

БЕЛА КНИГА
ЗА
КОРПОРАТИВНО УПРАВУВАЊЕ
ВО
ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА

Translated by the Macedonian Stock Exchange with the financial support of the USAID
Macedonia Corporate Governance and Company Law Project.

ПРЕДГОВОР

Доброто корпоративно управување во денешно време се смета за основен предуслов за создавање на атрактивна инвестициска клима, која што се карактеризира со конкурентски ориентираните компании и ефикасни финансиски пазари. ОЕЦД и Светската банка ги здружија своите напори за промовирање на дијалогот помеѓу кеаторите на политиките во областа на корпоративното управување. Во соработка со регулаторите и учесниците на пазарот, односно субјектите надлежни за водење на политиката, беа организирани регионални тркалезни маси за корпоративното управување. Денес, вакви тркалезни маси за корпоративно управување постојат во Азија, Евроазија, Латинска Америка, Русија и Југоисточна Европа. Работата на одделните тркалезни маси е прилагодена на специфичните прашања кои што ги карактеризираат пооделните региони. Но, секоја тркалезна маса ги користи Принципите за корпоративно управување на ОЕЦД, како основна рамка за дискусија и има постигнато согласност за издавање на "Бела книга" за регионалното корпоративно управување, во која би биле формулирани основните цели на политиките и реформските приоритети.

Оваа тркалезна маса е дел од Пактот за реформа, инвестиции, интегритет и развој во Југоисточна Европа (Coутх East Europe Цомпацт фор Реформ, Инвестмент, Интегритс анд Гроџтх), кој што има за цел да се подобри регионалното економско и деловно окружување. Овој пакт ги утврдува обврските на земјите од регионот во поглед на воспоставувањето на основите на структурната политика, што ќе овозможи одржлив раст и реформи, односно создавање на здрава пазарна економија и охрабрување на приватните инвестиции. Во Министерска повелба за вПривлекување на инвестиции во Југоисточна Европа: Општи принципи и најдобро однесување, усвоена на 18 јули 2002 година во Виена, министрите-претставници на земјите од Југоисточна Европа испратија значаен сигнал дека земјите од регионот се обврзуваат на реформи во областа на корпоративното управување. Тие истакнаа дека "и покрај ветувачките инвестициони можности, вложувањата кон и во рамките на регионот потфрлија во поглед на потребите и очекувањата. Тие, исто така, потврдија дека се потребни "одржливи и интензивни напори во рамките на Инвестицискиот пакт, со цел имплементирање на економски, правни и административни реформи и обезбедување на добра управувачка структура. Тие признаа дека помеѓу останатите главни принципи и добри практики, квалитетното корпоративно управување "до степенот до кој што е применето, придонесува за создавање поволна клима, како за меѓународни, така и за регионални инвестиции"

Конечно, тие се заложиле за придржување кон Принципите за корпоративно управување на ОЕЦД.

Земјите од Југоисточна Европа постигнаа значаен напредок во областа на корпоративното управување во изминатите неколку години. Неодамнешните и тековните реформи ја подобрија законската и подзаконската регулатива, обезбедувајќи подобра заштита од злоупотреби. Неколку национални иницијативи за изготвување на насоки, изготвувањето на принципи за најдобро однесување и воспоставување на специјални берзански сегменти за компаниите со квалитетно корпоративно управување, придонесоа за зголемување на свеста и подобрување на праксата. Конечно, берзите и регулаторите на пазарот на хартии од вредност го зајакнаа мониторингот на однесувањето на компаниите.

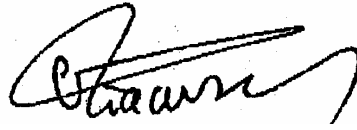
Многу е важно да се одржи замаецот на реформите и да се воспостават соодветни механизми за принуда. Пазарот треба уште еднаш да се увери дека реформите во сферата на корпоративното управување во Југоисточна Европа неповратно одат во правец на глобалните стандарди. Публикацијата на оваа вБела книга е само чекор во процесот кој трае и искрено се надеваме дека препораките од оваа вБела книга ќе се инкорпорираат во сите значајни национални иницијативи. Овие препораки, кои се развиени на консензуална основа, претставуваат главно средство за промоција, помош и оценка на напредокот на корпоративното управување во земјите од Југоисточна Европа, со што ќе се придонесе за зајакнување на довербата и меѓународниот кредибилитет на реформскиот процес.

Организацијата на тркалезната маса за корпоративно управување во Југоисточна Европа и создавањето на оваа вБела книга претставува резултат на здружени напори и целосна посветеност на сите инволвирани институции, односно поединци кои учествуваа на тркалезните маси. Би сакале да ја искажаме својата искрена благодарност на Светската банка и на нејзините афилијации, како и на сите институции од земјите на Југоисточна Европа и ОЕЦД, кои што го поддржаа овој проект, а особено на Комисијата за хартии од вредност на Романија, Букурешката Берза, Загребачката берза и Комисијата за хартии од вредност на Федерацијата Босна и Херцеговина кои што беа домаќини на тркалезните маси, како и на Турската агенција за меѓународна соработка (Туркисх Интернационал Цо-оператион Агенцс - ТИЦА).

Исто така, би сакале да се заблагодариме на сите претставници на приватниот сектор, претставниците на синдикалните организации, претставниците на граѓанските здруженија, професионални здруженија и други заинтересирани субјекти од сите делови на Југоисточна Европа. Им се заблагодаруваме и на нашите партнери од Форумот за глобално корпоративно управување (Глобал Корпоратив Говернанце Форум) и Деутсцхе Геселлсцхафт Фур Тецхнисцхе Зусамменарбеит (ГТЗ) за нивната финансиска поддршка на овој значаен проект.



Манфред Сцхекулин
Дирецтор
Еџпорт анд Инвестмент
Полицс Департмент
Федерал Министрс фор
Ецономиц Аффаирс анд
Лабоур оф Аустриа
Цо-Цхаир, Инвестмент
Цомпацт Пројецт Теам



Цристиан Диаконесцу
Стате Сецретарс
Министрс оф Фореигн
Аффаирс оф Романиа
Цо-Цхаир, Инвестмент
Цомпацт Пројецт Теам



Раинер Геигер
Депутс Дирецтор
Дирецторате фор
Финанциал Фисцал анд
Ентерприсе Аффаирс
ОЕЦД
Цо-Цхаир, Инвестмент
Цомпацт Пројецт Теам

СОДРЖИНА

Вовед

Клучни приоритети

Глава 1: Права на акционерите и рамноправен третман

Глава 2: Улогата на засегнатите лица

Глава 3: Транспарентност и објавување на податоци

Глава 4: Одговорности на одборот

Глава 5: Имплементација и примена

Анекс А: Компаративен преглед на корпоративното управување во Југоисточна Европа

Анекс Б: Поимник

Анекс В: Користена литература

Анекс Г: Листа на учесници на тркалезната маса

ВОВЕД

1. Под корпоративно управување се подразбира систем според кој што се управуваат и контролираат компаниите. "Корпоративното управување вклучува сет на односи помеѓу менаџментот на компанијата, нејзиниот одбор, акционерите и другите засегнати лица. Корпоративното управување, исто така, обезбедува структура преку која што се утврдуваат целите на компанијата, а воедно се определуваат и начините за остварување на овие цели, како и следењето на перформансите на компанијата. Доброто корпоративно управување треба да обезбеди соодветни стимуланти за да се остварат целите што се во интерес на компанијата и акционерите и треба да го олесни ефикасниот мониторинг, со што ќе ги охрабри компаниите ефикасно да ги користат своите ресурси.¹

2. Еден од клучните елементи за подобрување на економската ефикасност е доброто корпоративно управување. Денес, корпоративното управување е општо прифатено како суштествен предуслов за воспоставување на атрактивен инвестициски амбиент, кој што се карактеризира со конкурентни компании и ефикасен финансиски пазар. Важноста на ефикасните финансиски пазари за стопанскиот раст во денешно време е подржана и на макроекономско и на микроекономско ниво, каков што е случајот и со пошироката релација помеѓу модалитетите на корпоративно управување и растот.² Бележиме зголемен број на емпириски докази што покажуваат дека некои фундаментални аспекти на доброто корпоративно управување играат клучна улога во подорување на перформансите на компаниите, преку олеснување на пристапот на компаниите на пазарот на капитал, зголемувањето на довербата на инвеститорите, односно придонесот за поголема конкурентност помеѓу компаниите.

3. Веднаш по завршувањето на Азиската финансиска криза во 1997 година, на состанокот на Советот на ОЕЦД, на министерско ниво, беше решено ОЕЦД да развие листа на стандарди и насоки за корпоративно управување. Во 1999 година беа усвоени Принципите на корпоративно управување на ОЕЦД. Денес, овие принципи се единствен меѓународно прифатен документ на принципи на управување со компаниите, кој ги обработува сите сфери на рамката на корпоративното управување - правните, институционалните и регулаторните структури и практики кои што го сочинуваат амбиентот во кој што работат фирмите. Принципите на ОЕЦД се признани од Форумот за финансиска стабилност (Финанциал Стабилитс Форум) како еден од дванаесетте суштествени принципи за постоење на

¹ Принципи на корпоративно управување на ОЕЦД, Преамбула, 1999 (ОЕЦД Принциплес оф Корпорате Говернанце, Преамбле).

² Преглед на развојот на корпоративното управување во земјите на ОЕЦД, 2003 (Сурвев оф Корпорате Говернанце Девелопментс ин ОЕЦД Цоунтриес).

силен финансиски систем. Тие се важна компонента на "Прегледот на стандарди и кодекси" (РОСЦ - Ревиењ оф Стандардс анд Цодес) изготвен од страна на Меѓународниот Монетарен Фонд и Светската банка. Овие принципи се подржани од Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност (ИОСЦО - Интернационал Организатион оф Сецуритиес Цоммисионс), но и од страна на организации од приватниот сектор, каква што е Меѓународната мрежа за корпоративно управување (Интернационал Цорпорате Говернанце Нетњорк). Принципите на ОЕЦД, исто така, послужија како референца при развивањето на с# поголем број на национални кодекси за корпоративно управување.

4. Во соработка со Светската банка, а со поддршка на Форумот за глобално корпоративно управување (Глобал Цорпорате Говернанце Форум), од ОЕЦД беше побарано да ја охрабри имплементацијата на Принципите на корпоративно управување на ОЕЦД во земјите кои што не се членки на оваа организација, преку воспоставување на регионални тркалезни маси. Вакви тркалезни маси беа формирани во Азија, Латинска Америка, Русија, Евроазија и Југоисточна Европа. Овие тркалезни маси служат како регионален форум за дијалог на сите надлежни институции во врска со корпоративното управување. Тие ги опфаќаат креаторите на економската и другите политики, регулаторите и претставниците на берзите, организациите од приватниот сектор, мултилатералните организации и невладините институции. Секоја тркалезна маса³ изготвила или ќе изготви "Бела книга за корпоративното управување" за специфичниот регион, во која што ќе се формулираат клучните цели на политиките и практичната агенда на реформите, потребни за подобрување на корпоративното управување во соодветниот регион.

5. Тркалезната маса за корпоративно управување во Југоисточна Европа стартуваше во пролетта 2001 година⁴ и претставува водечка регионална иницијатива на Инвестицискиот пакт за Југоисточна Европа (Инвестмент Цомпаџт фор Соутх Еастерн Еуропа). "Инвестицискиот пакт", усвоен во Февруари 2000 година, е битен дел од активностите за економски реформи што треба да се спроведат согласно Работната табела ИИ (Њоркинг Табле ИИ) во рамките на Пактот за стабилност за Југоисточна Европа (Стабилитс Паџт фор Соутх Еастерн Еуропа), кој што ја опфаќа економската реконструкција, соработката и развој на регионот. Како таков проект, оваа тркалезна маса доби финансиска поддршка од Деутсцхе Геселлсцхафт Фур Теџнисцхе Зусамменарбеит (ГТЗ).

³ Освен онаа за Евроазија која што ја завршува компаративната студија за корпоративното управување во овој регион.

⁴ Земјите кои што учествуваа во тркалезната маса за корпоративно управување во Југоисточна Европа се: Албанија, Бугарија, Босна и Херцеговина, Македонија, Романија, Србија и Црна Гора и Хрватска.

6. Помеѓу Септември 2001 и Март 2003 година беа организирани четири состаноци на тркалезната маса за корпоративно управување, со цел да се продискутираат начините за подобрување на корпоративното управување во Југоисточна Европа. Користејќи ги Принципите на ОЕЦД како концептуална рамка, тркалезната маса ги анализираше петте клучни елементи на силното корпоративно управување наведени во споменатите принципи: (и) правата на акционерите; (ии) рамноправниот третман на акционерите; (иии) улогата на засегнатите лица во корпоративното управување; (ив) објавувањето на податоци и транспарентност; и (в) одговорноста на одборот на компанијата.

7. Состаноците беа одржани во соработка со регионални и локални партнери и домаќини, чија помош беше од непроценливо значење во обезбедувањето на успехот на истите. Првата тркалезна маса што се одржа во Букурешт во Септември 2001 година, беше заеднички организирана од Романската национална комисија за хартии од вредност и берзата во Букурешт. Центарот за развој на приватниот сектор на ОЕЦД и Турската агенција за меѓународната соработка беа домаќини на втората тркалезна маса во Истанбул, во Мај 2002 година. Организатор на третата тркалезна маса, што се одржа во Загреб во Ноември 2002 година, беше Загребачката берза. Конечно, четвртата тркалезна маса се одржа во Сарајево во Март 2003 година, во организација на Комисијата за хартии од вредност на Федерацијата Босна и Херцеговина.

8. "Белата книга" предлага серија на практични препораки и треба да служи како средство кое што ќе ги постави приоритетите за имплементирање на реформите на национално и регионално ниво. Оваа Бела книга претставува необврзувачки, консултативен документ, кој што ги одразува дискусиите и препораките од состаноците на тркалезната маса. Документот беше напишан, дебатирани и усвоен со консензус од страна на сите учесници на тркалезната маса. Со цел да се обезбеди максимална релевантност беше усвоен инклузивен пристап, што значи дека во нејзината изработка беа вклучени сите групи субјекти кои имаат интерес или знаење во областа на корпоративното управување. Исто така, учесниците на тркалезната маса беа поканети да дадат пишани коментари на различните нацрт-верзии на Белата книга.

9. Оваа Бела книга посочува соодветни насоки кои што се специфични за регионот, односно препораки кои што можат да им помогнат на креаторите на политиките, берзите и регулаторите на пазарот на хартии од вредност. Исто така, Белата книга ги таргетира компаниите, инвеститорите и другите субјекти кои што имаат улога или интерес за промовирање на практиките на добро корпоративно управување. Овие препораки претставуваат аспирации. Имајќи ги предвид финансиските и регулативните ограничувања во земјите од Југоисточна Европа за имплементирање на некои од овие препораки ќе треба време. Како и да е, оваа Бела книга би требало да помогне во одредувањето на приоритетите на реформите. Исто така, некои препораки

може да се валидни само за некоја подгрупа земји кои учествуваа во тркалезната маса, со оглед на тоа што сите земји во регионот не се на исто ниво во спроведувањето на реформите или економскиот развој. Некои земји од Југоисточна Европа може веќе да ги превземале неопходните чекори за справување со определени прашања.

10. Оваа Бела книга, пред с#, се фокусира на јавно тргуваните компании (публицлс традед цомпаниес) т.е. оние кои котираат на берзите, иако во многу аспекти таа се однесува и на прашањата поврзани со т.н. јавно поседувани компании (њиделс-хелд цомпаниес) кои не се котирани компании. Ова е од особена важност за земјите од Југоисточна Европа, затоа што приватизацијата во некои земји доведе до создавање на јавно поседувани компании кои не котираат на берзите, при што економскиот развој во овој регион, до извесен степен, ќе се потпира токму на успешноста на овие мали и средни претпријатија што не котираат на берзите. Конечно, оваа Бела книга, исто така, може да биде корисна и од гледна точка на некои аспекти на управувањето на приватно поседуваните фирми (привателс хелд фирмс) и државните претпријатија.

11. Главните глави на оваа Бела книга се истоветни со петте глави на Принципите на корпоративно управување на ОЕЦД. Документот содржи и дополнителен дел кој што е посветен на имплементацијата и примената кои, заедно со усвојувањето на Принципите на ОЕЦД, ја формираат основата за силен режим за корпоративно нуправување. По овој вовед следува листа на приоритети, која што е сочинета со цел да се идентификуваат најважните области каде треба да се спроведат реформите. Конечно, анексите на овој документ содржат компаративен приказ на рамката на корпоративното управување во Југоисточна Европа.

12. Белата книга ќе се предведе на соодветните локални јазици во земјите од Југоисточна Европа и ќе се дистрибуира на главните национални креатори на политиките, регулаторите на пазарот на хартии од вредност и претставниците на берзите, органите надлежни за поставување стандарди и релеватните институции од приватниот сектор во овие земји. Документот, исто така, ќе се достави и до релеватните мултилатерални институции и ќе биде достапен на јавноста, преку веб страницата на тркалезната маса (www.oecd.org/daф/цорпорате-аффаирс). Клучните национални играчи ќе организираат соодветни настани на високо ниво, каде што ќе ја презентираат оваа Бела книга на националните надлежни институции и на деловните луѓе. Овој процес на пренесување на пораките од овој документ ќе биде спроведуван врз основа на национални иницијативи, со подршка од страна на секретаријатот на ОЕЦД.

13. Оваа Бела книга е клучна алатка во промовирањето, помагањето и оценувањето на прогресот на корпоративното управување во Југоисточна Европа, што ќе рече во помошта за зајакнување на довербата и

меѓународната кредибилност на реформските процеси. Многу е важно да се одржи замаецот на реформите и да се воспостават соодветни механизми за примена на овие препораки. Пазарот треба уште еднаш да се увери дека реформите во сферата на корпоративното управување во Југоисточна Европа неповратно одат во правец на глобалните стандарди и дека секторот на претпријатијата мора да ја разбере вредноста на поквалитетното корпоративно управување.

КЛУЧНИ ПРИОРИТЕТИ

14. Лошата пракса на корпоративно управување, недостигот на свест за вредноста на доброто корпоративно управување и, понекогаш, слабата институционална рамка, претставуваат значајни пречки во развивањето на ефикасен пазар на капитал и воспоставување на здрава инвестициска клима во Југоисточна Европа.

15. Неодамнешните и тековните реформи на законската и подзаконската регулатива ја подобрија институционалната рамка за корпоративно управување во повеќето земји од Југоисточна Европа, обезбедувајќи подобра заштита од злоупотреби. Неколку национални иницијативи за изготвување на насоки, изготвувањето на принципи за најдобро однесување и воспоставување на специјални берзански сегменти за компаниите со квалитетно корпоративно управување, придонесоа за зголемување на свеста и подобрување на праксата. Инвеститорите станаа свесни за прашањата поврзани со корпоративното управување и притискаа за промени, а некои големи корпорации го променија своето однесување во позитивна смисла. Конечно, берзите и регулаторите на пазарот на хартии од вредност го зајакнаа мониторингот на однесувањето на компаниите и ја превземаа водечката улога во реформите на корпоративното управување.

16. Иако направениот прогрес целосно треба да се признае, сè уште постојат значајни злоупотреби во овој поглед. Креаторите на политиките и пошироката јавност сè уште не се целосно внимателни и свесни за влоговите кои што се во игра, додека регулативните органи не ги поседуваат неопходните ресурси за ефективно следење на однесувањето на компаниите, односно спроведување на законските и подзаконските прописи.

17. Кредибилитетот на праксата на корпоративно управување во Југоисточна Европа, развојот на финансиските пазари и подобрувањето на амбиентот за инвестирање ќе зависи од идните реформи на институционалната рамка за корпоративно управување, зајакнувањето на имплементацијата и наметнувањето на прописите од страна регулативните органи и, на крајот на краиштата, подобрувањето на однесувањето на приватниот сектор. Замаецот на реформите треба да се одржи за да се продлабочи обемот и влијанието на неодамнешните реформи, да се завршат реформите и, што е најважно, да се започне со примена на реформските решенија.

18. Во овој поглед, треба да им се даде приоритет на шест области. Прво, на глобално ниво, фокусот треба да биде на имплементација и примена на постојните законски и подзаконски прописи. Исто така, особено треба да се подвлече важноста на директното вклучување на приватниот сектор во

реформите на корпоративното управување и обучувањето на сите релевантни професии и клучни играчи, особено сметководителите, ревизорите, судиите и членовите на одборите. Второ, реформите, настојувањата за примена на прописите и вршењето обуките, како и иницијативите на приватниот сектор, треба да се фокусираат на три најбитни прашања - имено, заштитата на малцинските инвеститори, зголемување на ингеренциите на одборите на компаниите и конвергенцијата кон меѓународните сметководствени и ревизорски стандарди и објавување на нефинансиските податоци.

19. Треба да се зајакнат регулативните органи за да се подобри имплементацијата и наметнувањето на прописите.

20. Имајќи ги предвид неодамнешните реформи во законската и подзаконската рамка, сега најважен приоритет е да се зајакне ефективната имплементација и наметнување на истите. Денес, законите и подзаконските прописи во повеќето земји од Југоисточна Европа се во согласност со меѓународните стандарди, кога станува збор за главните прашања поврзани со корпоративното управување. Сепак, постои јаз помеѓу словото на законот, што е на задоволително ниво, и актуелната пракса. Најзначајните подобрувања сега можат да произлезат токму од ефикасната имплементација и наметнување на постојните законски и подзаконски прописи.

21. Во овој поглед се јавува потреба од зајакнување на капацитетот и овластувањата на регулативните органи, особено на регулаторот на пазарот на хартии од вредност. Всушност, во земјите кои се одликуваат со слабо регулативно окружување, каков што е случајот со земјите во транзиција, треба да се преферира концентрирано наметнување на прописите од страна на пазарниот регулатор. "Искусството покажува дека во овие околности поттикот на регулаторите да ги наметнат законите може да биде поголем од оној на судиите".⁵ Регулаторите, а првенствено регулаторот на пазарот на хартии од вредност, треба да поседуваат ресурси, капацитет и ингеренции да ги извршуваат своите функции т.е. да го следат однесувањето на компаниите, да ги истражуваат недозволените дејства и да го санкционираат неадекватното делување. Исто така, регулаторите, каде што тоа е соодветно, треба да имаат можност да наметнуваат санкции без нивните одлуки во врска со тоа да бидат предмет на автоматски жалбени постапки во рамките на судскиот систем.

22. Судскиот систем треба да биде зајакнат со оглед на тоа што тој ја претставува клучната оска на еден силен систем за наметнување на прописите, а како таков тој претставува предуслов за кредибилен систем на корпоративно управување. Судовите треба да се обезбедат со доволно ресурси за да ја зголемат својата стручност за справување со стопанските

⁵ "Состојбата на корпоративното управување, Искуства од анализи на различни земји" ("The State of Corporate Governance, Evidence from Country Assessments", Оливер Фремонд и Миерта Цапаул, ЊБ Полицс Ресерч Њоркинг Папер, Но.2858, Јуни 2002, п.28)

спорови. Систематската обука на судиите за економските прашања и зголемена специјализација на судскиот систем се вистинскиот пат за зголемување на стручноста на судовите. Систематското обелоденување на судските случаи и одлуките на судовите поврзани со областа на корпоративното управување можат, исто така, да придонесат за зголемување на свеста на деловниот сектор и да ја направат повидлива заложбата на јавноста за владеење на правото.

23. На крајот, треба да се развијат алтернативни правни лекови и механизми за решавање на спровите, какви што се механизмите за професионална арбитража и постапката на колективното договарање, која се карактеризира со ниски трошоци.

24. Зголемување на заложбите на приватниот сектор за спроведување на реформите на корпоративното управување и помош во развивањето на културата на корпоративното управување.

25. Од особена важност е приватниот сектор целосно да го разбере значењето на добрата пракса на корпоративно управување. Приватниот сектор треба да разбере дека доброто корпоративно управување не само што им го олеснува пристапот на компаниите до нов капитал, туку дека може, исто така, да биде инструмент за подобрување на работењето на компаниите. Тоа обезбедува поефикасни проверки и усогласувања при контролирањето на процесот на одлучување во компаниите и ја зајакнува ефикасноста на одборот, што резултира во подобрување на стратешкото размислување. На крајот, доброто корпоративно управување ја зголемува довербата кај другите лица кои се засегнати од работењето на компанијата.

26. Приватниот сектор треба да ја превземе водечката улога и одговорност за развивањето на серија алатки и иницијативи, кои што ќе имаат за цел зајакнување на културата на корпоративното управување. Овие алатки и иницијативи вклучуваат најпрво изготвување на национален кодекс за корпоративно управување. Можат, исто така, да се разработат повеќе насоки и принципи на најдобро однесување, особено во поглед на однесувањето на членовите на одборите. Исто така, може да се воведат специјални берзански сегменти за компаниите со добар систем на корпоративно управување. Конечно, приватниот сектор треба да биде активен во дизајнирањето на релеватни програми за обука на најважните играчи во оваа област.

27. Приватниот сектор, а најконкретно водечките бизнисмени, треба, исто така, да играат значајна улога во јавните реаспрати за прашања поврзани со корпоративното управување. Тие треба да бидат соодветна практична проверка на определени решенија, да ги насочуваат дискусиите, со што можат да станат моторна сила која што може да ги придвижи реформите. Активните заложби на приватниот сектор ќе овозможат прогресивно

градење на култура на добро корпоративно управување, што ќе придонесе за зголемување на очекувањата за подобро однесување и зголемување на неформалните санкции во случаи на неисполнување на тие очекувања.

28. Со цел приватниот сектор да ја превземе оваа водечка улога, законодавците и регулаторите треба да се обидат да не ги обременат компаниите со преголеми административни трошоци. Пред да се интервенира со нов регулативен инструмент, регулаторите треба да бидат на чисто околу тоа колкави трошоци ќе предизвикаат и дали постојат поефикасни инструменти за истата намена. Кога се развиваат нови прописи, со кои што се сака да се подобри рамката за корпоративното управување, треба да се направи ефективно балансирање помеѓу трошоците и користите.

29. Треба да се развијат програми за обука на сите лица и професии кои се критични за добрата пракса на корпоративно управување.

30. Треба да се вложат големи напори за да се обучат сите клучни играчи во областа на корпоративно управување. Ова особено се однесува на сметководителите и ревизорите, судиите, членовите на одборите и извршните директори. Овие обуки треба да ја зголемат глобалната свест за праксата на корпоративно управување. Тие, исто така, ќе помогнат за да се следат промените на законската и подзаконската регулатива и ќе обезбедат знаење за тоа како ефективно да се применуваат, односно наметнуваат законите и подзаконските прописи. Конечно, тоа може да помогне во транизацијата кон меѓународните стандарди.

31. Во овој поглед образовните институции и професионалните организации треба да развијат соодветни наставни програми. Поединечните компании треба да одвојат ресурси за да ги обучуваат своите извршни директори и членовите на одборот. Професионалните организации и релевантните регулативни тела треба да обезбедат дека сметководителите и ревизорите поседуваат определено барано ниво на знаење за да можат да ги вршат своите задачи на професионален начин. На крајот, владините органи треба, исто така, да обезбедат дека судиите и државните службеници инволвирани во областа на корпоративното управување поседуваат соодветно ниво на стручност.

32. Напорите за вршење обука треба да бидат подржани од меѓународните и билатералните донатори преку обезбедување на финансирање и експерти. Обуките треба да го помогнат процесот на конвергенција кон меѓународните стандарди и пракса, при што истите ќе треба да се прилагодат кон специфичниот контекст и потешкотии со кои што се соочуваат земјите од Југоисточна Европа.

33. Малцинските акционери треба да се заштитат од злоупотреби од страна на инсајдерите и акционерите кои ја контролираат компанијата.

34. Злоупотребата на малцинските акционери останува една од најсериозните слабости во праксата на корпоративно управување во Југоисточна Европа. Оттука, реформите во регулативата, нивната имплементација и примена треба да се фокусираат на мерките и правните лекови кои што ќе им овозможат заштита на малцинските акционери од злоупотреби.

35. Заштитата на малцинските акционери бара ефективна имплементација на специфични процедури поврзани со промената на контролата на сопственост во компанијата и трансакциите на големите или поврзани лица. Овие процедури подразбираат стриктни барања за објавување на овие настани и добивање на согласност во врска со истите од страна на членовите на одборот и/или вонредното собрание на акционери, со квалификувано мнозинство. Тие, исто така, наметнуваат развивање на фер процеси на вреднување. На пофундаментално ниво, заштитата на малцинските акционери почива врз фидуцијарната должност на членовите на одборот и нивната независност. Мора да се разјасни дека должноста на членовите на одборот е да работат во интерес на компанијата и сите нејзини акционери, поради што треба да се заострат санкциите за несоодветно однесување на истите.

36. Сепак, овие мерки можат да бидат ефикасни единствено доколку мониторингот и наметнувањето на прописите од страна на регулативните органи се зајакне во голема мерка и доколку овие органи имаат соодветен капацитет за да можат да изрекуваат строги санкции во случаи на недозволено однесување.

37. Улогата на одборот треба да се зајакне.

38. Одборите на директори имаат централно место во системот на корпоративно управување на компанијата, со оглед на тоа што тие претставуваат врска помеѓу акционерите и извршните менаџери. Во Југоисточна Европа одборите на директори сè уште не играат стратешка улога, односно нивната функција сè уште не е јасно раздвоена од онаа на менаџментот и тие често имаат проблем со нивната независност во однос на инсајдерите и големите акционери. Овие недостатоци придонесоа за настанување на значајни последици во поглед на злоупотребите на правата на малцинските акционери и неадекватно објавување на податоци.

39. Одборите на директори во Југоисточна Европа треба да се зајакнат во смисла на ингеренции, ресурси и одговорности, со цел да можат да ја вршат клучната улога која што им припаѓа во утврдувањето на стратегијата на компанијата, надзорот врз менаџментот, следењето на конфликтите на интереси и, најопшто кажано, заштитата на правата на малцинските акционери. Тие, исто така, треба да ја исполнат својата основна обврска во поглед на објавувањето на податоци.

40. Во овој контекст, најпрвин треба да се работи на тоа членовите на одборот добро да ги разберат своите функции и задачи. Нивната лојалност кон компанијата и сите нејзини акционери треба особено да се нагласи. Структурата на одборите треба да се направи поефикасна преку учество на зголемен број на независни директори и воспоставување на специјализирани комитети кои што ќе му помогнат на одборот во вршењето на неговите најфундаментални функции. Конечно, одборите треба да се обезбедат со средства и ресурси за вршење на своите функции во смисла на пристап до информации, наградување и обука.

