновено са ограничени във възможностите си да изискват специфична информация от изпълнителните членове, както и да проверяват нейната достоверност. Те са също така ограничени в достъпа си до независима информация.

267. Качеството на предоставяната на членовете на борда информация е от решаващо значение за професионалното изпълнение на възложените им задължения. Бордовете трябва да имат достъп до цялата информация, необходима, за да могат да оценяват и да вземат решения

по всички въпроси, свързани с дружеството, преди заседанията си. Те трябва да разчитат на изпълнителното ръководство и на изпълнителните членове на борда за предоставянето им на релевантна и точна информация, редовно и навременно.

268. Задължение на председателя и на главния изпълнителен директор е външните членове да получат надлежна информация. Те трябва редовно да преценяват и да определят каква информация е нужна или релевантна за външните членове на борда, за да изпълняват своите задачи по-ефикасно. Независимо от това външните членове следва също така да проявяват инициатива и да изискват информацията, която преценяват, че им е нужна, за да могат ефективно да контролират дружеството и неговото изпълнително ръководство. Те би трябвало да търсят допълнителна информация или разяснения, когато смятат, че това е необходимо. Дружествата трябва да им подигуряват ефективна възможност за достъп до тази информация и да проверяват нейното качество чрез изпълнителните членове на борда. По такъв начин между изпълнителните и външните членове на борда трябва да има постоянен диалог относно предоставяната на борда информация. Това трябва да е ясно изведено като елемент на оценката за дейността на целия борд, както и на неговите отделни членове.

269. Трябва да се създаде процедура, която да дава възможност на членовете на борда да имат пряк достъп до служителите на всички равнища, за да могат по независим начин да сверяват информацията, подавана на борда от изпълнителното ръководство. В задълженията и на другите членове на изпълнителното ръководство е нужно да се посочва ясно, че те трябва да предоставят на външните членове на борда цялата изисквана от тях информация.

270. Бордовете и особено комитетите е нужно да имат достъп до външно професионално мнение и съвет, когато преценят това за необходимо, за да могат да изпълняват по-задоволително своите функции. Следователно бордовете трябва да разполагат с необходимите финансови ресурси за ползване на независима експертиза.

271. Възнаграждението на членовете на бордовете трябва да бъде задоволително и прозрачно.

272. Възнагражденията на членовете на бордовете рядко се публикуват и вземането на решение по тях не е прозрачно, макар че се изисква одобрението на годишното общо събрание. Пакетите за възнаграждение, обвързващи заплащането на борда с резултатите от дейността на фирмата, са много редки, а в някои случаи законът налага ограничения върху възнаграждения под формата на акции. Практикуването на такова възнаграждение може да бъде ограничено и от неотдавна въведените норми относно критериите за независимост. В по-общ смисъл твърде ограничената практика на притежаване на акции от членовете на бордовете сочи, че обвързването на интересите им с тези на акционерите чрез собственост на акции не е широко разпространено. Но отделни членове на бордовете понякога получават директно възнаграждение от големите акционери, които са ги избрали, и в такива случаи това често се основава на конфиденциални споразумения.

273. Възнаграждението на членовете на бордовете трябва да бъде задоволително и да отговоря на тяхната натовареност и отговорност. То би трябвало да бъде достатъчно високо, за да бъдат привлечени компетентни и опитни специалисти, на които да се даде възможност да посветят достатъчно време и енергия за изпълнението на своята задача по независим начин. Очевидно всичко това ще зависи от мащабите и сложността на бизнеса, както и от общото

ниво на заплащане в съответната страна за професионалисти със сходни умения, образование и опит.

274. Възнаграждението на членовете на борда може да включва не само годишни хонорари и такива за участие в заседанията, но също и допълнителни заплащания за специална експертиза и за отговорности, поемани в отделните комитети. Предоставянето на акции от компанията може да бъде също така част от пакета за възнаграждение, тъй като това може да помогне за обвързването на интересите на членовете на борда с тези на акционерите.⁷

275. Заинтересованите лица не бива да могат да възнаграждават пряко членовете на бордовете за тяхната работа като такива, тъй като това очевидно ще се отрази на тяхната независимост.

276. Каквато и форма и размер да има това, възнаграждението на членовете на борда трябва да бъде прозрачно и да се публикува в годишните отчети.

277. Могат да бъдат разработени и разпространени практически указания, съдържащи полезни насоки за бордовете как професионално да изпълняват своите функции. Тези указания трябва да подчертават необходимостта членовете на борда да посвещават достатъчно време на своите задължения и да работят като екип.

278. Бордовете в ЮИЕ не винаги изпълняват своите функции задоволително, тъй като техните членове не посвещават достатъчно време на тази отговорна дейност. Ефективното присъствие на членовете на бордовете често е незадоволително и подготовката за заседанията на борда е слаба. В някои дружества участието в заседанията на борда може да е формално, вместо да е активно, критично и придружено със задаване на въпроси.

279. С натрупването на опит отделните дружества развиват своя практика по отношение на бордовете си и за деловата общественост ще бъде от голяма полза да събере и подреди този опит в систематична форма. Практически указания или наръчници “как се прави“ за бордовете могат да се разработят на национални и регионални нива, както това вече е направено в някои от страните. Тези указания могат да се разпространяват, обсъждат и разглеждат в частния сектор с течение на времето, успоредно с натрупването на практика относно дейността на бордовете. Те трябва да разясняват отговорностите на борда и да насърчават професионализма.

280. Тези указания трябва да определят минимума от процедури, под който е невъзможно ефективното изпълнение на задълженията на борда. Например в тях може да се посочва броят заседания и да се указват специфични процедури, за да помагат на борда в неговата контролна и надзорна работа. В тях може също така да се посочи някакъв ограничител за участие в бордове на дадено лице. Специално внимание трябва да се обърне на процедури, свързани с одобрението на големи сделки и сделки със свързани лица, както и всякакви решения, включващи конфликт на интереси с членове на изпълнителното ръководство или на борда. В тези указания трябва да се настоява също за колегиалност в работата на борда и да се препоръчва в договорите на членовете на борда да се определя ясно тяхното задължение за лоялност към всички акционери, основните им функции като членове на борда, както и минимумът от време, който трябва да посвещават.⁸

281. В тези указания може още по-релефно да се очертае специфичната и специална роля на председателя на борда. Той има трудното задължение да го ръководи, да направлява дейността

на борда и да развива неговата ефективност като работеща група. Председателят е отговорен за изработването, заедно с борда, на процедури за работата му, които правят разграничение между правата и задълженията на борда, от една страна, и на изпълнителното ръководство, от друга. Той/тя носят окончателната отговорност за редовното и навременно провеждане на заседанията на борда, той/тя председателства неговите заседания и отговаря за предоставяната на членовете на борда информация. Той/тя е отговорен/а за това членовете на борда, особено външните такива, да разполагат с достатъчно време и информация, за да се подготвят и обсъдят всички точки от дневния ред.

282. И на последно място, тези практически указания трябва да подчертават колко необходимо и полезно за бордовете е да правят ежегодни обзори на резултатите от дейността си и да дадат указания за минимума информация, която трябва да бъде разкривана за начина на работата на борда и за неговите членове. Дружествата трябва да дават отчет за броя на заседанията на борда и на комитетите, за участието на всеки от членовете на борда в тези заседания и да дават минимума информация за всеки от тях. Те трябва да посочват също дали е извършен годишен преглед на дейността на борда.

283. За подобряване на практиката на корпоративно управление в ЮИЕ е важно обучението на членовете на борда да стане приоритет. Трябва да се положат усилия за създаването на национални институти на директорите, както и на регионална мрежа на такива институти, а чуждестранните донори е нужно да подкрепят тези усилия.

284. Липсата на достатъчен брой квалифицирани и компетентни членове на бордове е голяма пречка за подобряване дейността на бордовете в страните от ЮИЕ. Действащите понастоящем членове отразяват предимно техническия профил на управленската структура на предхождащата икономическа система, преобладават инженери. Членовете на бордовете трябва да придобият доста по-широк обхват от умения и все по-сложна специализация особено в областта на счетоводството и финансовата отчетност, но също така и в областите на стратегическото планиране, човешките ресурси, управлението на риска и т.н. Независимо от значителния напредък през последните години все още съществува относителен недостиг на нужния образователен ценз, а именно на квалифицирани икономисти. Освен това специалните умения и качества, свързани пряко с ролята на членовете на бордове, тепърва предстои да се разработят както за действащите понастоящем, така и за бъдещите членове.

285. Главният път, по който ще се разшири групата на квалифицирани членове на бордове, е тяхното обучение. То трябва да обхваща три различни аспекта: ролята на членовете на бордовете, тяхното лично развитие и техническите им умения. На първо място, членовете на бордовете трябва да получат практически указания и обучение относно значението на техните фидуциарни задължения и по това как следва да изпълняват своите основни функции. На второ място, програмите за обучение следва да насърчават и засилват способността на членовете на бордовете да работят заедно. Също така трябва да се постави ударение на най-важните лични качества, които са ключови за ефективното функциониране на бордовете, т. е. почтеност, скептицизъм и кураж да се задават въпроси на изпълнителното ръководство. И на последно място, може да се предвиди и обучение по някои специални дисциплини и техники, за да се дооформи и актуализира квалификацията на членовете на бордовете в разнообразните и все по-сложни области на специализирано знание, необходими за задоволителното изпълнение на техните функции.

286. Дружествата трябва да се насърчават да разработват програми за въвеждане в задълженията, които да запознават новите външни членове на борда със същността си, дейностите и пазарите си. Също така те трябва да се погрижат новите членове на борда напълно да осъзнават своята роля и отговорности.

