

Това е така дори когато държавите започват или са в процес на приватизация. За да се стартира този процес, публичните компании трябва да бъдат преобразувани в корпоративни дружества, преди да бъдат приватизирани. Процесът на преобразуване понякога може да бъде продължителен. Дори след преобразуването, необходимо е време, преди компанията да започне да получава печалби от активното поведение на собствениците си и от опитното управление на мениджърите. Междувременно, добрият мениджмънт на компанията ще гарантира, че нейните ресурси се управляват ефективно и почтено и следователно производителността и стойността на компанията нарастват.

Съществуват и други сценарии, при които се налага въвеждането на практиките на корпоративния контрол в рамките на публичния сектор. Например възможно е публични компании да придобият контрол върху частни дотогава фирми чрез джоинт вентчъри. Освен това някои публични икономически единици могат никога да не бъдат приватизирани, тъй като са считани за жизненоважни за националната сигурност или са свързани с политически болезнени проблеми. Очевидно е, че такива компании биха имали полза от открития корпоративен контрол<sup>1</sup>.

## Политики за корпоративен контрол и прозрачност на нововъзникващите пазари<sup>2</sup>

*Консултативна група по Въпросите на акционерния капитал към Институт за международни финанси*

### Въведение

Фундаменталните промени в структурата и обема на капиталовите потоци към нововъзникващите пазари през последните десет

---

<sup>1</sup> Повече информация относно важноста на корпоративния контрол в публичните предприятия и копие на „The First Principles of Corporate Governance for Public Enterprises in India: Yaga Principles for PE’s“.10.2001,e-mail: yaga@hdl.vsnl.net.in. Вж. също сайта на Тръста за корпоративен контрол в частния сектор < [www.corporategovernance.co.ke](http://www.corporategovernance.co.ke) > .

<sup>2</sup> Текстът представлява доклад на Института за международни финанси, член на *Световната асоциация на финансовите институции* и се намира на: < [http://www.iif.com/data/public/NEWWEAG\\_Report.pdf](http://www.iif.com/data/public/NEWWEAG_Report.pdf) > .

години изискват нови подходи и различна политика за създаване на стабилна финансова система. Нетните потоци на частен капитал, насочени към главните страни заемателки с нововъзникващи пазари, нарастна значително в сравнение с нетните потоци на правителствено равнище. От началото на 90-те години нетните частни потоци се равняваха на 170 млрд. долара годишно в сравнение с 30-те млрд. долара нетни потоци на правителствено равнище. Основният компонент на частните потоци са преките инвестиции в акции, които възлизат на 130 млрд. долара за последните пет години. За разлика от тях, небанковите частни кредити, които в по-голямата си част са под формата на международни облигационни потоци, постоянно намаляват. При това търговските банки, които фактически осигуриха цялото частно кредитиране през 80-те години, получиха нетни плащания по дълга, възлизащи средно на 1 млрд. долара годишно за последните 5 години.

Преките инвестиции в акции нарастваха значително през 90-те години, но през последните години се стабилизираха на достигнатото равнище поради ескалирането на процеса на приватизация. За разлика от тях, частните портфейлни инвестиции в акции на нововъзникващите пазари намаляха, като след 1998 г. средните им нива достигнаха 10 млрд. долара на година. Едни от най-важните фактори, които ограничават портфейлните инвестиции, са слабите институционална, регулаторна и законова рамки, които спъват развитието на пазарните структури и ликвидността и които на свой ред намалиха доверието на инвеститорите. В действителност поради тези слабости някои водещи компании от нововъзникващите икономики избраха да свалят своите акции от търговия на местните пазари и вместо това да ги листват на по-големи и доказали се капиталови пазари. Забележителна илюстрация на този феномен е фактът, че едно от най-търсените места в света от публично търгуваните компании за листване на техните акции са пазарите в САЩ, които са и най-стриктно регулираните пазари по отношение на разкриването на информация и защитата на миноритарните акционери<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Вж. Coffee, John C. Jr. (1999). The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications. *Northwestern University Law Review*, 93(3), 641–708.

През януари 2001г. висши мениджъри от 16 водещи фирми, занимаващи се с управление на капиталови активи, държащи около 70 млрд. долара под формата на портфейлни инвестиции в компании от нововъзникналите пазари, се срещнаха по време на встъпителната среща на Консултативната група на Института за международни финанси по въпросите на акционерния капитал (КГAK), за да обсъдят възможните начини за задълбочаване на развиващите се финансови пазари. На базата на техния опит те заключиха, че стабилната макроикономическа и структурна политика е необходимо условие за портфейлните капиталови инвестиции, докато добрият корпоративен контрол, както и прозрачността са важни за дългосрочната дълбочина, стабилност и резултатност на финансовите пазари. Това гледище бе подкрепено и от скоро изведени емпирични доказателства<sup>1</sup>. Следователно доброто корпоративно управление и контрол и прозрачността са в интерес на международните и местните инвеститори, както и на властите на страните с нововъзникващи пазари, които желаят да подобрят достъпа до пазара на компаниите и предприятията и да намалят цената на капитала.