41. Треба да се опстои на еволуцијата кон целосна конвергенција со меѓународните сметководствени и ревизорски стандарди и практики и објавувањето на нефинансиски податоци.

42. Треба да се изврши конвергенција кон Меѓународните стандарди за финансиско известување (ИФРС - Интернационал Финанциал Репортинг Стандардс), со оглед на фактот што тоа е нужен чекор со кој се обезбедува дека информациите објавени од компаниите во Југоисточна Европа ќе бидат кредибилни и со адекватен квалитет, односно споредливи со оние во другите земји.

43. Оваа конвергенција ќе подразбира големи напори од страна на компаниите, но и од страна на сметководителите и ревизиорите и нивните професионални организации. Овие напори треба политички да се подржат на највисоко ниво и тоа како национално, така и регионално. Исто така, овие заложби треба финансиски да се подржат од страна на меѓународните и билатералните донатори на техничка помош.

ГЛАВА 1: ПРАВА НА АКЦИОНЕРИТЕ И РАМНОПРАВЕН ТРЕТМАН

44. Треба да се забрза приватизацијата и таа да се реализира на таков начин што ќе придонесе за создавање на конкурентски пазари и ќе го подобри корпоративното управување, како во компаниите во државна сопственост, така и во новоприватизираните компании.

45. По сите изминати години на реформи и бројни приватизациони програми, претпријатијата во државна сопственост сè уште доминираат во голем број на сектори во регионот на земјите од Југоисточна Европа. Како дел од предприватизационото реструктурирање беше остварена незначителна реформа на корпоративното управување на компаниите во државна сопственост. Што е уште поважно, искуството во другите транзициони земји покажа дека приватизацијата може да доведе до големи проблеми во корпоративното управување. Поради тоа, при отпочнувањето на предприватизационото реструктурирање, сеопфатните и ефикасни приватизациони стратегии мора да го земат во предвид корпоративното управување и како средство и како цел.

46. Прво, приватизациониот процес треба да настојува да го подобри остварувањето на корпоративното управување на компаниите кои треба да се приватизираат, со оглед на тоа дека така ќе се олесни пласманот, ќе се осигура повисоко вреднување и полесен пристап до капитал на овие компании. Накои значајни чекори за претходно подобрување на начинот на остварување на корпоративното управување вклучуваат воспоставување на нормален статус на претпријатијата во смисла на комерцијални компании, кои се предмет на исти правила како и останатите комерцијални компании. Со тоа се остварува трансфер на контролата од политички тела на професионални одбори кои што имаат комерцијални цели, односно се воспоставува правото на наградување во зависност од остварените резултати во комбинација со високите стандарди за менаџментот.

47. Второ, успешната приватизациона стратегија треба да тежнее да го подобри корпоративното управување и по приватизацијата, преку поддржување на сопственичките структури кои го помагаат доброто корпоративно управување кај новоприватизираните компании. На индивидуалните акционери, приватизацијата треба да им обезбеди доволен дел од акционерскиот капитал, со што би се овозможило ефикасно функционирање на акционерските контролни механизми. Свкупно гледано, дисперзираната сопственичка структура кај малите и средните претпријатија може да биде извор на сериозни тешкотии во корпоративното управување.

48. Во оние случаи каде што државата останува акционер, потребно е да се обезбеди посебна заштита од злоупотреба на преостанатите акционери.

49. Во сите земји од Југоисточна Европа државата уште повеќе години ќе остане значаен акционер и сопственик на средства, особено на инфраструктурните и јавните објекти. Затоа за целокупните економски перформанси на земјата од критично значење е ефикасното управување со овие средства.

50. Во оние случаи каде што државата останува акционер, ова свое право таа треба да го остварува со посебно внимание. Со посебен респект треба да се води сметка за правата на останатите акционери, при што не смее да се злоупотреби доминантната позиција на државата во сопственичката структура, ниту, пак, нејзината моќ во својство на регулатор. Во врска со ова, основно е да се оствари јасно раздвојување на сопственичката функција на државата од нејзината регулаторна функција и таа да промовира начини за успешно осварување на корпоративното управување и во улога на сопственик и во улога на регулатор.

51. Во развивањето на доброто корпоративно управување со имотот во државна сопственост, истите инструменти кои се применуваат во приватниот сектор може да се употребуваат и во голем број случаи на државна сопственост. Но, некои прашања може да бараат да им се посвети посебно внимание. Во рамките на процесот на приватизацијата на компаниите во сопственост на државата, владите на земјите членки на ОЕЦД вложија многу напори за реформирање на корпоративното управување во овие компании. За земјите од Југоисточна Европа искуствата на ОЕЦД земјите можат да бидат насока за реформите на претпријатијата во државна сопственост, а особено во случај на поголемите компании, какви што се главните производствени капацитети и јавните добра.⁶

52. Треба да биде постои загарантирана, независна и сигурна регистрација на сопственоста на акциите во сите компании над определена минимална големина, а не само за компаниите кои котираат на берзите.

53. Сопственичката регистрација е на релативно задоволително ниво за котираните компании во најголемиот број земји од Југоисточна Европа, со оглед дека од неодамна се формирани централни депозитари на хартии од вредност, кои што обезбедуваат услуги на регистар и депозитарни услуги, кои што најчесто се интегрирани во рамките на системите за утврдување и порамнување. Овие депозитари наизглед функционираат на задоволително ниво, но не секогаш ги опфаќаат сите котираните компании. Ситуацијата е

⁶ Посебни правилници и упатства за најдобро однесување во корпоративното управување на имотот во државна сопственост се развиени од страна на земјите членки на ОЕЦД и тие ќе бидат доставени на разгледување до земјите на Југоисточна Европа.

сосема поразлична кај компаниите кои не се котирали на берзата, а сепак имаат значителен број на акционери. Тие сепак не се обврзани да ја пренесат сопственичката евиденција на акциите кај независен регистар.

54. Сигурната регистрација на сопственоста претставува основа за заштита на правата на инвеститорите, со оглед на тоа што тоа претставува средство со кое акционерите ја докажуваат својата сопственост и така ги остваруваат своите права. На пример, информацијата за сопственоста и доказот за таа сопственост се потребни во случаи кога активностите на акционерите налагаат групирање на минимален акционерски дел, како што е свикнување на вонредни собранија на акционери, ставање на одредено прашање на дневен ред или иницирање на колективни активности. Освен тоа, правото на акционерите за целосен пристап до информациите за сопственоста на акциите на компаниите во кои тие инвестираат е регулирано со Препораките број 161 до 168, во Глава 3 "Транспарентност и објавување податоци".

55. Независната регистрација треба да се прошири над постојното ниво во поголемиот број земји од Југоисточна Европа. Прво, независната регистрација треба да се однесува за сите компании котирали на берзите и тоа без исклучок. Условите кои треба да бидат исполнети за една компанија да биде котирана треба да бидат стриктно задолжителни и регулаторните органи од областа на работењето со хартии од вредност треба ефикасно да го спроведуваат почитувањето на овие услови. Регулаторната треба јасно да пропише обврска за задолжително водење на книга на акционери од страна на сите компании, односно дека јавно поседуваните компании над утврдена минимална големина треба да ги пренесат своите книги на акционери кај професионални и независни регистри. Критичната големина, според која се утврдува критериумот за пренесување на акционерските книги, може да се базира на големината на активата на компанијата и бројот на акционери, а за неа се одлучува според специфичните околности во националната економија. Во оние земји каде веќе постои Централен депозитар на хартии од вредност, што подразбира дека е регистрирана сопственичката структура на котираните компании, соодветно треба да се зголемува и обемот на компаниите кои имаат обврска за регистрирање на своите акции.

56. Регулирањето и надгледувањето на работата на регистрите треба да биде во надлежност на регулаторните органи од областа на работењето со хартии од вредност. Примарно, оваа регулатива треба да тежнее кон избегнување на злоупотреби во процесот на регистрација и на тој начин да обезбеди независност на регистрите. Регулаторните органи во областа на работењето со хартии од вредност треба да создадат можности за остварување на правата на акционерите преку обезбедување на доказ за сопственост издаден од страна на регистрите, без постоење на скапи и долги процедури. Централниот депозитар на хартии од вредност претставува ефикасно решение за поголемиот број земји од Југоисточна Европа, со оглед

на големината на тие пазари. Сепак, воведувањето на конкурентност во оваа област во одредени случаи може да биде посупериорно решение, споредено со монополистичката позиција. Каков и да биде изборот во поглед на структурата на оваа дејност, регистрите на хартии од вредност мора да бидат посебно регулирани со оглед дека истите претставуваат јавно добро.

57. Слободната трансферибилност на акциите треба да биде обезбедена за сите акционерски друштва.

58. Слободната трансферибилност на акциите вообичаено постои кај акционерските друштва или, пак, кај котираните компании како составен дел од условите за котација. Сепак, во некои земји од Југоисточна Европа сеуште постојат значајни отстапувања, поради тоа што постои можност во статутите на компаниите да се вградат одредби за ограничување на трансферибилноста или, пак, менаџерите да ја ограничуваат трансферибилноста на акциите на вработените по пат на склучување на штетни договори. На тој начин, трансферибилност на акциите де факто значително се ограничува, поради што ова останува област подложна на потенцијални злоупотреби.

59. Законската регулатива не треба да им овозможува на акционерските друштва да ја ограничат слободната трансферибилност на нивните акции, како што се на пример специфични права на прво одбивање или одредби вградени во статутите на компаниите. Исто така, акциите не треба да бидат предмет на унилатерални ограничувања на правото на пренос без согласност на акционерот. Ова се однесува за сите акционерски друштва во јавна сопственост, а особено е битно за котираните компании. Во случајот на последниве, условите за котирање треба јасно да ги забранат таквите ограничувања на трансферибилност на акциите. Сите трансфери направени со акциите треба да бидат регистрирани во акционерската книга на компанијата.

60. Треба да се охрабрува учеството на акционерите во генералните акционерски собранија. Во врска со тоа, процедурите за свикување на акционерско собрание треба да бидат обврзувачки и навремено да обезбедат доволно релевантни информации поврзани со точките на дневен ред на собранието.

61. Во сите земји од Југоисточна Европа правото на акционерите на глас и на учество на акционерските собранија е формално загарантирано. Сепак, нивната можност за ефективно влијание во донесувањето на одлуки е многу помала. Вусшност, во некои земји од Југоисточна Европа беше широко распространета практика да се спречува учеството на акционерите во собранието на акционери, преку вообичаени препречувања во форма на непрецизни и ненавремени објавувања на собранието или преку избор на далечни локации за одржување на собранието. Законската регулатива и измените направени во последно време од страна на регулаторните органи ја

подобрија ситуацијата во некои земји од Југоисточна Европа. Покрај недостатокот на мотивираност на акционерите, нивната ефективна можност за учество во донесувањето одлуки е сеуште ограничена, како резултат на недостатокот на информации. Доставувањето на дневниот ред до акционерите непосредно пред одржување на собранието е често и општоприсатна практика. Најчесто се изоставени одредбите со кои им се дозволува на акционерите да додадат точки на дневниот ред на собранието. Кон ова може да се додаде дека во најголем број земји голем дел од информациите кои што се однесуваат на точките на дневниот ред се недоволни, што особено се однесува на т.н. големи трансакции или промени во структурата на капиталот што треба да ги одобри собранието. Сите овие практики ги ограничуваат акционерите во учеството во донесувањето на значајни одлуки за компаниите, што, всушност, претставува, нивно основно право.

62. Компаниите треба да разберат дека акционерските собранија претставуваат основно средство за градење доверба кај акционерите во врска со прашањата што се од фундаментално значење за компаниите. Дури и во оние случаи кога акционерите кои ја имаат контролата врз друштвото и можат самостојно да одлучуваат за сите прашања на дневниот ред, акционерското собрание претставува корисно искуство за менаџментот и членовите на одборот за изложување на јавна анализа. Во врска со ова, сесијата на акционерското собрание која што се однесува на поставување прашања и давање на одговори претставува посебно значаен дел. Оттаму, активните акционерски собранија можат да придонесат за подобро работење на компанијата и за презентирање на нејзината стратегија и политики.

63. Законските и подзаконските акти треба да обезбедат минимални барања кои треба да бидат исполнети за свикување и одржување на акционерско собрание. Со овие барања треба јасно да се каже дека јавниот повик за собрание треба да се објави однапред (најмалку 30 дена пред одржување на собранието), односно тоа да се направи на таков начин што акционерите ќе имаат можност да се информираат за тоа. Во врска со ова, компаниите треба да го почитуваат духот на законот и да употребуваат најмалку еден добро дефиниран стандарден гласник, каков што е службениот весник или веб страницата на берзата, како и во два медиуми со национална концесија. На ист начин, локацијата на акционерското собрание треба да биде или во местото каде е сместено седиштето на компанијата или берзата. Конечно, акционерите кои заедно имаат повеќе од определен процент од капиталот, треба да имаат можност за дополнување на дневниот ред со нови точки.

64. Пред одржувањето на акционерското собрание, на акционерите треба да им се дадат или да им бидат достапни значајните и релевантни информации на кои можат да се потпрат при одлучувањето за прашањата од дневниот ред. Исто така, треба да им се дадат веродостојни записници и одлуки од овие

собранија во разумна временска рамка и со ниски трошоци. Во комбинација со употребата на медиумите, за оваа цел компаниите можат да развијат свои сопствени веб страници.

65. На крајот, регулаторните органи од областа на работењето со хартии од вредност треба да ги искористат своите ингеренции за да извршат надзор и истрага дали котираните компании ефективно се придржуваат кон пропишаните процедури во поглед на одржувањето на акционерските собранија. Во оние случаи кога е очигледно дека соодветните процедури се прекршени, треба да се даде можност за поништување на одлуките донесени од страна на акционерското собрание.

66. Потребно е да се спречат компаниите да воспостават процедури кои го загрозуваат гласањето, односно треба да се воспостават ефективни и сигурни процедури за гласање во отсуство, како и при гласање врз основа на дадено полномошно.

67. Често, инсајдерите и главните акционери немаат потреба од согласност на малцинските акционери при донесувањето на одлуките, имајќи ја во предвид вообичаената сопственичка концентрација. Сепак, постојат повеќе случаи каде компаниите по пат на злоупотреба на различни процедурални маневри ги спречиле акционерите да гласаат, на пример преку барања за плаќање на надоместок или физичко присуство на акционерот. Во повеќето земји од Југоисточна Европа, исто така, можноста за гласање во отсуство е вообичаено само теорија, а реалната употреба на можност за гласање преку пренесено овластување де факто е многу ограничена. Ова се должи на ограничувачките одредби за такво гласање, на пример барање за презентирање на документи чие обезбедување е тешко и скапо, нотарски заверените документи за докажување на сопственост, како и точната содржина на конкретното полномошно.

68. Можноста за гласање на акционерските собранија претставува основно право на акционерите кое не треба да се наруши, со оглед на фактот што тоа е прв и основен начин за контрола на работата на одборот на компанијата. Кај дисперзираната сопственичка структура, акционерите поединечно не се секогаш во можност или, пак, не се мотивирани доволно лично да учествуваат на акционерското собрание, но нивното ефективно учество треба да се овозможи преку процедури за гласање во отсуство или со дадено полномошно. Како што покажуваат искуствата во некои земји од Југоисточна Европа, за компаниите кои сакаат да привлечат странски институционални инвеститори особено е важно да создадат можност за остварување на овие права, со оглед на фактот дека од институционалните инвеститори сè повеќе се очекува да ги остваруваат своите права на глас и се бара да ги објават своите политики за гласање.

69. Треба да се вградат јасни одредби во законот, во условите за котација на берзата или како барања од страна на регулаторните органи од областа на

работењето со хартиите од вредност, со кои ќе се спречат компаниите недозволено да ја загрозуваат можноста на акционерите за гласање. Берзите и регулаторните органи од областа на работењето со хартиите од вредност треба да превземат јасни и систематски активности за обесхрабрување на таквата практика. Во таа смисла тие можат да се потпрат на здруженијата на акционери кои што вообичаено први ги посоучуваат проблемите, систематски да ги истражуваат пријавените злоупотреби, ефективно да ги применуваат санкциите предвидени со закон и јавно да ги објавуваат третираните случаи. Овие мерки би послужиле како средство за блокирање на понатамошни активности од тој вид.

70. Со цел да се охрабрат гласањата во отсуство, а да се избегнат злоупотреби, компаниите треба да ги поедностават процедурите за гласање преку полномошно и гласање во отсуство. Таквото гласање може да се оствари по пат на обична пошта или преку заштитена електронска телекомуникација. Посебните услови за тоа треба да бидат дефинирани од страна на регулаторните органи, а посебно во врска со испраќањето и враќањето на гласачките ливчиња на компанијата, како и при жалби во врска со формалните инструкции дадени од акционерите на нивните застапници.

71. Основањето на организационен дел за односи со инвеститорите во големите компаниите кои што се сметаат за јавно поседувани друштва може да биде од голема полза за акционерите.

72. Во голем број земји до Југоисточна Европа, сопственичката структура произлегува од процесот на приватизација. Најголемиот број акционери го стекнале својот акционерски капитал преку масовната приватизација, односно без да платат за него. Како последица на тоа, тие не се сметаат за в оригинални сопственици од страна на менаџментот и соодветно на тоа не се третираат како такви. За развивање на ефективна акционерска култура потребна е темелна промена на овој однос.

73. Заради подобрување на односите со акционерите, компаниите може да основаат специјализирани организациони делови за односи со инвеститорите, дури и во оние случаи кога тоа не се бара од нив. Овие делови ќе помагаат во развивање на посистематски однос кон интересите на акционерите во рамките на компанијата и ќе воспостават почеста комуникација меѓу акционерите и менаџментот, при што тоа нема да се однесува само на акционерските собранија. Овие организациони единици, најверојатно, би биле значајно средство за охрабрување на учеството на акционерите во управувањето на компанијата втемелено на информации.

74. Во ниеден случај одделите за односи со инвеститорите не смеат да прераснат во средство за промоција, како што не смеат ни да ја заменат статутарната обрска за објавување и дистрибуција на информациите за компанијата.

75. Поради поставената цел за заштита на интересите на своите инвеститори и други корисници, институционалните инвеститори треба се охрабруваат да ги остваруваат нивните акционерски права на информиран и активен начин.

76. Институционалните инвеститори може да одиграат значајна улога во надзорот и подобрувањето на начинот на остварување на корпоративното управување во компаниите во кои што тие инвестирале. Ова особено се однесува на оние транзициони економии кај кои што имаше ваучерска приватизација, со која се создадоа голем број на акционери со поединечни акционерски влогови што се премали за да гарантираат активен надзор. Во поголемиот број земји од Југоисточна Европа постојат определени институционални инвеститори во кои се вбројуваат официјалните приватизациони фондови (или институции еквивалентни на нив); фондови со поддршка на ЕБРД (Европеан Банк фор Рецонструцтион анд Девелопмент - Европска банка за обнова и развој, ИФЦ (Интернационал Финанциал Цорпоратион -Меѓународната финансиска корпорација) и слични, како и некои приватно основани фондови. Како дополнување на ова, се очекува во децениите кои следат официјалните пензиски фондови да прераснат во главни домашни инвеститори. Како и да е, институционалните инвеститори сèуште имаат мала улога на целокупниот пазар на акции и често се неактивни. Исто така, се отвораат и прашањата за одговорноста и транспарентноста на некои од овие фондови, што понатаму го лимитира нивниот развој.

77. Со активно вклучување во својство на акционери, институционалните инвеститори во земјите од Југоисточна Европа можат да придонесат за подобрување на корпоративното управување во компаниите и од тоа да имаат корист во облик на поголем поврат на вложените средства. Истовремено, обезбедувањето на интегритетот на институционалните инвеститори треба да биде од највисок приоритет и тоа, прво и најважно, за да се заштитат нивните инвеститори и корисници, а, второ, за да се поддржи нивниот раст како дел од процесот на развој на целокупниот пазар на акции.

78. Со цел да се охрабрат институционалните инвеститори да бидат поактивно вклучени во компаниите кои ги поседуваат, треба да се отстранат поставените лимити за тоа колкав дел од компанијата тие може да поседуваат. Од нив треба да се бара да го употребуваат своето право на глас и да ги формулираат и објавуваат нивните политики на гласање, како и начинот на кој го остваруваат корпоративното управување.

79. Институционалните инвеститори кои инвестираат во приватниот сектор треба да се придржуваат до највисоките стандарди и да настојуваат да го подобрат својот начин на остварување на корпоративното управување, како би можеле со целосен кредибилитет да ги остварат своите сопственички функции и да бидат легитимни играчи во корпоративното управување со компаниите во кои што инвестирале. Регулаторната рамка треба да им

наметне работење на транспарентен начин, посебно во врска со нивното гласање и политики на корпоративно управување.⁷ Конечно, треба да се има во предвид посебната улога на пензиските фондови како институции кои обезбедуваат приход за луѓето што го завршиле работниот век и не треба да се дозволат ограничувања или барања кои ги попречуваат во оваа значајна мисија.

80. Треба да се охрабрува информирано учество од страна на индивидуалните инвеститори и нивните здруженија.

81. Досега во најголемиот број земји од Југоисточна Европа акционерското учество на индивидуалните инвеститори беше ограничено и покрај тоа што тоа е значаен услов за подобрување на праксата на корпоративното управување. Сепак, некои земји имаат активни здруженија на акционери кои се предводници на дебатите за корпоративно управување и реформи во законодавството.

82. Со оглед на концентрираната сопственост и честата идентификација или поврзаност на акционерите кои ја контролираат компанијата и менаџментот, особено е важно индивидуалните акционери да станат поактивни во дебатите за корпоративно управување и надзорот на компаниите. Охрабрувањето на информирано учество на акционерите може да се оствари преку развој на здруженија на акционерите, кои што може да послужат како средство за информирање на малцинските акционери за одредени настани, како и да настојуваат да го остварат заедничкиот интерес во врска со темите од дневниот ред пред одржување на акционерското собрание. Вусшност, овие здруженија имаат важна улога во подобрувањето на културата на корпоративното управување и имаат дополнително влијание во оформувањето на законската и регулаторната рамка на корпоративното управување. Исто така, тие може да бидат и инструмент за координирање на колективните акции.

83. Дивидендите треба да се исплатуваат во разумен период и да се почитуваат јасни правила во врска со тоа кој има право на дивидендата.

84. Најголемиот дел од големите и котираните компании не исплатиле дивиденда во изминатите неколку години. Во случаи кога исплатата на дивидендата е одобрена од страна на акционерското собрание, се случува да се оддолжи исплатата за подолго време, што е особено загрижувачко во инфлаторни услови. Конечно, во објавите дека се започнува со исплата на дивиденда не секогаш се специфицира кој има право на дивидендата, ниту каква е процедурата за остварување на тоа право.

⁷ ОЕЦД веќе има развиено посебен прирачник за корпоративно управување на пензиските фондови и ја разгледува можноста за развивање на таков прирачник за колективните инвестициски шеми, какви што се инвестициските фондови.

85. Кога ќе се донесе одлуката за распределба на дивиденда, акционерското собрание треба јасно да ги утврди процедурите и крајниот рок за ефективна исплата. Крајниот рок за исплата треба да биде разумно краток (не повеќе од 60 дена), а процедурите исти за сите акционери.

86. Промените во структурата на акционерскиот капитал треба да бидат извршени на начин кој што ќе обезбеди рамноправен третман на акционерите, преку почитување на правото на првенствен откуп при новите емисии.

87. Честите случаи на разводнување на малцинските акционерски влогови отвори "жива" јавна дебата во неколку земји од Југоисточна Европа. Овие разводнувања на малцинските делови беа особено чести за време или по завршувањето на приватизацијата од страна на стратешки инвеститор (при што се плаќаше во готово), и покрај постоењето на законски и подзаконски одредби кои гарантираат права на предимство за постојните акционери. Неодамна се направени напори за подобрување на правните одредби за заштита на малцинските акционери од вакви разводнувања. Но, техничките аспекти на капиталните зголемувања, како што е проценката на вредноста на капиталот или можностите за надворешни зголемувања сеуште оставаат значаен простор за злоупотреба.

88. Секое значајно менување на структурата на акционерскиот капитал треба да биде одобрено од страна на акционерското собрание, со должно почитување на вообичаените процедури за одржување на собранија на акционери, особено во поглед на известувањето и гласањето.

89. При новите емисии на акции, на постојните акционери треба да им се обезбедат права на првенствен откуп со законските прописи. Овие права на првенствен откуп треба да се почитуваат и спроведуваат. Исто така, препорачливо е да се обезбеди можност за купопродажба на овие права на првенствен откуп на нови акции, бидејќи во голем број случаи акционерите кои ги стекнале своите акции во процесот на масовна приватизација нема да имаат економска моќ да ги остварат своите права. Дозволувајќи подажба на правата се овозможува акционерите да реализираат одредена вредност на правата, а, исто така, да се воведат пазарна дисциплина, при што инсајдерите и другите кои сакаат да ги искористат правата за зголемување на својата сопственост ќе мораат да платат за нив. Од друга страна, при примената на правата на првенствен откуп значајно е да се постави механизам кој ќе им дозволува на акционерите да ги отповикаат или да се откажат од тие права. На пример, такви се случаите каде се дозволува емисија на акции при превземање на компанијата или реализирање на планови за дистрибуција на акции на менаџментот во облик на бонус.

90. Посебно внимание треба да се посвети на процедурите за фер и транспарентно утврдување на цената на акциите кои се издаваат, и тоа на

начин како што е презентирано во Препораките 100 до 105. Вредноста на непаричните вложувања во рамките на акционерскиот капитал треба да подлежи на внимателна анализа, бидејќи на тој план може да дојде до определени злоупотреби.

91. Доколку има промени во контролната структура треба да се почитуваат посебни, претходно одредени процедури со кои што се гарантира рамноправен третман на акционерите.

92. Пазарите за контрола на корпорациите речиси да не постојат, како резултат на концентрираната сопственичка структура, ниската ликвидност на пазарите на акции и ниското ниво на акции во посед на јавноста. Како и да е, овие пазари најверојатно ќе се развијат во наредните години на пост-приватизациона фаза на реалокација на капиталот и санација на компаниите. Кај еден дел од земјите не постои добро дефинирана регулатива за превземање на компаниите, односно регулатива која е тестирана во пракса.

93. Во случај на промени на контролната структура, треба да се почитуваат посебни, претходно утврдени процедури. Регулативата за превземање на компаниите треба јасно да ги дефинира обврските на акционерите кои поседуваат повеќе од определен број на акции и може да вклучи задолжителна понуда за откуп на малцинските акционери и процедурите за "истиснување". Со тоа треба да се обезбеди фер третман на сите акционери, овозможувајќи им целосно разбирање на нивните права, како и да им се даде можност за обештетување во случај на непочитување на истите. Цената во понудата за откуп треба да биде транспарентна и јавно објавена. Треба да се остварува соработка помеѓу берзата и регулаторните органи во областа на работењето со хартии од вредност за надзор и спроведување на овие процедури на еден конзистентен начин.

94. Процедурите за одобрување на т.н. големи трансакции треба да се зајакнат и да се почитуваат.

95. Со оглед на изразената сопственичка концентрација во поголемиот број земји од Југоисточна Европа, големите трансакции можат лесно да добијат одобрение на собранијата на акционери без согласноста на малцинските акционери. Ситуацијата е само уште полоша во случаи каде што има честа идентификација на менаџментот со акционерите кои го поседуваат контролниот пакет. Во таа смисла, забележани се бројни злоупотреби.

96. Законските и подзаконските одредби треба да обезбедат заштита на правата на малцинските акционери во случаи на големи трансакции, со барање за одобрување од суперквалификувано мнозинство на собранието на акционери. Без оглед на тоа барањата за суперквалификувано мнозинство не треба да бидат преобемни. Со цел да се избегне злоупотребата на барањата за обезбедување на кворум, мнозинството потребно за кворум може да се

темели на однапред утврден процент од сите издадени акции, наместо од акциите кои се застапени на собранието. Овие процедури, исто така, може да вклучуваат и подобар процес на проценка, како што е разработено во Препораките 100 до 105.

97. Покрај процедурите за одобрување, објавувањето на информациите претставува основно средство за заштита на малцинските акционери за време на големите трансакции. Посебно сериозно треба да се почитуваат процедурите за известување и квалитетот на информации кои се доставуваат до акционерите пред одржувањето на акционерското собрание.

98. Независните членови на одборот или на комитетот за ревизија, доколку таков постои, треба поблиску да го следат почитувањето на овие посебни процедури, да ги прегледуваат информациите кои се даваат на акционерите, како и да проверуваат дали доаѓа до реално одобрување од страна на пропишаното мнозинство.

99. Конечно, акционерите треба да имаат пристап до помошни правни лекови, како што е правото на приговор, во случаи кога обврзувачките процедури за одобрување на големи трансакции не се испочитувани или во случај кога процесот на вреднување е доведен во прашање. Непочитувањето на предвидените одредби претставува доволна основа за поништување на трансакцијата. Во овој случај судот би требало да биде во можност веднаш да ја суспендира трансакцијатата за одреден разумен временски период, се додека не се донесе пресуда.

100. Треба да се посвети посебно внимание на коректната и транспарентна процена на вредноста на емисијата на акции, процедурите за "истиснување", како и на големите трансакции и трансакциите со поврзани субјекти.

101. Утврдувањето на цената на акциите во новите емисии треба да биде направено со посебно внимание, при што треба да се земе во предвид дека пазарната цена не секогаш е адекватна основа за вреднување на акциите во земјите во транзиција. Номиналната вредност во ретки случаи има какво и да е значење при утврдувањето на фер вредност по која ќе се издаваат акциите. Во случаи кога пазарите на акции не се доволно развиени и имаат слаба ликвидност, тие не може да се сметаат за доволно ефикасни во утврдувањето на фер цена. Прашањето на утврдувањето на цената, исто така, се смета за критично прашање при големите трансакции и при трансакции со поврзани субјекти, со оглед дека вреднувањето на средствата е многу комплексно прашање во транзициони услови, поради што ова е еден од најочигледните начини на злоупотреба.

102. Независните организатори на емисии (ундерџритерс) имаат важна улога во утврдувањето на цената на новата емисија. Особено е значајно регулаторните органи од областа на работењето со хартии од вредност, како

и соодветните саморегулирачки организации, да ги проверуваат договорите за надоместоци на организаторите на емисијата, за да се уверат дека надоместоците не се преголеми и дека нема да ја загрозат независноста на организаторите на емисии. Интернетите политики на некои компании налагаат носење на одлука за нова емисија од страна на акционерите, додека во други компании одлуката ја донесува одборот. Во секој случај, важно е овие тела да имаат пристап до објективни и стручни совети. Во овие процеси важна улога можат да одиграат независните членови на одборот.