287. За да имат дружествата центрове за обучение и подготовка на членовете на бордовете, могат да бъдат създадени институти на директорите, които да се развиват и укрепват на национално ниво. Тези институти трябва да се създават със съдействието на стопански професионални сдружения, фондовите борси, търговските камари и самите дружества. Тези институти играят голяма роля в осигуряването на подходящо обучение за действащите, както и за нови членове на бордовете. Като осигуряват на членовете на бордовете възможност да обменят опит и по този начин да изграждат мрежи на сътрудничество, тези институти могат значително да допринесат за развиването на нова култура на бордовете. Те биха могли да разработят база данни за квалифицирани членове на бордове и по този начин да улеснят набирането на такива от дружествата. Институтите на директорите могат да извлекат голяма полза от двустранно сътрудничество с други институти на директорите от страни на ОИСР или страни в преход.

288. Приоритет на многостранната техническа помощ може да стане развитието на мрежа от националните институти на директорите. Тази мрежа може да помогне на членовете си да разработват и разпространяват указания за членовете на бордове, както бе указано по горе. Те биха могли също така да развиват програми за обучение и материали за националните институти на директорите, както и да предоставят обучение за отделни членове за бордовете от региона. Тази мрежа от институти на директорите може да разработи програми за квалификация⁹, които да бъдат признати в различните страни от ЮИЕ. Разработването на такава регионална мрежа в допълнение с финансовата и експертна помощ може да облекчи проблема с недостига, като увеличи броя на квалифицираните кандидати и насърчи номинацията на членове на бордове от региона.

БЕЛЕЖКИ

1. Те могат да използват например "Standards for the Board", публикуван от British Institute of Directors (IoD, London 2001). Задълженията на директорите, потенциалната им съдебна отговорност и добрата практика се разглеждат по-подробно в "The Company Director's Guide" (IoD, London 2002).
2. Това разграничение е ясно описано и разгледано в глава 3 на "Corporate Governance and Chairmanship, a personal view", by Sir Adrian Cadbury, Oxford University Press 2002.
3. Санкциите трябва да бъдат съобразени и пригодени към различните нарушения на задълженията и да вземат под внимание степента на сериозност на нарушението и нивото, до което дружеството трябва да отговаря за провиненията на членовете на своя борд. В крайна сметка при решаването на вида и нивото на санкциите властите следва да отчитат и тяхното възпиращо значение, което ще зависи от строгостта и начина, по който се прилагат в действителност. Ефективното налагане на санкциите трябва да бъде най-важният критерий и той ще зависи от характеристиките и силата на институционалната рамка въобще и на правната система в частност.
4. С прилагането на правилото на делова преценка се цели да се предостави на членовете на бордовете и на висшия управленски състав широк диапазон при вземане на стопански решения за дружеството. Те не трябва да подлежат на наказателна отговорност за това, че са упражнили делова преценка - дори за очевидни грешки, освен с някои изключения. Тези изключения включват измама, конфликт на интереси, действия извън целите и намеренията на компанията или пък неизпълнение на изискването за усърдие и дължима грижа в изпълнение на основните

си дейности като членове на борда (като това да се присъства на заседания, търсене на информация, внимателно обмисляне и смислено обсъждане на въпросите, преди да се вземат важни решения).

5. Регулаторите могат да намерят многобройни примери на такива списъци от критерии като например съдържащите се в "Review of the role and effectiveness of non-executive board members" от "Higgs Report" (2003), или в "Towards better corporate governance", издание на British National Association of Pension Funds (2000).
6. Най-добри практики на комитетите по одит се съдържат в публикацията на IOSCO "Principles of Auditors Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring and Auditor's Independence", Statement of Technical Committee (October 2002).
7. Все пак, като се има в предвид сегашната степен на развитие на фондовите борси в ЮИЕ, не е реалистично да се очаква, че това може в краткосрочна перспектива да съставлява истински стимул. Освен това твърде големи пакети акции, притежавани от членовете на бордовете, могат да се отразят неблагоприятно на тяхната независимост.
8. Това време трябва да включва участие в заседанията на борда и на комитетите, подготовка за тези заседания, както и контакти със служителите и с външни специалисти. Макар че е доста трудно да се кодифицира и квантифицира необходимото за даден член на борд време за изпълнението на неговите/нейните задължения по информиран начин, такива договори могат да поощрят членовете на бордовете към по-голямо участие, като това важи особено за външните членове. Преценката за отделяното от всеки член на борда време трябва да бъде част от редовния процес на оценяване.
9. Неотдавнашен пример е обучението на сертифицирани директори във Великобритания.

ПРИЛАГАНЕ И ПРИНУДИТЕЛНИ МЕРКИ

289. Трябва да се укрепи и засили способността на съдебната система ефективно да решава търговските спорове.

290. В много страни от ЮИЕ съдебната система изпитва затруднения да се справи с бързо нарастващия брой на търговските дела в периода на прехода. В различните страни от ЮИЕ проблемите, довели до дълги проточени дела и често проблематични отсъждания, са сходни: недостатъчно възможности за обучение, липса на опит и отсъствие на прецеденти и ресурси. Засилването на способностите на съдебната система по отношение на търговските спорове трябва да бъде съществен елемент в реформата на корпоративното управление. Правната система лежи в основата не само на съдържащите се в Бялата книга препоръки, но и на цялата търговска и договорна система.

291. Ресурсите, способността и авторитетът на съдебната система трябва да бъдат засилени, за да бъдат съдилищата в състояние да разследват нарушенията и да разработят подходящи корективи или възпиращи средства по отношение нарушенията на правата на акционерите и отмяна на съдебни разпореждания.

292. В повечето страни от ЮИЕ за успешната реформа на съдебната система ще са необходими серия от стъпки. Трябва да се даде приоритет на следните: а) гаранции за нейната независимост; б) обучение на юристите и съдиите по търговско право и процедури, особено по отношение на законите за компаниите и за ценните книжа, както и закона за банкрута. Многостранната и двустранната техническа помощ могат да играят важна роля за това; в) възнаграждението на съдиите и на другите съдебни служители трябва да бъде задоволително, за да се осигури образователният ценз, опитът и почтеността, които се изискват за съответния пост; г) трябва да се насърчава по-голямата специализация на съдиите в областта на търговското и дружественото право; д) мненията и решенията на съдилищата трябва да се оповестяват, за да се увеличи обществената информираност, да се улесни тълкуването на закона и да се повиши отговорността на съдебната система; е) трябва да се създадат ефективни механизми за противодействие на корупцията в съдебната система.

293. Регулаторите на ценни книжа в страните от ЮИЕ трябва да имат независимостта, ресурсите, корективите и отговорността, които са необходими, за да могат ефективно да контролират финансовите пазари и саморегулиращите се организации.¹

294. В повечето страни от ЮИЕ националният регулатор е първата и в много случаи последна защитна линия на правата на акционерите. Обикновено те също контролират и саморегулиращите се организации като фондови борси, които също могат да играят важна роля

за защитата правата на акционерите и подобряването на корпоративното управление. Следователно те имат съществено значение за инвестиционния климат и за цялостното доверие в пазара. За съжаление недостигът на ресурси, неясното понякога разделение на отговорностите с другите власти, липсата на прозрачност и отчетност, както и на подходящи корективи пречат на съответните регулатори да бъдат напълно ефикасни при изпълнението на задълженията им.

295. Ефективните принудителни мерки изискват регулаторите на ценни книжа в страните от ЮИЕ да разполагат с нужните бюджетни ресурси, редовно обучение на персонала, включително и международен обмен на експертиза с подобни институции и конкурентоспособни заплати. Подсилването на способностите на регулаторите по отношение на финансовия и човешкия ресурс трябва да бъде приоритет при оказването на техническа помощ.

296. Регулаторите на ценни книжа е нужно да бъдат независими в своите действия и в същото време да имат достатъчна власт, за да изпълняват контролните си функции. Служителите на всички нива трябва да се назначават съобразно професионалните им качества и техният авторитет на финансовия пазар. За да се повиши независимостта на регулаторите, техните мандати следва да бъдат с подходяща продължителност, чиито срокове да не съвпадат.² Нужно е те да не могат да бъдат отстранявани освен при строго определени обстоятелства.

297. Функциите на регулаторите на ценни книжа е необходимо да бъдат ясно дефинирани, да се изпълняват прозрачно и с адекватно отчетане. Например техните членове трябва да разкриват сделките си с акции на компании, контролирани от тях. От своя страна регулаторите на ценни книжа следва да изискват от съответните саморегулиращи се организации да спазват най-високи етични и професионални стандарти.

298. Регулаторите на ценни книжа трябва да разполагат със и да използват и други корективи освен прекратяване на търговията и сваляне на ценните книжа на дадено дружество от търговия на фондовата борса, като например глоби и публично обявяване на нарушенията. Прекратяванията може би не са най-подходящият вид санкция, тъй като наказват главно участниците в пазара.

299. Акционерите трябва да имат достъп до ефективни механизми за обезщетение, включващи професионален арбитраж и колективни усилия на ниска цена.

300. Акционери, които търсят законно обезщетение чрез съдебната система, често са жертва на забави и са принудени да правят разходи, които в повечето случаи надхвърлят стойността на техните акции. Следствието от това е, че акционерите не търсят обезщетение, когато правата им са нарушени.

301. Акционерите трябва да имат лесен достъп до обикновената съдебна система и да могат да получат компенсация на умерена цена и без прекомерна забава. Те трябва да могат да завеждат деривативни иски, т. е. иски от името на дружеството срещу членове на бордовете за компенсиране на причинени загуби.

302. Успешен коректив също може да се окаже, ако фондовите борси или други инстанции установят механизми за професионално арбитражиране при разрешаването на спорове между дружествата и акционерите. Такъв частен арбитраж може понякога да действа с повече ресурси и по-бързо отколкото делата в държавните съдилища. Арбитражът обаче не може да

замести съдебната принуда, тъй като, за да бъде арбитражът успешен, в края на краищата е необходимо спечелилата страна да накара съдебната система да признае решението на арбитража и да го наложи.