Като първа стъпка КГAK формира Работна група за корпоративен контрол и прозрачност, която да разработи практически Кодекс за принципите на корпоративния контрол от гледна точка на инвеститорите. Работната група вярва, че правителствата, регулаторните органи, фондовите борси, компаниите и комисиите по ценните книжа имат еднакъв интерес от развитието на нововъзникващите финансови пазари. В случай, че бъде приложен, практическият Кодекс за корпоративното управление и контрол най-вероятно ще допринесе за заздравяването на финансовия сектор, стабилизирането на капиталовите потоци в частния сектор и засилен растеж на нововъзникващите пазари. В тази връзка Работната група в най-скоро време ангажира властите на страните с нововъзникващи пазари в диалог, който да спомогне за подобряването на корпоративното управление и контрол, както и за прозрачността на компаниите.

Целите на Работната група са:

- ✓ Да подчертае защо корпоративното управление, контрол и прозрачност са важни за развитието на финансовия сектор;

<sup>1</sup> Вж. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27.

- ✓ Да представи някои практически елементи на доброто корпоративно управление и контрол от гледна точка на инвеститорите;
- ✓ Да предостави на инвеститорите, правителствата и регулаторните органи списък от критерии за оценяване на корпоративното управление и контрол на нововъзникващите пазари.

## **Защо са важни корпоративното управление и контрол и прозрачността на управленския процес**

Преди главният изпълнителен директор на руския газов монополист „Газпром“ да бъде уволнен от руския президент през май 2001г. и преди да бъде назначен нов екип от висши мениджъри, управляващите компанията бяха под непрекъснато подозрение в присвояване на активи. Загрижеността на акционерите за компетентността и честността на мениджмънта „спомогнаха“ пазарната цена на „Газпром“ да спадне до 11 млрд. долара, т.е. по-малко от една четвърт от стойността на доказаните запаси газ на компанията.

Когато инвеститорите финансират дадена фирма, била тя в Русия, Индонезия или дори в САЩ, те се сблъскват с риска печалбата от техните инвестиции да се изпари, тъй като акционерите с контролно участие и мениджърите биха могли да я задържат за себе си. Корпоративният контрол е до голяма степен набор от механизми, чрез които външните инвеститори биха могли да се предпазват срещу злонамереното отклонение на активи на компанията от страна на инсайдрите (т.е. лицата, включително контролиращите акционери и висшите мениджъри, които имат възможност да влияят или да вземат решението от името на фирмата)<sup>1</sup>.

Както опитът на миноритарните акционери на различните пазари доказва, отклоняването на активи и парични потоци може да има различни форми. В някои случаи инсайдрите просто открадват печалбата на компанията; друг път те използват по-прикрити и сложни начини за отклоняване на печалбите, като продават активи или продукция на компанията на притежавани от тях дружества по занижени спрямо пазарните цени. Други примери показват, че отклоняването на печалбите може да приеме формата на назначаване на во-

<sup>1</sup> Това е въпрос засегнат от La Porta et al.(2000) op. cit.

дещи управленски позиции на приятели или членове на семействата на инсайдрите. Както множество аналитици отбелязват, проблемите на корпоративния контрол възникват, когато интересите на мениджърите на компанията се различават от тези на акционерите и акционерите не са способни да контролират изцяло действията на мениджърите<sup>1</sup>.

Въпреки че вроденият конфликт между инсайдрите и аутсайдрите не може да бъде напълно елиминиран, докато инсайдрите действат от името на аутсайдрите, той би могъл да бъде смекчен с помощта на добрата политика на корпоративно управление и контрол. В частност правилното прилагане на законите и наредбите, гарантиращи разкриването на информация и правата на акционерите, биха могли да помогнат за намаляването на злоупотребите и конфликтите на интереси. Инвеститорите трябва да приемат, че съществува риск от злоупотреби и да наказват фирмите (като предоставят капитала на висока цена), които не предоставят достатъчна информация и защита на интересите на инвеститорите. Тъй като фирмите поемат тази цена при емитирането на ценни книжа, те имат стимула да се обвържат с договори с инвеститорите и да ограничат отклоняването на печалби<sup>2</sup>.

Разбира се, този аргумент изисква договорите да бъдат спазвани и прилагани, което в много страни невинаги е така. При даденото ниво на приложимост някои емпирични изследвания откриха, че частното договаряне не е достатъчно, за да се защитят правата на инвеститорите. Ако се приеме, че законите и регулациите на корпоративния контрол са от значение, то би трябва да се установи, че външното финансиране е значително по-малко (по-малки фондови пазари) в страни с по-слаба защита на инвеститорите.

---

<sup>1</sup> Jensen and Meckling първи показаха, че проблема на корпоративното управление и контрол е същия като класическия проблем на принципала и агента в икономикса. Последният възниква, когато интересите на мениджъра на компанията (агентът, който действа от името на собственика на компанията) са различни от тези на собственика (принципала). Виж Jensen, Michael, and William Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(2), 305–360.

<sup>2</sup> Виж, например, Jensen and Meckling (1976), op. cit. и Stigler, George. (1964). Public Regulation of the Securities Market. *Journal of Business*, 37, 117–142.