103. Примената на независна проценка треба да биде задолжителна за сите нови емисии на акции за обезбедување средства, "истиснувања", големи трансакции и трансакции со поврзани субјекти, со цел да се осигура подобар рамноправен третман на сите акционери. За извршување на такви проценки, компаниите треба да ангажираат квалификувани и независни експерти. Потребно е да се објави идентитетот, квалификациите и надоместокот на овие експерти, како и методите и претпоставките кои се применети во определување на фер цената, односно другите аспекти кои се значајни за трансакцијата.

104. Потребно е да се развиваат механизми со кои ќе се стимулира развојот на независни и компетентни професионалци кои вршат проценка, во рамките на кои би пожелно да се врши лиценцирање на професионално квалификуваните експерти. Таквите механизми треба да вклучуваат законски решенија и ефективно спроведување на одредбите за одговорност на проценителите, во случај на очигледни грешки во пресметките на вредноста или необјавените конфликти на интереси.

105. Одговорноста на проценителите не треба да го ослободи од одговорност одборот на компанијата, кој што треба да обезбеди фер трансакции, под што се подразбираат и новите емисии на акции и трансакции со поврзани субјекти. Присаството на експерт не треба да го заштити одборот од одговорност, доколку тој не дејствувал на најдобар начин, доколку имал причини да се посомнева во квалификациите на експертите или во случај кога некоја информација не им била достапна на експертите. Истото се однесува и доколку одборот не се однесувал со должно внимание или не бил целосно информиран за сите факти во врска со трансакциите. Слично на тоа, доколку членовите на одборот имаат лични финансиски интереси од трансакциите, присаството на експертите во врска со коректноста на трансакциите не треба да ја замаглува потребата од одобрување на трансакциите од мнозинството на членови на одборот или акционерите кои немаат личен интерес (види ги Препораките 94 до 99), ниту, пак, да ги ограничи правата на акционерите за проверка на коректноста на трансакцијата.

106. Треба да се воспостават и зајакнат надзорните и контролните механизми, со цел да се спречат трансакции со поврзани субјекти со кои што

се прават злоупотреби, а истото се однесува и на сите ситуации што предизвикуваат конфликт на интереси. Спроведувањето на законитоста треба да се подобри и тоа особено преку развој на приватни граѓански правни лекови, како и да се воспостави ефективна кривична одговорност за извршните директори и членови на одборите кои не ги објавуваат нивните лични интереси.

107. Штетните трансакциите со поврзани субјекти се едни од најраширените и најсериозни злоупотреби на правата на акционерите во земјите на Југоисточна Европа. Ова произлегува од бројни слабости на правната и регулаторната рамка, како и од слабата примена на законските и подзаконските акти во оние случаи кога тие постојат. Што се однесува до последното, правната и регулаторната рамка не секогаш обезбедува јасна и применлива дефиниција на трансакциите со поврзани субјекти, ниту, пак, обезбедува јасни процедури за одобрување на такви трансакции. Во врска со тоа, не секогаш со закон се обезбедени кредибилни санкции за необјавување на материјалниот интерес. Всушност, најсериозната и најсуштетствената пречка во рамноправниот третман на акционерите во случај на трансакции со поврзани субјекти лежи во недостатокот на информации за предметните трансакции и во постоењето на конфликт на интереси.

108. Законските одредби во врска со објавувањето на материјалниот интерес од страна на менаџерите и членовите на одборот, како и одобрувањето на трансакциите со поврзани субјекти, треба да бидат прецизни во сите случаи кога тоа е потребно. Законот треба јасно да налага дека менаџерите и членовите на одборот вцелосно⁸ го објавуваат својот материјален интерес во секоја трансакција, без оглед на нејзината големина. Основно е на одборот да му се обезбеди доволно време и информации за да може да ја оцени коректноста на овие трансакции. Овие трансакции треба да се достават на претходно одобрение од страна на одборот, при што инволвираните членови на одборот нема да присуствуваат при одлучувањето. Кога е потребно одборот може да му помогнат независни и компетентни проценители, како што е објаснети во претходните Препораки од 100 до 105. Одборите или комитетите за ревизија, доколку постојат, во своите приоритетни задачи треба да го вклучат и прегледувањето на процедурите за одобрување на вакви трансакции.

109. На сличен начин, менаџерите и членовите на одборот треба да го известуваат одборот или собранието на акционери, доколку употребуваат информации или имот кој и припаѓа на компанијата за свои лични потреби. Ова треба да биде предмет на експлицитно одобрување од страна на одборот, при што засегнатите членови на одборот на треба да учествуваат во одлучувањето. За донесената одлука треба да се известат акционерите.

⁸ Вцелосног значи дека управниот одбор се подготвен да ја разбере користа за која станува збор.

110. За оние извршни менаџери и членови на одборот кои не ги објавиле своите лични интереси треба да се применат строги санкции. Овие санкции треба да вклучуваат интерни дисциплински мерки на компанијата. Можноста за судски санкции треба, исто така, да се применува, додека можноста и погодноста за барање на законска компензација треба да се подобри. Развојот на приватни граѓански правни лекови, односно можноста за покренување на судски процес за индивидуална или колективна одговорност, како и изведена одговорност, претставуваат основен начин за ефикасен развој на таквите правни компензации. Овие процедури треба да бидат прилагодени на целокупниот правен систем и треба да се постават разумни заштитни механизми со кои би се спречила злоупотреба. Судовите треба да бидат во можност превентивно да ги суспендираат сите трансакции, каде постои доволен број на индикации за злоупотреба или каде е докажано дека не е објавен личниот интерес на некој менаџер или член на одбор. Во вториот случај, трансакцијата може да се смета за нелегална. Конечно, доколку се следи практиката во некои земји на ОЕЦД, законодавството може да обезбеди широка правна основа за кривична одговорност на извршните директори или членови на одборот, доколку ги злоупотребиле средствата на компанијата.

111. Инсајдерското тргување треба да биде забрането со закон или со подзаконските акти од сферата на работење со хартии од вредност, а надзорот и спроведувањето на законитоста во такви случаи на злоупотреба да се зајакне.

112. На финансиските пазари во земјите од Југоисточна Европа постои честа појава на пазарни манипулации, кои се јавуваат како резултат на инсајдерско тргување врз основа на поседување на доверливи информации. Со овие злоупотреби се прекршува принципот на рамноправен третман на акционерите. Исто така, на овој начин се загрозува севкупната пазарна транспарентност, со што се нанесува штета на интегритетот на финансиските пазари и јавната доверба во хартиите од вредност.

113. Доколку е потребно, законите или подзаконските акти од областа на хартиите од вредност треба да се дозакружат за да се забрани инсајдерско тргување и пазарните манипулации.⁹ Секоја личност која поседува инсајдерски информации треба да се воздржи од тргување со хартиите од вредност за кои што се однесуваат тие информации. Ова посебно се однесува на менаџерите и членовите на одборите, но, исто така, и на секоја личност која има пристап до специфични информации преку остварување на неговите/нејзините професионални задачи или обврски, како што се

⁹ Надлежните органи може да ја консултира во врска со ова Директивата за пазарна злоупотреба на Европската Унија (Директиве оф тхе Еуропеан Парлиамент анд оф тхе Цоунсил он Инсидер Деалинг анд Маркет Манипулатион - Директива на Европскиот парламент и на Советот за инсајдерско тргување и пазарни манипулации).

ревизорите или стручните лица од регулаторните органи, како и сите лица кои овие информации ги добиле од инсајдерите.¹⁰ Тие треба да се воздржат од директно или индиректно тргување, во свое име и за своја сметка, како и во име и за сметка на други лица.

114. Регулаторните органи треба да спроведуваат построг надзор на инсајдерското тргување и пазарните манипулации. Со цел да го остварат тоа тие треба да вршат активна супервизија на пазарот на хартии од вредност и ефикасно да ги истражуваат сомнителните трансакции. Овие истраги треба да вклучуваат барање на секоја релевантна документација или релевантни податоци, како и собирање на изјави и спроведување на теренски инспекции, во случаи кога тоа е потребно. Конечно, тие треба да имаат можност за изрекување на санкции за направени прекршоци, преку замрзнување на средства, забрана за професионално вршење на дејноста или изрекување на која било друга адекватна административна или кривична санкција, што соодветно би се реализирала во соработка со судските органи.

¹⁰ Како и да е, ова не ги спречува компаниите да тргуваат со сопствени акции, во рамките на програмите за откуп на сопствени акции или операциите за стабилизација на цената. Со цел да се избегне пазарна манипулација, овие операции треба да бидат транспарентни и во рамките на дефинирани лимити. Тие треба да бидат забранети во одредени временски периоди, особено пред објавувањето на финансиските извештаи.

ГЛАВА 2: ЗАСЕГНАТИ ЛИЦА

115. Во пазарната економија една компанија има имлицитни и експлицитни односи со повеќе поврзани субјекти, кои од време на време може да пројават интерес за компанијата, како и да бидат во состојба да влијаат на целите и активностите на компанијата. Овие поврзани субјекти се нарекуваат засегнати лица (стакхолдерс). Односот помеѓу компанијата и засегнатите лица е софистициран, посебно дефиниран со закон само во некои одредени аспекти, а притоа многу често се смета за соодветно да се бара од компаниите да водат сметка за поширок спектар на интереси, отколку само оние на акционерите.

116. Улогата на засегнатите лица во создавањето на богатство сè повеќе и повеќе станува призната. Како обезбедувачи на ресурси, вработени, доверители, инвеститори и добавувачи сите, на свој начин, придонесуваат за успехот на компанијата. Заштитата на правата на засегнатите лица и унапредувањето на квалитетот на односите со засегнатите лица денес многу често се поврзува со успешноста на работењето на компаниите, а оттука во полза и на самите акционерите. И најпосле, засегнатите лица може да се сметаат како ефективен дел системот за следење и ограничување на прекумерната моќ на менаџерите во компаниите. Врз основа на ова, во Принципите на ОЕЦД е наведено дека вод долгорочен интерес за компаниите, со цел перманентно создавање на богатство, е постојано да ја унапредуваат соработката со засегнатите лица.

117. Поконкретно, човечкиот капитал станува важен извор на конкурентска предност на компаниите во бројни сектори во економијата. Во многу случаи, вработените и нивното знаење се највредните средства на компаниите. Со цел да се заштитат и унапредат правата на вработените, креирани се најразлични механизми во различен историски и политички контекст, а воедно е поставена и законска основа за истите. Првиот механизам во оваа сфера бил формирањето на синдикатите. Но, сè поголемо значење, денес, се придава на комплементарните механизми, кои што се базираат, на пример, на учество на вработените во добивката или акционерскиот капитал, односно директно учество на вработените во управувањето со компаниите, како начин за унапредување на процесот за создавање на богатство.

118. Прашањето за вклучување на вработените во управувањето со компаниите е, секако, многу покомплексно во контекст на процесот на транзиција на земјите од Југоисточна Европа, отколку што е тоа случај во земјите на ОЕЦД. Пред сè, наследството од претходниот социјалистички систем ја замаглува вистинската улога на вработените и сопствениците на

компаниите. Ова е особено типичен случај за земјите од поранешна Југославија, поради нивниот систем на самоуправување. Во претходниот систем, се претпоставуваше дека работниците треба да бидат истовремено и сопственици и вработени во нивните компании. Теоретски гледано, поради ова нивно двојно својство тие во минатото имале одредени права, иако реалноста во многу се разликувала. Што се однесува до работничките права компаниите од Југоисточна Европа влегоа во процесот на транзиција со екстензивни социјални обврски. Освен тоа, приватизацијата многу често завршуваше со распределба на значителен дел од капиталот на компаниите на нивните вработени. Но, и покрај тоа вработените не станаа целосно свесни за своите права кои ги имаат како акционери. Доколку воопшто и ги уживаа овие права (на сопственици), тие најчесто ги користеа за да ја заштитат својата позиција на вработени, во окружување каде дури и некои основни работнички права како, на пример, право на примање на плата, може да не се почитува.

119. Една од целите на процесот на транзиција е да ги трансформира претпријатијата од социјални установи, кон кои постојат нејасни побарувања од страна на различни засегнати лица, во правни лица ориентирани кон создавање добивка, засновани врз чисти сопственички односи и структури на корпоративно управување. Оттука, произлегува дека од големо значење е, како прв чекор, да се направи разграничување на улогите и правата на засегнатите лица од оние кои ги имаат акционерите.

120. Улогата на засегнатите лица, исто така, може да се разгледува во зависност од фазата на развој или од аспект на одредените потешкотии во периодот на транзиција. Ова станува уште поважно поради тоа што големото реструктурирање на компаниите, што мора да се спроведе во сите земји од Југоисточна Европа, најверојатно ќе подразбира значителни отпуштања на вработените. Давањето на прекумерни права на одлучување на вработените како засегнати лица, може да предизвика блокирање на процесот на реструктурирање.

121. Правата на засегнатите лица треба да бидат прецизирани, а законодавците треба да осигураат дека различните закони и подзаконски акти, што се однесуваат на правата на засегнатите лица, се конзистентни.

122. Правата на засегнатите лица влечат основ од најразлични делови од законодавството, поврзани со многу различни области од економските реформи во земјите од Југоисточна Европа. Правата на вработените, како засегнати лица, воглавно произлегуваат од законите за работни односи и синдикати, а само второстепено од новите закони за трговски друштва. Правата на доверителите се најчесто дефинирани со многу различни закони и подзаконски акти, најчесто вклучувајќи ги законот за банки, законот за трговски друштва, законот за облигации, законот за хипотека, и, како последен, но не и помалку значаен, законот за стечај. Значителен број од

овие закони се во процес на менување во повеќето земји од Југоисточна Европа. Некои основни елементи на законската рамка, особено од областа на работните односи, во некои земји сè уште не се ревидирани или, пак, целосно ќе бидат реструктурирани во наредните години.

123. Законодавците треба да ја проверат конзистентноста помеѓу различните конститутивни елементи на законската рамка која ги третира правата на засегнатите лица. Законодавците особено треба да бидат сигурни дека правата на засегнатите лица, дадени како на вработените и доверители, во новоусвоените закони за работни односи и стечај се во согласност, или во најмала рака не се во колизија со законите за трговски друштва. Тие, исто така, треба да ја проверат нивната компатибилност со директивите на Европската Унија во релевантните области.

124. Одборите и менаџерите треба да бидат сигурни дека ги познаваат соодветните права на засегнатите лица. Исто така, тие треба да воспостават интерни механизми за да се осигураат дека работат во согласност со правата на засегнатите лица.

125. Одборите и менаџерите во Југоисточна Европа не секогаш се доволно свесни за правата на засегнатите лица, а некои компании дури и не го признаваат значењето и важноста на односите со засегнатите лица во создавањето на конкурентни и одржливи претпријатија. Ова е точна констатација кога станува збор за вработените и доверителите, но уште повеќе е точно кога се однесува на оние засегнати лица кои имаат поспоро или помалку директно влијание на работењето на компаниите.

126. Но, оние компании кои сакаат да го преживеат периодот на транзиција и кои што имаат развојна стратегија, треба да ја признаат поврзаноста на политиката на компанијата кон засегнати лица и нејзината профитабилност. Тие треба да бидат свесни за влијанието кое активната политика кон засегнати лица може да го има врз долгорочните стратески цели и репутацијата на компанијата, како и на односите со инвеститорите, кои сè повеќе ги земаат предвид прашањата поврзани со засегнатите лица при донесувањето на нивните одлуки. Тие, исто така, треба да го оценуваат и ризикот од потенцијални спорови поврзани со засегнатите лица.

127. Како прво, компаниите треба да бидат информирани за правата на засегнатите лица, односно да го следат законодавството кое што се однесува на правата на овие лица. Ова е особено значајно во областа на законот за работни односи, законот за здравствена заштита и заштита на работно место, законот за хипотека, законот за стечај, како и законот за заштита на човековата околина.

128. Потоа, одборите и менаџерите треба јасно да ги дефинираат одговорностите помеѓу различните органи во компанијата во врска со

односите со релевантните засегнати лица. Тие, исто така, треба да бидат сигурни дека е воспоставена адекватна структура и ефикасни механизми за препознавање на обврските на компанијата во однос на различните засегнати лица, како и да обезбедат почитување на тие обврски. Таквите механизми можат да вклучат формално информирање на засегнатите лица, особено вработените, за нивните специфични права, овластувања и можности за обештетување.

129. Поопшто земено, одборот на директори треба да ја прифати својата одговорност и лидерство во дефинирањето на корпоративната политика во однос на засегнатите лица. Одборот на директори е, исто така, одговорен и за контрола на спроведувањето на усвоената политика на компанијата во поглед на засегнатите лица.

130. Во областите во кои интересите на засегнатите лица не се регулирани, компаниите, исто така, можат доброволно да развијат политики што подразбираат обврски кои можат да бидат построги од општите законски или конвенционалните барања. Каде се постигнува соодветната рамнотежата на овој план, односно како компанијата да се однесува со засегнатите лица, е прашање на кое треба да одговори одборот, кој што ја има таа задача како орган надлежен за управување со опстанокот и просперитетот на компанијата. Политиките, доколку е можно во унифицирана форма, треба особено да ги третираат оние прашања кои можат посериозно да бидат испитувани од меѓународните инвеститори, како што се, на пример, работните односи и еколошките прашања, имајќи при тоа предвид дека тековниот тренд подразбира потврдување на почитувањето на законите.

131. Со цел компаниите да развијат свои политики и кодекси, тие би требало да ги проучат, односно самите да одлучат да ги почитуваат меѓународно прифатените инструменти за корпоративна и социјална одговорност. Овие инструменти првенствено ги вклучуваат Трипартитната декларација на Меѓународната организација на трудот (ИЛО - Интернационал Лабоур Органисатион), што се однесува на мултинационалните претпријатија и социјалните политики, Водичот на ОЕЦД за мултинационалните компании, како и Директивата на Европската Унија за информирање и консултации со вработените.¹¹

132. Без оглед на законските барања, компаниите треба да воспостават ефективна комуникација со вработените и другите засегнати лица во врска со прашањата кои директно влијаат на нив.

¹¹ Компаниите, исто така, можат да се консултираат и со "Европската рамка за општествена корпоративна одговорност" промовирана од Европеан Греен Папер (Европеан Греен Папер Промотинг а Европеан Фрамењорк фор Корпорате Социал Респонсбилитс Ы (2001) или, пак, на Глобалниот пакт на УНДП (УНДП Глобал Цомпаџт - 2000), кои што ги охрабруваат компаниите да ги почитуваат засегнатите лица, односно ги насочуваат кон корпоративно заедништво.

133. Законското право на вработените да учествуваат во управувањето со нивните компании се разликува значително помеѓу земјите од Југоисточна Европа. Како и во повеќето други земји во транзиција, работничките права, воглавно, се изгубија со реформите. Во некои земји вработените немаат никакво право да учествуваат во процесот на донесување на одлуки во компанијата, додека, пак, во некои други земји опстанаа работничките совети, кои, теоретски, во некои специфични околности го задржаа правото да учествуваат во процесот на донесување на одлуки во компанијата. Најпосле, во повеќето земји вработените сеуште го имаат правото да бидат информирани, па дури и да бидат консултирани при донесувањето на поважните одлуки. Но, во пракса вистинска моќ на работничките совети може да биде ограничена, додека, пак, правото на консултирање или обично информирање за поважните одлуки најчесто не се почитува.

134. Перманентното информирање на вработените, за работи кои нив значително ги засегнуваат, може многу да помогне во создавањето на чувство на заедничката цел. Освен тоа, информирањето на вработените може значително да придонесе во спречувањето на потенцијалните конфликти и да помогне во нивното разрешување.

135. Компаниите во важни ситуации треба да настојуваат да ги информираат вработените, како и останатите засегнати лица, без оглед на тоа дали тоа експлицитно се бара со закон. Но, под информирање на вработените не се подразбира систематско консултирање или вклучување во процесот на донесување на одлуки на работниците или нивни претставници. Во овој контекст во Југоисточна Европа, со цел да се избегне искуството од минатото, потребно е да се направи јасна разлика помеѓу три нивоа на инволвираност (информирање - консултирање - партиципација во одлучувањето).

136. Доколку законски не се предвидени процедури за вклучување на работниците, истите можат да бидат обезбедени од страна на самите компании, врз доброволна основа, во случај на некои важни и точно дефинирани одлуки. Такви одлуки треба да бидат оние кои имаат значително влијание врз вработените и во чие донесување вработените или нивните претставници може да придонесат најефикасно.

137. Компаниите треба да бидат отворени во врска со нивните политики кон засегнатите лица.

138. Отворањето, само по себе, не е гаранција за унапредување на квалитетот на односите со засегнатите лица. Но, тоа претставува знак на добра волја, подготвеност да се делува потранспарентно и на тој начин да се помогне во зголемувањето на довербата. Демонстрирајќи ја својата обврска за заштита на правата на засегнатите лица, компаниите, исто така, ќе ја

подобрат својата репутација, а на тој начин ќе го зголемат и својот гоодњилл т.е нивниот капацитет да генерираат дополнителен вишок како резултат на позитивното мислење на јавноста за компанијата и нејзините производи.

139. Компаниите треба да комуницираат со инвеститорите и со пошироката јавност во врска со своите политики кон засегнатите лица, со цел да стекнат дополнителна корист од ефективното почитување на правата на засегнатите лица, односно од нивните доброволни политики во овој поглед. Тие, исто така, треба да обезбедат кредибилни информации за спроведувањето на овие политики. Компаниите може да ги следат разните насоки за објавување на социјално битни податоци¹² што се развиени во изминатите неколку години.

140. Компаниите треба дополнително да го зацврстат својот кредибилитет така што нивниот "Извештај за засегнатите лица" ќе биде предмет на независна ревизија. Оваа оценка треба особено да биде фокусирана на имплементацијата и проверката на интегритетот на системите за известување. Покрај добивањето кредибилитет, една ваква оценка, исто така, ќе им обезбеди на менаџерите и одборот на директори корисни информации за ефективната имплементација на политиките на компанијата, како и потенцијални препораки за подобрување во овој поглед.

141. Вработените треба да имаат пристап до ефективните механизми за обештетување доколку нивните права бидат повредени. Ваквите механизми за обештетување може да вклучуваат посредување и арбитража од страна на трети лица.

142. Во земјите од Југоисточна Европа засегнатите лица, кои сметаат дека нивните права се повредени, немаат лесен пристап до обештетување по законски пат. Ова особено е случај за вработените кои тешко можат да користат било какви специфични механизми за да ги остварат своите права. Доколку ги искажат своите барања, вработените дури можат да бидат изложени и на опасноста да се загрозат и нивните основни права. Се случува вработените да бидат отпуштени, понекогаш дури и физички да бидат малтретирани, кога ќе се обидат јавно да проговорат за лошата практика на компанијата.

143. Ефективните механизми за обештетување треба да им бидат достапни на засегнатите лица во случај на повреда на нивните права. Ваквите механизми за обештетување вклучуваат постапки пред регулативните органи и судови. Компаниите не треба да ги спречуваат вработените да си ги бараат своите права преку законски обештетувања. Уште повеќе, на вработените, кои легитимно делуваат како "доушници" и кои ги обелоденуваат нелегалните активности на компанијата или нејзиниот менаџмент, треба да

¹² Како, на пример, вНасоки за објавување на социјално битни податоциг на Здружението на британските осигурителни компании (вДисцлосуре Гуиделинес он Социал Респонсibilitг - Асоциатион оф Бритисх Инссуерсе - 2001)

им се даде заштита. Ова може да обезбеди и корисна проверка на недозволеното однесување на компанијата.

144. Со оглед на проблемите кои се инхерентни за судскиот систем во повеќето земји од Југоисточна Европа, таквите законските механизми за обештетување можат да бидат многу скапи и долги. Како последица на тоа, компаниите и засегнатите лица можат да ангажираат трети лица како посредници во решавање на споровите. Избегнувајќи ги судовите, компаниите помалку ја оштетуваат својата репутација и добрата волја на нивните вработени.¹³

145. Во иста смисла, компаниите можат да развијат кредибилитетни интерни механизми за справување со конфликтите со засегнатите лица уште во нивниот зачеток. Поконкретно, тие можат да воспостават и да ги информираат вработените за процедурите за известување во врска со условите за работа, дискриминацијата, различните форми на злоупотреба или лошо однесување на менаџерите или другите вработени. Најпосле, тие треба да развијат специфични процедури за истражување на ваквите поплаки.

146. Стечајните процедури и механизми за извршување на осигураните побарувања треба да се зајакнат и да се извршуваат ефикасно.

147. Доверителите се клучни засегнати лица, со оглед на тоа што на компаниите им ги обезбедуваат неопходните финансиски средства. Ова е особено случај во земјите од Југоисточна Европа, каде што финансирањето преку емисија на акции е неразвиеено. Законската заштита на правата на доверителите сеуште останува институционална слабост во сите земји од Југоисточна Европа. Законската рамка со која се регулирани односите помеѓу компаниите и доверителите минува низ длабоки и успешни реформи во повеќето земји од Југоисточна Европа. Но, одреден број на амандмани сè уште не се усвоени. Освен тоа, одредени аспекти на договорите за кредитирање сè уште не се во целост регулирани. Како последица на тоа, банките остануваат премногу изложени на кредитен ризик и сè уште тешко ги наплаќаат своите побарувања, дури и кога тие се обезбедени со различни видови на обезбедувања. Оттука, вистинските права на доверителите треба во многу случаи да се разјаснат.

148. Освен тоа, приватните правни лекови сеуште не се испробани или, пак, не резултирале со позитивен исход.¹⁴ Со цел да ги наплатат нивните побарувања, како и за да го спречат неплаќањето на должниците, доверителите избегнуваат да прибегнат кон приватни правни лекови, бидејќи

¹³ Меѓутоа, ефективната употреба на ваквото посредување подразбира двете страни да ги прифатат и спроведат одлуките донесени со помош на тоа посредување и арбитража. Во спротивно, извршувањето, сепак, ќе бара вклучување на судот како последно средство.

¹⁴ Тие вклучуваат извршување на хипотека или фидуцијарни трансфери, судски спорови и како крајно средство, стечајна постапка.

тие се бавни, скапи и неефикасни. Покрај тоа, на ваков начин често се расипуваат односите со должниците. Доверителите, воглавно се потпираат на претпазливо делување пред одобрување на кредитот, на приватно договарање, односно директно спокодување со должниците. Степенот до кој правните лекови ќе бидат ефективно изнудувани преку судскиот систем е неизвесен. Судската практика во Југоисточна Европа сè уште овозможува мноштво начини за помалку чесните должници да се извлечат или, пак, да ги заобиколат законските прописи. На пример, многу е тешко да се извршат хипотеката и фидуцијарните трансфери, како резултат на лошата регистрацијата на сопственоста во некои земји од Југоисточна Европа.

149. Од неодамна законите за стечај беа усвоени во повеќето земји од Југоисточна Европа, но неповолните социјални и политички последици од ефективните ликвидации го пролонгираа воспоставувањето на адекватни процедури. Овие закони и процедури, често пати, се прекумерно пристрасни во корист на должниците. Иако во последните неколку месеци беше забележан значителен прогрес, извршувањето на стечајните постапки е сè уште проблематично. Стечајот е особен предизвик кај големите, несолвентните фирми, во кои се вработени голем број работници, при што истите често се значаен дел од социјалната инфраструктура на одредена територија.

150. Значаен чекор во транзицијата кон пазарна економија е развивање на кредибилни излезни механизми во случај на докажана несолвентност на некоја компанија. Ова е фундаментална основа за ефикасна алокација на ресурсите во функција на нивно најпродуктивно искористување. Воопшто, заштитата на правата на доверителите претставува механизам кој овозможува функционирање на принципот на "цврсто буџетско ограничување". Должниците треба да се убедат дека ќе треба да се соочат со своите обврски, со цел да почнат да се однесуваат на одговорен начин. Доверителите, исто така, треба да се уверат во нивната способност да ги наплатат своите побарувања, со цел да им обезбедуваат на комерцијалните претпријатија позајмен капитал. И покрај зголемувањето на капацитетот на банките за кредитирање и зголемувањето на кредибилитетот на приватниот сектор, финансирањето по пат на задолжување, сепак, ќе остане на ниско ниво без ефикасна заштита на правата на доверителите.

151. Кога критериумите за несолвентност ќе бидат исполнети, на доверителите треба да им се овозможи да добијат независна проценка за работењето и перспективите на должникот од страна на квалификувани експерти. Овие експерти, исто така, треба да разработат и опции за реструктурирање на компанијата, во соработката со должникот. Ваквите механизми треба да поттикнат преземање на корективна акција за да се избегне ликвидацијата. Тие треба да ги присилат менаџерите на потенцијално добрите, но финансиски проблематични компании, да преговараат за нивно брзо реструктурирање.

152. Во случај на несолвентност, кога реструктурирањето нема да успее, треба да се спроведе автоматска и ефикасна ликвидација, со цел да им се овозможи на доверителите да наплатат дел од своите побарувања по редвен пат. Стечајните механизми треба конзистентно да се засилуваат, со цел да го "промовираат" нивното постоење и да станат кредибилен инструмент за одвраќање. Во овој контекст, специјализираните судови треба да добијат поголеми ресурси за да можат да ја спроведат ликвидацијата на брз и праведен начин. Обуката на судиите во оваа област треба да претставува главен приоритет за донаторите.

153. Стечајните механизми не треба да се злоупотребуваат за да се олеснат недозволените трансфери на контрола врз сопственоста на компаниите. Во минатото се разработуваа разни сомнителни шеми што резултираа во тајни договори на големите акционери, менаџери на други компании, а понекогаш дури и на доверителите, со кои солвентни фирми се носеа во стечај. Со цел ова да се избегне ова, критериумите за започнување на стечајна постапка треба адекватно да се определат. Тие не треба да бидат квантитативно ниски за премногу рано да овозможат присилна ликвидација на фирма, која што сè уште има потенцијал да се бори. Во овој поглед, стечајните судови треба особено да бидат претпазливи. Целта треба да биде да им се даде простор на компаниите да вздигнат, при што операцијата на спасување ќе биде витална опција, да развијат проект за спасување и да ги зголемат шансите за опстанок во бизнисот, а не само да се внаградат лицата кои го иницирале стечајот на сметка на останатите акционери или доверители.