303. Подобрението на законовите корективни механизми за акционерите може да включва и възможността за колективни усилия на ниска цена чрез асоциациите на акционерите или други институции. В същия дух и когато това още не е уредено, регулаторите следва да могат да завеждат иски от името на акционерите, в случай че за това са предвидени достатъчно средства.

304. Необходимо е да се развие още повече активното регионално сътрудничество между всички основни играчи в институционалната рамка на корпоративното управление. Това сътрудничество трябва да се инициира регионално и да се поддържа от международни организации.

305. Създаването на цялата необходима институционална рамка по въпросите на корпоративното управление и почтеността на пазара е сложен и скъп процес. Възможно е някои малки страни в региона на ЮИЕ да не разполагат с необходимите ресурси за изграждането на такава рамка. Това може да доведе до създаването на непълна институционална рамка и на слаби отделни институции, които не са в състояние ефективно да изпълняват задачите си. Освен това някои по-малки фондови борси в ЮИЕ може би не са в състояние да работят по развитието си освен ако не си сътрудничат или дори интегрират на регионално ниво. Вече са създадени някои инициативи по отношение на сътрудничеството на регулаторите на ценни книжа, интегрирането на отделни пазари на някои фондови борси в региона или на обучение на участниците на пазара.³

306. Трябва да се инициира или засили регионалното сътрудничество между фондовите борси, регулаторите на ценни книжа, както и професионалните сдружения на счетоводители и одитори, брокери и дилъри, миноритарни собственици и т.н. Това регионално сътрудничество може да се съсредоточи върху два приоритета. На първо място към обучението - като се разработят общи учебни програми, институции за обучение и процедури за лицензиране. Целта е да се постигне най-малкото взаимно признаване на стандартите и лицензиите. Вторият приоритет трябва да бъде сътрудничеството между фондовите борси. За да се осъществи това, регулаторите следва да работят и по сближаването, и уеднаквяването на регулациите.

307. Националните или чуждестранните донори е нужно да поощряват такова регионално сътрудничество.

308. Кръглата маса трябва да продължи своята работа, да следи и подкрепя напредъка в областта на корпоративното управление и други свързани проблеми в корпоративния сектор.

309. Все по-широко се признава значението на добрата практика в корпоративното управление за привличането на инвестиции, развиването на стабилни вторични финансови пазари и за реструктуриране на промишлеността. Много страни от ЮИЕ се намират в процес на реформиране на своята законодателна и институционална рамка, отнасяща се до корпоративното управление. Кръглата маса създаде регионална мрежа от експерти по корпоративно управление, която включва политици, регулатори и представители на частния сектор. Кръгла-

та маса даде възможност тези експерти да активизират своите усилия по реформата на национално ниво и да увеличат знанията си по въпросите на корпоративното управление. Мрежата от регионални експерти формира важна коалиция за реформи на регионално и национално ниво, която е от съществено значение за следващата фаза на набелязване на насоки за действие и прилагане. Бялата книга може да бъде полезен инструмент за регионалните експерти и политиците при тяхната дейност в посока на реформите, както и при формирането и хода на самия процес на реформите.

310. Бялата книга трябва първо да бъде преведена, разпространена и направена обществено достояние в съответните страни, особено сред бизнес средите и правителствените нива. Целият този процес трябва да се извършва на основата на национални инициативи, подпомагани от Секретариата от ОИСР.

311. Кръглата маса е необходимо да продължи работата си, използвайки Бялата книга като база за подкрепяне процесите на проектиране, прилагане и налагане на реформите. Тази втора фаза на Кръглата маса следва да има за цел наблюдението върху прилагането на Бялата книга, да предоставя по-нататъшна експертиза по въпросите на корпоративното управление и да поддържа диалога по регионалната политика върху специфичните въпроси и приоритети на реформата. Тези приоритети трябва да включват принудителните мерки, процедури и правила за промени в корпоративния контрол и процедури за контролиране на конфликта на интереси.

БЕЛЕЖКИ

1. Регулаторите могат да се обърнат към целите и принципите на регулирането на ценни книжа, разработени от IOSCO през февруари 2002 г., и особено първите пет принципа, отнасящи се за самия регулатор.
2. Ако мандатът е тригодишен, то всяка година само една трета от борда подлежи на избор.
3. В момента институтът "Изток-Запад" разработва регионална инициатива за създаването на център за образование и обучение на участниците в пазара, включително брокери и анализатори, и за трансграничното лицензиране. Участници в инициативата ще бъдат всички фондови борси, регулатори на ценни книжа и участници на пазара от региона.

Приложение А

СРАВНИТЕЛЕН ОБЗОР НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВЛЕНИЕ В ЮГОИЗТОЧНА ЕВРОПА

312. Настоящата обзорна част служи като Приложение към Бялата книга по корпоративно управление в ЮИЕ. Главната цел на тази книга е да илюстрира основните общи характеристики, както и главните разлики между страните от ЮИЕ по отношение на тяхната рамка на корпоративно управление.

313. Първата част на главата очертава широка картина на текущото икономическо положение в страните от ЮИЕ. Тя разкрива основните общи или специфични характеристики по отношение на макроикономическия климат и прогреса в приватизацията в последните години. В нея се посочва как за пръв път след началото на прехода страните от ЮИЕ се радват на благоприятен макроикономически климат с макростабилизация и връщане към растеж, макар че тези постижения са все още крехки особено що се отнася до бюджетните баланси и външните позиции. Накрая накратко се посочва как голямата приватизация е все още в ход във всички страни от ЮИЕ.

314. Втората част на главата се спира по-подробно на рамката на корпоративно управление. За тази цел в нея е представен преглед на структурата на собственост на предприятията, който показва как тези структури са следствия от приватизационната програма и как при тях все още е характерен значителният контрол, упражняван от лица, разполагащи с вътрешна информация, и от държавата. След това накратко се описва състоянието на финансовия сектор и се посочва как банковите сектори едва сега се съвземат от остра криза и как са били приватизирани главно от чужди банки. Колкото до фондовите борси, обикновено те са недостатъчно развити, с ниска ликвидност и ниска прозрачност, независимо от добре функциониращите инфраструктури. Настоящите или предстоящите пенсионни реформи са потенциален източник за тяхното развитие. Накрая се прави предварителна оценка на правната рамка, засягаща корпоративното управление, като се посочват главните несъответствия между третиращите го закони в отделните страни, както и развитието на правния контекст и реформите напоследък. Направено е и по-общо наблюдение относно очевидните недостатъци при приложението им.

315. Подобен макроикономически климат

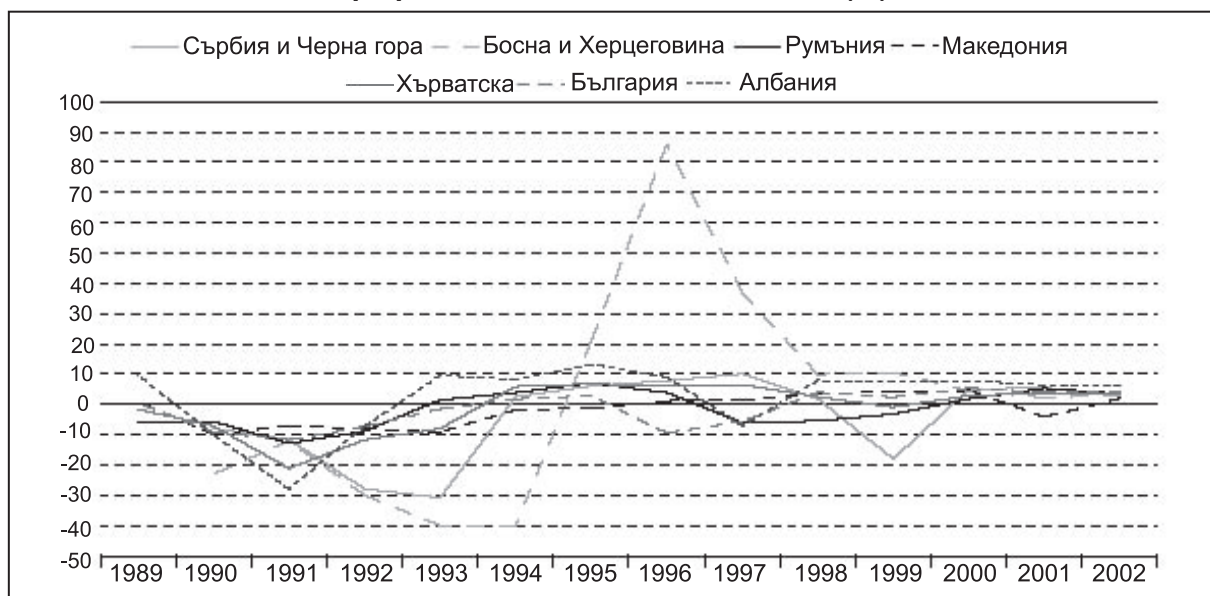
316. Докато в Централна Европа средният БНП на глава от населението за страните в преход достигна около 20 до 30% от този в Европейския съюз с тенденция за изравняване, в ЮИЕ ситуацията е по-мрачна. Средният БНП на глава от населението е под 10% от този в Европейския съюз и ножицата продължава да се разтваря. Страните в ЮИЕ очевидно са изминали различни траектории след началото на прехода, но има някои общи и очевидни фактори,

които обясняват забавата в прехода, между които са неблагоприятните условия в началото, въоръжени конфликти, както и неравномерен ход на реформите и реконструкцията.