Това всъщност е и наблюдаваната тенденция. При сравнение на опита на страните, прилагачи англо-американското обичайно право, което исторически има по-защитени права на инвеститорите със страните, прилагачи френско-германското гражданско право, което поддържа сравнително по-слабо защитени права за инвеститорите за сметка на по-широкото определение на понятието права на „акционерите“, включващо и правата на зетите, се забелязва, че външното финансиране е много по-голямо в страните с англо-американско обичайно право и по-малко в тези с френско-германско гражданско право, където традицията на силна защита на акционерите не е толкова застъпена<sup>1</sup>.

По-фундаменталното предвиждане за по-големите акционерни права е, че те ще насърчат развитието на фондовите пазари. Изследване на CLSA<sup>2</sup> през април 2001 г. откри, че фирмите с по-добро корпоративно управление и контрол са имали най-добрите коефициенти за финансова резултатност, включвайки нормата на възвръщаемост на капитала и отношението на икономическата добавена стойност (EVA) към инвестирания капитал. Други откриха, че страни, даващи по-големи права на акционерите, имат фондови пазари с много по-голяма стойност (пазарна капитализация, отнесена към БВП), много по-голям брой листвани ценни книжа, отнесени към броя на населението и по-висока степен на активност на първичното публично предлагане на ценни книжа, отколкото в страните с по-слаба защита на акционерите<sup>3</sup>. Следователно добрият корпоративен контрол може да бъде от изключително значение за развитието на нововъзникващите финансови сектори.

---

<sup>1</sup> Вж., например La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155. Също така в изследване на 3000 фирми от девет Източно азиатски икономики (в които защитата на инвеститорите е слаба), Claessens, Djankov, and Lang установиха, че първите 15 фамилии във всяка страна, с изключение на Япония, контролират между 20 и 61 % от общата стойност на листваните на борсата акции. В Япония първите 15 фамилии контролират 2,8 % от общата стойност на листваните акции. Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry H.P. Lang. ). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81–112.

<sup>2</sup> CLSA. (2001). Saints and Sinners: Who's Got Religion? In Amar Gill (Ed.), *CLSA CG Watch: Corporate Governance in Emerging Markets*. Hong Kong: Author.

<sup>3</sup> La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 54, 1131–1150.

## Практически елементи на Кодекса на корпоративния контрол

Въз основа на желанието да подобри системата на корпоративно управление и контрол в страните с нововъзникващи пазари и да създаде по-стабилна финансова среда, Работната група за корпоративно управление, контрол и прозрачност разработи Кодекс на корпоративното управление. Той обхваща следните основни елементи:

- ✓ Защита на миноритарните акционери;
- ✓ Отговорностите на борда на директорите;
- ✓ Счетоводство и одитиране;
- ✓ Прозрачност на собствеността и контрола;
- ✓ Регулаторната среда.

Работната група изследва начините, по които тези елементи трябва да бъдат третирани в законите, уреждащи ценните книжа и фирменото законодателство, в изискванията на фондовите борси за листване на акции, както и във фирмените политики и практики. Тя дефинира специфичните „прагови“ (минимални) стандарти, посочва „най-добрите практики“, както и приоритетите за тяхното приложение.

- ✓ Стандарт с най-висок приоритет е този, който трябва да се приложи, колкото е възможно по-скоро и който представлява въпрос от особена важност за цялостния корпоративен контрол;
- ✓ Праговият стандарт е такъв, при достигането на който средният „консервативен“ инвеститор би се чувствал комфортно, инвестирайки, докато най-добрите практики трябва да се считат за целеви стандарт.

Работната група напълно осъзнава, че за някои страни прилагането на указанията за корпоративно управление, контрол и прозрачност би било по-трудно, отколкото в други. Проектът на Кодекса притежава възможно най-голяма гъвкавост, която да позволи неговите указания да бъдат адаптирани към индивидуалните условия във всяка страна, като в същото време запазва основните характеристики на Кодекса за управление и контрол. Работната група например установи, че непрекъснатото присъствие на едни и същи директори в борда през един продължителен период от време е важно за компанията, но тя призна, че и директор, прекарал много години в борда, не би могъл да твърди, че все още е независим. Въпреки че указанията не опреде-

лят точния брой години, те поставят като условие изискванията за листване на фондовите борси във всяка страна да поставят разумно ограничение на броя години, в които един директор може да бъде в борда и да остане независим.

Целта на този доклад не е да създаде закон или набор от наредби, засягащи прозрачността и корпоративното управление и контрол. На него трябва да се гледа по-скоро като на сборник от практически насоки за добро корпоративно управление и контрол на базата на колективния опит и от гледната точка на инвеститорите и мениджърите на капиталови активи на нововъзникващите пазари. В действителност указанията, представени в този доклад са извлечени от въпроси, които членовете на работната група считат за особено важни и не представляват задължително пълен набор от насоки за корпоративно управление и контрол. Изложените в този доклад специфични указания се различават от повечето широки рамки, като например основните Принципи на корпоративния контрол на OECD, по това, че те са по-подробни и са насочени към практическо приложение.

Макар тези указания да бяха разработени с намерението да се подобри корпоративният контрол и прозрачността на нововъзникващите пазари, в този доклад са представени и някои най-добри практики, които не се съблюдают все още дори и от множество развити пазари. Следователно Кодексът, представен тук, може да допринесе за подобряването на практиката на корпоративния контрол дори и във високоиндустриалните страни.