ГЛАВА 3: ТРАНСПАРЕНТНОСТ И ОБЈАВУВАЊЕ НА ПОДАТОЦИ

154. Транспарентноста и објавувањето на податоци се централниот столб на ефикасното корпоративно управување и функционирање на пазарот на капитал. Доколку немаат пристап до редовни, навремени, сигурни и споредливи информации, инвеститорите нема да бидат во можност да ги оценуваат перспективите на корпорациите и да донесуваат информациски поткрепени инвестициски одлуки и одлуки за гласање. Оваа состојба резултира во повисока цена на капиталот и понеквалитетна алокација на ресурсите на пазарот. Исто така, објавувањето на податоците и транспарентноста е составен дел на т.н. пазарно следење на компаниите. Тоа им дозволува на акционерите и на пошироката јавност да ја проценуваат успешноста на менаџментот во компаниите, а со самото тоа да влијаат на неговото однесување. Уште повеќе, ефикасните информациски системи им обезбедуваат на менаџерите квантитативни алатки за поуспешно раководење. Конечно, транспарентноста и објавувањето на податоци & овозможува на јавноста да ја разбере структурата, активностите и политиките на компанијата, како и да ги проценува нејзините перформанси во поглед на еколошките и етичките стандарди.

155. Иако транспарентноста и објавувањето на податоци се една од најнеразвиените области на корпоративното управување во Југоисточна Европа, правните прописи кои ја регулираат проблематиката за објавување на податоци се генерално на високо ниво, при што законите за компании, регулативата за хартии од вредност или условите за котација на берзите бараат компаниите да ги доставуваат нивните годишни, полугодишни, а понекогаш дури и кварталните финансиски извештаи до регулативното тело на пазарот на хартии од вредност¹⁵. Во повеќето случаи, финансиските извештаи задолжително мора да бидат ревидирани. Како и да е, во повеќето земји од Југоисточна Европа извештаите се вообичаено базирани на националните сметководствени стандарди, што може да претставува проблем во одредени критични области. Повеќето земји, сепак, се во постапка на прифаќање на меѓународните сметководствени и ревизорски стандарди.¹⁶ Мнозинството берзи и регулатори на пазарот на хартии од вредност во регионот од неодамна ги заострија и детализираа нивните правилници поврзани со формата, датумот, а понекогаш дури и со местото на објавување

¹⁵ Исто така, некои закони за компании бараат и публикување на вПреглед на членовите на одборот на директориг, заедно со финансиските извештаи и/или Извештај на вцензоритег кој треба да биде одобрен на седница на собранието на акционери. Содржината на овие извештаи не е детално специфицирана и нивниот квалитет значајно се разликува.

¹⁶ Особено преку нивното учество во регионалните иницијативи какви што се СЕЕПАД (Coутх Еаст Еуропе Програм фор Аццоунтанцс Девелопмент - Програм за развој на сметководството во Југоисточна Европа).

на годишните извештаи. Некои берзи, исто така, формираа и посебни пазарни сегменти за компаниите кои се согласуваат, на доброволна основа, со исполнување на повисоки стандарди за објавување на податоци. Сепак, барањата за објавување на податоци не се исполнуваат подеднакво, а точноста на објавените податоци и понатаму останува централно прашање. Во некои земји, дури и најосновните барања за објавување на податоци, како што е публикувањето на годишниот извештај, не секогаш се исполнуваат, а објавените податоци може да наведуваат во погрешна насока. Како последица од ова, инвеститорите и пошироката јавност моментално не им веруваат на информациите што ги објавуваат определени компании во регионот.

156. Подобрувањето на транспарентноста и објавувањето на податоците во земјите на Југоисточна Европа подразбира модерните норми за објавување на податоци да бидат проследени со соодветна суштинска трансформација на однесувањето, односно ставот на сите релевантни пазарни играчи кон самата идеја за транспарентност. Сегашниот став делумно произлегува од стекнатите навики во социјалистичкиот систем, кога сметководството примарно служеше за статистички и даночни цели, а информациите беа главно, моќно оружје во нагудувањата во рамките на процесот на централно планирање. Како последица од ова, менаџерите станаа експерти во манипулирањето на финансиските извештаи на компаниите наспроти централната администрација. Оваа чувствителност сеуште претставува пречка за обезбедување на поголема корпоративна транспарентност, со оглед на тоа што компаниите одбиваат да бидат потранспарентни с# додека информациите можат да ги употребуваат на начин кој го сметаат за дискреционен. Во овој поглед, би требало да се потсетиме дека приватната транспарентност оди рака под рака со јавната транспарентност и дека административните и правните притисоци не се доволни за да обезбедат задоволувачко ниво на објавување на податоци. Корпорациите треба да се убедат дека објавувањето на податоци е нешто од кое што можат да заработат, а не единствено товар за нив. Поврзано со ова, недостатокот на артикулирана побарувачка од страна на актуелните или потенцијални акционери продолжува да биде примарна причина зошто компаниите не се заинтересирани да ги публикуваат задолжителните или подеталните информации. Во отсуство на активен примарен и секундарен пазар на акции постојат многу малку стимуланти за компаниите да ги обелоденат информациите.

157. Треба да се тежнее кон целосно прифаќање на меѓународните стандарди за финансиско известување (ИФРС - Интернационал Финанциал Репортинг Стандардс) и истите целосно да се имплементираат за котираните компании. Посебно внимание треба да се посвети на барањата за изготвување на консолидирани извештаи и правилата за третманот на поврзани лица.

158. Во повеќето земји од Југоисточна Европа годишните извешати во моментот се изготвуваат во согласност со националните сметководствени стандарди кои, дури и кога се конзистентни со ИФРС, всушност значајно се разликуваат од истите во некои специфични области. Ова особено е случај кај третманот на инфлацијата, неприкажаните обврски, вреднувањето на средствата и известувањето за трансакциите со поврзани лица. Неадекватната амортизација и недостатокот на регулатива, особено во третманот на спорните побарувања, можат да доведат до дисторзии, а вреднувањето на средствата често може да резултира во скриени загуби. Постои, исто така, силен притисок за избегнување на правилата со кои се намалува вредноста на средствата, со оглед на тоа што тоа би водело кон значајно намалување на вредноста на активата на некои од поранешните големи претпријатија во државна сопственост. Во исто време, често отсаствува интегрално прикажување на сите обврски и објавување на вонбилансните обврски, особено во врска со даночните, но и за еколошки прашања. Последно, но не и најневажно, консолидацијата на извешатите во минатото не била задолжителна во повеќето национални сметководствени стандарди, поради што овој факт претставува најголема и суштествена разлика помеѓу ИФРС и преовладувачките национални стандарди.

159. Како и да е, повеќето земји од Југоисточна Европа ги прифатија или се во процес на прифаќање на ИФРС за големите претпријатија. Приемот во Европската Унија е главната движечка сила во овој процес, но хармонизирањето со европските директиви поврзани со сметководствените практики е сеуште во рана фаза. Многу е важно овој процес да се забрза и сите земји од Југоисточна Европа да ги превземат неопходните чекори за прифаќање и имплементација на сите ИФРС стандарди - во најмала рака за сите јавно поседувани компании¹⁷. Релевантните органи треба да излезат со динамички план за транзиција кон ИФРС. Постепен, но конзистентен пристап, ќе овозможи процесот да не се взокочиг уште во раната фаза или кога повеќето компании ќе мора задолжително да започнат да ги применуваат ИФРС.¹⁸ Со цел да се намали административниот товар за компаниите овие планови треба да посочат јасни насоки и процедури како да се спроведе транзицијата од национални кон меѓународни стандарди. Овие

¹⁷ Ова треба да се однесува на сите компании котирали на официјалните и неофицијалните пазари на берзите, но и на компаниите кои не се котирали, а имаат голем број на акционери, најчесто поради ваучерската приватизација. Критериумот за бројот на акционери треба да се одреди во зависност од околностите во секоја земја.

¹⁸ Малите и средните претпријатија би требало да бидат во можност да применуваат поедноставени сметководствени стандарди, доколку истите се конзистентни со ИФРС и не дозволуваат дисекрециони одлуки во врска со правилата за консолидација. Извршената работа во објаснувањето на сметководствените стандарди за малите и средни претпријатија од страна на меѓународните организации, како што е УНЦТАД, треба да се има предвид за да се избегне дуплирањето на активностите и, исто така, да се обезбеди компатибилност со ИФРС.

процедури треба особено да бидат прецизни кај најпроблематичните области, на пример во врска со прашањето како да се определува добивката која што е предмет на оданочување. Исто така, треба да се обезбеди соодветна обука, како на пример за вреднувањето на средствата, амортизацијата и консолидацијата.¹⁹

160. Од особена важност е вниманието да се насочи кон консолидацијата на финансиските извештаи. Присатна е перманентна и широко распространета одбојност на компаниите кон адекватното консолидирање на извештаите на своите филијали или компании-ќерки, иако токму расположливоста на консолидираните финансиски извештаи е клучен факт за акционерите да го разберат работењето на компанијата, нејзината финансиска состојба и вредност. При консолидацијата на извештаите компаниите треба да ги следат критериумите, како и насоките и специфичните процедури посочени од ИФРС. Органите надлежни за следење и спроведување на прописите треба внимателно да проверуваат дали предметните компании доставуваат адекватни извештаи и дали ја развиваат својата способност за анализа на овие консолидирани извештаи.

161. Информациите за поголемите сопственици и контролната структура на котираните и јавно поседуваните компании треба да биде на располагање на сите акционери и јавно достапна.

162. Постојењето на транспарентна сопственичка и контролна структура во компанијата е неопходно за потенцијалните акционери да можат да го проценат нивото до кое ќе влијаат во процесот на одлучување. Уште повеќе, познавањето на сопственичка и контролна структура е клучно во борбата против недоволените трансакции, особено оние што произлегуваат од инсајдерство и поврзаните лица, со што се штити интегритетот на пазарот. Овие два вида на трансакции претставуваат најчесто и најгрубо прекршување на правата на малите акционери во земјите на Југоисточна Европа, како што е впрочем случајот и во другите земји во транзиција. Со оглед на фактот што овие трансакции често се поврзани со пакети акции контролирани од страна на менаџментот, односно од главните или значајни акционери, справувањето

¹⁹ Овие насоки треба, исто така, да вклучуваат и развој на процедури за даночно усогласување. На овој начин би за овозможила јасна разлика помеѓу финансиското известување и пресметката на добивката за оданочување, со оглед на тоа што недостатокот на ваква разлика води кон понеквалитетно и деформирано објавување на податоци, што може да го загрози целиот процес на сметководствени реформи. Уште повеќе, доколку не постои оваа дистинкција, компаниите ќе продолжат да имаат повеќе од еден комплет финансиски книги, што е скапа практика и го намалува општото ниво на транспарентност на деловното работење.

со нив може да се изведе единствено доколку сопственичките и контролните структури на компаниите станат целосно транспарентни.

163. Во повеќето земји од Југоисточна Европа, дури и таму каде регистрацијата на сопственоста на акциите е ефикасна, акционерите немаат лесен пристап до информациите за сопственичката и контролната структура на компаниите во кои инвестираат. Ова, исто така, произлегува од недостатокот на објавување на податоците за значајните акционери. Дури и таму каде што законските или подзаконските прописи предвидуваат објавување на овие податоци, берзите и комисиите за хартии од вредност не секогаш се во можност да ги следат и спороведуваат овие прописи. На крајот, и самите компании често немаат јасна политика за прибирање на сигурни информации за нивната сопственичка и контролна структура и дистрибуирање на тие информации во јавноста.

164. Акционерите треба, по разумна цена, да имаат пристап до информациите за целокупната сопственичка структура на компаниите, која што се во води во централните регистри или депозитари. Одговорноста за обелоденување на овие информации и одговорање на барањата на акционерите треба да биде прецизно поделена помеѓу регистрите, берзите, регулаторите на пазарот на хартии од вредност и самите компании. Исто така, сите законски и подзаконски прописи кои што ја третираат проблематиката на објавување на податоците за сопственичката структура на компаниите, треба да ги имаат во предвид случаите на поврзани акционери кои делуваат заеднички, односно крајните сопственици кога истие ќе надминат определен однапред утврден процент на сопственост. Сопственоста од страна на менаџментот и членовите на одборот на директори треба, исто така, експлицитно да се обелодени во годишните извешати на котираните и другите регулирани компании. Регистрите треба поактивно да соработуваат со компаниите, обезбедувајќи им комплетни и точни податоци за нивната сопственичка структура.

165. Акционерите треба да ги почитуваат законите и да бидат одговорни за известување на регулативниот орган, доколку бројот на акции што го поседуваат го надмине определениот критериум. Тие треба да ги информираат компаниите, берзата, регулаторот на пазарот на хартии од вредност и пошироката јавност за промените во нивната сопственост согласно јасно утврдени процедури. Регулаторот на пазарот на хартии од вредност треба да обезбеди законската и подзаконската рамка јасно да ги утврди споменатите критериуми, како и обврските на акционерите и

регистрите во овој поглед, вклучително и специфичните временски рокови за објавувањето на соодветните податоци.

166. Обврските на депозитните институции (цустодианс) и другите финансиски посредници во врска со информациите за крајните сопственици треба да бидат специфицирани и спроведувани. Треба да се превземат мерки да се подобри соработката помеѓу регистрите и овие институции, со цел да се идентификуваат значајните крајни сопственици и да се известат компаниите, берзите и регулаторите на пазарот на хартии од вредност, односно пошироката јавност. Оваа потрага по идентитетот на значајните крајни сопственици може да предизвика големи трошоци и проблеми, но истата, сепак, е неопходна, доколку која била регулатива фокусирана на трансакциите на поврзаните лица сака да биде успешна.

167. Самите компании се во најдобра позиција да ја испитуваат својата сопственичка структура. Тие треба активно да се информираат за нивната сопственичка структура преку соработка со регистрите и значајните акционери. Тие се добро позиционирани и за да потврдат дали информациите доставени до надлежните органи од страна на сопствениците се точни. Тие, исто така, можат најдобро да проценат кои акционери евентуално се поврзани или делуваат согласно заеднички договор. Тие треба да имаат јасни политики во врска со објавувањето на податоците за сопственичката структура и да соработуваат со берзите и регулаторите на пазарот на хартии од вредност за да ги направат овие податоци лесно достапни на акционерите. Треба да постојат прописи за периодично известување за сопственичка структура од страна на самите компании.

168. Регулаторите на пазарот на хартии од вредност и берзите треба активно да ги следат и да ги спроведуваат законските и подзаконските прописи поврзани со објавувањето на податоците за сопственоста. Тие треба активно да проверуваат дали котираните компании обезбедуваат сигурни, точни и навремени информации за нивната сопственичка структура. Во законите треба да се предвидат соодветни административни и кривични казни за значајните акционери кои ќе пропуштат да ја пријават својата сопственост, за финансиските институции кои не соработуваат во идентификацијата на крајните сопственици и за компаниите кои не доставуваат точни информации. Регулаторите треба доследно да ги спроведуваат дисциплинските мерки, а треба да се овозможат и приватни судски постапки.

169. Перманентното објавување на податоци треба значително да се подобри.

170. Од суштествено значење е компаниите да ги објавуваат сите материјални информации на перманентна основа и на подеднаков начин т.е. информациите за кој било настан поврзан со работењето на компанијата, што може да има значајно влијание на цената на нејзините акции или на друг начин материјално да влијае на одлуката на инвеститорот. Задоцнетите информации или информациите кои намерно се објавуваат на временски манипулативен начин имаат многу пониска вредност и се еквивалент на погрешни информации или непоседување на информации. Привилегираниот пристап до материјалните информации од страна на големите акционери создава поволни услови за пазарни манипулации и тргување врз база на инсајдерски информации, што консеквентно го намалува интегритетот на финансиските пазари и довербата на широката јавноста во хартиите од вредност.

171. Информациите кои се доставуваат до акционерите за значајните корпоративни дејства најчесто се незадоволителни, иако повеќето закони за компании пропишуваат дека компанијата треба да ја објави која било в материјална информација што може да влијае на одлуката на инвеститорот. Во последно време регулативните органи станаа поригорозни во овој поглед и започнаа со санкционирање на компаниите кои не ги почитуваат овие одредби, но прекршоците, сепак, се сеуште чести.

172. Властите и регулативните органи во земјите на Југоисточна Европа треба да ја зајакнат и заокружат законската и подзаконската рамка поврзана со перманентното објавување на податоци.²⁰ Оваа регулатива треба да остане доволно широка во поглед на видот на настаните кои подразбираат задолжително објавување. Таа може да пропише листа на настани кои се објавуваат во секој случај, но оваа листа не треба да биде исклучива. Тука треба да се вклучат трансакциите со акциите на компанијата од страна на инсајдерите во компанијата или самата компанија. Објавувањето може да биде задолжително дури и ако постојат определени нејаснотии околу некои карактеристики на определен настан. Во таков случај, нејаснотиите треба прецизно да се разјаснат. Регулацијата треба, сепак, да биде јасна во врска со процедурите за начинот на објавување на податоците, спецификајќи го средството за информирање кое може или треба да се употреби и утврдувајќи

²⁰ Во овој поглед тие можат да ги консултираат вПринципите за перманентно објавување на податоци и развој на материјалното известување од страна на котираните правни лица, извештај подготвен од Техничкиот комитет на Меѓународната организација на комисиите на хартии од вредност (ИОСЦО - Интернационал Организацион оф Секуритиес Комисионс) од Октомври 2002.

точни рокови за објавување на поделни настани.²¹ На овој начин на компаниите во Југоисточна Европа ќе им се дадат прецизни насоки и ќе се олесни следењето и спроведувањето на прописите од страна на надлежните органи.

173. Компаниите не треба да се вкријат зад концептот на сопствени и доверливи информации, со цел да ги задржат важните информации од акционерите и пошироката јавност. Регулативата за перманентно објавување на податоци може да ги ослободи компаниите од обврската за обелоденување на некои материјални информации, единствено под услов компанијата на регулаторот да може да му докаже дека таквата објава би можела да им наштети на нејзините легитимни интереси. Регулаторите би можеле во овој поглед да ја консултираат европската пракса во која што е дозволено необјавување на информацијата, доколку истата е од помало значење или доколку објавата може да предизвика сериозни штети за компанијата, при што треба да се води сметка дека таквото необјавување не треба да ја изманипулира јавноста.²² Во овој случај особено внимание треба да се посвети на избегнување на т.н. преференцијално објавување, а компаниите треба да се воздржат од тргување, освен доколку информацијата е објавена во јавноста.

174. Компаниите треба да воведат и имплементираат процедури²³ со кои ќе го стимулираат ефикасното перманентно објавување на податоци. Тие треба да обезбедат информациите кои се доставуваат до берзите, регулаторите на пазарот на хартии од вредност и јавноста да се комплетни, прецизни, кратки и да не ја наведуваат јавноста во погрешна насока.

175. Берзите треба да развијат активна политика во поглед на перманентното објавување на податоци. Како прво, тие треба да воведат

²¹ Објавувањето може дури да се бара и пред да настане некој вид на настан, како што е очекуваното купување на блок на акции од страна на некој веќе голем акционер.

²² Европската пракса во поглед на необјавувањето на информациите е опишана во Дел ИИ, Глава ЦИВ во публикацијата на ИОСЦО вБарања за објавување на нефинансиски информации при понуди на хартии од вредност во повеќе државиг (Нон-Финанциал Дисцлосуре Рељуирементс фор Цросс Бордер Офферингс) и вИницијална котација на странски издавачиг (Иниџиал Листингс бс Форейгн Иссуерс)

²³ Овие процедури треба да пропишат дека, во случај информацијата да е доставена до берзата, истата може непосредно да се објави и во јавноста, доколку содржината на информацијата е иста и доколу информацијата е испратена во исто време или веднаш по известувањето на берзата. Овие процедури, исто така, треба да пропишат дека, во случај на гласини, компаниите мора да ги потврдат или демантираат истите што е можно побрзо за да ги обесхрабрат пазарните манипулации.

ефикасни процедури за широка и брза дистрибуција на информациите за материјалните настани доставени од компаниите. Ова може да се направи на различни начини кои обезбедуваат широка дистрибуција на информациите, вклучително дневни билтени, веб страници, објави во салите за тргување, информациски куќи и медиуми. Овие процедури треба да ја имаат предвид и да ја зачуваат доверливоста на податоците до моментот кога ќе се направи објавата во јавноста. Второ, берзите треба редовно да комуницираат со компаниите во врска со нивните обврски за објавување. Трето, берзите треба да го зајакнат следењето на исполнувањето на обврските за перманентно објавување и јавно да ги обелоденат случаите на необјавување на вакви податоци од страна на компаниите.

176. Компаниите треба да го објават целиот релевантен информациски материјал за да обезбедат информациски поткрепено разбирање и проценување на работењето, активностите и положбата на компанијата.

177. За компаниите кои сакаат да привлечат екстерен акционерски капитал или сакаат да се издвојат како транспарентни учесници на пазарот од особена важност е да му обезбедат на пазарот дополнителни нефинансиски информации на доброволна основа. Ова во голема мерка може да придонесе за зајакнување на нивниот имиџ на добро корпоративно управување, а оттука да ја зголеми нивната пазарна вредност.

178. Само некои компании во земјите на Југоисточна Европа усвојила проактивна политика во врска со објавувањето на податоци во јавноста. Големо мнозинство на компании сеуште има проблем со спроведувањето на задолжителните барања за обелоденување на резултатите од финансиското работење, или, пак само формално ги задоволуваат прописите, при што не ги задоволува очекувањата на инвеститорите во поглед на транспарентноста на вистински начин. Ова, да повториме уште еднаш, произлегува од генералниот недостаток на транспарентност, како во сферата на корпоративното работење, така и во целокупниот општествен живот.

179. Поради тоа компаниите треба да развијат сопствени политики поврзани со објавувањето на нефинансиските информации. Правејќи го тоа тие не треба да ги имаат во предвид само барањата во врска со оваа проблематика утврдени со законите, берзанските услови за котација или други регулативни прописи. Тие можат да ги консултираат насоките на ИОСЦО за објавување на нефинансиски податоци во креирањето на овие

политики. Одборот на компанијата треба да реши, со должно внимание, која информација е материјална²⁴ за определен надворешен инвеститор да биде во можност соодветно да го процени работењето на компанијата, нејзината активност и очекуваните резултати во предвидлива иднина.²⁵ Прашањето кој материјал е соодветен за да биде предмет на објавување треба да се остави на проценка на самите членови на одборот. Тие, најверојатно, се наоѓаат во најдобра позиција за да проценат за какви односи со акционерите и другите засегнати лица станува збор во дадена ситуација, односно се најдобро позиционирани за да ја направат неопходната проценка дали е потребно да се објавуваат дополнителни информации и во која форма да се направи тоа. Уште повеќе, тие се оние кои ќе ја понесат и одговорноста пред судските органи во случај нивната проценка да се оквалификува како неадекватна.

180. Исто така, компаниите треба да обезбедат навремено и прецизно објавување на сите материјални информации поврзани со: а) генералните цели на компанијата и целите за наредниот период; б) наменувањето на менаџерите и членовите на одборот на директори, нивните биографии, интерната распределба на задолженијата помеѓу членовите на одборот, причините за оставките (кога истите се случуваат); в) политиката за наградување на менаџментот и членовите на одборот и примената на таа политика; г) податоци за ревизорите; д) известување за работењето на одредени сегменти на компанијата; е) факторите на материјални ризици; е) политиката на корпоративно управување; ж) значајни прашања кои ги тангираат вработените и другите засегнати лица; з) трансакциите со поврзани лица.

181. Соодветната одговорност на различните органи во компанијата и одговорноста на надворешните ревизори треба да би прецизно утврдена.

²⁴ Стандардите за материјалност на информациите не може да се поистоветуваат со познатите финансиски стандарди, затоа што обемот на објавување на податоци треба да биде поголем од самото објавување на финансиски извештаи.

²⁵ Овде уште еднаш би сакале да нагласиме дека на компаниите треба да им се дозволи да не ги објавуваат информациите, за кои членовите на нивните одбори на директори ќе проценат дека се премногу чувствителни или доверливи, односно дека нивното обелоденување би можело материјално да им наштети на комерцијалните интереси на компанијата.

182. Одговорност на различните органи во компанијата во врска со објавувањето на податоците треба да биде утврдена во соодветните законски или подзаконски акти. Менаџментот и одборот на директори имаат примарна одговорност за поставување на ефикасни интерни системи што овозможуваат собирање, обработка и објавување на релевантните информации на акционерите, другите засегнати лица, регулаторите и пазарот во целина. Тие, исто така, треба да развијат специфични процедури кои ќе обезбедуваат редовна, навремена и подеднаква дистрибуција на информациите до сите акционери и пошироката јавност.

183. Менаџментот треба активно да биде вклучен во процесот на собирање, средување и верифицирање на интерните информации потребни за изготвување на финансиските извештаи. Тој има постојана обврска да обезбеди дека секој орган во компанијата, организациона единица или поединец ги почитува соодветните обврски за објавување на податоци. Менаџментот, исто така, има обврска да ја проверува ефикасноста на објавувањето на податоците и квалитетот на овие информации. Тој треба да биде одговорен доколку некоја материјална информација не се објави или доколку истата се објави на несоодветен начин.

184. Одборот на директори е одговорен за веродостојноста на информациите што се објавуваат од страна на компанијата. Како прво, тој треба да осигури дека постојат ефикасни информациона системи и процедури и дека се обезбедни адекватни внатрешни контроли во рамките на целокупниот процес на објавување на податоци. Потоа, одборот треба да воспостави интерни структури и да осигури дека тие им обезбедуваат на соодветните органи на компанијата, организациони единици или поединци задоволителни стимуланти и средства за исполнување на нивните обврски во поглед на објавувањето на податоци. Како одраз на оваа одговорност одборот на директори треба да добива годишен преглед со кој ќе се врши преценување дали системот на внатрешна контрола и политиката на информирање на јавноста правилно функционира.²⁶

185. Со цел ефикасно да ги извршува своите задачи, одборот на директори треба да ја разгледа можноста за формирање на комитет за ревизија, кој што ќе се фокусира на прашањата на објавување на податоците. Комитетот за ревизија треба да ја следи финансиската ситуација на компанијата и нејзиниот сметководствен систем и да му помага на одборот на директори

²⁶ Оваа проблематика опширно се дискутира кај Турнбалл, Р. во *Винтернал Центрол: Гуиданце фор Директорс он тхе Цомбинед Цодег* (Тхе Институте оф Цхартеред Ацоунтантс ин Енгланд анд Њалес, Лондон 1993)

ефикасно да ги исполнува своите обврски во поглед на објавувањето на податоци. Монозинството членови на комитетот за ревизија треба да го сочинуваат независни членови на одборот. Традиционалните независни надзорни органи што се утврдени со закон во некои земји (какви што се вцензоритег во Романија) не треба да се сметаа како супститут на комитетот за ревизија на одборот на директори. Овој комитет е составен од членови на одборот кои имаат директни односи со другите членови на одборот и со менаџментот, и како таков орган овој комитет има подобар пристап до информациите и ресурсите со кои располага одборот.

186. Комитетот за ревизија е, исто така, одговорен за следење на односите со надворешните ревизори. Овие односи треба да бидат предмет на детално испитување и прецизни насоки, особено во поглед на независноста на ревизорите. Одборот на директори или неговиот комитет за ревизија треба да имаат право да предложат наименување и отповикување на надворешните ревизори, при што ова наименување во секој случај треба да се поднесе на согласност од страна на акционерите. Потоа, комитетот за ревизија треба да го надзира и да го следи самиот процес на ревизија. Должност на комитетот за ревизија е детално да ги испитува ревизорите, а комуникацијата помеѓу комитетот и надворешните ревизори ќе биде покорисна во одредени области доколку се исклучи менаџментот на компанијата. Конечно, целиот одбор на директори треба да ја одобри надворешната ревизија и да ги објави сите евентуални разлики во однос на сметководствените стандарди во годишниот извештај на компанијата.

188. Одборот на компанијата и менаџерите се одговорни за следење на објавувањето на информации. Ова треба подразбира и испраќање соодветен допис до акционерите, заедно со годишните финансиски извештаи. Во овој допис треба да се нагласи дека финансиските извештаи соодветно ги прикажуваат финансиските податоци на компанијата и дека, според нивни најдобри сознанија, компанијата целосно ги испочитувала сите правила и прописи. Одборот и/или менаџментот, исто така, треба да изготви кратка дискусија и анализа во која ќе се објаснат главните карактеристики на финансиските извештаи.

189. Одговорноста во случај на необјавување на материјални информации или нивно несоодветно обелоденување треба да биде пропишана во законите и соодветно да биде применувана. Согласно закон, членовите на одборот треба задолжително да ги доставуваат сите информации што од нив ги бара ревизорот. Треба да се пропише дека членовите на одборот кои небрежно и намерно презентираат неточни информации или, пак, информации кои

наведуваат во погрешна насока, прават кривичен прекршок и дека може да бидат кривично гонети. Слично на ова, кривично одговорни, во согласност со соодветната регулатива, треба да бидат и ревизорите кои направиле намерно искривување на материјалните податоци или испуштиле да објават такви податоци. Понатаму, одговорноста на ревизорите поради необјавување на податоци треба да вклучува и административни санкции и персонална одговорност. Ревизорите треба да бидат подложни и на барања за финансиско обештетување, доколку како последица на нивната професионална небрежност не ги забележале грешките во финансиските извештаи. Земјите во Југоисточна Европа треба да ја разгледаат можноста непочитувањето на обврската од страна на членот на одборот за помагање на надворешниот ревизор на компанијата да добие третман на персонална одговорност.

190. Регулаторите на пазарот на хартии од вредност и берзите треба да го зајакнат нивниот мониторинг во однос на почитувањето на барањата за објавување на податоците од страна на компаниите. Регулаторите на пазарот на хартии од вредност треба да имаат ингеренции да ги пропишуваат и применуваат овие прописи.

191. Значајниот недостаток на објавување на основните финансиски податоци од страна на компаниите, како и необјавувањето на материјални нефинансиски информации е главна пречка во развојот на финансиските пазари во земјите од Југоисточна Европа. Инвеститорите т.е. акционерите, како и сопствениците на американските/глобалните депозитни потврди нужно бараат адекватно ниво на објавување на податоци, односно податоци врз основа на кои што можат да делуваат информациски втемелено, односно поефективно да ги извршуваат своите права. Тоа е, исто така, неопходна алатка за да се спречат менаџерите и/или акционерите кои имаат контролна позиција да ги отуѓат средствата на компанијата. Значајното подобрување во сферата на ваквото објавување на податоци за работењето на компаниите треба да биде врвен приоритет на регулаторите на пазарот на хартии од вредност. Без активен мониторинг и ефикасно спроведување на прописите компаниите ќе бидат во искушение да не ја почитуваат регулативата.