317. Независимо от това повечето страни от ЮИЕ сега за пръв път след началото на прехода се радват на стабилизирана макроикономическа обстановка и на положителен растеж.

318. По отношение на моделите на растеж страните от ЮИЕ са минали по различни траектории, но след 2000 година в целия район темповете на растеж са положителни. На фона на икономическия спад, отбелязан първо в САЩ и ЕС, както и на все по-голямата несигурност в световната икономика, растежът в ЮИЕ продължава да бъде стабилен, макар и леко забавен през 2002 г. (3,5% средно) в сравнение с 2001 година - около 4,5% средно.

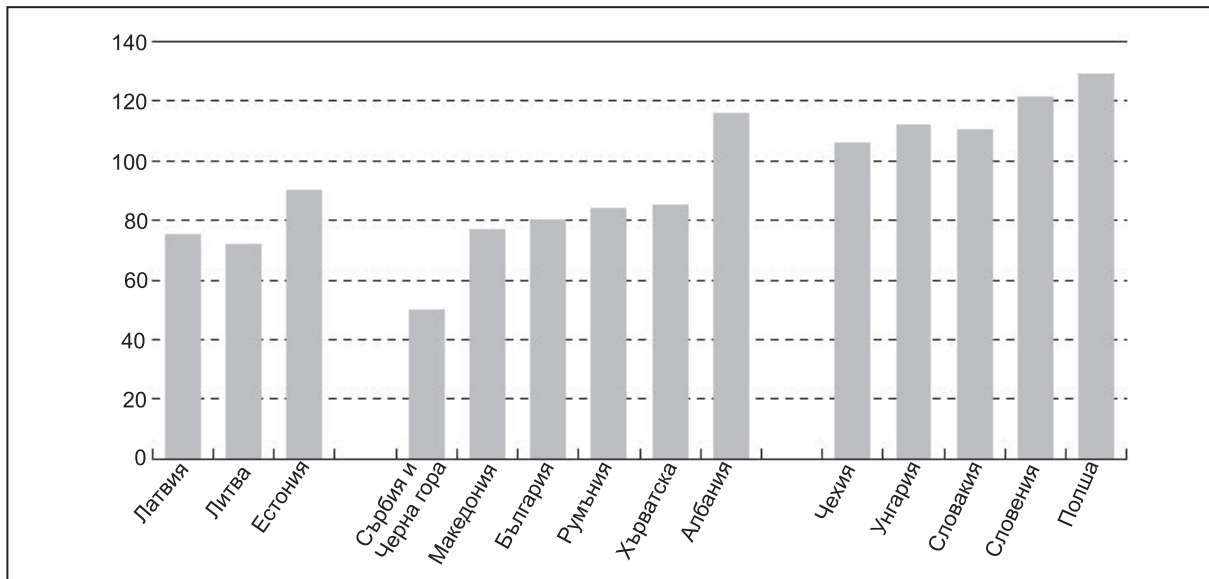
Графика 1. Ръст на БВП 1989-2002 (%)



Изм. EBRD Transition Report 2002

319. Въпреки този наскоро подновен растеж и за разлика от повечето други европейски страни в преход, повечето страни от ЮИЕ още не достигнали нивата на БВП отпреди прехода. Сегашните темпове на растеж ще трябва да останат достатъчно високи още известно време, за да се компенсира първоначалният спад в производството. Това важи още по-силно по отношение на промишленото производство.

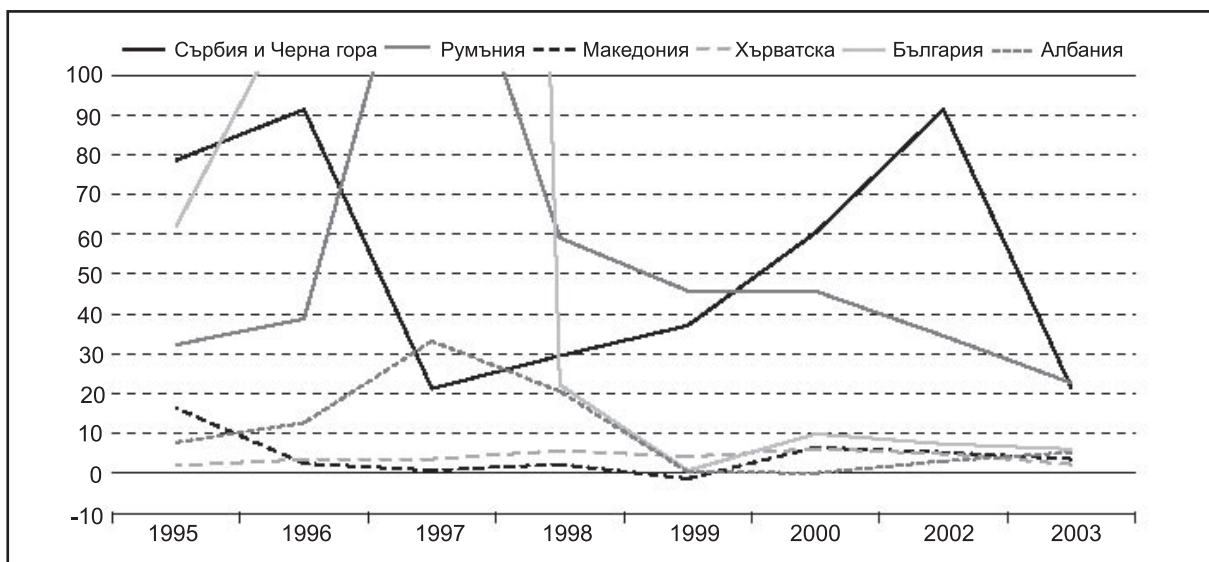
Графика 2. БВП 2001/1989 (%)



Изм. EBRD Transition Report 2002

320. Що се отнася до макроикономическата стабилност, тя е настъпила в почти всички страни. Инфлацията бележи траен спад и през 2002 година достига средни нива от 6%. Единствените страни с все още двуцифрени нива на инфлацията през 2002 година са Румъния и Сърбия и Черна гора.

Графика 3. Инфлация 1995-2002
(Промяна на средногодишните цени на дребно/потребителски цени, %)

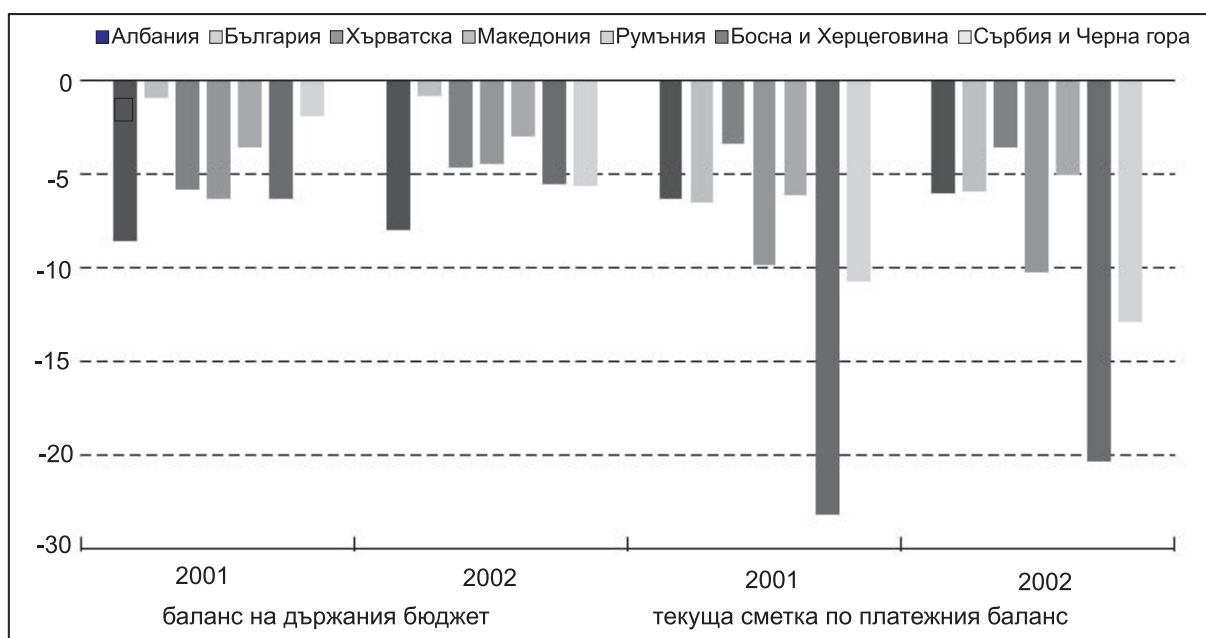


Изм. EBRD Transition Report 2002

321. Независимо от това над тази новопостигната стабилност все още са надвиснали големи правителствени бюджетни дефицити, а стабилността на външните позиции често е крехка, и нивото на експорта е ниско.