Дори и при най-добрите условия, при които принципите на добрия корпоративен контрол формират част от вътрешните разпоредби на компанията и са включени в законовата уредба на ценните книжа и в правния кодекс, тези принципи може да нямат никакво практическо значение, ако не се прилагат и съблюдают в ежедневния бизнес. Отговорността за добрия корпоративен контрол лежи не само върху компанията, но и може би в още по-голяма степен върху хората, създаващи законовата уредба и върху инвеститорите, които трябва да изискват стриктно придържане към добрите принципи.

Правилното функциониране на правната система на една страна е ключът към прилагането на принципите на корпоративния контрол и на защитата на правата на акционерите. Тъй като е невъзможно да

се създаде договор или да се напише закон, обхващащ всички възможни непредвидени обстоятелства, съдилищата ще трябва често да вземат решения във връзка с проблеми, засягащи корпоративния контрол. Ако например директорът на една компания е очевидно небрежен към контрола над дейността на мениджмънта, ефектът от което е съществена загуба за акционерите, то може ли този директор да се държи отговорен за вредите, които идват като резултат? Начинът, по който съдът интерпретира отговорността на довереник, която носи директорът на компанията и това дали акционерите биха могли да дадат директорите под съд за нарушаване на тази отговорност, може да бъде мощен фактор за определяне на фактическите права на акционерите. По същия начин законовото право на адвокатите да приемат като заплащане процент от интереса по групови дела, заведени от името на акционерите, може да помогне за изграждането на защитата на миноритарните акционери.

Докато историческото развитие е довело до различни правни традиции, едните даващи големи, а другите по-малки права на акционерите, наскоро започналата надпревара за глобалните капитали мотивира все повече на брой страни да привличат капитали чрез усъвършенстване защитата на акционерите. Указанията, представени по-долу, са разработени така, че да позволяват на различните страни с различни правни традиции да подобрят системата си за корпоративен контрол.

## **Защита на миноритарните акционери**

Един от фундаменталните въпроси в корпоративния контрол е дали правата на миноритарните акционери са защитени. Както бе коментирано по-рано, инвестирането в пазари с лош корпоративен контрол оставя открита възможността правата на миноритарните акционери да бъдат пренебрегнати или дори още по-лошо, инсайдрите да организират заговори за отчуждаване активите на компанията за сметка на външните инвеститори. Докато някои проблеми на защитата на правата на миноритарните акционери са повече или по-малко очевидни, като например правото на глас по важни за компанията въпроси, то други не са чак толкова ясни, като въпросите, свързани с обратното изкупуване на акции.

Както при всички въпроси, свързани с правата на миноритарните акционери, така и тук основен приоритет трябва да бъде третирането на чуждестранните акционери наравно с местните. Тъй като доста често чуждестранните инвеститори съставляват едни от най-големите групи миноритарни акционери в основните компании от страните с нововъзникващи пазари, правилата и практиките, ограничаващи правата на чуждестранните собственици, са леко прикрити пътища, по които местните притежатели на контролните пакети от акции могат да отклоняват корпоративните печалби или активи за свое собствено облагодетелстване.

Работната група идентифицира три основни области, в които защитата на миноритарните акционери е от значение:

1. Права на глас;
2. Промени в компанията и нейната капиталова структура;
3. Общи събрания на акционерите и други спорни въпроси.

### **Права на глас**

Докато правото на глас по всички съществени въпроси, засягащи компанията, трябва да бъде явна привилегия на акционерите, механизмите позволяващи безпристрастно гласуване по важните въпроси не съществуват във всички фирми или на всички пазари. В това отношение основен приоритет за компаниите трябва да бъде да създадат ясни и добре формулирани правила за разграничаването на въпросите, изискващи одобрението само на борда, от въпросите, които изискват одобрението на акционерите. Още повече, че акционерите трябва да имат законното право да гласуват по всички въпроси от съществено значение, включително сливания и придобивания, както и продажба на значителни активи. Чрез ясното очертаване на въпросите, изискващи одобрението на акционерите и на борда, се постига по-малка толерантност по отношение на злоупотребата с правата на миноритарните акционери.

Друг основен приоритет е новите емисии да се ограничат до вида „една акция – един глас“. Капиталовите структури от типа „една акция – един глас“ са най-простите и осигуряват най-голяма отговорност, защото възможността за влияние е пропорционална на собствеността. Мексико, Малайзия, Хонг Конг и Южноафриканската Репуб-

лика например понастоящем имат постановления или закони, лимитиращи акциите с право на повече от един глас. Други капиталови структури насърчават „окопаването“ и неотзивчивостта на мениджмънта, което намалява стойността на акционерната собственост в дългосрочен план. Освен това интересите на страните, имащи контролни гласове, може да не бъдат същите като интересите на акционерите, представляващи мажоритарния пакет от капитала на компанията. Най-добрата практика при решаването на съществуващите спорни въпроси би била да се елиминират евентуално всички акции с право на повече от един глас, както и акциите без право на глас. Въпреки че много фирми, част от акциите на които дават право на повече от един глас, имат отлична история на добри практики за корпоративен контрол, този тип права на глас могат да доведат до злоупотреби и като цяло са несъвместими с добрия контрол и управление.