192. Објавувањето на податоци за работењето на компаниите е, веројатно, сфера во која најочигледно се гледа дискрапанцата помеѓу постојната регулатива и почитувањето на истата во земјите од Југоисточна Европа. Како што е споменато во воведот на оваа Бела книга, барањата за објавување на податоци се генерално на високо ниво, но не секогаш и се почитуваат најсоодветно. Квалитетот, веродостојноста и достапноста на информациите,

кои што се објавуваат, односно доставуваат до регулаторот на пазарот на хартии од вредност од страна на компаниите, се често на многу ниско ниво.

193. Берзите треба да играат важна улога во следењето на информациите што се доставуваат од страна на котираните компании. Тие се првата контролна точка и можат да вршат мониторинг на објавувањето на податоците од страна на котираните компании на дневно ниво. Оттука, тие можат да реагираат многу брзо и да го известат регулаторот на пазарот, односно пазарот како целина, доколку компанијата не ги исполнува своите обврски во поглед на објавувањето на податоци. Уште повеќе, берзите располагаат со леза на санкции кои што можат да ги одвратат компаниите од прекршувањето на правилата за објавување на податоци. Мерките што можат да ги превземат берзите можат да вклучат дополнителни барања за објавување, суспензија на тргувањето со акциите на тие компании, предупредувања и објави во врска со направените прекршоци во дневните берзански билтени, времено или трајно исклучување од берзанската котација, како и известување на регулаторот на пазарот на хартии од вредност. Сепак, регулаторот на пазарот на хартии од вредност треба да врши ефективна контрола врз берзите во поглед на извршувањето на овие нивни задачи.

194. Регулаторите на пазарот на хартии од вредност се круцијалните органи во вршењето на мониторингот на објавувањето на податоци од страна на компаниите. Како прво, тие треба да ја следат законската и подзаконската рамка поврзана со оваа проблематика и да ја дозакружуваат таму каде што тоа е потребно. Тие треба да имаат ингеренции да пропишуваат поригорозни или специфични барања во врска со објавувањето на податоци, кога тоа ќе го сметаат за неопходно. Повеќе го тоа, регулаторите на пазарот на хартии од вредност треба да го откријат вистинскиот баланс помеѓу деталната регулација и административниот товар со кој што се обременуваат компаниите или поединците, имајќи ги на ум финансиските и човечките ресурси кои се потребни за да се испочитуваат соодветните прописи. Второ, регулаторите на пазарот на хартии од вредност треба значајно да го зајакнат мониторингот на објавувањето на податоци, како од страна на котираните, така и од страна на другите јавно поседувани компании. Поради тоа тие треба систематски да проверуваат дали компаниите на време ги објавуваат потребните информации. Конечно, регулаторите треба да го зајакнат спроведувањето на прописите, при што изречените санкции треба нагласено да се промовираат во јавноста, со што може да се испрати позитивен сигнал дека барањата за објавување на податоци не се само формални, туку дека регулаторите на пазарот на хартии од вредност почнуваат да делуваат како ефикасни заштитници на акционерите.

195. Регулаторите на пазарот на хартии од вредност треба да имаат неопходни финансиски и човечки ресурси за да бидат во можност да ги исполнат своите обврски во поглед на објавувањето на податоците од страна на компаниите. Тие, исто така, треба да бидат независни во вршењето на своите функции и да имаат доволна административна моќ за следење, истражување и да изречување на санкции за непочитување на прописите (види ги Препораките 293 до 298 во Глава 5 во врска со Имплементацијата и примената).

196. Пристапот на акционерите до информациите треба да се подобри преку користење на ефикасни и модерни комуникациски средства, како од страна на компаниите, така и од страна на надлежните државни органи.

197. Каналот преку кој што се објавува информацијата е критичен од аспект на обезбедување на вистинската ефикасност на регулативата за објавување на податоци. Објавувањето на податоци од страна на компаниите нема да биде корисно за инвеститорите, доколку тие немаат ефективен пристап до тие информации (лесен, евтин и правовремен). За да се обезбеди фер објавување на податоци, а оттука подеднаков третман на акционерите, сите акционери треба да имаат симултан пристап до истата информација. Во овој поглед модерните комуникациски средства се ефикасна алатка за почитување на целите и барањата за објавување на податоци.

198. Компаниите во земјите на Југоисточна Европа можат соодветно да ги исполнат законските и подзаконските барања и да ги достават информациите до берзите или регулаторите на пазарот на хартии од вредност, но во многу случаи пристапот на акционерите до овие информации да остане *де фацџо* ограничен и скап. Ова е особено случај со надворешните акционери, а се случува дури и со внатрешните малцински акционери какви што се вработените. Компаниите, вообичаено, не им обезбедуваат на своите акционери директен пристап до информациите преку модерните комуникациски средства, како што е Интернет. Понекогаш, акционерите можат да ги добијат копиите од финансиските извештаи, како и извештаите на одборот на директори и/или цензорот, но се спречени да го сторат тоа поради високите трошоци кои што треба сами да ги платат. Конечно, финансиските извештаи кои што се одобрени на седниците на собранијата на акционери вообичаено мора да се архивираат во локалните трговски регистри. Сепак, сите компании не ја исполнуваат оваа обврска или, пак, тоа се прави со задоцнување, а и трговските регистри не се лесно достапни за

акционерите. Оваа ситуација од неодамна се подобри, со оглед на тоа што некои регулатори на пазарот на хартии од вредност започнаа на јавноста да и обезбедуваат електронски пристап до информациите за компаниите.

199. Следејќи го примерот на неколку регулатори на пазарот на хартии од вредност во регионот на Југоисточна Европа, практично решение би било да се креира една унифицирана електронска платформа каде ќе се собираат сите официјално публикувани информации и на која што ќе имаат пристап сите учесници на пазарот. Сите информации кои е потребно да се објавуваат согласно законот или регулативата на берзите и регулаторите на пазарот можат да се направат јавно достапни преку овој канал. Овие информации можат, помеѓу останатото, да вклучуваат информации од трговскиот регистар, релевантни соопштенија до медиумите и база на податоци за сопственичката структура и гласачките права. Акционерите треба да имаат слободен пристап до овие информации, како дополнување на информациските канали кои вообичаено ги користат. Исто така, определен безбеден систем за пребарување во реално време може да овозможи селективен пристап до необјавените податоци архивирани во трговските регистри.

200. Компаниите и сите регулаторни органи кои ги добиваат информациите согласно релевантната регулатива треба да се обидат да ги направат овие информации директно достапни на акционерите и пошироката јавност на правовремен и подеднаков начин. Вообичаените средства на комуникација што ќе ги користат компаниите можат да се договорат со акционерите и прецизно да се идентификуваат. Како дополнување на ова, условите за котација на берзите треба задолжително да пропишат дека компаниите се должни сите јавни информации, кои ги доставуваат до берзата и регулаторот на пазарот, да ги објавуваат и ажурираат на нивната веб страница на Интернет. На крајот, тие можат да употребуваат електронска пошта за испраќање на задолжителните документи²⁷ или, пак, да ги објавуваат овие документи на својата веб страница и да испратат електронско известување за расположливоста на истите на оние акционери кои ќе се согласат со оваа процедура и кои ќе ја достават својата електронска адреса. Компаниите можат, исто така, систематски и на безбеден начин да ги објавуваат на својата веб страница битните информации за акционерите кои можат соодветно да се идентификуваат или за другите засегнати лица кои бараат таква информација.

²⁷ Како што се известувања за седници, циркуларни известувања и предлози.

201. Сметководствените и ревизорските прописи треба да се подобрат.

202. Во земјите од Југоисточна Европа, поради регулативните и институционалните пропусти, прописите кои што го регулираат сметководството и ревизорската професија се често далеку од ефикасни. Вообичаено оваа проблематика е во сферата на одговорност на професионалните еснафски организации кои често немаат доволно ингеренции, се карактеризираат со проблематична независност и ретко можат да наметнуваат санкции. Уште повеќе, кога постојат санкции, тие се релативно лесни. Досега не се забележани некои позначајни случаи поврзани со одговорноста на ревизорите во повеќето земји од регионот. Оттука, често се доведува во прашање квалитетот и независноста на надворешните ревизори.

203. Земјите од Југоисточна Европа не треба да се потпираат исклучиво или воглавно на саморегулацијата за да го обезбедат интегритетот на процесот на ревизија. Сметководствената и ревизорската професија треба да биде предмет на независен надзор.²⁸ Како прво, со оглед на тоа што задолжителниот извештај на ревизорите ја зголемува кредибилноста на публикуваните финансиски податоци на компанијата, односно ја зголемува вредноста на компанијата за инвеститорите и другите засегнати лица, договорот за ревизија не треба да се подразбира единствено како приватен договор, туку истовремено и како јавно добро. Второ, концептот на саморегулација ги покажа своите ограничувања и дозволи натрупување на некои фатални слабости и во многу посоставени пазарни економии, каде што механизмите за заштита на репутацијата на професијата беа релативно успешни во дисциплинирањето на ревизорите.

204. Регулацијата на сметководствената и ревизорската професија треба значително да се подобри. Во овој поглед, соодветните регулативни органи треба да се обезбедат со адекватни финансиски и човечки ресурси за да ја спроведат оваа круцијална мисија. Меѓународното искуство покажува дека некои поединечни ревизорски пропусти или манипулации може да ја загорзат вкупната доверба во јавно објавените податоци за работењето на компаниите, а оттука и во интегритетот на финансиските пазари во целина. Треба да се имаат во предвид моменталните реформи во земјите на ОЕЦД на планот на регулацијата на ревизијата, со оглед на тоа што тие ја имаат истата

²⁸ Ова може да биде направено во форма на двостепен регулативен систем кој, на една страна, ги вклучува саморегулативни организации, а на друга страна, регулаторите на пазарот на хартии од вредност.

цел - имено, да се зајакне надзорот на ревизорската професија.²⁹ Техничката помош, исто така, може да помогне преку обезбедување на меѓународна експертиза во областа на регулацијата на сметководството и ревизијата.

205. Главните функции на регулативните органи надлежни за сметководствената и ревизорската професија би требало да бидат активно следење и контрола на квалитетот на процесот на ревизија. Овие органи најпрвин треба да се уверат дека ревизорите поседуваат соодветни квалификации и професионална компетентност. Потоа, тие треба да изградат силни стимулативни механизми за да обезбедат адекватно однесување на сметководителите и ревизорите. Во овој поглед, тие треба да имаат административен авторитет да ги утврдуваат правилата и да бараат почитување на истите. Потоа, тие треба да ги фокусираат своите активности на спроведување на редовни контроли во сите ревизорски куќи кои работат за котирани и големи компании. На овие органи, исто така, треба да им се доделат доволни истражни ингеренции и моќ за изрекување санкции за да ги одвркаат субјектите од недозволно однесување и прекршување на правилата. Ингеренциите за изрекување на санкции треба да вклучуваат и право да се изрекуваат казни на поединци или цели фирми, како и изрекување забрана за вршење на сметководствената и ревизорската професија. Конечно, тие, исто така, треба да бидат во можност во некои случаи предметите да ги упатуваат на судовите за да се утврди дали постои кривично дело.

206. Обвинителскиот систем треба да ги задржи овластувањата за гонење на ревизорите. Тие треба да бидат подложни на граѓански и кривични санкции што се соодветни за професионална небрежност и непрофесионално однесување. Како и да е, ревизорите треба да се заштитат во случај тие да се наведени во погрешна насока од страна на менаџерите или членовите на одборот на директори. На крајот, субјектите кои настрадале поради небрежноста на ревизорите, изманипулираната и лошата ревизија треба, исто така, да имаат ефикасни средства за обештетување и можност да ги тужат ревизорите во приватна граѓанска постапка.³⁰

²⁹ Во овој поглед земјите од Југоисточна Европа можат да ги консултираат вПринципите за надзор на ревизоритег на ИОСЦО (вПринциплес фор Аудиторс Оверсигхтг) од Октомври 2002 година, во кои се наведени најважните карактеристики за развивање и зајакнување на регулативните структури за надзор на ревизорите.

³⁰ Особено внимателно треба да му се пристапи на прашањето за функционирање на механизмите за обештетување, со оглед на тоа што тие често можат да бидат предмет на злоупотреба. На пример, инвеститорите можат да се обидат да ја префрлат вината за нивната лоша инвестициска одлука врз пропустите на ревизорите, иако негативните последици биле резултат на нивната лоша проценка.

207. Квалитетот и силата на професионалните организации на сметководителите и ревизорите треба значајно да се зајакне.

208. Силните професионални организации се од суштествено значење за подобрување на целокупниот квалитет на сметководството и ревизијата, преку подигање на квалификациите, професионалните стандарди и етичките норми на членовите на овие организации. Овие организации треба да располагаат со доволно ресурси за да ја извршуваат адекватно својата задача и за да можат да ја задржат својата независност. Оттука, кога тоа е неопходно тие треба да добиваат поддршка од владите на земјите од Југоисточна Европа. Исто така, треба да се обезбеди меѓународна помош, во форма на финансиска поддршка и експертиза, во оваа круцијална фаза од сметководствената реформа. Сепак, овие професионални организации треба да работат на развивањето на планови како постепено да станат самоодржливи.

209. Професионалните организации на сметководителите и ревизорите треба да се зајакнат и да се стекнат со поголема независност наспроти големите ревизорски куќи и јавната администрација. Ова зајакнување треба да им овозможи спроведување на разумен надзор на сметководствената и ревизорската професија и позначајно да придонесе за неопходното подобрување на квалификациите и знаењето на сметководителите и ревизорите во земјите од Југоисточна Европа. На овој начин во голема мерка ќе се придонесе за подобрување на квалитетот и кредибилитетот на финансиските информации што ги објавуваат компаниите.

210. Професионалните организации на сметководителите и ревизорите можат да учествуваат и да го инструираат процесот на воспоставување на соодветни квалификациони критериуми за нивните членови. Тие би можеле да играат водечка улога во спроведувањето на обука на нивните членови и да придонесат во развивањето на соодветни тестови и лиценцирање на сметководителите и ревизорите.

211. Исто така, професионалните организации треба да ја развиват својата надзорна функција и активно да учествуваат во прогресивното подобрување на степенот на почитување на професионалните стандарди од страна на сметководителите и ревизорите. Тие треба да развиват и да се залагаат за постоење на кодекси на однесување за нивните членови.³¹ Конечно, овие организации треба, исто така, да вршат надзор врз почитувањето на овие стандарди од страна на нивните членови и да ги санкционираат оние кои не ги исполнуваат своите обврски на адекватен начин.

³¹ Тие можат да го консултираат Етичкиот кодекс на ИФАЦ, како основа за разработување на сопствените стандарди во врска со сметководствена и ревизорска професија.

212. Независноста на ревизорите³² треба да се зајакне преку соодветни регулативни прописи и ефикасен мониторинг.

213. Од суштествено значење е да се зајакне независноста на ревизорите, со цел да се обезбеди квалитетот и веродостојноста на финансиските извештаи. Довербата на јавноста во објавените информации може единствено да се обезбеди, доколку постои уверување дека мислењето на ревизорите не е резултат на компромис како последица на интереси, преиспитувања, пристрасност, блискост или закани.

214. Независната ревизија на финансиските извештаи не секогаш е задолжителна за компаниите во Југоисточна Европа. Кога, пак, се бара независна ревизија, независноста е генерално дефинирана во законите за ревизија, пред сè од аспект на капиталната поврзаност на компанијата која што е предмет на ревизијата и ревизорската куќа. Во пракса, дури и кога законски се бара надворешна ревизија од страна на овластено лице, независноста често е крајно дискутабилна.

215. Надлежните органи во земјите од Југоисточна Европа треба да обезбедат постоење на соодветни законски и подзаконски барања во поглед на независноста на ревизорите. Како прво, независната ревизија на финансиските извештаи треба да биде задолжителна за сите котирани или јавно поседувани компании во сите земји од Југоисточна Европа. Второ, со оглед на тоа што ова е веќе направено во некои од земјите во регионот, законите или подзаконските прописи треба, исто така, да пропишат критериуми за независноста на ревизорите т.е. видот на финансиските, деловните и персоналните односи, односно односите на вработените, кои ревизорската куќа не смее да ги има со компанијата која е предмет на ревизија.³³ Иако овие одредби можат да се прилагодуваат на специфичниот национален контекст, неодамна усвоените препораки на Европската унија во врска со независноста на ревизорите можат да обезбедат корисни насоки, исто како и Принципите за независност на ревизорите на Меѓународната организација на комисиите за хартии од вредност (ИОСЦО Принциплес оф Аудитор Индепенденце).³⁴

³² Под ревизор се подразбира законски ревизор, ревизорска куќа или поединец кој работи во ваква куќа, односно мрежа на фирми во рамките на иста ревизорска куќа.

³³ Овие критериуми треба да бидат доволно јасни и разумни за да можат да се спроведуваат, но, во истовреме, тие треба да бидат доволно ригорозни и сеопфатни за да ги спречат различните видови на врски кои можат да ја загорат независноста на ревизорите. Во овој поглед, би требало да се преферира пристапот кој што се темели на принципи, наспроти пристапот кој што се базира на ригидни правила, со оглед на тоа што на тој начин ќе се избегне ситуацијата во која формалното почитување на прописите може да биде недоволно за да се испочитува глобалната цел за независна ревизија.

³⁴ Препораки на Европската Комисија за вНезависност на ревизорите во Европската унија: Група на фундаментални принципи (вСтатуторс Аудиторсе Индепенденце ин тхе ЕУ: А Сет оф Фундаментал Принциплес/ публикацијата на ИОСЦО вПринципите за независност на

216. Регулативниот орган треба да развие и да стави во сила соодветни заштитни механизми кои ќе ги спречуваат ревизорите при обавувањето на своите задачи да работат необјективно или без интегритет.³⁵ Овие заштитни механизми за независноста на ревизорите можат да вклучуваат задолжителна ротација на ревизорските куќи и нивниот персонал, стриктно раздвојување на ревизорските од другите консултантски услуги, обврска за објавување на извршените неревизорски услуги и ограничувања во поглед на вработувањето на ревизорите од страна на нивните поранешни клиенти. И најважно - на надворешните ревизорски куќи треба да им биде забрането да обавуваат задачи кои се во делокругот на внатрешната ревизија. Сите надомести кои & се плаќаат на ревизорската куќа од страна на компанијата, која што е предмет на ревизија, треба да бидат јавно објавени. Треба да биде обелоденет и кој било конфликт на интереси, а која било трансакција која може да значи потенцијален конфликт на интереси на ревизорите треба да биде одобрена од Комитетот за ревизија.

217. Регулативниот орган треба да ја фокусира својата активност на мониторингот на независноста на ревизорските куќи и нивното почитување на заштитните механизми во тој поглед. Во тој контекст, регулативниот орган треба редовно да го проценува односот помеѓу ревизорските куќи и менаџментот на компаниите, односно одборот на големите компании кои се предмет на ревизија.

218. Треба да се направат напори за развивање на програми за обука на сметководителите и ревизорите, како и на соодветните службеници во регулативните органи и владата. Ова треба да биде приоритет за меѓународната техничка помош.

219. Без соодветно обучени и адекватно наградени сметководители, ревизори, како и финансиски експерти во владините и регулативните органи кои што се одговорни за оваа област, речиси не постои шанса за подобрување на вкупниот квалитет на објавувањето на податоците и нивната веродостојност. Компаниите нема да бидат во можност да го подобрат квалитетот на нивните финансиски извештаи и нема да имаат ресурси за да ја направат неопходната транзиција кон новите сметководствени стандарди. Нема да има доволно надворешни ревизори за адекватно да ги верификуваат финансиските извештаи на компаниите. Конечно, владините и регулативните органи кои се одговорни за следење и спроведување на објавувањето на

ревизорите и улогата на корпоративното управување во следењето на независноста на ревизоритег(вПринциплес оф Аудитор Индепенденце анд тхе Роле оф Цорпорате Говернанце ин Мониторнинг ан Аудиторес Индепенденцег) од Октомври 2002.

³⁵ Во развивањето на овие стандарди треба да се има во предвид и трошокот на регулативните органи за ефикасно спроведување на овие стандарди, при што истиот треба да се избалансира со очекуваните користи во соодветните околности во земјите од Југоисточна Европа.

податоците од страна на компаниите нема да бидат во можност да ја извршуваат оваа суштетсвена задача.

220. Недоволниот број на добро обучени јавно лиценцирани сметководители е главната пречка за подобрување на сметководствената и ревизорската практика во повеќето земји од Југоисточна Европа.³⁶ Овој факт, сам по себе, оневозможува работењето на голем број на компании да биде ревидирано од страна на квалификувани ревизори. Програмите за стекнување на квалификации тукушто започнаа да се спроведуваат, но поради лимитираните ресурси тие не се во можност да се справат со оваа голема задача. Неопходната транзиција кон меѓународните стандарди за финансиско известување (ИФРС) ја прави потребата за обука уште понеопходна.

221. Поради наведеното, обуката на сметководителите и ревизорите треба да биде приоритетна област во рамките на техничката помош за регионот. Професионалните здруженија треба да играат водечка улога во развивањето на програмите за обука и стекнување квалификации за сметководителите и ревизорите. Исто така, треба да се развиваат регионални програми за обука и стекнување квалификации, со оглед на тоа што на ваков начин ќе се заштеди во ресурси и ќе се олесни пристапот до меѓународната експертиза.³⁷ Конечно, преиспитувањето на наставните програми на универзитетите, исто така, на среден рок би помогнало во развивањето на соодветен круг на квалификувани професионалци.

222. Улогата на медиумите во дистрибуцијата на податоците за компаниите и во промовирањето на општото начело на транспарентност во деловното работење треба да се зајакнува и подржува.

223. Улогата на медиумите во промовирањето на објавувањето на податоци и транспарентноста е суштетсвена. Тие можат да бидат клучен извор на информации за регулаторите на пазарот на хартии од вредност и да претставуваат моќен начин за дистрибуција на информации за определени настани поврзани со компаниите до пазарот и пошироката јавност. Уште повеќе, тие можат да бидат инструмент за одвраќање од пазарните манипулации, односно за обелоденување на приватните лични интереси во процесот на донесување на одлуки во компаниите. Како и да е, перформансите на медиумите во земјите од Југоисточна Европа до денес се

³⁶ Иако некои други органи во компанијата традиционално ја остваруваат улогата на надворешни ревизори, каков што е случајот со цензорите во Романија, тие не мора да бидат составени единствено од лиценцирани сметководители и, генерално, не се обучени да извршуваат ревизија со цел да утврдат дали финансиските извешати се презентирани во согласност со прифатените сметководствени принципи.

³⁷ Овие регионални програми можат да се развијат под покровителство на регионалните иницијативи каква што е СЕЕПАД (Соутх Еаст Еуропа Програм фор Аццоунтанцс Девелопмент - Програм за развој на сметководството во Југоисточна Европа).

дискутабилни и контроверзни. И покрај тоа што тие одиграа своја улога во обелоденувањето на некои големи скандали и дебати, тие, истовремено, се и предмет на критика затоа што немаат доволно знаење во врска со економските прашања, односно поради тоа што лесно потпаѓаат под влијанија на заинтересирани страни.

224. Систематската соработка на компаниите и регулативните органи со медиумите е многу важна, со цел да се дистрибуираат информациите за компаниите што пошироко и за да се промовира генерално транспарентноста во деловното работење. Редовната соработка ќе го зајакне разбирањето и свеста на новинарите за важноста на овие прашања, а оттука ќе го подобри квалитетот и точноста на нивните текстови. Уште повеќе, добро едуцираните и независни медиуми можат да играа активна и позитивна улога во мониторингот на однесувањето на компаниите и во разоткривањето или дури истражувањето на определени недозволените дејства и манипулации. Медиумите треба да ја сфатат својата одговорност во зголемувањето на транспарентноста и да се борат да ја зголемат веродостојноста и независноста на информациите кои што & ги пласираат на јавноста. Новинарите треба да ги обелоденат своите интереси или да дадат индикација за потенцијалните конфликти на интереси во случај да креираат или дистрибуираат информации поврзани со определени хартии од вредност или, пак, доколку советуваат купување или продавање на определени хартии од вредност. Конечно, тие, исто така, треба да се санкционираат доколку објавуваат неточни информации или информации кои што наведуваат во погрешна насока.³⁸

225. Многу добра инвестиција би било организирање на обука за одбрани и специјализирани новинари во врска со прашања поврзани со корпоративното управување генерално, а особено со сметководството и ревизијата. Во овој поглед можат да приоднесат и берзите и регулаторите на пазарот на хартии од вредност, поканувајќи ги претставниците на компаниите на предавањата за новинарите посветени на условите за котација и прашањата поврзани со објавување на податоците. Ова може да биде област каде меѓународната техничка помош може да резултира со брз и позитивен повратен ефект.

³⁸ Ова е обработено во член 6, став 4 од Директивата на Европската унија за пазарни злоупотреби (вДирективе оф тхе Еуропеан Парлиамент анд оф тхе Цоунцил он Инсидер Деалинг анд Маркет Манипулатионг).

ГЛАВА 4: ОДГОВОРНОСТИ НА ОДБОРОТ

226. Ефикасниот одбор е од критично значење за успехот на една корпорација. Одборот е во центарот на системот на корпоративното управување на компанијата, бидејќи тој ја претставува врската како помеѓу акционерите, засегнатите лица и менаџерите, така и помеѓу компанијата и надворешниот свет. Основна задача на одборот е да настојува да обезбеди просперитет на компанијата. Поради тоа, тој ги поставува целите на компанијата, преку обезбедување на нејзината стратегиска ориентација и го обезбедува остварувањето на овие цели, преку наменувањето и вршењето надзор врз работата на менаџментот. Конечно, одборот треба да го надгледува објавувањето на информациите и да врши мониторинг врз преземените ризици, со оглед на тоа што тој е одговорен пред компанијата и акционерите, а има одговорност и да води сметка за интересите на засегнатите лица.

227. Воспоставувањето ефикасни одбори ја чини сржта на реформата на корпоративното управување. Всушност, во социјалистичките економии, надлежните министерства или работничките колективи беа тие што ја поставуваа стратегиската ориентација и спроведуваа надзор врз менаџментот. Овие две функции сега треба да бидат извршувани од страна на одборите. Во земјите на Југоисточна Европа, одборите се, исто така, и основниот инструмент за надзор врз менаџментот, во услови во кои менаџерите се стекнаа со значајна власт врз корпорациите и често се обвинувани за злоупотреба и присвојување на имотот на корпорациите. Оттука, одборите би требало да играат клучна улога во надзорот врз конфликтите на интереси, што доведе до пораст на најтешките и најчести злоупотреби во транзициониот период. Поради тоа, улогата на одборите како средство за заштита на правата на малцинските инвеститори е од круцијално значење. Конечно, со оглед на тоа што се најодговорни за објавувањето на податоците, одборите се тие што ја материјализираат и ја овозможуваат практичната примена на новата одговорност на претпријатијата кон нивните акционери. Преку нивната улога со која обезбедуваат сите релевантни информации за активностите на компанијата и нејзините резултати да им станат достапни на акционерите и на јавноста во целост, одборите придонесуваат кон развојот на пазарната транспарентност, а со тоа и на ефикасноста.

228. Во земјите на Југоисточна Европа, а понекогаш и во една иста земја, се среќаваат различни модели на структурата на одборите, што претставува одраз на различноста на историските и правните наследства во овие земји, како и на изборот што е направен во текот на транзициониот период.

Структурата на одборите е во развој и најчесто се јавуваат варијанти на едностепените или двостепените модели. Следниве препораки би требало да бидат применувани и прилагодувани во согласност со специфичните структури на одборите кои преовладуваат во соодветните земји.

229. Законските и подзаконските одредби во врска со одборите не се подеднакво развиени во различните земји на Југоисточна Европа. Во некои земји не постојат многу одредби во врска со одборите, ниту во законот за компаниите, ниту, пак, во другите правни акти и условите за котација на берзите, освен барањето компаниите кои надминуваат одредена големина да имаат одбор, определени одредби во врска со структурата на одборот и начинот на неговиот избор. Неколку земји имаат закони и прописи со кои подетално се специфицира структурата на одборот, составувањето или функционирањето на одборот, или, пак, законски барања во врска со присуството на независни членови во одборот или неговите специјализирани тела. Некои одредби постојат, но не се задолжителни, оставајќи некои важни карактеристики на одборите да бидат специфицирани во статутите на компаниите или подзаконските акти. Исто така, одредбите во врска со одборите не се многу развиени во доброволните кодекси на добра практика.

230. Во пракса, одборите сè уште не играат централна и стратегиска улога, бидејќи нивните функции не се јасно разграничени од оние на менаџментот. Тие често извршуваат само процедурални задачи или се само претставници на акционерите што ја поседуваат контролата. Многу често ним им недосасува потребната независност наспроти главните акционери и менаџментот. Учеството на вистински независни членови на одборите сè уште претставува исклучок. Одборите се карактеризираат со општ недостаток на авторитет, ресурси и фактичка одговорност.

231. Зајакнувањето на моќта на одборите во Југоисточна Европа до онаа мерка за тие да можат да ги извршуваат нивните суштински функции, најпрвин бара да се развие општото сознание за нивните функции и задолженија, како од страна на деловната заедница, така и од самите членови на одборите. Тоа, исто така, ќе бара и подобрување на нивната структура преку зголемување на нивната независност и развој на ефикасни облици за извршување на нивните најкритични функции. Во меѓувреме, на одборите ќе треба да им бидат обезбедени средства кои им се неопходни за извршување на овие функции, што значи ефективен пристап до информациите, екстензивна обука, како и соодветен паричен надомест. Конечно, од членовите на одборот треба да се бара да им посветат соодветно време на нивните функции во одборите, додека одборите би требале колективно да воспоставуваат и имплементираат транспарентни и релевантни процедури за да го професионализираат и да го подобрат извршувањето на овие функции.

232. Законските одредби и подзаконските акти би требало јасно да дефинираат дека одборите треба да делуваат во најдобар интерес за

компанијата, како и да имаат коректен и рамноправен однос кон сите акционери.

233. Одборите на компаниите од Југоисточна Европа кои се во сопственост на голем број акционери, често се предмет на влијание поради одредени интереси, што наметнува сериозен сомнеж во нивната лојалност кон компаниите. Во услови на концентрирана сопственичка структура и тесни врски со главните сопственици, или, напротив, при екстремно широка дистрибуција на акциите, членовите на одборот всушност, често застапуваат конкретни акционери, а некогаш се и директно плаќани од страна на овие акционери.