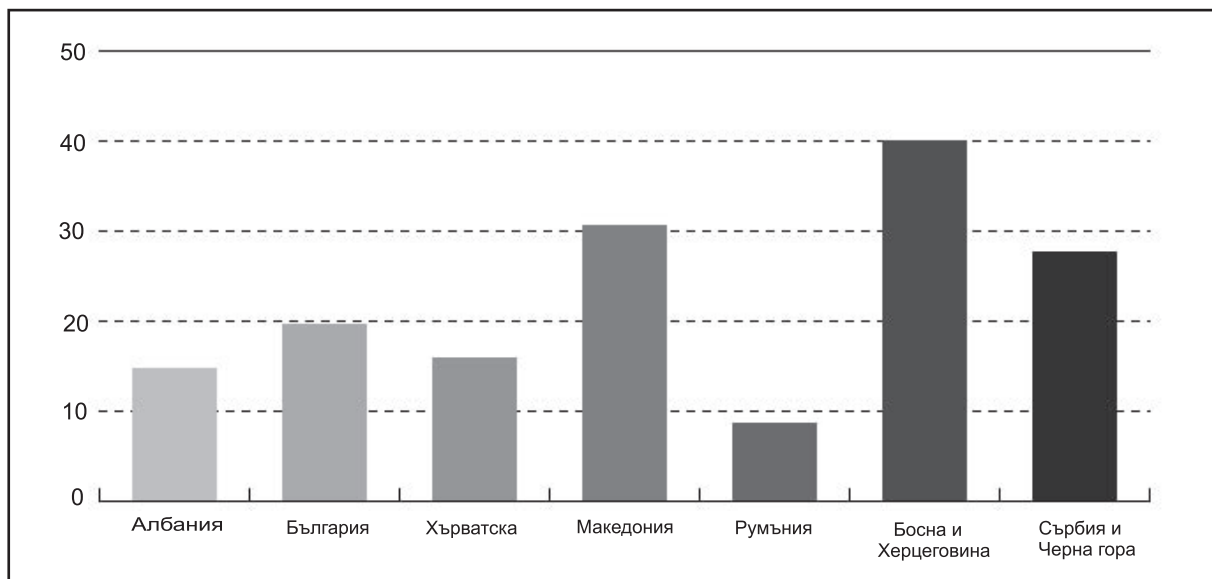
322. За структурата на БНП е типичен спадащият дял на промишлеността и земеделието и все по-нарастващото значение на услугите. Въпреки това не може да се счита, че тази структурна промяна е знак за модернизиране на икономиките в ЮИЕ, тъй като тя е причинена от спад в промишленото производство, съчетано с повишаване на цените в сектора на услугите. Всъщност преструктурирането на предприятията се извършваше бавно и рядко, особено що се отнася до големите предприятия.

Графика 4. Баланс на държавния бюджет и текуща сметка по платежния баланс 2001-2002 (% от БВП)



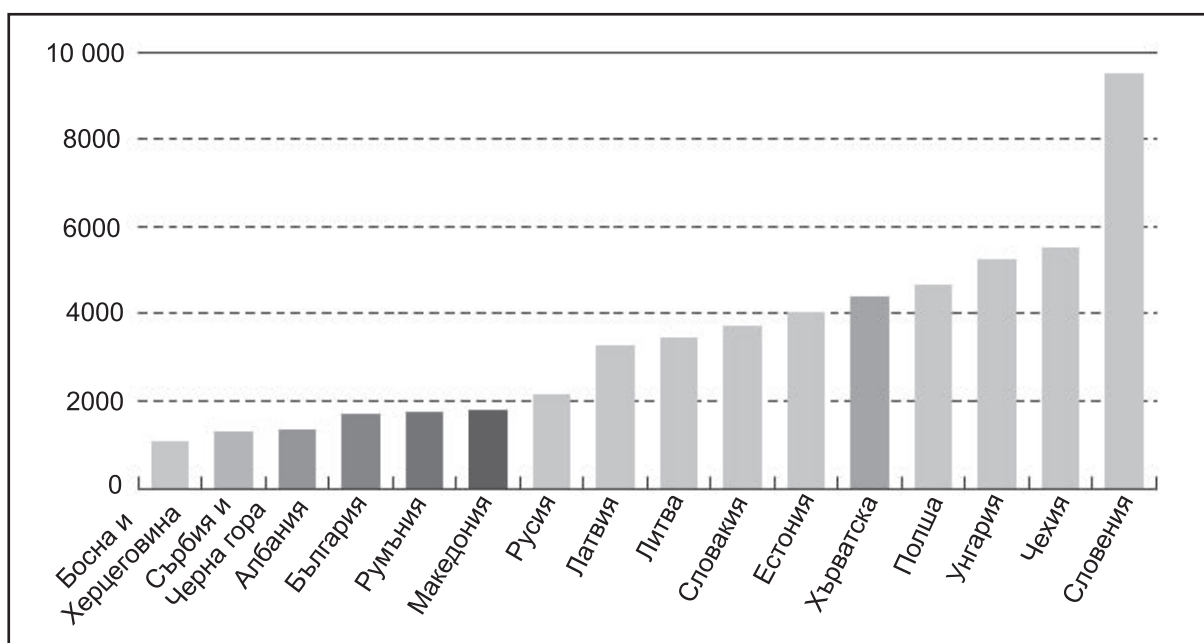
Изм. EBRD Transition Report 2002

323. Това доведе до повишаване на безработицата, което достигна високи, дори драматични нива между 12 и 40% и предизвика рязък спад в жизнените стандарти, придружавани от нарастващото социално неравенство. Страните от ЮИЕ имат най-ниските нива на БВП на глава от населението и най-високите нива на безработица сред европейските страни в преход.

Графика 5. Нива на безработица за 2001 г. (% от работната сила)

Изм. EBRD Transition Report 2002

324. По такъв начин страните на ЮИЕ най-после се радват на стабилизирани, макар и крехък макроикономически климат и нов растеж. Но основният дял на промишлено реструктуриране тепърва предстои.

Графика 6. БВП на глава от населението за 2002 г. (в щатски долари, Паритет на покупателната способност)

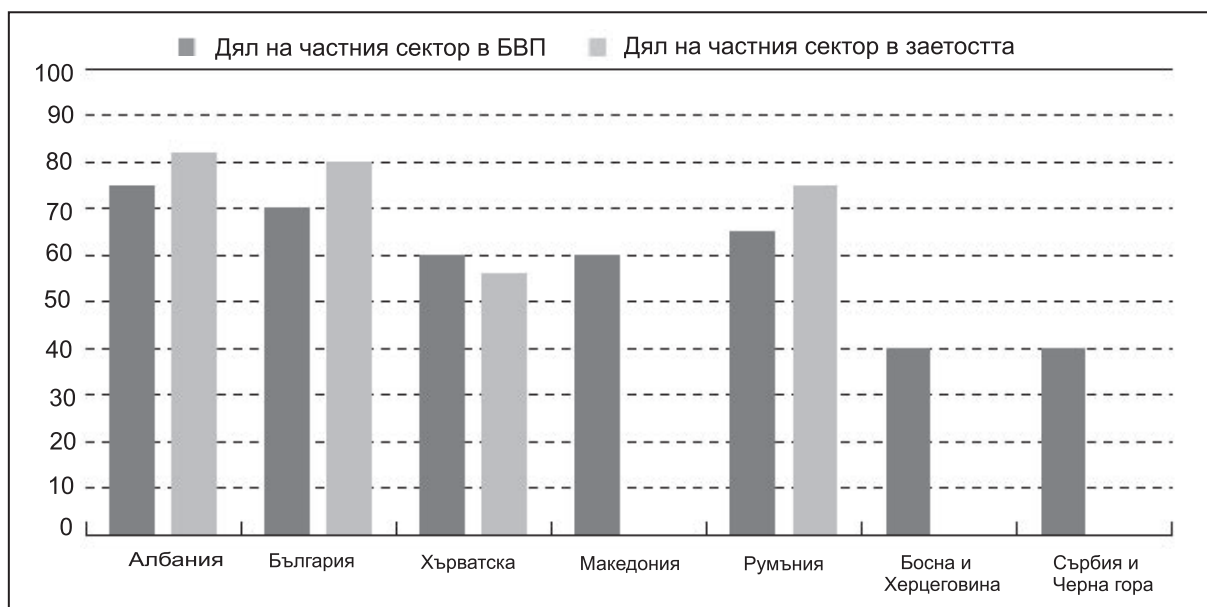
Изм. EBRD Transition Report 2002

Приватизация на големи предприятия и преки чуждестранни инвестиции през последните години

324. Напредъкът в приватизацията, както и в методите, използвани за приватизирането на предприятия – бивша държавна и обществена собственост, оказват значително въздействие върху практиките по корпоративно управление в страните в преход. Работническо-мениджърската и масовата приватизация обикновено се считат за по-слабо благоприятстващи появата на активни частни собственици, които да целят подобряване на ефективността на предприятията или максимизиране на печалба, а по-скоро преки продажби на частни инвеститори.

325. В повечето страни от ЮИЕ приватизационните програми приеха различни форми, но започнаха късно и все още са в ход, особено големите предприятия. Вследствие на това, макар че в повечето страни от ЮИЕ на частния сектор се падат около 60% от БВП, случаят с промишленото производство далеч не е такъв.

Графика 7. Дял на частния сектор в БВП и заетост, 2002 г. (%)



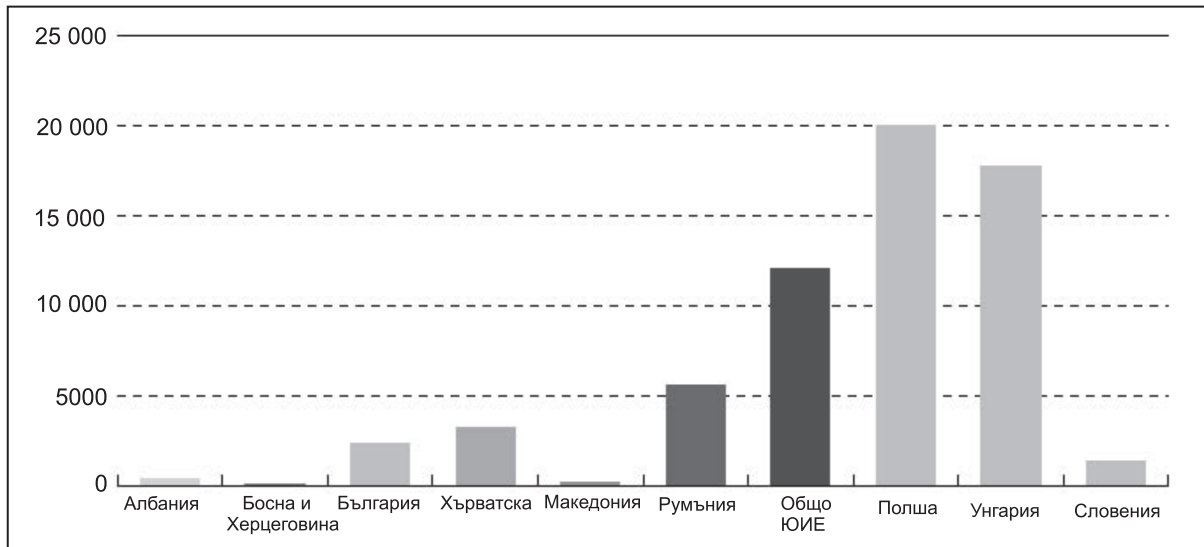
Изм. EBRD Transition Report 2002

326. По-нататъшно подобрене в макроикономическото развитие, както и продължение или ускорение на приватизационните програми може едновременно да се предизвика и да бъде улеснено от чуждестранни инвестиции в района. Досега регионът на ЮИЕ е привлякъл малко чужди инвестиции, особено преки.