Въпреки че кумулативните права на глас могат също да доведат до злоупотреби, те трябва да бъдат разрешени, защото позволяват на миноритарните акционери да концентрират своето гласуване по въпроси, които те намират за изключително важни. Когато се избират директорите например, кумулативното гласуване позволява на миноритарните акционери да концентрират всички свои гласове за една личност с надеждата, че тя ще бъде избрана. Това е начин за закриляне на представителството на миноритарните акционери в борда на директорите. Формулата на кумулативното гласуване е дефинирана, както следва: [брой на гласовете, допуснати до преброяване] = [брой на притежаваните акции] x [брой на гласуванията, които трябва да бъдат направени]. Например, ако един акционер притежава 2 акции, а директорите, които трябва да бъдат избрани, са 10 на брой, този акционер събира общо 20 гласа – или за един-единствен кандидат, или разделени между няколко от кандидатите.

Системата за гласуване чрез пълномощни също може да бъде поощрена, понеже тя намалява разходите по гласуването и позволява на акционерите, които не могат да присъстват на Общите събрания да дадат своя глас. Всички несъбрани пълномощни гласове (включително тези, отделени за американските (ADR) и германските (GDR) депозитарни разписки) обаче трябва да си останат такива и да не се гласува с тях автоматично от името на мениджмънта. Авто-

матичното приписване на несъбраните пълномощни гласове на мениджмънта може да създаде значително предубеждение към миноритарните акционери. Като най-добра практика, системите за упълномощаване трябва да бъдат еднакво достъпни за всички гласувачи – и чуждестранни, местни.

### **Промени в компанията и нейната капиталова структура**

Особена грижа на инвеститорите е, че акционерите може да нямат адекватен глас, когато се взема решение компанията да приеме предложение за сливане или изкупуване. Те са загрижени от това, че цената, предложена на миноритарните акционери, в случай на сливане или изкупуване, може да не бъде толкова изгодна, колкото тази, предложена на контролиращите акционери. Изобщо трябва да бъдат създадени правила, които да ограничават възможността цялата компания или значителен неин актив да бъде продаден, облагодетелствайки мениджърите и контролиращите акционери, за сметка на миноритарните акционери. Като основно правило се налага това, че всяка оферта за придобиване на дялове от акционерния капитал над някакъв минимален праг трябва да задоволява изискването, значителна част от изкупуването да се осъществи под формата на търгово предложение. Хонгконгската и Южноафриканската фондови борси например изискват офертите за дялове над 35 процента от записаните акции да бъдат отправяни към всички акционери.

Правата на миноритарните акционери трябва да имат предимство по време на опити за превземане. Основният въпрос е, че дори дадено превземане понякога да е нежелано от гледна точка на мениджмънта или на контролиращите акционерите, от перспективата на миноритарните акционери то може да бъде увеличаващо стойността. Практиките, насочени срещу превземанията, като „отровни хапчета“ (poison pill) и „златни парашути“ (golden parachutes), не трябва да бъдат забранявани, а по-скоро трябва да бъдат одобрявани от всеобщия глас на акционерите. Същият процес трябва да бъде приложен и по отношение на сливанията и изкупуванията. Най-добрата практика предполага вотът да представлява значително мнозинство (поне две трети).

Действията за размиване на акциите, като увеличаването на капитала и емитирането на конвертируеми облигации или опции, които

имат потенциала да отслабят правата на акционерите, също са важни. Въпреки че някои действия за размиване на акциите на ниско ниво, дължащи се на нормалните операции на компанията, трябва да са позволени, без да изискват всеобщо гласуване на акционерите, над определен праг тези мерки изискват одобрението на акционерите. Още повече, че всяко размиване на правата на глас или на собствеността трябва да се отнася пропорционално между всички акционери, а като най-добра практика, значително мнозинство от гласовете трябва да бъде в полза на такива действия. За увеличаването на акционерния капитал с повече от 5 процента NASDAQ изисква одобрението на акционерите с право на глас.

Задължителните изкупувания (mandatory redemptions), първичните публични предлагания и обратното изкупуване на акциите трябва да бъдат обявени на акционерите и подлежат на всеобщо гласуване от тяхна страна. Прозрачността е от изключително значение за осигуряването на равнопоставеност на акционерите и за гарантирането на това, че подобни предложения отразяват най-добре техните интереси.

### **Общи събрания на акционерите и други Въпроси**

За да се даде достатъчно време на инвеститорите да се подготвят по точките от дневния ред на общите събрания, акционерите трябва да бъдат адекватно предизвестени за датата на общото събрание и за планирания дневен ред. Като най-добра практика се налага тази, при която предизвестията за датата и дневния ред на общото събрание се изпращат на акционерите поне един месец преди то да се състои. Най-разпространената практика понастоящем изисква само дву- или триседмично предизвестие преди датата на общото събрание. В Хонг Конг и Южноафриканската Република например се изисква известие 14 дена преди общо събрание по въпроси, изискващи обикновено мнозинство, и 21 дена преди общо събрание, изискващо квалифицирано мнозинство. В Корея и Мексико се изисква предизвестията да бъде само 14 дена преди общото събрание, без значение какви въпроси ще се гласуват на него.