234. Од фундаментално значење е членовите на одборот да сфатат дека нивната индивидуална и колективна лојалност треба да биде кон компанијата и кон сите акционери заедно. Тие не би требало во одборот да застапуваат конкретни акционери. Без оглед на тоа кој ги номинирал, избрал или влијаел при нивниот избор, членовите на одборот имаат должност да ги застапуваат интересите на сите акционери колективно и да се однесуваат внимателно и одговорно.

235. Во законите за компаниите или во други релевантни законски акти би требало јасно да биде специфицирано дека одборите имаат обврска да бидат лојални кон компаниите и кон сите акционери. Ова може на различни начини правно да биде формулирано, но секогаш мора да биде јасно прецизирано кон кого треба да биде насочена лојалноста на членовите на одборот. Доколку ова не е пропишано во законите, компаниите треба да го утврдат тоа во своите акти.

236. Една од главните обврски на членовите на одборот е да делуваат во рамките на статутот и останатите акти на компанијата и да не прават ништо што ги надминува надлежностите на компанијата дефинирани во статутот, ниту пак, да ги надминуваат правата што му се дадени на самиот одбор. Во принцип, секоја активност која ќе ја превземе компанијата надвор од овие рамки треба да биде прогласена за неважечка, а членовите на одборот да ја поднесат одговорноста. Треба да се охрабруваат компаниите во Југоисточна Европа да бараат санкционирање на членовите на одборот што ги надминале сопствените овластувања.

237. Деловниот свет, преку вИнститутите на директориг, на пример, заедно со регулаторните органи и судските власти, би можел да придонесе да се зајакне свеста кај членовите на одборот за нивните обврски. Ова би можело да се оствари преку составување бази на податоци кои содржат објаснување на конкретни вистинити случаи со кои се илустрира значењето на оваа обврска за лојалност, или суштествените аспекти на обврската за внимателност и одговорност. Бидејќи ова е веќе направено во некои земји, би

можел да се направи и вВодич за директориг и тој да се дистрибуира меѓу постојните, односно новоизбраните членови на одборите (види ги Препораките 277 до 282). Овие водичи, исто така, би требало да ги содржат и основните правни одредби кои се однесуваат на обврските на членовите на одборите, вклучувајќи ги и санкциите за нивното прекршување. Во нив би требало да стане збор и за соодветниот кодекс на однесување кон кој би требало да се придржуваат членовите на одборите во конкретни ситуации.³⁹

238. Покрај тоа, во своите акти компаниите треба да ги нагласат основните функции и одговорности на одборите. Одборите, исто така, треба да воспостават процедури со кои се документира и регулира исполнувањето на овие функции.

239. Фактичкото функционирање и ефективната улога на одборите во голема мерка зависи и од стручните квалитети на нивните членови, како и на соодветните извршни менаџери. Во многу случаи, во земјите на Југоисточна Европа, улогата и функциите на одборот не се соодветно разбрани и имплементирани. Не постои секогаш јасна дистинкција помеѓу улогата на одборот и улогата на менаџментот, а некои одбори, пред с#, вршат процедурални или претставнички задачи. Законите се обично воопштени во поглед на функциите на одборот. Слично на ова, и функционирањето на одборите не е детално регулирано во поглед на процедурите за дискутирање и одлучување, или во поглед на објавувањето на информациите за неговите членови и активност. Ова остава голем простор за флексибилност во праксата.

240. Прво, улогата на одборот треба јасно да се разграничи од онаа на менаџментот⁴⁰. Важно е да се обезбеди да нема ниту конфузија, ниту двосмисленост во поглед на нивните соодветни одговорности, без оглед на минатото на членовите на одборот или нивните останати функции во компанијата или во нејзините афилијации. Одборот одлучува за стратегијата на компанијата, додека менаџментот одлучува во врска со средствата за имплементација на оваа стратегија и при тоа се наоѓа под надзор на одборот. За да се разјасни ова полесно, корисно е одборот да подготви документ со кој ќе ги дефинира надлежностите што ги задржува за себе, доколку ова не е регулирано со статутот на компанијата или останатите акти.

241. Клучните функции на одборот се состојат во обезбедувањето стратегиско насочување на компанијата, назначување и ефективен

³⁹ Како пример, може да послужат вСтандардите за одбориг, издадени од страна на Британскиот институт за директори (вСтандардс фор тхе Боардг, Бритисх Институте оф Дирецторс, ИоД, Лондон, 2001).Подетална разработка на должностите, потенцијалните обврски и најдобрите практики може да се најде во вВодич за директори на компанииг (Тхе Цомпанс Дирецторес Гуиде, ИоД, Лондон 2002),

⁴⁰ Оваа разлика јасно е опишана и образложена во Главата 3 од вЦорпорате говернанце анд цахаирмансхип, а пресонал виенг, од Сир Адриан Цадбурс, Оцфорд Университс Пресс, 2002

мониторинг на менаџментот и одговорност пред акционерите. Овие три функции се однесуваат на насочувањето и контролата. Тие можат различно да бидат дистрибуирани и структурирани, во зависност од типот на структурата на одборот. Способноста за извршување на овие функции ќе биде зголемена доколку одборот располага со добро дефиниран план за работа или друг документ во кој ќе бидат дефинирани неговите основни функции и ќе бидат опишани процедурите што треба да се применуваат за да се извршат овие функции. Овој документ треба периодично да се ревидира. Главните елементи на овие процедури, исто така, треба да им бидат ставени на увид на акционерите.

242. Обезбедувањето на стратемско водство на компанијата имплицира на истата да и се даде чувство за визија и насока, со тоа дефинирајќи ги долгорочните и краткорочните цели на компанијата. Поконкретно, тоа бара елаборирање и усогласување на стратегијата со менаџментот на компанијата. Во овој поглед, на одборот треба да се гледа како на ресурс од суштинско значење за менаџерската екипа, кој на истата & обезбедува значаен обем на знаење и искуство.

243. Мониторингот и имплементацијата имплицира ангажирање и отпуштање на повисоки менаџери, а што е најважно, и на главните извршни директори. Назначувањето на менаџерите би требало да се врши врз основа на заслугите, а критериумите за тоа треба да им се познати на акционерите. Исто така, и надоместоците на главните извршни директори и на менаџерите треба соодветно да се објавени. Акционерите треба да бидат информирани за принципите на наградување на одборот и повисоките менаџери, а во случаи кога аранжманите за наградување на успешноста на менаџерите можат да доведат до разводнување на имотот на акционерите, тие треба да дадат посебно одобрение за тоа. За да ги извршува овие задачи, одборот би требало континуирано и според однапред дефинирани процедури да ги следи резултатите на менаџерите.

244. Одборите, имаат посебна задача да вршат надзор и да управуваат со конфликтите на интереси, при што, тие мораат да применуваат посебни процедури, особено во поглед на трансакциите со поврзани субјекти. Ваквите процедури би морале да содржат специфични и јасни барања за објавување на податоците, како и правила во врска со донесувањето на одлуките. Независните членови на одборите, имајќи ги предвид нивните инхерентни карактеристики, имаат мошне важна улога во овој процес (види ги Препораките од 94 до 99 и 106 до 110 од Глава 1, за Правата на акционерите и рамноправниот третман).

245. Конечно, одборот има одговорност да поднесува извештаи до акционерите и да обезбеди работење согласно законските прописи. Одборот го избираат акционерите и тој им одговара на акционерите и на самата

компанија. За да ја исполни оваа обврска за известување, одборот би морал да го обезбеди интегритетот и ефективноста на системот на сметководствено и финансиско известување. Ова бара да се врши проверка дали постојат соодветни системи на интерна контрола и да се спроведува надзор врз системот за комуникации и објавување на информациите. Оваа функција на управување со ризикот и надзор добива с# поголемо значење и бара одредена финансиска стручност и интегритет на личноста. Уште еднаш, придонесот на неизвршните, независни членови на одборот е од критично значење за спроведувањето на оваа функција на известување и управување со ризикот. За да ја изврши оваа обврска посоодветно, одборот може да побара и надворешна експертска помош (види Препорака бр. 270).

246. Треба да биде разјаснета колективната, како и личната одговорност на членовите на одборот. Санкциите треба да имаат моќ на одвраќање од негативните дејствија и да бидат ефективно применувани.

247. Точната содржина и опфатот на одговорностите на членовите на одборот не е секогаш специфицирана во релевантните правни акти во сите земји од Југоисточна Европа. Во некои земји, законот за компаниите предвидува санкции кои се несоодветни и преблагии, што ги прави истите само симболични. Други земји се построги и вклучуваат сериозни кривични санкции. Меѓутоа, каков и да е степенот и карактеристиките на санкциите кои се содржани во законската рамка, овие санкции досега никогаш не биле применети и с#уште речиси не постојат судски процеси што ги третираат обврските на членовите на одборите.

248. Колективната и личната одговорност на членовите на одборите би требало да биде јасно дефинирана во законите за компании или во други релевантни законски акти. Законодавецот треба да ги избере најсоодветните опции и да креира правилни механизми за санкционирање, кои би опфатиле граѓански и административни, како и кривични санкции онаму каде што е тоа соодветно⁴¹.

249. Во нивната улога како членови на одборот, истите правни обврски и одговорности би требало да важат и за извршните и за неизвршните членови. Еднаквите одговорности би вршеле притисок врз неизвршните членови на одборот да бараат информации, како и да се однесуваат одговорно. Сепак, со оглед на тоа што нивниот пристап до информациите не е еднаков со оној на извршните членови, а степенот на нивниот ангажман може да биде различен,

⁴¹ Санкциите би требало да се прилагодат на различните типови обврски, имајќи ја предвид строгоста на казната и степенот до кој компанијата би требало да одговара за грешките на членовите на нејзиниот одбор. Конечно, при одлучувањето за типот и нивото на санкциите, надлежните би требало да ја имаат предвид нивната рестриктивност и начинот на кој тие фактички би се применувале. Како најзначен критериум треба да се земе ефективната применливост на санкциите, а таа би зависела од карактерот и силата на институционалната рамка воопшто, и, конкретно, на правниот систем.

доколку одборот се најде на суд, би можеле да се применат различни степени на одговорност.

250. Санкциите би требале да бидат доволно високи за членовите на одборот сериозно да ги сфатат своите одговорности. Како и да е, потребата од строги правила треба да биде избалансирана на начин кој што нема непотребно да ги обесхрабрува сериозните кандидати од членство во одборот. Јасното набележување на обврските и одговорностите на одборот во законот, компаниските акти или процедурите на одборот, исто така, би помогнало во зајакнувањето на таквата свест. Уште повеќе, би требало да биде воведена претпоставката за деловна проценка или некоја еквивалентна одредба, со цел да се заштитат членовите на одборот од одговорноста за некои погрешни деловни одлуки⁴².

251. Со цел да се спречи неправилното однесување, санкциите би требало ефективно да се применуваат. Стриктното и конзистентно применување на санкциите може да помогне за зајакнување на свеста на членовите на одборот за нивната вистинска одговорност. Во овој поглед, особено може да биде ефективно јасното ставање до знаење дека членовите на одборот можат да бидат лично одговорни. Во подигнувањето на оваа одговорност, исто така, може да помогне и зголемувањето на нивото на знаења на членовите на одборот и јасното дефинирање на нивните задолженија.

252. Треба да се бара од компаниите да имаат доволен број независни членови на одборот. Условот за независност би требало да биде јасно дефиниран.

253. Во земјите од Југоисточна Европа обично не постои законски услов за назначување на одреден број независни членови во одборот и сè уште е многу мал бројот на вистински независни членови во одборите на компаниите. Што се однесува до неизвршните членови на одборите, тие најчесто се лица поврзани со компанијата, со мнозинските акционери или со политичките партии. Според тоа, составот на одборот обично е одраз на концентрираната сопственичка структура на компаниите, при што претставниците на акционерите што го имаат контролниот пакет, *де факто* доминираат со одборите. Малцинските акционери ретко се во позиција да влијаат врз номинирањето или изборот на членовите на одборот. Конечно, државата може да биде и премногу застапена во одборите, а еден дел од неизвршните

⁴² Правилото на деловна проценка има за цел да им обезбеди на членовите на одборот и повисокиот менаџмент поширок простор за донесување на деловните одлуки на компанијата. Тие не би требало да се сметаат за одговорни за последиците од нивните деловни одлуки - дури и при очигледните грешки - освен во исклучителни случаи. Овие исклучоци се однесуваат на измами, конфликти на интереси, делување кое е надвор од целите на компанијата, небрежно и без соодветно ниво на одговорност ангажирање во основните активности на одборот (како што се посетување на состаноци, барање на потребните информации и дискутирање пред донесувањето на значајни одлуки).

членови на одборите се чисто политички претставници, кои редовно се менуваат по секои парламентарни избори. Сепак, поновите промени во регулативата во некои земји од Југоисточна Европа поставуваат услов за минимален број независни членови на одборите, при што, прецизно се дефинира и условот за независноста. Исто така, постои и генерален тренд кон реален пораст на бројот на независните членови на одборите, како и поголемо раздвојување помеѓу функциите на претседателот на одборот и функциите на извршните членови.

254. Од суштинско значење е да се разбере духот на независноста. Независноста на членовите на одборот претставува способност да се врши објективно расудување во врска со прашањата поврзани со корпорацијата и отсуство на подложност на некој конкретен интерес, особено на интересите на менаџментот, мнозинските акционери или политичките партии. Да се биде независен повеќе е прашање на индивидуален карактер и личен став, нешто што тешко може да се пропише со закон. Консеквентно, покрај општото искуство и знаење кое се бара од сите членови на одборот, главните лични квалитети кои што треба да се бараат од членовите на одборот се интегритетот и силата на карактерот. Одредени критериуми кои можат да укажат на таков независен ментален склоп можат да бидат дефинирани и во законот и во прописите. Овој критериум⁴³ би требало да се однесува на ситуации кои можат да ја попречат независноста, како на пример, да се биде сегашен или поранешен вработен во компанијата или нејзините афилијации, во компанијата-родители, партнерски или поврзани компании, потоа, да се биде близок роднина на повисокиот менаџмент или на некои од мнозинските акционери, да се има договор со компанијата како нејзин добавувач, клиент или обезбедувач на одредени услуги, или, конечно, да се биде политички претставник. Во овој правец, членовите на одборот не треба да бидат попречени на директен или индиректен начин да ги испитуваат извршните членови на одборот во врска со нивните размислувања, да поставуваат на дневен ред одредени проблеми и да ги проблематизираат одлуките на одборот, доколку имаат одредено сомнение во нивната релевантност, чесност или адекватноста на некоја трансакција, проценка или некоја објавена информација.

255. Независните членови на одборот ги имаат истите генерални правни обврски кон компанијата како и останатите членови на одборот, меѓутоа тие играат посебна и значајна улога во овозможувањето на одборот да извршува некои од неговите основни функции. Прво, независните членови на одборот

⁴³ Законодавците можат да најдат бројни примери на вакви збирки критериуми, како што е вПрегледот на улогата и ефективноста на неизвршните членови на одборот, како дел од вИзвештајот Хигс (вТхе роле анд еффецтивеенесс оф нон-еџекутиве боард мемберс - Хигс Репорт, 2003) или во публикацијата вВо правец на подобро корпоративно управување (вТоњардс а беттер корпорате говернансег, Бритисх Национал Асоциатион оф Пенсион Фундс (2000).

можат да имаат значаен удел во обезбедувањето на еден надворешен поглед врз компанијата при развивањето на стратегијата на компанијата, носејќи нови перспективи и слободни проценки. Второ, вклучувањето на поголем број независни членови е мошне значајно за остварување ефикасен мониторинг врз менаџментот. Ова уште повеќе е случај во земјите од Југоисточна Европа каде што менаџерите се често поврзани со мнозинските акционери и/или политичките партии. Независните членови на одборот, според тоа, би имале специјална улога во надгледувањето на резултатите на менаџментот и во одлучувањето или предлагањето на принципите за нивното наградување. Тие, исто така, би имале и примарна улога во мониторингот и управувањето со конфликтите на интереси, овозможувајќи му на одборот колективно да ја исполнува својата обврска за лојалност кон сите акционери, а не само кон позначајните од нив.

Консеквентно, независните членови на одборот имаат и важна улога при составувањето на специјалните комисии на одборите, како што е тоа споменато во следните препораки од 258 до 264.

256. Законите за компаниите, законските прописи или доброволните кодекси би требало да го стимулираат вклучувањето на поголем број независни членови во одборите, со цел одборите правилно да ги извршуваат своите основни функции. Концептот на независноста би требало да биде дефиниран и во националните прописи, колку е можно појасно, во правец на она што беше кажано погоре. Бидејќи измените на правните прописи можат да траат подолго време, компаниите би требало да бидат стимулирани од страна на берзите доброволно да го зголемуваат бројот на независните членови на одборите. Точната пропорција може да зависи од условите во земјата или од бројот на соодветните кандидати.

257. Понатаму, прописите би требале да им дадат на компаниите можност доброволно да го усвојат кумулативното гласање при изборот на нивните одбори. Кумулативното гласање би можело да биде стимулирано и со условите за берзанска котација. Тоа ја отвора можноста за позначајно учество на малцинските акционери во номинацијата и изборот на членовите на одборот. Во некои земји од Југоисточна Европа, правните прописи веќе дозволуваат или дури бараат кумулативно гласање. Сепак, кумулативното гласање за избор на членовите на одборите не треба да се меша со претставничкиот концепт. Членовите на одборите избрани со кумулативно гласање не треба да се сметаат за претставници на малцинските акционери. Како и останатите членови на одборот, и тие треба да ги претставуваат сите акционери.

258. Од голема полза во поголемите компании би било воспоставувањето на специјализирани комитети во рамките на одборите, со цел да му се помогне на одборот како целина да ги извршува некои од своите најсуштински и критични функции.

259. Најголем дел од одборите на компаниите во Југоисточна Европа немаат специјализирани комитети. Ваквите комитети најчесто не се пропишани со закон, со други прописи или со условите за котација. Вообичаените функции кои ги извршуваат овие комитети се токму оние кои се најслабо развиени во практиката на одборите во земјите од Југоисточна Европа. Уште повеќе, малата големина на одборите е најчесто ограничување за конституирањето на специјалните комитети. Конечно, одборите во моментот многу малку ги користат услугите на надворешните експерти, што го намалува нивниот капацитет да придонесат позначајно кон формулирањето на стратегијата на компанијата и кон ефективниот надзор врз менаџментот.

260. Главната предност од постоењето на специјализираните комитети е во тоа што јасно се издвојува значењето на некои одредени функции на одборите. Ова е особено релевантно во контекстот на Југоисточна Европа, каде што овие комитети можат да го нагласат значењето на функциите на одборите кои досега не биле доволно развиени. Друга нивна предност е јасното одредување на функциите кај кои може да се појави конфликт на интереси и идентификување на членовите на одборот кои имаат знаење и искуство да ги извршуваат нив. Конечно, тоа им помага на овие членови да посветат доволно време во извршувањето на определени функции. За да им се овозможи да се фокусираат на овие конкретни обврски членовите на комитетите можат да добиваат и посебен паричен надомест. Според тоа, постоењето на специјализирани комитети обезбедува поадекватно распределување на функциите на одборите, иако целосната одговорност и натаму останува на одборот како целина.

261. Воспоставувањето специјализирани комитети во одборите би требало се охрабрува или преку законската регулатива или преку правилата на берзите. Овие специјализирани комитети би требало да се занимава со клучните одговорности на одборите, вклучувајќи ги конфликтите на интереси, а посебно ревизијата и надоместоците. Кога компаниите воспоставуваат специјализирани комитети, важно е нивните обврски, процедури и состав да бидат јасно дефинирани и документирани.

262. Специјализираните комитети би требало да се составени претежно од неизвршните, а ако е можно, и од независните членови на одборите. Ова е неопходен услов за нивно ефективно функционирање, бидејќи тие примарно се занимаваат со мониторинг на конфликтите на интереси.

263. Имајќи ја предвид комплексноста на објавувањето податоци во контекст на транзицијата и слабите резултати на многу компании во Југоисточна Европа во овој поглед, посебно внимание треба да му се посвети на комитетот за ревизија⁴⁴. Во овој комитет би требало да влезат

⁴⁴ Добри искуства од работењето на комитетите за ревизија се содржани во публикацијата на ИОСЦО вПринципи за независност на ревизорите и улогата на корпоративното управување

неизвршните и независни членови на одборот кои располагаат со најрелевантни вештини и искуство во областа на финансиите и ревизијата. Улогата на комитетот за ревизија е да ги надгледува процесите на финансиско известување, системите на интерна контрола и да одржува контакти со интерните и екстерните ревизори на компанијата. Степенот до кој вцензоритег или вфинансиските ревизориг би можеле да играат значајна улога во комитетите за ревизија во некои земји од Југоисточна Европа треба да се набљудува од аспект на нивните поранешни резултати, компетентноста на нивните членови и нивната независност и авторитет. Присаството на вакви специјални тела не би требало да се смета за пречка за воспоставувањето комитети за ревизија во рамките на одборот, од причина што првите немаат исти задачи и одговорности како комитетите во рамките на одборите.

264. Комитетот за паричните надоместоци би требало да биде задолжен со разработување на рамките и политиката во врска со исплатата на надоместоци за главните извршни менаџери и останатите надоместоци за извршните менаџери. Тој, исто така, би требало да се задолжи со определување на надоместоците за извршните членови на одборот во нивната улога како членови на одборот. Комитетот за надоместоци би требало да биде експлицитно одговорен за предлагање на целите и нормите кои ќе се применуваат при плаќањето според учинок, како и на вкупните надоместоци за секој извршен член на одборот, вклучувајќи и секаков вид на стимулативни плаќања. Тој, исто така, би требало да назначува и консултанти за надоместоци и да врши надзор врз нив.

265. Сите членови на одборот би требало да имаат експлицитни и широки овластувања за пристап до информациите кои им се неопходни за извршување на нивните функции.

266. Да се биде член на одбор, а особено неизвршен член, е улога со растечка комплексност, која поставува големи барања пред нејзиниот извршител. Една значајна пречка која ги попречува одборите во земјите од Југоисточна Европа соодветно и независно да ги извршуваат нивните функции претставува тешкотијата да се обезбедат доволни, веродостојни и навремени информации за активноста на компанијата и нејзината состојба. Обемот и квалитетот на материјалите кои им се презентираат на членовите на одборот често е под нивото кое би требале да го имаат. Неизвршните, а особено независните членови на одборот често имаат ограничени можности да добијат специфични информации од извршните членови како и да ја проверат нивната точност. Исто така, ограничен е и нивниот пристап до независни информации.

267. Квалитетот на информациите кои им се ставаат на располагање на членовите на одборите е од клучно значење за да можат тие да го извршуваат својот мандат на професионален начин. Одборите би требале да имаат пристап до сите неопходни информации пред состаноците, со цел да можат да вршат проценки и да донесуваат одлуки. Тие би требало да се потпираат на менаџментот и на извршните членови на одборите во обезбедувањето на релевантни и прецизни информации навремено и во потребниот облик.

268. Претседателот на одборот и главните извршни менаџери имаат одговорност неизвршните членови на одборот да добијат исправни информации. Тие би требало постојано да проценуваат и утврдуваат каков вид информации им се неопходни или релевантни на неизвршните членови за поефикасно извршување на нивните задачи. Како и да е, неизвршните членови, исто така, би требало да бидат активни во настојувањата за добивање на информациите што сметаат дека им се потребни за да остварат ефективна контрола врз компанијата и нејзиниот менаџмент. Тие би требало да бараат комплементарни информации и нивно појаснување кога тоа го сметаат за неопходно. Компаниите треба да им обезбедат на членовите на одборот можност за оценување на добиените информации и да вршат проверка на нивниот квалитет преку извршните членови на одборите. Според тоа, би требало да постои постојан дијалог помеѓу извршните и неизвршните членови на одборите во врска со информациите кои му се даваат на одборот. Ова треба да претставува составен елемент на процесот на евалуација за целокупниот одбор, како и на оценката на перформансите на секој од членовите индивидуално.

269. Треба да се воспостават процедури кои ќе им овозможат на членовите на одборот директен пристап до вработените на сите нивоа, поради независна проверка на информациите содржани во извештаите на повисокиот менаџмент. Исто така, во мандатот на извршните членови на одборот и на останатите менаџери би требало јасно да стои дека нивна обврска е да ги снабдуваат неизвршните членови со сите потребни информации.

270. Одборите, а посебно нивните комитети, исто така, би требало да имаат пристап до надворешни професионални совети, кога сметаат дека тоа е неопходно за да ги извршуваат посоодветно своите функции. Одборите, поради тоа, би требало да располагаат со потребните финансиски ресурси за оваа намена.

271. Паричните надоместоци за членовите на одборот треба да бидат соодветни и транспарентни.

272. Надоместокот на членовите на одборот ретко се објавува јавно, а процесот на донесување на одлуките во врска со ова прашање не е

транспарентен, иако обично се бара формално одобрение на годишното собрание на акционерите. Системите на плаќање според кои надоместокот на членовите на одборот се поврзува со резултатите на фирмата се многу ретки, а понекогаш се попречени од законските рестрикции во врска со надоместоците во облик на акции. Овие последниве можат во практиката да бидат ограничени и со критериумите за независност на членовите на одборот од поново време. Воопшто, многу ниското ниво на поседување акции од страна на членовите на одборите покажува дека усогласувањето на интересите на членовите на одборите со интересите на акционерите преку сопствеништвото не е многу раширено. Меѓутоа, индивидуалните членови на одборите понекогаш се директно плаќани од страна на позначајните акционери што ги избрале, а тоа обично се решава со тајни договори.

273. Паричниот надомест за членовите на одборот би требало да е соодветен и да одговара на нивната оптовареност и одговорноста. Надоместокот треба да е доволно висок за да привлече компетентни и искусни професионалци и да им овозможи да вложат доволно време и енергија за да ги извршуваат своите задачи на независен начин. Тоа очигледно ќе зависи и од обемот и сложеноста на деловната активност, како и од општото ниво на платите во секоја земја за професионалците со еквиваленти знаења и искуство.

274. Надоместокот на членовите на одборот би требало да вклучи не само годишен надомест и дневници за присуство на состаноци, туку и дополнителни плаќања за посебна стручност и одговорност во рамките на комитетите. Како дел од надоместокот може да се вклучи и дистрибуцијата на акции, бидејќи тоа може да придонесе за усогласување на интересите на акционерите и членовите на одборот⁴⁵.

275. Странките кои имаат одредени интереси не би требало директно да им плаќаат на членовите на одборите, бидејќи тоа може да влијае на нивната независност.

276. Независно од големината и начинот на исплата, надоместокот за членовите на одборот треба да биде транспарентен и да се објавува во годишните извештаи на компанијата.

277. Со цел на членовите на одборот да им се понудат корисни насоки за извршување на нивните функции на професионален начин, би можеле да се изработат практични упатства и истите да им се поделат на членовите. Во

⁴⁵ Сепак, имајќи го предвид сегашниот степен на развој на пазарот на акции во земјите од Југоисточна Европа, на кус рок не може да се очекува ова да претставува вистински поттик. Уште повеќе, преголемиот обем на акции во рацете на членовите на одборите би можеле да ја намалат нивната независност.

овие упатства треба да се инсистира членовите на одборот да им посветат доволно време на своите обврски во одборот и да работат колегијално.

278. Одборите во Југоисточна Европа не секогаш ја извршуваат својата функција соодветно, бидејќи членовите на одборите генерално не и посветуваат доволно време на оваа комплексна улога. Најчесто членовите на одборите не ги посетуваат седниците редовно, ниту, пак, се подготвуваат соодветно за нив. Последно, но не и најмалку важно, е тоа дека во некои компании, учеството на седниците на одборите е формално, наместо активно, критичко и насочено кон барање одговори.

279. Како што се акумулира искуството и индивидуалните компании развиваат сопствена практика во функционирањето на одборите, деловната заедница би имала голема полза од прибирањето на овие искуства на еден систематски начин. Практичните упатства или прирачниците од типот вкако се правиШг за одборите би можеле да се креираат на национално или регионално ниво, како што тоа е веќе сторено во одделни земји. Овие упатства би требало да му се поделат, да се продискутираат и да се прегледуваат повремено од страна на приватниот сектор, онака како што се развива и практиката на функционирањето на одборите. Тие би придонеле за разјаснување на одговорностите на одборите и би го поттикнале професионализмот кај нив.

280. Во овие упатства би требало да се специфицираат минималните процедури кои се конзистентни со ефективното извршување на обврските на одборите. На пример, тие би можеле да дадат индикација за бројот на седниците на одборите, како и за конкретните процедури за реализација на надзорната и супервизорската улога на одборот. Во нив би можело да се одреди и ограничувањето околу бројот на членства во одбори кое е соодветно за едно лице. Посебно внимание би требало да се обрне на процедурите во врска со одобрувањето на трансакциите со поврзани субјекти или за големите трансакции, како и за сите одлуки кои вклучуваат конфликт на интереси со менаџерите или членовите на одборот. Овие упатства, исто така, би требале да инсистираат на колегијалност во одборите и да дадат препорака договорите склучени со членовите на одборите да ја специфицираат нивната обврска за лојалност кон сите акционери, нивните главни функции како членови, како и минималната временска посветеност⁴⁶.

⁴⁶ Оваа временска посветеност би требало да се однесува на состаноците на одборот и неговите комитети, подготовката за овие состаноци, како и интеракцијата со вработените и надворешните професионалци. Иако е прилично тешко да се кодифицира и квантифицира неопходното време кое му е потребно на еден член на одборот совесно да ги исполни своите обврски, ваквите договори би требале да стимулираат поголемо ангажирање од страна на членовите на одборите, особено на неизвршните членови. Проценката на времето посветено од страна на секој член на одборот би требало да биде дел од редовниот процес на евалуација.

281. Понатаму, овие упатства би можеле да содржат и индикации за специфичната и специјална улога на претседателот на одборот. На претседателот на одборот му припаѓа сериозната задача да го води одборот, да управува со неговите активности и да ја подигнува неговата ефективност како работна група. Претседателот е одговорен за воспоставување, во соработка со одборот, на процедурите со кои се разграничуваат овластувањата и одговорностите на одборот и менаџментот. Тој, исто така, ја има и одговорноста за подготвување на седниците на одборот на правилен и правовремен начин, за претседавање со овие седници и за информациите кои им се доставуваат на членовите на одборот. Тој треба да им обезбеди на членовите на одборот, особено на неизвршните членови, доволно време и информации за да се подготват и да дискутираат за сите точки од дневниот ред.