327. Но за едно значително подобрене/ускорение на реструктурирането на промишлеността и ефективно нарастване на чуждите инвестиции е необходим втори етап на реформите. Този втори етап на реформи се изгражда върху националната база на пазарната икономика, от която корпоративното управление е ключов елемент. Всъщност вече нашироко се признава, че за да се даде тласък на реструктурирането и за да се спечели от подобряването на ефективността, са необходими по-добри практики в корпоративното управление. По-доброто корпоративно управление също така е условие за привличането на такива чужди инвестиции, които биха позволили

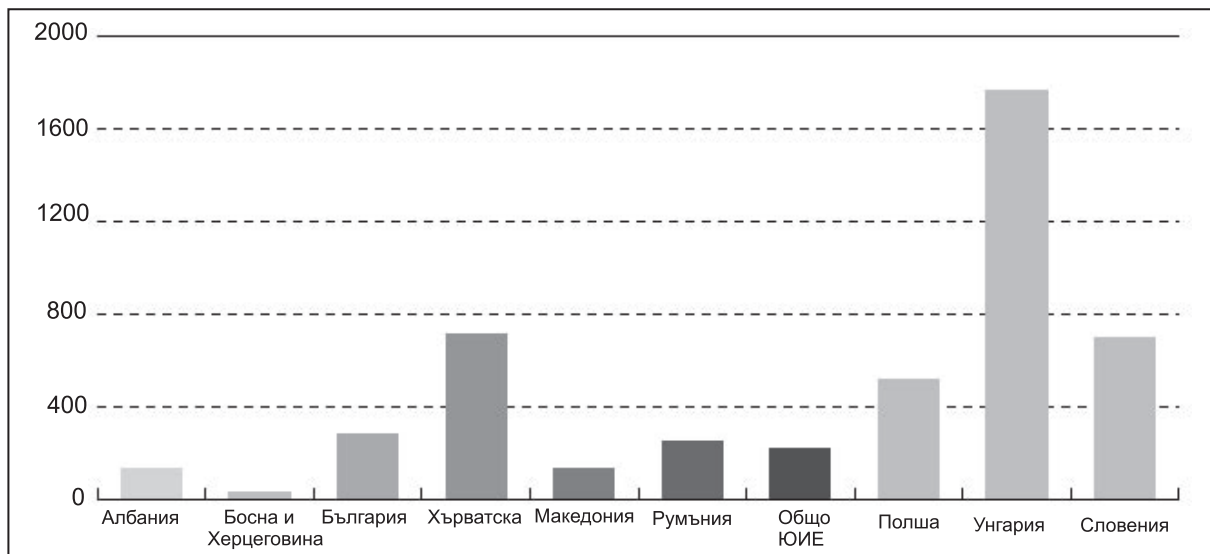
машабно реструктуриране. Такива инвестиции и реструктуриране са единственият път към устойчивото развитие.

Графика 8. Кумулативни преки чуждестранни инвестиции 1989-1999 (в щатски долари)



Изм. EBRD Transition Report 2002

Графика 9. Кумулативни преки чуждестранни инвестиции на глава от населението 1989-1999 (в щатски долари)



Изм. EBRD Transition Report 2002

Общи характеристики на структурите на собственост

328. Настоящите структури на акционерните дружества в страните от ЮИЕ показват някои общи характеристики и отразяват историята на приватизационните програми. Структурите на собственост се характеризират от: 1) значителен контрол от страна на лица с достъп до вътрешна информация и по-специално на изпълнителните директори, които са си осигурили контрол или чрез пряка собственост, или чрез фактически контрол върху акциите на служителите; 2) оставащият голям дял на държавна собственост и контрол, особено в големи фирми и в комуналните услуги, които все още не са приватизирани; 3) появата на различни форми на институционални инвеститори, главно чужди приватизационни фондове, които играят значителна роля в структурата на собственост на предприятията.

329. Тези общи характеристики (значителна собственост на лица с достъп до вътрешна информация, все още запазената държавна собственост и контрол, и появата на различни видове институционални инвеститори, главно бивши приватизационни фондове) поражда серия специфични проблеми и трудности по отношение на практиките в корпоративното управление:

- Доминирането на лица с достъп до вътрешна информация лесно води до нарушаване правата на миноритарните собственици, източване на предприятията и до проблеми в уреждането на конфликти на интереси.
- Все още запазената държавна собственост и контрол могат да бъдат пречка за реструктурирането, ако държавата не упражнява истински ролята си на акционер или ако управлението на държавните акции се доминира от политически съображения, а не от делова преценка.
- Появяващите се институционални инвеститори могат да имат значително въздействие върху практиките на корпоративно управление. Бидейки центърът на корпоративната собственост в качеството си на мажоритарни акционери, контролиращи миноритарни акционери или поне значителни акционери, приватизационните фондове или холдингите са в привилегирована позиция да въздействат върху практиките на корпоративно управление на компаниите, в които инвестират. Но тяхното собствено поведение спрямо собствените им акционери трябва също да бъде подобро. Проблемът наистина е “кой пази пазителите“.

330. Структурите на собственост в страните на ЮИЕ проявяват някои общи характеристики, но те също се променят. Забелязват се силни и общи тенденции и те включват все по-голяма концентрация на собствеността в отделните дружества, трансформирането на акционерните дружества в дружества с ограничена отговорност, отписване на публични дружества и формирането на холдингови дружества на основата на бивши приватизационни фондове.

331. Тенденцията към концентриране на собствеността приема различни форми и е нееднакво проявена в различните страни. Тя е особено изразена в страни, в които приватизационните програми бяха доста напреднали. Всъщност концентрацията представлява нещо като вторична реакция на резултатите от ранните приватизационни програми. Тази тенденция към концентрация на собствеността произхожда едновременно от прекомерната дисперсия на собственост вследствие на масовата приватизация и по-общо казано, но и по-основно от това, че правата на миноритарните собственици или не можеха да бъдат спазвани, или пред това имаше огромни пречки.

332. Успоредно с тази тенденция към концентрация, много акционерни дружества се трансформират в дружества с ограничена отговорност. Тази тенденция за отписване трябва да се поощрява по отношение на малките и средните предприятия. Истината е, че тези фирми не разполагат със средства за достъп до външен капитал и правната структура на акционерните дружества не е подходяща за тях. Тя е твърде обременяваща и скъпа по отношение на администрация и правни задължения. Сложните механизми и процедури за провеждане на събранията на акционерите - в още по-голяма степен за защита на миноритарните собственици, могат да бъдат прекомерно скъпи за малките и средните предприятия. Наистина грижите за прозрачност и разкриване са актуални за малките и средните предприятия, още повече че те са най-съществената част от икономиките на прехода, особено поради това, че сред тях са по-големият брой от новите частни предприятия.

Слаб банков сектор...

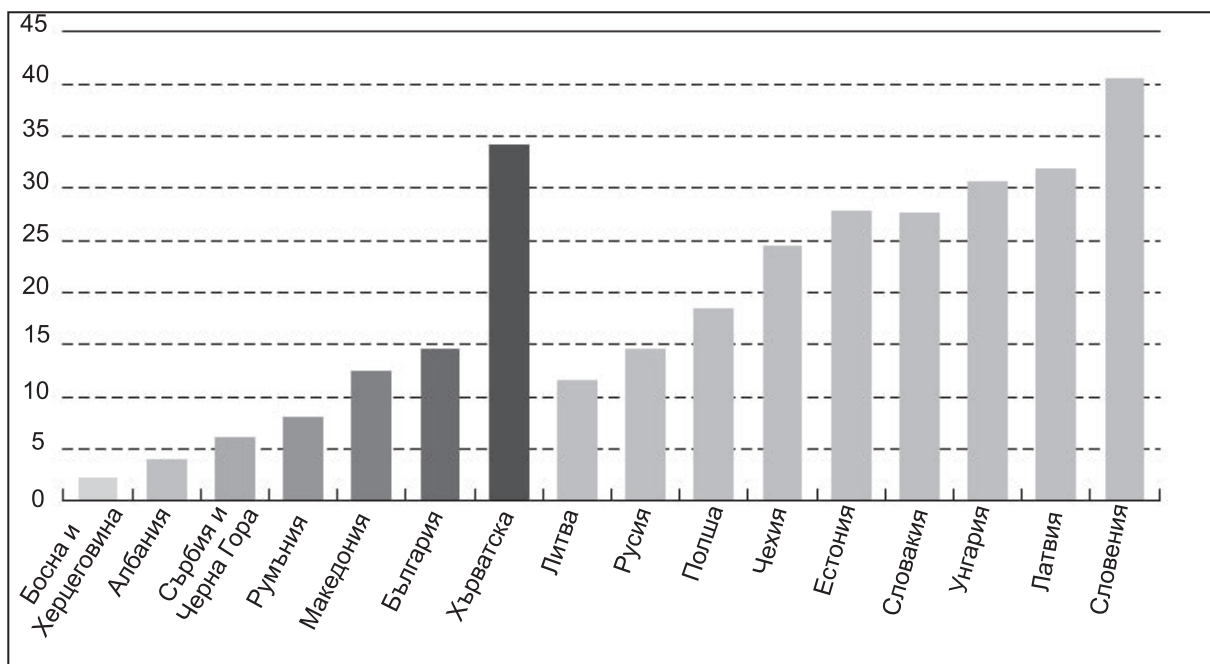
333. Както в повечето икономики в преход, финансовият сектор в региона на ЮИЕ е от стратегическо значение, но за съжаление е доста слаб. Всъщност повечето страни от ЮИЕ преминаха през втората половина на 90-те години през сериозни банкови кризи, които струваха много и имаха за последица съвсем слабо външно финансиране на предприятията, освен това финансовите пазари все още са доста недоразвити.