На акционерите трябва да се предостави достатъчно подробен дневен ред, за да могат те да гласуват информирано. Миноритарните акционери също трябва да могат да свикват специални събрания по

важни за компанията въпроси. За да се предотврати своенравно поведение от страна на малко на брой акционери обаче, пред индивидуалния акционер или група акционери трябва да се постави минимален праг на собственост, за да имат те правото да свикват специални събрания. Мексико и Полша например изискват минималната акционерна собственост, даваща право да се свика специално събрание, да е в размер на почти 10 процента. Когато се свиква такова събрание, изискваният кворум не трябва да бъде нито твърде нисък, нито пък много висок, тъй като ще бъде трудно да се събере изискваният брой гласове за прокарване на дадена мярка. Още повече, че всички ключови за компанията решения трябва да се вземат при квалифициран кворум. NASDAQ изисква да бъдат представени поне една трета от акционерните гласове. Основното е, че главният приоритет трябва да бъде чуждестранните акционери да бъдат третирани наравно с местните.

Като начин да подсигурят гласуване само на регистрираните акционери, много фирми изискват на акционерите да бъде забранено да продават акциите си близо във времето до датата на събранието (блокиране на акции). Дългите периоди на блокиране на акциите обаче могат да подействат като „спирачка“ за участието на акционерите в събранията поради високите разходи на неликвидността. Следователно законът трябва да определя специално регистрирана дата преди събранието, за която се предоставя правото на глас на акциите на настоящия им собственик. Акциите могат да бъдат търгувани след регистрираната дата, но правото на глас не ще стане прехвърляемо до следващите събрания. Обявата на тази регистрирана дата трябва да бъде направена по едно и също време с обявата за предстоящото събрание.

За да се разрешат конфликтите между миноритарните акционери и акционерите с контролно дялово участие е необходимо да има определени механизми, обявени в практиката на компанията, които да задействат арбитража помежду им. Най-добрата практика би била акционерите да имат правото да поставят формално проблема пред борда на директорите, при положение че притежават някакъв предварително определен минимален праг от акционерния капитал.

## **Структура и отговорност на борда на директорите**

Резултатността на компанията и стойността на акционерния капитал могат да пострадат от липсата на контрол и прекомерната власт на висшите изпълнителни директори. Абсолютната власт на висшия мениджмънт може да подхрани самодоволство, неконкурентност и най-лошото – непотизъм, лансиране на приятелски интереси и кражби. Следователно бордът на директорите трябва да бъде съставен така, че да осигурява независим контрол върху мениджмънта. Като такъв, за него е жизненоважно, значителен брой от неговите членове да бъдат независими от мениджмънта. Също така е важно бордът на директорите да носи отговорност за предоставянето на информация на акционерите. Това улеснява корпоративната прозрачност и по-точните оценки на стойността на компанията.

## **Структура на борда и дефиниция за независимост**

Бордът на директорите играе ролята на независим проверяващ на мениджмънта. В това си качество за него е важно значителен брой (поне една трета) от неговите членове да бъдат независими от мениджмънта. Най-добрата практика предполага мнозинството от директорите да бъдат независими. В настоящия момент практиката доста варира на различните пазари. Малайзия например изисква поне една трета от борда да бъде независима, докато Корея изисква една четвърт. Правилниците на хонгконгската борса и на американската борса за технологични акции NASDAQ определят точен брой на независимите директори, съответно двама или трима, докато правилникът на борсата в ЮАР постановява, че мнозинството от неизпълнителните директори трябва да бъде независимо.

Като минимум фирмите трябва да дефинират понятието „независимост“, в допълнение на разкриването на биографиите на директорите и да обявят официално своето становище за независимостта. Най-добрата практика предполага независимият директор: а) да не е бил служител на компанията в последните три години; б) към настоящия момент да няма бизнес отношения с компанията; в) да не е изпълнителен директор в друга компания, на която който и да е от изпълнителните директори да е член на комисията по възнагражденията на

първата компания (т.е. да няма връзки между комисиите по възнагражденията на двете компании); и г) да не е пряк член на семейството на изпълнителния директор на компанията или на някои от нейните клонове. Независимият директор трябва да има съответните компетенции и разбиране за бизнеса. Освен това поне в големите фирми неизпълнителните директори трябва да подлежат на преизбиране на всеки три години, а според най-добрата практика, те трябва да бъдат преизбирани на всеки три години и в големите, и в малките фирми.

В повечето случаи директорите, които членуват в бордовете за продължителен период, откриват, че техните интереси съвпадат повече с тези на мениджмънта, отколкото с тези на акционерите. В резултат, след като са членували в борда през един предварително определен период от време (може би 10 години, както е във Великобритания), директорите не трябва повече да бъдат считани за независими. Прилаганият времеви лимит трябва да осигурява фактическа и забележима независимост.