282. Конечно, овие практични упатства би требале да ја подвлечат неопходноста и потребата одборите да спроведуваат годишни согледувања на постигнатото и да даваат укажувања за минималните потреби од информации неопходни за членовите на одборот во нивната работа. Компаниите би требале да поднесуваат извештаи за бројот на одржаните седници на одборот и на комитетите, присуството на секој од членовите на одборот на овие седници и да обезбедат одреден минимум информации во врска со секој од членовите. Тие би требало да информираат и дали е подготвен годишен извештај за работата на одборот.

283. Како приоритет со цел да се подобри практиката на корпоративното управување во Југоисточна Европа, се наметнува обуката на членовите на одборите. Би требало да се вложат напори да се развијат национални институти за директори, како и регионална мрежа на овие институти, при што меѓународните донатори би требале да ги поддржат овие напори.

284. Недостигот на доволен број компетентни и квалификувани членови на одбори е најголемата пречка за подобрување на работата на одборите во Југоисточна Европа. Постојните членови на одборите претставуваат одраз на преовладувачкиот технички профил на менаџерската структура од претходниот економски систем, т.е. доминацијата на инженерите. Членовите на одборите треба да имаат поширок обем на знаења и с# поголема стручност, особено во областа на сметководственото и финансиското известување, но исто така, и во стратегиското планирање, човечките ресурси, управувањето со ризикот, итн. И покрај значајниот напредок во последниве години, с# уште постои релативен недостаток на соодветни профили во поглед на деловното искуство. Уште повеќе, за тековните и идните членови на одборите ќе треба да се развијат специфични вештини и квалитети, поврзани директно со нивната улога како членови во одборите.

285. Поддршката на обуката на членовите на одборите е вистинскиот пат во насока на зголемување на бројот на квалификувани членови на одборите.

Обуката би требала да опфати три различни аспекти: улогата на членовите на одборот, личниот развој и техничките знаења. Прво, членовите на одборите би требале да бидат снабдени со практично насочување и обука во врска со значењето на обврските кои им се доверени, како и за начинот на кој тие би требале да ги исполнуваат нивните основни функции. Второ, програмите за обука би требале да ја стимулираат и зајакнуваат способноста на членовите на одборот за заедничка работа. Тие, исто така, би требале да ги истакнат и најсуштествените лични квалитети кои се клучни за ефективното функционирање на одборите, т.е. интегритетот, скептицизмот и храброста да се испрашува менаџментот. Конечно, би требало да се обезбеди и специфична техничка обука за да се комплетираат и иновираат знаењата на членовите во различните и с# покомплексни стручни домени кои што се неопходни за адекватно извршување на нивните функции.

286. Компаниите би требало да развиваат и програми за воведување, со цел да ги запознаат новите неизвршни членови на одборите со дејноста на компанијата, нејзините операции и пазарот. Тие, исто така, би требале и да обезбедат новите членови да бидат целосно свесни за нивната улога и одговорности како членови на одборот.

287. Со цел да им се обезбедат на компаниите центри за обука на членовите на одборите, би можеле да се основаат институти на директори на национално ниво. Овие институти на директори би требале да се развиваат во соработка со стопанските и професионалните здруженија, берзите, стопанските комори и самите компании. Овие институти имаат значајна улога во обезбедувањето соодветна обука за постојните, како и за новите членови на одборите. Давајќи им можност на членовите на одборите да вршат размена на искуства и со тоа да создаваат соодветни мрежи на познаници, овие институти значајно би придонеле кон развивањето на нова култура на одборите. Тие, исто така, би можеле да развиваат и бази на податоци за квалификуваните членови на одборите, со што на компаниите би им го олесниле процесот на избирање членови. Институтите на директори би можеле да имаат голема полза од билатералната соработка со други вакви институти од земјите на ОЕЦД или од земјите во транзиција.

288. Приоритетна задача за мултилатералната помош е да се развие мрежа од национални институти на директори. Оваа мрежа би можела да им помогне на своите членови во развивањето и дистрибуцијата на упатствата за членовите на одборите, за што беше претходно зборувано. Таа би можела да развие и програми за обука и материјали за националните институти на директори, како и да понуди обука за индивидуалните членови на одборите. Оваа мрежа би можела и да развие програми за квалификации⁴⁷ кои би биле признати во различните земји од Југоисточна Европа. Развивањето на таква регионална мрежа, како и распределбата на помош и експертиза, би можела

⁴⁷ Еден таков пример претставува лиценцата во Властен директорг (Цхартеред Дирецтор) која што постои во В. Британија.

да го олесни проблемот со недостигот на кандидати, преку натамошно проширување на изборот на квалификувани кандидати и стимулирајќи го изборот на членови на одборите од овој регион.

ГЛАВА 5: ИМПЛЕМЕНТАЦИЈА И ПРИМЕНА

289. Треба да се зајакне капацитетот на судскиот систем за ефективно разрешување на спорите од комерцијална природа.

290. Во многу земји на Југоисточна Европа, судството има тешкотии во снаоѓањето со брзиот пораст на комерцијалните спорови до кој дојде во транзициониот период. Недоволните можности за обука, недостигот на искуство и претходни случаи од ваков карактер, како и недостигот на ресурси, се јавуваат како проблеми во различни земји од Југоисточна Европа, што доведе до големи доцнења, а понекогаш и проблематични одлуки на судовите. Јакнењето на капацитетот на судскиот систем за решавање на комерцијалните спорови би требало да биде суштински елемент на реформата на корпоративното управување. Судскиот систем е темел на кој што се потпираат не само повеќето препораки дадени во оваа "Бела книга", туку и целокупниот комерцијален и договорен систем.

291. Треба да се зајакнат ресурсите, капацитетот и ингеренциите на судскиот систем, со цел да се оспособат судовите за истражување на злоупотребите, односно за креирање на соодветни правни лекови или механизми на одвраќање во поглед на прекршувањето на правата на акционерите. Овие лекови би требале да опфатат и принудни мерки.

292. Во повеќето земји од Југоисточна Европа, успешната реформа на судството ќе подразбира спроведување на повеќе фази. Приоритет треба да му се даде на следново: (а) гаранции за независност; (б) обука на адвокатите и судиите во областа на комерцијалното право и процедури, особено во доменот на правните прописи во врска со компаниите и хартиите од вредност, како и законите за стечај. Мултилатералната и билатералната помош би можела да одигра важна улога во остварувањето на ова; (в) платите на судиите и останатиот судски персонал би требале да бидат соодветни за да се обезбеди образованието, искуството и интегритетот кои се потребни за тие позиции; (г) треба да се стимулира поголема специјализација на судството во областа на комерцијалното и корпоративното право; (д) мислењата и одлуките на судовите би требало да се објавуваат, со цел да се зголеми јавната свест, да се олесни интерпретацијата на законите и да се зголеми одговорноста на судскиот систем; (ѓ) треба да се воведат ефективни механизми за спречување на корупцијата во судството.

293. Регулаторите на пазарот на хартиите од вредност во земјите од Југоисточна Европа треба да имаат независност, одговорност, ресурси и

правни лековикои што им се неопходни да вршат ефективен надзор врз финансиските пазари и саморегулирачките организации⁴⁸.

294. Во повеќето земји од Југоисточна Европа, националниот регулатор за хартиите од вредност е прва, а во многу случаи, и последна линија на одбрана на правата на акционерите. Регулаторите, исто така, вршат надзор и врз саморегулирачките организации како што се берзите, кои и самите можат да играат значајна улога во заштитата на правата на акционерите и во промоцијата на корпоративното управување. Консеквентно, тие играат и важна улога во создавањето на инвестициската клима и севкупниот кредибилитет на пазарот. За жал, недостигот на средства; понекогаш нејасната поделба на одговорностите со останатите делови на владата; недоволната транспарентност и одговорност; како и недостигот на соодветни мерки; сите тие фактори ја попречуваат ефикасноста на релевантните регулаторни органи во извршувањето на доверените задачи.

295. Ефективната примена на прописите бара регулаторите на пазарот на хартии од вредност во Југоисточна Европа да располагаат со доволни буџетски средства, редовна обука на персоналот, вклучувајќи и меѓународна размена на искуства со слични институции, како и конкурентни плати. Зајакнувањето на капацитетот на регулаторните органи во поглед на финансиските и човечките ресурси би требало да биде приоритет на техничката помош.

296. Регулаторите од областа на хартиите од вредност би требале да бидат оперативни независни, со доволно ингеренции за спроведување на нивната надзорна функција. Персоналот на сите нивоа би требало да биде назначен врз основа на професионалните заслуги и угледот кој го ужива на финансиските пазари. За да се зајакне независноста на регулаторните органи, мандатот на соодветните функционери би требало да биде доволно долг и да се базира на раздвоени термини на избирање⁴⁹. Тие не би требало да бидат сменувани, освен во исклучителни ситуации.

297. Функциите на регулаторните органи во доменот на хартиите од вредност би требале да бидат јасно дефинирани, а тие би требало да работат на одговорен и транспарентен начин. На пример, нивните членови би требало да ги обелоденуваат своите сопствени трансакции со хартии од вредност издадени од компании кои се во нивна надлежност. Од друга страна, регулаторните органи за хартии од вредност би требале да бараат од

⁴⁸ Регулаторните органи би можеле да го консултираат документот "Целите и принципите на регулацијата на хартиите од вредност" издаден од ИОСЦО, во февруари 2002, особено со првите пет принципи, поврзани со регулаторните органи (Објективес анд Принциплес оф Сеџуритиес Регулацион - ИОСЦО).

⁴⁹ Ако мандатот трае три години, секоја година би се избирала по една третина од членовите на органот.

релевантните саморегулирачки организации да ги почитуваат највисоките етички и професионални стандарди.

298. Регулаторните органи за хартии од вредност би требало да имаат можност, и да користат, и други правни лекови, покрај суспензијата на тргувањето и симнувањето од котација на акциите на компанијата, какви што се паричните казни и јавните опомени. Суспензиите може да не бидат најсоодветните санкции, бидејќи со тоа, пред с#, се казнуваат учесниците на пазарот.

299. Акционерите би требале да имаат на располагање ефикасни механизми за правна помош, вклучувајќи професионална арбитража и можност за заедничко делување со ниски трошоци.

300. Акционерите кои бараат остварување на своите права преку судскиот систем често се соочуваат со пролонгирања и трошоци кои во многу случаи ја надминуваат вредноста на нивните акции. Тоа ги обесхрабрува акционерите во барањето обештетување кога нивните права се прекршени.

301. Акционерите би требале да имаат лесен пристап до судовите и да имаат можност да добијат надомест по разумни трошоци и без прекумерни одлагања. Би требало да се овозможи да се поведуваат изведени спорови, т.е. да се поднесуваат тужби во име на компанијата против членовите на одборот, за да се покријат загубите.

302. Може да се покаже корисно и доколку берзите или други релевантни тела обезбедат механизми за професионална арбитража за разрешување на споровите меѓу компаниите и акционерите како форма на правен лек. Ваквата приватна арбитража може некогаш да обезбеди подобри ресурси и брзина, отколку процесите во државните судови. Сепак, арбитражето не би можело да биде замена за судското разрешување, бидејќи и по успешната арбитража, потребно е странката која што го добила спорот да може за одлуката на арбитражата да добие судско признание и спроведување.

303. Подобрувањето на механизмите за правна помош за акционерите би можело да опфати и овозможување на здружување и колективно делување по ниски трошоци, преку здруженијата на акционерите или други институции. Во овој правец, во случаи кога оваа можност с#уште не постои, би требало да им се даде можност на регулаторите на пазарот на хартии од вредност да поведуваат судски спорови во име на акционерите, доколку тие се обезбедени со доволно средства за оваа функција.

304. Понатаму, помеѓу сите главни актери во институционалната рамка на корпоративното управување би требало да се развие активна регионална соработка. Оваа регионална соработка би требало да биде иницирана

регионално, при што истата треба да биде спонзорирана од страна на меѓународни организации.

305. Воспоставувањето на целата потребна институционална рамка која ќе се занимава со прашањата на корпоративното управување и пазарниот интегритет е сложен и скап процес. Може да се случи некои помали земји во Југоисточна Европа и да не располагаат со потребните средства за да изградат една таква комплетна мрежа. Ова може да резултира со некомплетна институционална рамка и слаби индивидуални институции, кои не се способни ефективно да ги извршуваат своите задолженија. Уште повеќе, еден број помали берзи во Југоисточна Европа веројатно не се во можност ниту да се развиваат без да соработуваат, па дури и да се интегрираат на регионално ниво. Некои иницијативи веќе се превземени на полето на соработката помеѓу регулаторните тела на пазарот на хартии од вредност, во поглед на интеграциите на платформите за тргување помеѓу некои берзи во регионот, или во врска со обуката на професионалните учесници на пазарот⁵⁰.

306. Регионалната соработка би требало да се превзема и да се зајакнува помеѓу берзите, регулаторните тела за хартии од вредност, како и сите релевантни професионални асоцијации, како што се асоцијациите на сметководители и ревизори, брокери-дилери, малцински акционери, итн. Оваа регионална соработка би требала да се фокусира на два приоритета. Прво, таа би требала да се сконцентрира на програмите за обука, преку развој на заеднички наставни планови, институции за обука и процес на лиценцирање. Целта би требала да биде во најмала рака да се постигне меѓусебно, меѓудржавно признавање на професионалните стандарди и лиценци. Вториот приоритет би бил соработката помеѓу берзите. За да се оствари оваа цел, регулаторните органи, исто така, би требало да работат на конвергенција на националните регулативи.

307. Националните или меѓународните донатори би требале да ја стимулираат оваа регионална соработка.

308. Тркалезната маса би требало да ја продолжи својата работа и да го надгледува и поддржува напредокот во сферата на корпоративното управување и останатите прашања поврзани со корпоративниот сектор.

309. Денес с# повеќе се признава значењето на доброто корпоративно управување за привлекувањето на инвестициите, развојот на секундарните финансиски пазари и реструктурирањето на индустријата. Одреден број земји

⁵⁰ Една таква регионална иницијатива за основање центар за едукација и обука на професионалците на пазарот на хартии од вредност, вклучувајќи ги и брокерите и аналитичарите, како и за развивање на програма за меѓудржавно лиценцирање, во моментот се развива од страна на Институтот "Исток-Запад" (Еаст-Њест Институте). Учесници ќе бидат сите берзи, регулатори и учесници на пазарите на хартии од вредност во овој регион.

во Југоисточна Европа денес се во процес на реформирање на нивната законодавна и институционална рамка поврзана со корпоративното управување. Тркалезната маса придонесе за создавање на регионална мрежа на експерти за корпоративно управување, вклучувајќи ги тука креаторите на економската и другите политики, регулаторите на пазарот и претставници на приватниот сектор. Тркалезната маса ги поддржа напорите на овие експерти во реформските активности на национално ниво и ги зајакна нивните познавања од областа на корпоративното управување. Оваа мрежа на регионални експерти претставува една важна коалиција за реформа на регионално и национално ниво, што е мошне значајно за следната фаза на креирање на политиките и нивна имплементација. Белата книга би можела да биде еден корисен инструмент за регионалните експерти и креаторите на политиките кој што би можел да се следи во нивните реформски активности, како и за обезбедување на потребните знаења и вообличувањето на самиот реформски процес.

310. Белата книга најпрвин треба да биде преведена, дистрибуирана и публикувана во соодветните земји, особено помеѓу претставниците на деловниот сектор и националните надлежни државни органи. Целокупниот процес би требало да биде спроведен врз основа на национални иницијативи, поддржан од страна на секретаријатот на ОЕЦД.

311. Тркалезната маса треба да ја продолжи својата работа, користејќи ја Белата книга како основа за поддршка на процесот на дизајнирање, имплементација и "туркање" на реформите. Оваа втора фаза од активностите на тркалезната маса би имала за цел да се следи имплементацијата на Белата книга, обезбедувајќи натамошна експертиза во врска со прашањата на корпоративното управување, како и да се одржи регионалниот политички дијалог за некои специфични прашања и приоритети на реформите. Овие приоритети би требало да ги вклучат прашањата на имплементација, процедурите и правилата во случај на промените во корпоративната контрола, како и процедурите за надзор на конфликтите на интереси.

ПРИЛОГ А:

КОМПАРАТИВЕН ПРЕГЛЕД НА СОСТОЈБИТЕ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВУВАЊЕ ВО ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА

312. Оваа глава за состојбите во регионот во која се презентира компаративен преглед по земји служи како прилог на вБелата книга за корпоративно управување во Југоисточна Европа. Основната цел на овој документ е илустрирање на основните заеднички карактеристики, но и основните разлики помеѓу земјите од Југоисточна Европа, во поглед на рамката за остварување на корпоративното управување.

313. Првиот дел на документот дава општ преглед на состојбите во регионот во врска со тековната економска состојба во земјите од Југоисточна Европа. Тој ги нагласува основните заеднички или посебни специфични карактеристики поврзани со макроекономската клима и најновиот напредок постигнат на планот на приватизацијата. Тој покажува дека, за прв пат откако е започната транзицијата, во земјите од Југоисточна Европа постои погодна макроекономска клима, која се карактеризира со макроекономска стабилизација, враќање на економскиот раст, и покрај тоа што овие постигнувања се с#уште кривки, особено во поглед на буџетскиот биланс и екстерната сметка. Конечно, тој накратко укажува како масовната приватизација е с#уште процес кој што трае во сите земји од Југоисточна Европа.

314. Во вториот дел, овој документ поблиску се фокусира на рамката за корпоративно управување. За таа цел, се презентира преглед на сопственичката структура на претпријатијата, кој што покажува дека таа произлегла главно од приватизационите програми и дека таа с#уште се карактеризира со значителна контрола од страна на инсајдерите и државата. Потоа, документот накратко ја опишува состојбата во финансискиот сектор, покажувајќи дека банкарските сектори дури сега се опоравуваат од акутната криза и дека тие во голема мерка се приватизираат од страна на странските банки. Што се однесува до берзите, тие се главно неразвиени, со слаба ликвидност и ниска транспарентност, иако постои добро разработена инфраструктура. Пензиските реформи кои се во тек или ќе следат

претставуваат извор на развоен потенцијал за берзите. Конечно, со овој документ се прави прелиминарна оценка на правната рамка за корпоративното управување, при што се нагласуваат главните разлики меѓу релевантните закони во одделните земји, како и најновите законски подобрувања и реформи. Овој документ, исто така, дава општ преглед за очигледните недостатоци во имплементацијата на реформите.

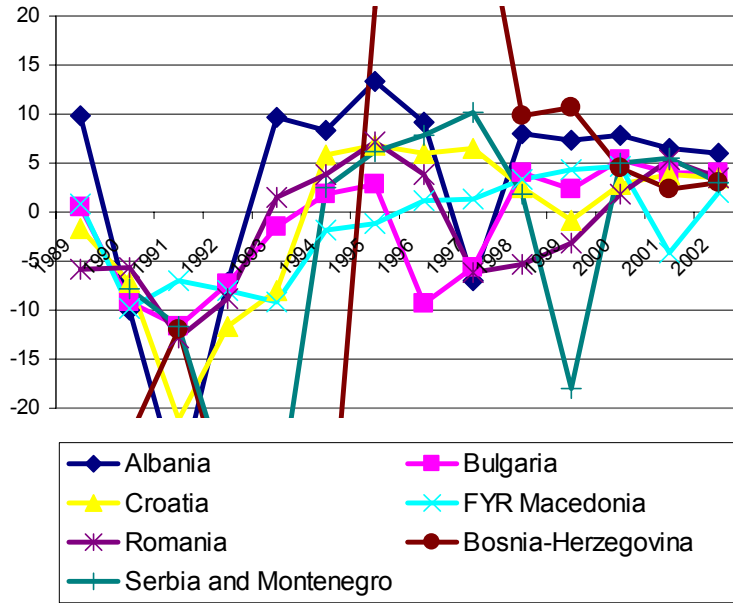
Подобрена макроекономска клима

315. За разлика од транзиционите земји од Централна Европа каде просечниот БНП по глава на жител достигна околу 20 до 30 проценти од оној кој што се остварува во Европската Унија, со тенденција за приближување до истиот, ситуацијата во земјите од Југоисточна Европа е многу попроблематична. Просечниот БДП по глава на жител е помалку од 10 проценти од оној во Европската Унија, при што јазот се продлабочува. Ако земјите од Југоисточна Европа имаа очигледно различни развојни патишта по отпочнувањето на транзицијата, одредени заеднички и очигледни фактори ја објаснуваат нивната заостанувачка транзиција, а меѓу нив се вбројуваат неповолните иницијални услови, вооружени конфликти, како и одлагањето на реформите и реструктурирањето на компаниите.

316. Без оглед на сето ова, повеќето земји од Југоисточна Европа денес за прв пат од отпочнувањето на транзицијата се карактеризираат со стабилизирана макроекономска состојба и позитивни стапки на стопански раст.

317. Изразено преку показателите на раст, земји од Југоисточна Европа поминаа различни патишта, но веќе денес стапките на раст стануваат позитивни во целиот регион, почнувајќи од 2000 година наваму. Во контекст на економското забавување, што најпрвин се забележа во САД, а потоа и во Европската Унија, како и зголемена неизвесност во светската економија, растот во земји на Југоисточна Европа продолжува да биде силен, иако во 2002 година помалку забавен (просечно околу 3,5%) во споредба со 2001 година (просечно околу 4,5%)

Графикон 1: Раст на БНП во периодот 1989 Ъ 2002 година (во%)



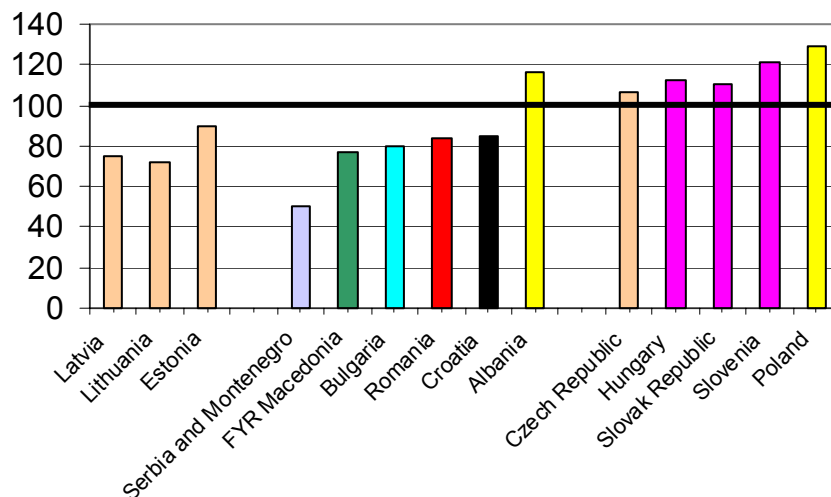
Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Албаниа	Албанија
Цроатиа	Хрватска
Романиа	Романија
Сербиа анд Монтенегро	Србија и Црна Гора
Булгариа	Бугарија
ФSP Македониа	Македонија
Босниа-Херцеговина	Босна и Херцеговина

318. И покрај неодамнешното повторно започнување на трендот на раст, спротивно на повеќето европски земји во транзиција, најголемиот број од земји на Југоисточна Европа не го достигнаа предтранзиционото ниво на БНП. Презентираните стапки на раст треба да останат доволно големи во определен временски период, со цел да се компензира иницијалното намалување на оупутот. Ова е само уште поизразено во случајот на индустриското производство.

Графикон 2: БНП 2001 / 1989 година (во %)



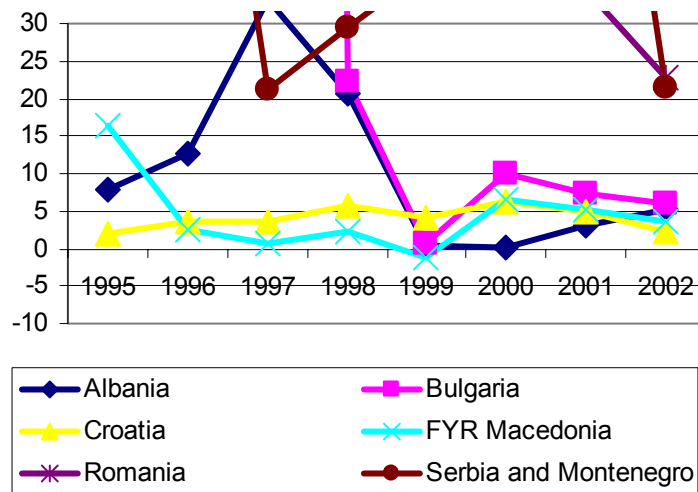
Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Латвија	Летонија
Литванија	Литванија
Естонија	Естонија
Србија анд	Србија и Црна Гора
Монтенегро	
ФSP Македонија	Македонија
Булгарија	Бугарија
Романија	Романија
Цроатија	Хрватска
Албанија	Албанија
Цзецх Републиц	Чешка
Хунгарс	Унгарија
Словак Републиц	Словачка
Словенија	Словенија
Поланд	Полска

319. Што се однесува до макроекономската стабилност, во речиси сите земји во регионот е остварена стабилизација. Инфлацијата постојано се намалуваше с# додека не достигна просечно ниво од 6% во 2002 година. Само во Романија и Србија и Црна Гора с#уште имаа проблеми со двоцифрена инфлација во 2002 година.

Графикон 3: Инфлација во периодот 1995 Ѓ 2002
(промена на просечните годишни цени на мало, во %)



Извор : Извешај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

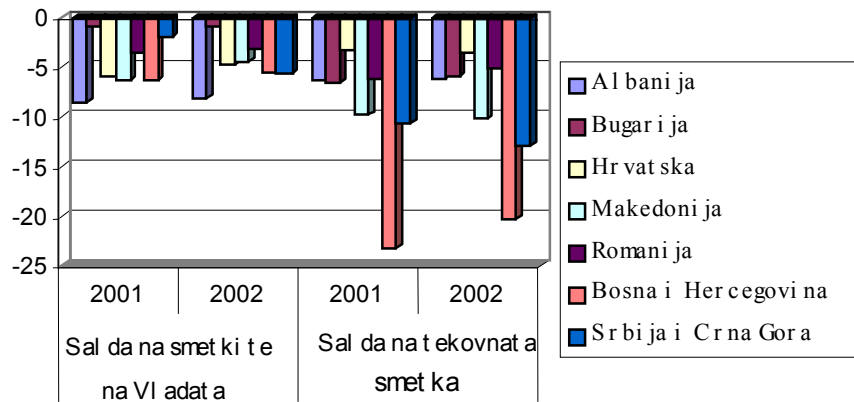
Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Албаниа	Албанија
Цроатиа	Хрватска
Романиа	Романија
Булгариа	Бугарија
Сербиа анд Монтенегро	Србија и Црна Гора
ФSP Македониа	Македонија

320. Сепак, големите буџетски дефицити с#уште се одржуваат и во услови на оваа новоостварена стабилност, додека одржливоста на екстерната сметка често останува кривка, со слаби извозни перформанси.

321. Структурата на БНП типично се разви во правец на опаѓачко учество на индустријата и земјоделството, со значително зголемување на учеството на услугите. Сепак, овие структурни промени не може да се сметаат за знак на модернизација на земјите на Југоисточна Европа, бидејќи беше резултат на намаленото индустриско производство во комбинација со зголемените цени во секторот на услугите. Всушност, преструктурирањето на претпријатијата беше прилично мало и бавно, особено кај големите претпријатија.

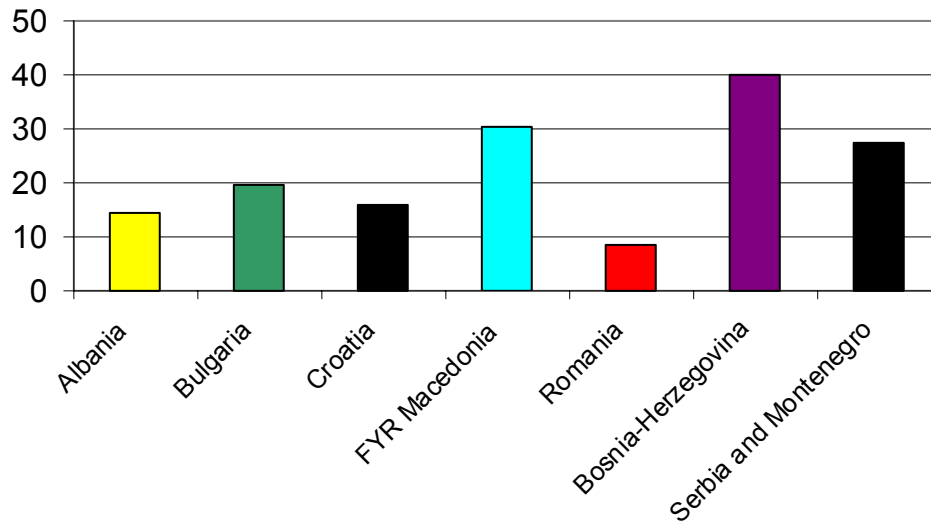
**Графикон 4: Билансите на владата и тековните сметки, 2001 Ъ 2002 година
(во % од БДП)**



Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

322. Ова резултираше со пораст на невработеноста која што достигна високи и загрижувачки нивоа (меѓу 12 и 40%) и остар пад на животниот стандард, пропратен со зголемување на нееднаквоста помеѓу населението. Земјите од Југоисточна Европа имаат најнизок БДП по глава на жител и најголема стапка на невработеност помеѓу европските земји во транзиција.

Графикон 5: Ниво на невработеност (% од работната сила)



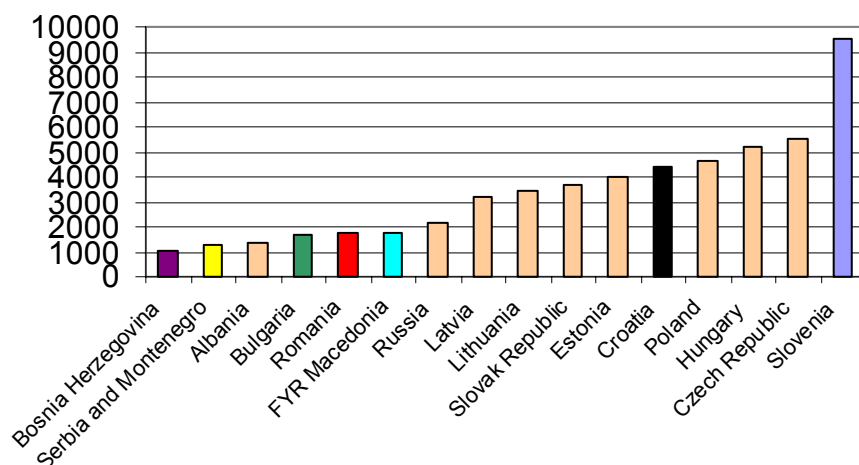
Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Албаниа	Албанија
Булгарија	Бугарија
Цроатија	Хрватска
ФSP Македонија	Македонија
Романија	Романија
Босниа-Херцеговина	Босна и Херцеговина
Сербија анд	Србија и Црна Гора
Монтенегро	

323. Оттука, земјите од Југоисточна Европа конечно живеат во стабилизирани, иако криво, макроекономско окружување и состојба на нов стопански раст. Но, значителен дел од индустриското реструктурирање треба сè уште да биде извршен во иднина.