334. Банковата криза беше резултат от лош банков надзор и на лоши дългове по кредити, отпуснати от държавни банки на все още непреструктурирани държавни предприятия. Във всички страни от ЮИЕ цената на разрешаването на банковата криза беше значителна, като нейната оценка варира от 8% от БВП в Румъния, 30% от БВП в Хърватска, 75% от БВП в България между 1991 и 1998 г.; това са едни от най-високите стойности в икономиките в преход.

335. Фундаменталният изход за тези банкови кризи се оказаха промените в регулаторната рамка и приватизацията в банковия сектор. Регулаторните промени се състояха главно в подобрен банков надзор, а приватизацията на банковия сектор се извършваше най-вече чрез продажби на чужди банки. В повечето страни от ЮИЕ в банковия сектор днес доминира чужд капитал. Банковият сектор остава високо концентриран, като се очаква по-нататъшна концентрация с оглед приемането на нови страни в ЕС.

336. Въпреки че са достигнали по-добра стабилност и доходност, една от главните характеристики на икономиките в ЮИЕ си остава ниското ниво на банковото посредничество, дори като се вземе предвид ниската степен на тяхното развитие. Заемите към частния сектор обикновено съставляват по-малко от 15% от БВП. Тези нива са много ниски, не само по отношение на международните стандарти (от около 50% за САЩ до около 120% за Германия средно от 1989 до 1998 г.), но също и в сравнение с други европейски страни в преход.

Графика 10. Вътрешен кредит на предприятията (в % от БВП)



Изм. EBRD Transition Report 2002

337. Причините за това слабо посредничество са колкото многобройни, толкова и очевидни:

- На първо място, кредитирането на частния сектор е de facto много рисковано в момента, в който предишните клиенти са в процес на реструктуриране или са явно некредитоспособни, а новите клиенти нямат нито кредитна история, нито обезпечение. Вследствие на това банките предпочитат ликвидни авоари с нисък риск, главно държавни ценни книжа и депозити във финансови институции.
- Тази фундаментална пречка за кредитирането на реалния сектор се разраства още повече поради ниското ниво на прозрачност и слабата правна среда, които силно намаляват вероятността за възстановяване на загубите в случаи на непогасяване.
- Освен това въведените след банковата криза по-строги регулации и надзор на банковата дейност направиха кредитирането на губещи предприятия много по-трудно. По такъв начин в момента при поначало неголемия размер на банките, към които трябва да се добави и тяхната предпазливост, а и предпазливостта на вложителите, възможностите банки да финансират инвестиции са съвършено скромни.

338. Реструктурирането на банковия сектор в целия регион на ЮИЕ и нарасналото присъствие на чужди банки трябва да доведат до по-високо банково финансиране на реструктурирането на предприятията. Банките в момента се интересуват повече от инвестиции в чужбина или държавни ценни книжа. Но в средносрочен план, особено при нарастващото участие на чужди банки, те може би ще разполагат с повече финансови ресурси за кредитиране на предприятията. Също така те все повече ще бъдат в състояние и ще бъдат по-склонни да правят разграничения между рисковете и по този начин да изпълняват своята посредническа роля.

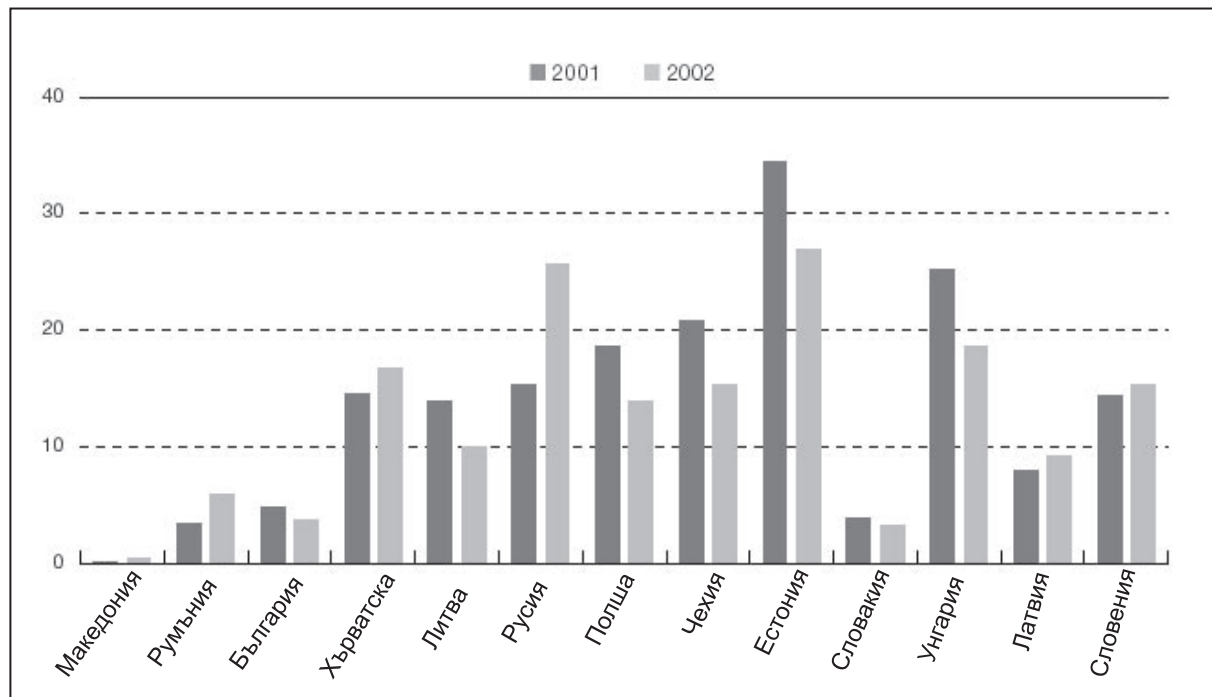
339. Вследствие на това банките в ЮИЕ ще станат може би по-благоразумни и взискателни кредитори на промишлените предприятия. Може би ще започнат да играят все по-важна роля като заинтересовани лица, които изискват по-голяма прозрачност и разкриване на информация. Освен това те вероятно ще оказват по-силен натиск за затягане на бюджетните ограничения на предприятията чрез заплахата от банкрут. Очевидно е, че предварително условие за такова развитие е значителното подобрене в тяхното собствено управление и надзор. И на последно място, все още не е ясно до каква степен банките ще желаят или ще бъдат в състояние да се превърнат в значителни акционери, както и кредитори.

... и слабо развити пазари на ценни книжа

340. Повечето страни от ЮИЕ създадоха свои фондови борси рано през периода на прехода, но започнаха да функционират истински и да бъдат регулирани от комисиите по ценни книжа през втората половина на 90-те години. Тези пазари на ценни книжа обикновено се радват на добра техническа и правна инфраструктура.

341. Фондовите борси в ЮИЕ обикновено има два или повече сегмента и постепенно предлагат по-гъвкави изисквания за вписване. Основният обем пазарна капитализация и търговски обеми идват от най-гъвкавите сегменти на пазара. Съществуването на тези различни сегменти на пазара по отношение на изискванията за разкриване на информация прави сравнението между данните за пазарите трудно.

Графика 11. Капитализация на пазара на ценни книжа (в % от БВП)



Изм. EBRD Transition Report 2002

342. Фондовите борси в ЮИЕ остават доста слабо развити, с ниска капитализация и малка ликвидност. При такава ограничена ликвидност жизнеспособността на пазарните посредници е проблематична, а данните за капитализацията могат да бъдат подвеждащи.

343. Важно е да си припомним, че фондовите борси в ЮИЕ се създадоха като инструменти на приватизацията и първоначалното функциониране бе свързано с преразпределение на собствеността. Те си остават главно вторични пазари, посветени предимно на тези функции. В някои фондови борси преобладават блоковите сделки. Освен това все още много сделки стават извън пазара въз основа на вътрешна информация, което създава проблеми за прозрачността на цените на пазара.

344. Слабото развитие на пазарите на ценни книжа в ЮИЕ е резултат преди всичко на проблеми, свързани с предлагането. На пазарите на ценни книжа в ЮИЕ отсъстват големи дружества със значителен обем предлагани ценни книжа. В някои случаи регистрираните ценни книжа, които са резултат от масовата приватизация, са всъщност държавен остатъчен капитал и са в непривлекателни дружества. Най-големите и най-привлекателните дружества или още не са приватизирани, или са били приватизирани касово.