## **Комисии към борда на директорите**

За да могат ефективно да контролират операциите на компанията, бордовете трябва да създават различни подкомисии, които да повишават тяхната работоспособност и ефективност. Членовете на борда, които притежават умения, специфични за задачата на съответните комисии, могат да бъдат избрани за председатели и/или членове на тези комисии. Има три основни комисии, които всеки борд трябва да сформира: 1) комисия по назначенията, която да търси и намира висши управленски таланти за компанията и която да преразглежда назначенията в борда; 2) комисия по възнагражденията, която определя възнагражденията за висшия мениджмънт и която се опитва да го привлече за интересите на акционерите; и 3) комисия по одита, която има специалната функция не само да осигури съответната документация за паричните потоци на компанията, но и да преразглежда адекватността на вътрешния контрол и риск мениджмънт, както и да избира независими одитори.

Настоящата практика на пазарите е да се изисква от бордовете да сформират комисия по одита (обикновено с определен брой независими директори), но само няколко са пазарите, които са изградили специфични правила по отношение на комисиите по назначенията и

възнагражденията.

Председател на комисиите по назначенията и възнагражденията в големите компании трябва да бъде независим директор, а според най-добрата практика така трябва да бъде и в малките компании. Председател на комисията по одита и в малките, и в големите компании трябва винаги да бъде независим директор. Най-добрата практика предполага като изискване за листване на фондовата борса да бъде това, че всяка комисия да се съставя предимно от независими директори. За да се подsigури това, членовете на борда да са добре информирани, събранията на борда трябва да се състоят на всеки три месеца, докато комисията по одита трябва да заседава поне един път на всеки шест месеца.

## Разкриване на информация

Доминиращата тема във всички спорни въпроси, свързани с корпоративния контрол, е жизненоважното разкриване на информация. Колкото по-прозрачни са вътрешните дела и паричните потоци на компанията, толкова по-трудно ще бъде за мениджмънта и контролиращите акционери да отчуждават активи на компанията или да злоупотребяват с нейното управление. Изискванията за разкриване на информация трябва да са включени в изискванията за листване на корпоративни акции на фондовите борси и в законовата уредба на ценните книжа.

Основното и всеобхватно изискване за разкриване на информация се състои в това, че всяка една важна информация (всичко, което би могло да окаже потенциално въздействие върху цените на акциите) трябва да бъде публично разкрита. Примери за подобна информация са данните за печалбата, придобиването или продаването на активи, промени в бордовете на компаниите, сделки със свързани с компанията страни, акционерните дялове на директорите и промени в собствеността. Друга информация, която трябва винаги да бъде разкривана е тази за възнагражденията (включително опциите за покупка на акции от компанията) на всички директори и висшия мениджмънт на компанията, корпоративната стратегия и задбалансови сделки. Цялата разкрита информация трябва да бъде предоставена посредством одобрената борсова система за изявления на компанията, както и в уебсайта и годишния финансов отчет на компанията.

## Други отговорности на борга

Ако възникне действителен или потенциален конфликт на интереси от страна на директорите или висшите служители на компанията, той трябва изцяло да бъде разкрит, а комисията по одита или комисията по етичните въпроси трябва да разгледа възникналата ситуация. Друга отговорност, която бордът трябва да има в рамките на практиката на компанията, е разработването на програма за връзки с инвеститорите, която да достига до всички акционери и изцяло да ги информира за дейностите на компанията. По-добрите пътища за свободния поток на информация от компанията могат само да подобрят корпоративния контрол. Най-добрата практика предполага главният финансов директор или главният изпълнителен директор на компанията да упражняват контрол върху програмата за връзки с инвеститорите и да взимат активно участие в публични изяви. Освен това компанията трябва да изгради в детайли формална политика по отношение на своята социална отговорност (т.е. социални и свойствени на средата въпроси) и да осигури разумни по размер ресурси за нейното разпространение. Като най-добра практика се налага тази, при която политиката по отношение на социалната отговорност бъде представена в официалните съобщения и счетоводните отчети на компанията.

## Счетоводство и одитиране

Недостатъчното разкриване на информация от страна на корпоративния и банков сектор дори в случаите, когато националните стандарти за счетоводно отчитане и обявяване на финансовата информация са изпълнени, може би влоши влиянието на няколко наскоро отминали кризи, подкопавайки доверието на инвеститорите, за които беше трудно да различат стабилните фирми от тези, които бяха разтърсени от кризите. Азиатската криза извади наяве множество примери за недостатъчно разкриване на информация, какъвто е случаят с Индонезия, където за групата Sinar Mas бе съобщено, че е имала сметки със задна дата и е създавала фиктивни компании, чрез които да прикрива сделки. В някои случаи националните счетоводни стандарти съвпадаха с международните, но прилагането им беше неточно или процедурите на одитиране непълно, което направи счетоводните ба-

ланси и отчетите за приходите и разходите трудни за разбиране.

Между участниците на пазара съществува всеобщо съгласие, че разполагаемата информация в много региони е недостатъчна за инвеститорите и останалите участници на пазара, за да могат те правилно да оценят риска и да вземат информирани решения на глобално равнище. Липсата на прозрачност и достоверна финансова информация е проблем, характерен за нововъзникващите пазари, но съществува като такъв и в някои развити държави. Въпреки че всички сравнително големи пазари имат някаква форма на местни счетоводни стандарти, тези стандарти и тяхното приложение могат доста да варират. В Малайзия например придържането към Международните счетоводни стандарти (МСС) е законово изискване, но липсва достатъчно строго прилагане на закона.

Акуратното счетоводство и одитиране са в сърцето на прозрачността и доброто корпоративно управление и контрол. Счетоводните стандарти като такива, към които се придържа една компания, както и състава и степента на независимост на комисията по одита, са от особена важност. Лицата, които притежават капитала, оказват много силно влияние върху счетоводните и одиторските практики в процеса на създаването на критерии за вземане на финансови решения.

### **Стандарти за счетоводство и одит**

Като минимум, условията за листване на фондовата борса в една страна трябва да изискват от фирмите да следват местните основни счетоводни и одиторски практики, да използват годишни консолидирани отчети за всички дъщерни фирми, в които притежават значително участие (т.е. собственост, включваща насрещни холдинги, които възлизат на 20 до 50 процента от всички записани акции). Според най-добрата практика, фирмите трябва да се придържат към МСС или към американските общоприети счетоводни принципи – GAAP. В допълнение към стандартните практики за разкриване на информация, счетоводните отчети и официалните съобщения трябва да включват подробна информация за задбалансовите сделки и бизнес риска, както и механизъм за периодично преразглеждане на риска от одиторите. Честотата на обявяването на счетоводните отчети и одита трябва да е поне шест месеца, като най-добрата практика е това да става на всеки три месеца. Одитите трябва да се преглеждат от независим одитор, а като най-добра практика се

налага тази, целият счетоводен процес да спазва глобалните стандарти на Международния форум за развитие на счетоводството.

### **Комисията по одита**

Почтенността, способността и независимостта на комисията по одита са основни елементи на прозрачността и доброто корпоративно управление и контрол. Комисията по одита служи не само за подобряване на корпоративното управление и контрол, но е и важен елемент в риск мениджмънта на компанията.

Комисията по одита трябва да се председателства от независим директор, като най-добрата практика изисква мнозинството от нейните членове да са независими директори. Поне един независим директор трябва да има финансови познания, което означава, че тя или той трябва да може да чете и разбира основните финансови отчети, които включват счетоводния баланс на компанията, отчета за приходите и разходите ѝ, отчета за паричния поток или пък да стане способен да го прави в рамките на един разумен срок от време след назначаването си. Важна функция на членовете на комисията по одита е да задават трудни въпроси, като най-добрата практика е цялата комуникация между комисията и външните или вътрешни одитори да се извършва без присъствието на мениджмънта на компанията. Освен това целият борд трябва да одобрява процеса на одитиране и да открива всяко отклонение от счетоводните стандарти в годишния финансов отчет.

### **Прозрачност на собствеността и контрола**

Разкриването на информацията за това кой контролира една компания и кой притежава значителна част от нея, трябва да бъде част от правилника на фондовите борси и изискванията за листване на тях. Разкриването на информация за големите дялове от акционерния капитал на една компания е от изключително значение за това, да може да се оцени, дали действията на компанията, като продажба на значителни активи, се извършват в интерес на акционерите, притежаващи мажоритарния пакет от акциите ѝ или в интерес на страните, притежаващи контролни пакети. Фирмите трябва да разкриват точна, достатъчна и навременна информация, така че инвеститорите да могат да вземат информирани решения относно придобиването на дялове, правата и задълженията, произтичащи от собствеността, както и относно продажбата на акции.

Най-добрата практика е да се разкрива информация за минимално значимата собственост (5-10 процента), а значителна собственост (от порядъка на 20 до 50 процента) трябва да бъде разкрита като контролен пакет. Според настоящата практика като контролен пакет обикновено се дефинира собственост над 35 процента от акционерния капитал. Всяко надвишаване на собствеността над 35 процента от акционерния капитал трябва да стартира предложение за изкупуване, в което всички акционери се третират еднакво. За целите на разкриването на информация, собствеността на свързани страни трябва да бъде включена в общата акционерна собственост.

## Регулаторна среда

За да създаде правдоподобна основа за корпоративна прозрачност, добри счетоводни практики и надеждна защита на правата на акционерите, регулаторната среда също трябва да бъде прозрачна и заслужаваща доверие. Същественото, за да стане регулаторната среда заслужаваща доверие, е тя да не бъде възприемана като контролирана или повлияна от някакви групови частни интереси. Като минимум, регулиращите трябва да са независими от индустрията, а най-добрата практика е те да са независими и от изпълнителната власт на правителството. Въпреки че правителството вероятно е в по-малка степен склонно да влияе върху регулирането на практиките за корпоративен контрол, отколкото индустрията, то все още може да бъде изложено на външно въздействие. Например в предизборните периоди правителствените регулатори могат да бъдат подмамани да „погледнат в друга посока“ с надеждата да привлекат политическа подкрепа за съдействие. Длъжностните лица, които оглавяват регулаторната организация, трябва да бъдат независими от политическите партии и трябва да бъдат подложени на процеса на публично утвърждаване.

Въпреки че на книга имат най-добрите намерения и най-добрите правила за корпоративно управление и контрол, на практика това може да означава много малко, ако регулаторните организации нямат качества за прокарването им и за надзор. Борсите трябва да имат властта да разрешават, преразглеждат, преустановяват временно или да прекратяват листването на ценни книжа. Освен това те трябва да бъдат отговорни и за контролирането на всички листвани ценни книжа.