345. Няколко са причините, поради които дружествата понякога не желаят да се регистрират. На първо място, изискванията за регистрация често се възприемат като излишни и скъпи ограничения. Дружествата се страхуват от “бюрократични препятствия” и в някои от страните споменават като пречки за регистрацията си високите такси и бавната обработка на документацията. На второ място, при отсъствието на ликвидност цената на капитала е по-висока отколкото частните предлагания. Освен това дружествата често не желаят да разкриват информацията си на пазара. И накрая, в случаите на приватизация от чужди дружества те могат да получат достъп до финансови ресурси на по-ниска цена от своите чуждестранни компании майки. Освен това те не искат да се излагат на риска от големи колебания в цените на ценните книжа, или дори на манипулации, причинени от ниската степен на развитие на пазарите на ценни книжа.

346. Ограничеността на предлагането на добри ценни книжа се засилва и поради липсата на търсене. Всъщност на тези пазари има много малко нови инвеститори и ценните книжа се търгуват главно между съществуващите участници. Понякога за фондовите борси в ЮИЕ се казва, че са просто вътрешни игри между брокерите.

347. Освен настоящия общ спад на световните пазари, който изостря проблемите на пазарите в ЮИЕ, инвеститорите проявяват неохота да инвестират в борсите на ЮИЕ заради ниската ликвидност, липсата на доверие и на правна защита на миноритарните акционери. Има случаи, когато първоначално чужди инвеститори са инвестирали безразборно в тези появяващи се пазари, но след това инвестициите им са се оказали в капан. Някои от тях сега се опитват да се изтеглят от тези пазари, без да изгубят твърде много пари. Понякога постигат това, като прехвърлят своите миноритарни дялове на мажоритарни инвеститори, които биха желали да се отпишат.

348. Поради тези причини понастоящем съществува тенденция за отписване на дружества. Всъщност, както е обяснено по-горе, слабото ниво на развитие на пазарите на ценни книжа прави регистрацията непривлекателна. Чрез приватизационните програми се създадоха и бяха регистрирани прекалено голям брой акционерни дружества. Те бяха направени публични някак си “насила”, без да съществуват солидни основания за тяхното регистриране.

349. Вследствие на това фондовите борси в ЮИЕ са затруднени при изпълнението на своите традиционни роли на финансиране и дисциплиниране чрез заплахата от поглъщане. Те не служат и като надежден източник на информация за оценка на компаниите. Всъщност фондовите борси в ЮИЕ могат да се определят като неефикасни, в смисъл че пазарните цени не отразяват нито действителната, нито някаква разумна цена на дружествата. Пазарните цени са много нестабилни и обикновено са доста по-ниски от счетоводната оценка на активите.

350. За да могат да преодолеят тези трудности на структурното си развитие, фондовите борси в ЮИЕ ще трябва постепенно да привличат и да подбират дружества, подходящи за регистрация. За да повишат ликвидността си, някои борси са се обърнали за сътрудничество към по-развити фондови борси. Предвид общите характеристики на фондовите борси в ЮИЕ, регионалното сътрудничество може би наистина е подходящо решение. Такова сътрудничество може да помогне за хармонизирането на правилата и на регулациите, да повиши възможностите за двойно регистриране, да предостави преки връзки на борсите с техните съответни бази данни или да развие общи тържища.

351. Пенсионните реформи могат да допринесат за развитието на пазари на ценни книжа. В края на 90-те години в целия регион стана невъзможно финансовото поддържане на пенсионните и здравноосигурителни системи, с огромни задължения за изплащане на пенсии, за които нямаше финансиране. Трудностите произтичаха от структурни диспропорции. В резултат на това в редица страни от ЮИЕ бяха предприети пенсионни реформи. Обща черта на тези реформи е въвеждането на пенсионни фондове, които могат потенциално да се превърнат във важни акционери.

352. Пенсионната реформа може да бъде импулсът, който е нужен, за да се даде тласък на пазара. Пенсионните фондове започват да натрупват пари и дружествата би могло да проявяват повече инициатива за регистрация, за да спечелят от потенциалното търсене на акции и да правят първично публично предлагане през следващите две години.

353. Независимо от това съществуват големи различия в мненията относно вероятното ефективно въздействие на пенсионните фондове върху развитието на регионалните финансови пазари. Има тенденция фондовите борси да гледат на това като на своя “последен шанс“ за развитие. Световната банка подчертава колко е ниско нивото на този принос, но все пак вярва, че той може да се превърне в източник на капитал за промишлеността, като нараства постепенно от 0,5 до 2% от БВП през следващите двадесет години. Все пак много от играчите остават скептични към този нов бизнес. На пенсионните фондове се гледа или като на първите, които ще разбият порочния самозатягащ се кръг на липсата на търсене или на предлагане на ценни книжа, или като на твърде слаб фактор в непосредствения период, който няма да може да прекъсне застоя.

Правна рамка

354. Въпросите на корпоративното управление обикновено се регулират от две групи закони – за дружествата и за ценните книжа. Освен това законът за банкрутите, трудовото законодателство също влияят на рамката на корпоративно управление.

355. В почти всички страни от ЮИЕ на ранен етап от прехода бяха приети закони за дружествата, които дадоха правната рамка за трансформация на държавните предприятия. Закони за ценни книжа бяха приети по-късно във връзка с развитието на финансовите пазари. Съвсем наскоро бяха приети или значително подобрени законите за банкрута.

356. Приетите закони за дружествата и ценните книжа бяха в много голяма степен заимствани или вдъхновени от външни модели и бяха написани, като се започваше от нулата. В резултат на това в най-напредналите страни от ЮИЕ законите за дружествата и ценни книжа са на добро ниво. Това важи особено силно, след като през последните две години бяха приети поправки и уточнения, които отстраниха някои от недостатъците и уловките в правната мрежа.

Графика 12. Рейтинг на ЕБВР за законовата обхватност и ефективност (закони за дружествата)



Изм. EBRD Transition Report 2002

Независимо от това, вследствие на правните традиции в някои страни, а също и на произхода на техническата помощ, предоставена за създаването на законите за ценни книжа, в някои случаи все още съществуват несъответствия между законите за дружествата, основаващи се на континенталните модели на гражданското право, и законите на ценни книжа, базирани на англосаксонските модели на общото право (право на прецедента).

357. Доброто качество на правната рамка е отразено в правните индекси на ЕБВР за обхватност, които в повечето случаи са по-добри от тези на по-напредналите страни в преход.

358. Независимо от това основната правна трудност е в прилагането, а не в това, че законите са незадоволителни, както е обикновено в страните в преход. Типична илюстрация за това са сегашните поправки на законите, с които ще се атакуват някои специални нарушения, а е могло да бъдат санкционирани и при досега съществуващата правна рамка, стига тя да е била прилагана задоволително.

359. Основният фундаментален правен проблем е слабостта на съдебната и административната система, които не са в състояние да наложат и отстоят правата на акционерите или в по-общ смисъл - в търговския закон. Вследствие на това, макар че регулаторните рамки могат да бъдат преценени като задоволителни или добри, *de facto* практиката на корпоративното управление остава доста слаба. Това несъответствие е отразено в разликата между данните за страните от ЮИЕ в правните индекси на ЕБВР за обхватност и ефективност.

360. На съдилищата обикновено липсват достатъчно човешки и финансови ресурси, в резултат на което споровете се уреждат бавно. По-специално има остър недостиг на обучени безпристрасни съдии по търговско и дружествено право.

361. В условията на това много слабо прилагане на законите, дружествата и директорите може да продължават безпроблемно да нарушават дори елементарни правила сравнително безнаказано. Липсата на ефективно налагане на закона и санкции създава нечестно съревнование и общо недоверие сред търгуващите партньори. Едни общоприети и общо прилагани процедури за арбитраж биха могли много да подобрят положението.

362. Слабостите на прилагането и налагането на закона нямат да бъдат разрешени в краткосрочен план. Прилагането на закона и санкциите са измежду главните пречки и предизвикателства пред реформите в корпоративното управление. Съществува наистина голямо несъответствие между рамката на корпоративното управление, т.е. законовите текстове, третиращи корпоративното управление, и действителните практики в корпоративното управление. Това още веднъж подчертава решаващата роля, която административните власти, регулаторите и саморегулиращите се организации трябва да изиграят за развитието на добри практики в корпоративното управление, като осигурят минимално равнище на защита правата на акционерите.

Приложение Б

РЕЧНИК

Заинтересовани лица (stakeholders)

Лица или групи, освен акционерите, за които бордът преценява, че в дадени случаи имат уместен интерес във и/или влияние върху дейността на дружеството и постигането на неговите цели. Такива групи включват главно кредиторите, служителите, доставчиците, клиентите, общността и обкръжението като цяло.

Председател (chairman)

Лицето (от какъвто и да е пол), което оглавява борда и ръководи работата му.

Изпълнителен член на борда (executive board member)

Член на борда, който също така е и висш член на изпълнителното ръководство, като главни изпълнителни директори или оперативни ръководители са платени служители на дружеството. Освен това те имат и пълни отговорности в борда.

Неизпълнителен или външен член на борда (non-executive board member)

Член на борда, който, общо взето, не взема участие в ежедневното оперативно управление на дружеството и не е негов служител.

Независим член на борда (independent board member)

Член на борда, който по силата на своето положение спрямо дружеството, неговите акционери и управа внася голяма безпристрастност и ефективност в заседанията на борда. Смята се, че за да бъде възприето дадено лице като независим член на борда, то не трябва да има (или да не изглежда, че има) вътрешно присъщ конфликт на интереси с дружеството или с близки до него. Той/тя не трябва да имат делови или договорни отношения (освен договор за дейността като член на борда) с дружеството и не трябва да се намира под некоректното въздействие на който и да било друг член на борда или група акционери. Различни групи институционални инвеститори са предложили типове свързаности, за които смятат, че компрометират независимостта.