**Графикон 6: БДП по глава на жител во 2002 во УСД
(паритет на куповната моќ)**



Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Босниа-Хертзеговина	Босна и Херцеговина
Сербиа анд Монтенегро	Србија и Црна Гора
Албаниа	Албанија
Булгариа	Бугарија
Романиа	Романија
ФСР Македониа	Македонија
Руссиа	Русија
Латвиа	Летонија
Литхуаниа	Литванија
Словак Републиц	Словачка
Естониа	Естонија
Цроатиа	Хрватска
Поланд	Полска
Хунгарс	Унгарија
Цзецх Републиц	Чешка
Словениа	Словенија

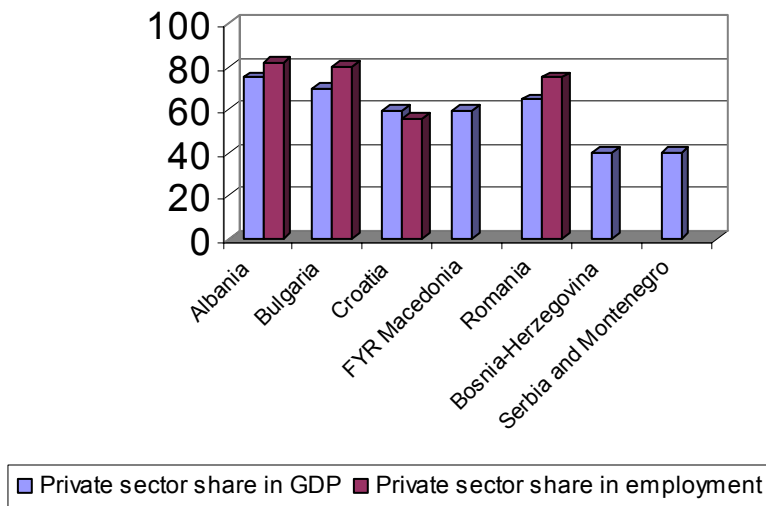
Неодамнешен напредок во приватизацијата на големите претпријатија и странските директни инвестиции

324. Напредокот во приватизацијата, подеднакво како и методите применети за приватизирање на поранешните државни или општествени

претпријатија, имаше значајно влијание на начинот на остварување на корпоративното управување во земјите во транзиција. Откупот од страна на менаџментот и вработените, како и ваучерската приватизација, вообичаено се сметаат за помалку повољно окружување за појавување на активни приватни споственици кои ќе имаат за цел подобрување на ефикасноста или максимирањето на добивката, споредено со директната продажба на приватни инвеститори.

325. Програмите за приватизација имаа различна форма, но најчесто започнаа подоцна и сèуште траат во најголем број земји од Југоисточна Европа, особено во случајот на големите претпријатија. Како последица на тоа, за разлика од приватниот сектор кој учествува со околу 60% во БДП, во повеќето земји од Југоисточна Европа ова не е случај и со индустриското производство.

**Графикон 7: Учество на приватниот сектор во БДП и
вработеноста во 2002 година (во %)**



Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Албаниа	Албанија
Булгарија	Бугарија
Цроатија	Хрватска
ФSP Македонија	Македонија
Романиа	Романија
Босниа-Херцеговина	Босна и Херцеговина
Сербија анд	Србија и Црна Гора
Монтенегро	

Под графикот:

сино - Учество на приватниот сектор во БДП

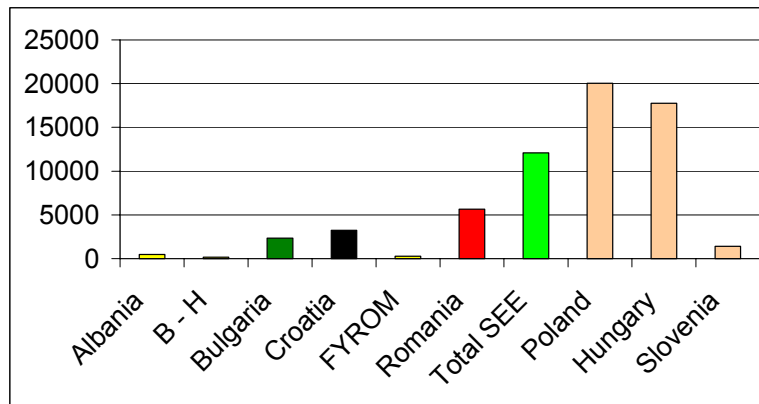
бордо - Учество на приватниот сектор во вработеноста

326. Понатамошното подобрување на макроекономските перформанси, како и продолжувањето или забрзувањето на приватизационите процеси може истовремено да ги придвижи и да биде потпомогнато од странските инвестиции во регионот. Досега, регионот на земјите на Југоисточна Европа релативно слабо ги привлекуваше странските инвестиции, а особено директните странски инвестиции.

327. Втората фаза на реформи е неопходна за остварување на значително подобрување, односно забрзување на реструктурирањето на индустриските

капацитети, како и за ефективно зголемување на странските инвестиции. Во оваа втора реформска фаза се градат институционалните основи на пазарната економија, при што корпоративното управување претставува клучен елемент. Всушност, денес е веќе општо прифатено дека подобрувањето на начинот на остварување на корпоративното управување е предуслов за придвижување на реструктурирањето и зголемувањето на ефикасноста. Подобреното корпоративно управување е неопходно за привлекување на странски инвестиции, што од своја страна би овозможило сеопфатно реструктурирање. Таквите инвестиции и реструктурирање го претставуваат единствениот пат кон одржлив стопански раст.

Графикон 8: Кумулативни странски директни инвестиции, 1989 Ъ 1999 година, во УСД

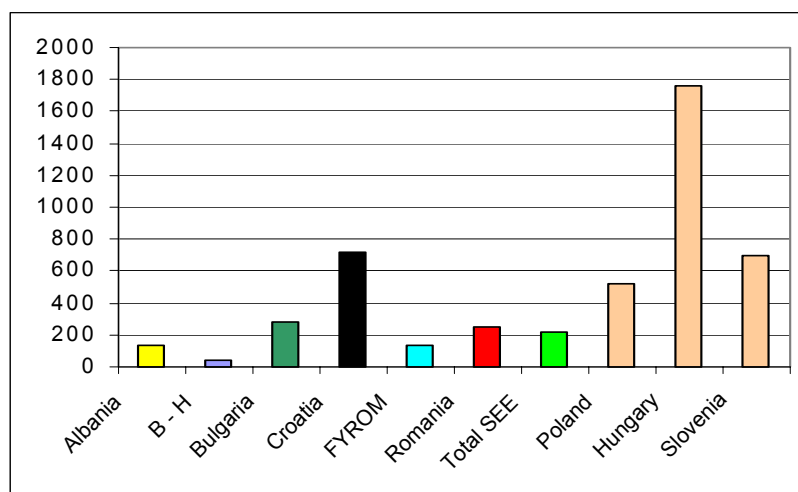


Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Албаниа	Албанија
Босниа-Херцеговина	Босна и Херцеговина
Булгарија	Бугарија
Цроатиа	Хрватска
ФSP Македонија	Македонија
Романија	Романија
Тотал СЕЕ	Вкупно земји во ЈИЕ
Поланд	Полска
Хунгарс	Унгарија
Словенија	Словенија

Графикон 9: : Кумулативни странски директни инвестиции по глава на жител, 1989 Ъ 1999 година, во УСД



Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Албаниа	Албанија
Босниа-Херцеговина	Босна и Херцеговина
Булгариа	Бугарија
Цроатиа	Хрватска
ФSP Македониа	Македонија
Романиа	Романија
Тотал СЕЕ	Вкупно земји во ЈИЕ
Поланд	Полска
Хунгарс	Унгарија
Словениа	Словенија

328. Постојната сопственичка структура на акционерските друштва во земјите на Југоисточна Европа покажува одредени заеднички карактеристики и ја рефлектира историјата на приватизационите програми. Сопственичките структури се карактеризираат со: а) значителна контрола од страна на инсајдерите, поточно од менаџерите кои што ја осигурале контролата или преку директна сопственост или индиректно преку де факто контрола над акциите на вработените; б) значењето на резидуалните акции во сопственост на државата и контролата од страна на државата, особено во големите компании и инфраструктурни капацитети кои што сеуште не се приватизирани; в) влегувањето на различни форми на институционални инвеститори, од кои најголем број се поранешни приватизациони фондови, кои што имаат значајна улога во сопственичката структура на претпријатијата.

329. Овие заднички карактеристики (значителна сопственост од страна на инсајдерите, резидуална државна сопственост и контрола, односно влез на различни форми на институционални инвеститори, воглавно инвестициони фондови), создаваат серија на специфични проблеми и потешкотии на планот на остварувањето на корпоративното управување.

- Доминацијата на инсајдерите лесно доведува до злоупотреба на правата на малцинските акционери, обезвреднување на средствата на компаниите и проблематично решавање на конфликтите на интереси;
- Остатокот на државната сопственост и контрола во компаниите може да биде пречка за реструктурирањето на истите, доколку државата вистински не ја остварува својата улога на акционер или доколку управувањето со акциите во државна сопственост е под влијание на политички прашања наместо бизнис интереси;
- Институционалните инвеститори во појавување може да имаат значително влијание на остварувањето на корпоративното управување. Со оглед на фактот дека тие се во центарот на сопственоста на компаниите, во улога на главни акционери, влијателни малцински акционери или барем значителни акционери, приватизационите фондови или холдинг компаниите се наоѓаат во привилегирана положба и имаат можност да влијаат на начинот на остварување на корпоративното управување на компаниите во кои инвестирале. Но, нивниот третман кон сопствените акционери, исто така, треба да се подобри. проблемот, всушност, се состои е во тоа "кој ги чува чуварите".

330. Иако во сопственичката структура на компаниите во земјите од Југоисточна Европа се забележуваат одредени заеднички карактеристики, таа сепак подлежи на промени. Забележливи се силни општи трендови на зголемување на сопственичката концентрација кај одредени компании, трансформација на акционерските друштва во друштва со ограничена одговорност, декотирање на јавно поседуваните компании кои се тргувале на берзите и трансформација на поранешните приватизациони фондови во холдинг компании.

331. Тенденцијата за концентрација на сопственичката структура во компаниите поприма различни форми и, повеќе или помалку, може да се забележи во различни земји. Ова особено се забележува во земји каде што приватизационите програми постигнаа добар напредок. Всушност, концентрацијата претставува еден вид на второстепена реакција на исходот од првите приватизациони програми. Оваа тенденција кон сопственичка концентрација произлегува од преголемата сопственичка дисперзираност која што беше резултат на ваучерската приватизација, а уште повеќе како основна причина за ова се јавува неможноста, односно големите проблеми на малцинските акционери да ги остварат своите права.

332. Паралелно со оваа тенденција за концентрација на сопственоста, голем број на акционерски друштва во регионот беа трансформирани во друштва со ограничена одговорност. Оваа тенденција која значи и декотирање од берзите, треба да се охрабри во случаите кога станува збор за мали и средни претпријатија. Всушност, овие компании немаат можност да привлечат надворешен капитал и правниот режим за акционерските друштва не им одговара. Таквиот режим за нив е, исто така, оптоварувачки и скап од гледна точка на административните и правните обврски кои ги наметнува. Софистицираните механизми за одржување на акционерските собранија, а особено механизмите за заштита на малцинските инвеститори можат да бидат особено скапи за малите и средни претпријатија. Се разбира дека и во случајот на малите и средни претпријатија е значајно да се води сметка за транспарентоста на нивното работење и објавувањето на податоци, со оглед на тоа што тие се критичен сегмент на транзиционите економии, особено поради тоа што најголем број на нови приватни претпријатија се формираат како такви.

Слаб банкарски сектор.....

333. Како и кај повеќето транзициони економии и во регионот на Југоисточна Европа финансискиот сектор е од стратешко значење, но најчесто слабо развиен. Всушност, повеќето земји од Југословенска Европа минаа низ поголеми банкарски кризи во втората половина на 1990-те години. Овие кризи без исклучително скапи и резултираа во ситуација во која на компаниите им стои на располагање многу мал обем на надворешно финансирање, при што финансиските пазари се сè уште доста неразвиени.

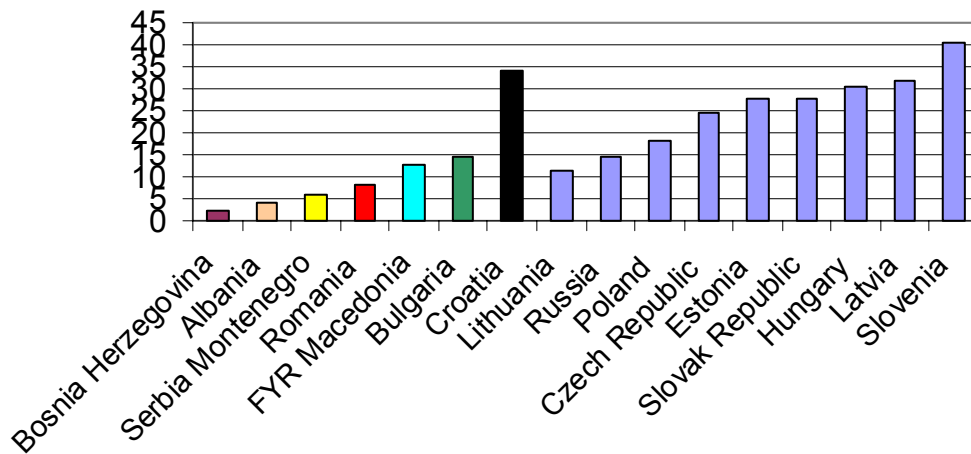
334. Банкарските кризи се јавуваат како резултат на слабата супервизија во банкарскиот сектор и нараснатиот обем на нефункционални кредити одобрени од страна на банките во државна сопственост на сè уште непреструктурираните државни претпријатија. Трошокот на санирањето на банкарските кризи беше голем во сите земји на Југоисточна Европа, а проценките покажуваат дека тој се движел од околу 8% од БДП во Романија, преку 30% од БДП во Хрватска, па сè до 75% од БДП во Бугарија во периодот од 1991 до 1998 година, што претставува едно од најголемите оптоварувања во земјите во транзиција.

335. Фундаменталните решенија за овие банкарски кризи беа најдени во промените на регулаторната рамка и приватизацијата на банкарскиот сектор. Промените во регулативата воглавно се состоеја од подобрување на системот на банкарска супервизија, додека приватизацијата на банкарскиот сектор, во најголема мерка, се остваруваше преку продажби на домашните банки на странски банки. Така, денес во банкарскиот сектор на земјите од Југоисточна

Европа доминира странскиот капитал. Конечно, може да се каже дека банкарскиот сектор останува исклучително концентриран, со изгледи за понатамошна концентрација во светло на идниот влез на овие земји во Европската Унија.

336. И покрај подобрувањата во сигурноста и профитабилноста на банките, главна карактеристика на економиите на земјите од Југоисточна Европа претставува ниското ниво на банкарско посредување, дури и доколку се земе во предвид дека се ова економии во нивната рана фаза на развој. Кредитите одобрени во приватниот сектор најчесто претставуваат помалку од 15% од БДП. Ова е навистина ниско ниво и тоа не само во споредба со меѓународните стандарди (во просек од 1989 до 1998 година овој процент во САД се движел околу 50%, а во Германија 120%), туку и во споредба со другите транзициони економии во Европа.

Графикон 10: Домашни кредити на претпријатијата (во % од БДП)



Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Босниa Херцеговина	Босна и Херцеговина
Албаниа	Албанија
Србиa анд Монтенегро	Србија и Црна Гора
Романиа	Романија
ФСП Мацедониa	Македонија
Булгариa	Бугарија
Цроатиa	Хрватска
Литхуаниa	Литванија
Руссиa	Русија
Поланд	Полска

Цзецх Републиц	Чешка
Естониа	Естонија
Словак Републиц	Словачка
Хунгарс	Унгарија
Латвиа	Летонија
Словениа	Словенија

337. Постојат бројни и очигледни причини за ова ниско ниво на банкарско посредување:

- Прво, кредитирањето на приватниот сектор е де факто исклучително ризично, во услови кога старите клиенти на банките се реструктурираат или не се бонитетни, а новите клиенти или немаат никаква кредитна историја или немаат соодветно обезбедување за кредитот. Како последица на ова, банките преферираат држење на ликвидни средства со мала ризичност, главно државни хартии од вредност и депозити кај финансиски институции.
- Овие фундаментални ограничувања во кредитирањето на реалниот сектор се зголемуваат поради ниското ниво на транспарентност на работењето на претпријатијата и нестабилното законско окружување што значително ја намалува веројатноста за наплата на побарувањата кај втасаните, а ненаплатеи кредити.
- Уште повеќе, строгата регулатива и супервизија на банкарските активности, кои беа воспоставени по настанувањето на банкарските кризи, го отежнуваат кредитирањето на претпријатијата загубари. Оттука, денес големината на банките во регионот, во комбинација со претпазливите депоненти и претпазливи банки, го прават потенцијалното финансирање на инвестициите во реалниот сектор да биде на сосема скромно ниво.

338. Се очекува реструктурирањето на банкарскиот сектор во земјите од Југоисточна Европа и с# поголемата инволвираност на странските банки да доведе до зголемено финансирање со банкарски средства на претпријатијата кои се во процес на реструктурирање. Во моментот банките се позаинтересирани за инвестирање во странство или во државни хартии од вредност, но, на среден рок, со зголеменото странско учество, банките ќе имаат повеќе финансиски средства за кредитирање на претпријатијата. Тие, исто така, ќе бидат способни и посклони да прават разлика на својата ризична изложеност и со тоа ќе можат да ја извршуваат својата посредничка улога.

339. Како последица на наведеното, банките во Југоисточна Европа најверојатно ќе станат поплетпазливи и поригорозни при одобрување на кредитите на индустриските претпријатија. Тие ќе бидат во можност да ја зголемат својата улога на "засегнати лица", барајќи од компаниите поголема

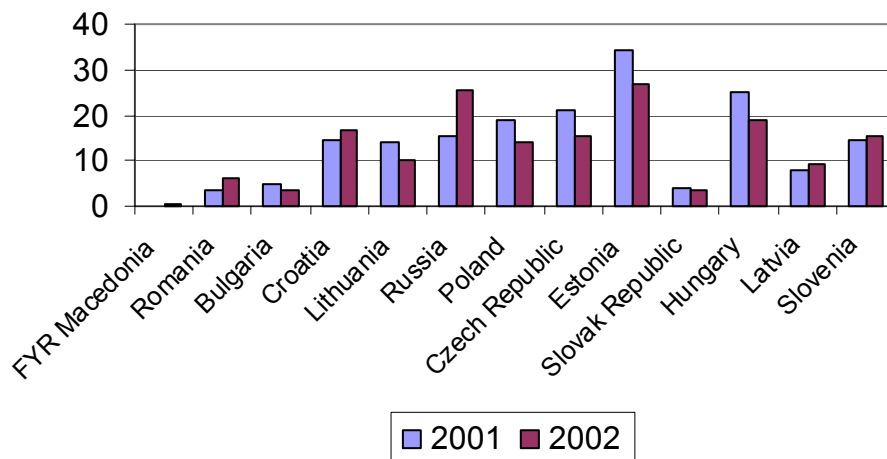
транспарентност и објавување на податоци. Уште повеќе, тие ќе може да вршат поголем притисок врз претпријатијата преку заканата за отворање на стечајна постапка, а со цел да ги принудат претпријатијата на финансиска дисциплина. Значителното подобрување во управувањето и супервизијата на банките претставува неопходен предуслов за остварување на овие правци на развој. Конечно, с#уште не е најјасен ниту стапенот на подготвеноста и стручноста на банките, покрај доверители, да станат и големи акционери во претпријатијата.

.....недоволно развиени пазари на акции

340. Во поголемиот број на земји од Југоисточна Европа берзите беа формирани во раните фази на транзицијата, но тие навистина станаа оперативни и регулирани од страна на комисиите за хартии од вредност дури во втората половина на 1990-те години. Пазарите на хартии од вредност во регионот најчесто се карактеризираат со добра техничка и правна инфраструктура.

341. Берзите во земјите од Југоисточна Европа најчесто во својата структура имаат два или повеќе пазарни сегменти, на кои градуално постојат пофлексибилни услови за котација. Најголемиот дел од пазарната капитализација на берзите и остварениот берзански промет произлегува од најфлексибилните пазарни сегменти на берзите. Постоенето на овие различни пазарни сегменти на берзите во смисла на постоење на различни барања за објавување на податоци од страна на компаниите, создаваат потешкотии во споредувањето на статистичките показатели на овие пазари.

Графикон 11: Пазарна капитализација на берзите (во % од БДП)



Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

ФSP Македониа	Македонија
Романиа	Романија
Булгариа	Бугарија
Цроатиа	Хрватска
Литхуаниа	Литванија
Руссиа	Русија
Поланд	Полска
Цзецх Републиц	Чешка
Естониа	Естонија
Словак Републиц	Словачка
Хунгарс	Унгарија
Латвиа	Летонија
Словениа	Словенија

342. Берзите во земјите од Југоисточна Европа се с#уште значително неразвиени, со ниска пазарна капитализација и мала ликвидност. Со така ограничена ликвидност, виталноста на пазарните посредници е проблематична, а податоците за пазарната капитализација може да водат кон погрешни заклучоци.

343. Значајно е да се потсетиме дека берзите во земјите од Југоисточна Европа беа основани како инструменти во процесот на приватизацијата, а иницијалното берзанско тргување беше поврзано со прераспределбата на имотот. Тие воглавно останаа секундарни пазари посветени на оваа функција. Кај некои берзи и понатаму најголем дел од прометот отпаѓа на блок трансакциите. Исто така, голем број на трансакции с#уште се реализираат вон берзите и се базираат на инсајдерски информации, што, од своја страна, создава проблеми со транспарентноста на утврдувањето на цените на хартиите од вредност.

344. Оваа неразвиеност на пазарите на акции во земјите од Југоисточна Европа, пред с#, се должи на проблемот на понудата на хартии од вредност. Берзите во овие земји имаат проблем со недостаток на големи компании кои издале значајна количина на акции што се во посед на јавноста, односно се слободни за тргување. Во некои случаи, акциите на компаниите кои се котираат на берзите како резултат на ваучерската приватизација де фацто претставуваат резидуални акции во сопственост на државата, издадени од компании кои не се атрактивни за инвестирање. Најатрактивните и најголемите компании, пак, или не се приватизирани или се приватизирани преку директна приватизација на стратешки инвеститор.

345. Постојат неколку причини поради кои што компаниите понекогаш чувствуваат одбојност кон котацијата на берзите. Како прво, условите за котација на берзите често се доживуваат како непотребни и скапи ограничувања. Компаниите се плашат од вбирократски пречки и во некои земји како вакви пречки се подразбираат високите трошоци и бавното процесирање на документите за котација. Второ, со оглед на тоа што пазарот е неликвиден, цената на капиталот обезбеден преку јавна понуда на акции е поголема споредено со приватниот пласман на акциите. Оттука, кај компаниите може да постои отпор кон објавувањето на информациите на пазарот. Конечно, кога компаниите се приватизирани преку продажба на странски компании, тие можат да добијат пристап до евтини финансиски средства од нивната компанија - мајка во странство. Уште повеќе, во овој случај компаниите не сакаат да бидат подложни на ризикот од флукуирање на цената на нивните акции или, пак, манипулациите што можат да бидат последица на нискиот степен на развиеност на локалниот пазар.

346. Ограничената понуда на квалитетни акции дополнително се проблематизира со недостаток на побарувачка на пазарот. Всушност, на овие пазари има многу малку нови инвеститори и акциите воглавно се тргуваат помеѓу постојните учесници на пазарот. Берзите во земјите од Југоисточна Европа често се опишуваат како место кое единствено служи за инсајдерски игри меѓу брокерите.

347. И покрај општото забавување на светските пазари на акции кое ги акцентираше и проблемите на пазарите во земјите од Југоисточна Европа, кај инвеститорите постои отпор во поглед на инвестирањето на берзите во овој регион како резултат на ниската ликвидност, недостатокот на доверба и непостоењето на правна заштита на малцинските акционери. Иницијално странските инвеститори можеби инвестираа на овие пазари во појавување без да прават дискриминација, за потоа да бидат заробени во сопствените вложувања. Денес некои од нив се обидуваат да излезат од овие пазари без да загубат многу пари. Во некои случаи тие тоа го постигнуваат на тој начин што ги продаваат своите малцински акции на мнозинските инвеститори кои се заинтересирани да компаниите да се повлечат од берзанската котација.

348. Поради овие причини, моментално постои тренд на повлекување на компаниите од берзанската котација. Всушност, овој тренд, како што е претходно објаснето, се должи на неразвиеноста на пазарите на хартии од вредност што ја прави котацијата непривлечна. Преку приватизационите програми во регионот беше создаден преголем број на акционерски друштва кои, исто така, беа и котираны на берзите. Тие на одреден начин беа "со сила" принудени да станат јавно поседувани компании, без при тоа да имаат добри и рационални причини за тоа.

349. Како последица на тоа, берзите во земјите во Југоисточна Европа се соочија со проблеми во исполнувањето на своите традиционални задачи, како што се прибирањето на нов капитал од страна на компаниите на пазарот и дисциплинирање на истите под притисок на заканите од превземање. Берзите не служат ниту како веродостоен извор на информации, односно како средство со помош на кое може да се изврши проценка на вредноста на компаниите. Всушност, берзите во земјите од Југоисточна Европа може да се сметаат за неефикасни во смисла на тоа што пазарните цени не ја рефлектираат вистинската или барем разумната вредност на компаниите. Пазарните цени се крајно осцилаторни и во најголем број случаи се под сметководствената нето вредност на средствата на компаниите.

350. Со цел да се надминат овие проблеми во структурниот развој на берзите во земјите од Југоисточна Европа, тие ќе мораат постепено да привлекуваат и избираат компании кои се навистина погодни за котација. За да ја зголемат ликвидноста на акциите со кои се тргува на нив, некои берзи се свртија кон соработка со поразвиени берзи. Со оглед на заедничките карактеристики на берзите од земјите во Југоисточна Европа, регионалната соработка може навистина да претставува соодветно решение за проблемите. Таквата соработка ќе помогне во усогласувањето на регулативата и правилата за работа, ќе ја унапреди можноста за двојна котација, ќе обезбеди директни информациски врски меѓу берзите и нивните бази на податоци или ќе придонесе за развојот на заеднички платформи за тргување.

351. Пензиските реформи, исто така, можат да придонесат за развој на пазарите на акции. Кон крајот на 1990-ти години, пензиските системи во целиот регион (исто како и системите за здравствено осигурување) станаа финансиски неодржливи, со големи износи на пензиски обврски за кои не се располагаше со соодветни средства. Проблемите потекнуваат од структурната нерамнотежа. Како резултат на тоа, се отпочна со пензиски реформи во голем број земји од Југоисточна Европа. Заедничка карактеристика на овие реформи претставува воведувањето на приватни пензиски фондови кои што потенцијално можат да станат значајни иматели на акции.

352. Пензиските реформи може да го претставуваат импулсот кој е неопходен за поттикнување на пазарот на акции. Како што пензиските фондови ќе започнат со акумулирање на парични средства, компаниите ќе имаат поголем мотив за да аплицираат за котација на берзите, со цел да извлечат полза од оваа потенцијална побарувачка за акции и да бидат во можност да реализираат иницијална јавна понуда на акции во наредните две години.

353. Сепак, постојат сериозни разидувања во мислењата околу веројатната ефективна улогата на приватните пензиски фондови како потенцијален

фактор на развојот на регионалните финансиски пазари. Берзите се склони да сметаат дека ова ќе биде нивната последна шанса за развој. Светската банка го нагласува ниското ниво на придонесите што ќе се уплатуваат во приватните пензиски фондови, но, сепак, верува дека тоа може да претставува извор на капитал за индустријата на пензиски фондови, што би се карактеризирал со пораст од 0,5% до 2% од БДП во следните 20 години. Како и да е, многу аналитичари се доста скептични во врска со перспективите на оваа нова индустрија. Новите приватни пензиски фондови се антиципираат или како институции кои што први ќе го пресечат самозатворачкиот маѓепсан круг на непостоечка побарувачка - непостоечка понуда на хартии од вредност или, пак, како институции кои што на краток рок, сепак, ќе бидат преслаби за да можат да помогнат во надминување на актуелниот застој на пазарот.

Правна рамка

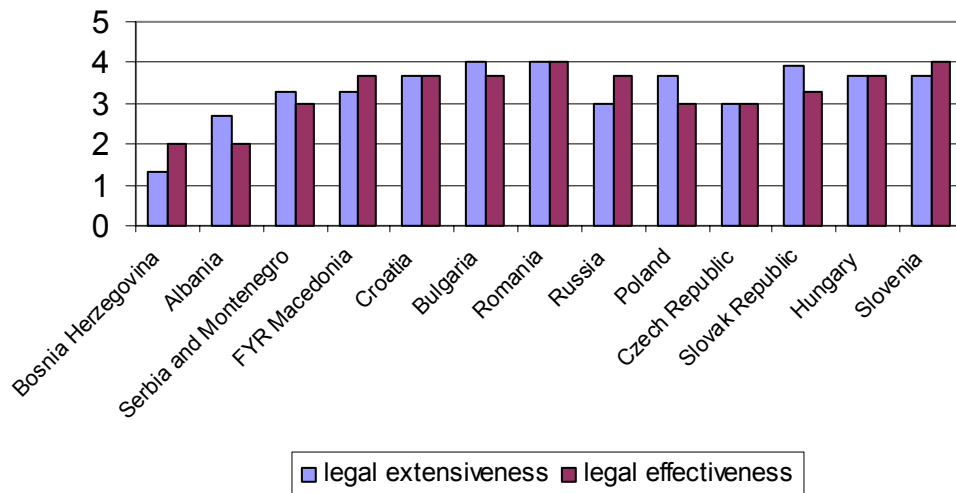
354. Прашањата поврзани со корпоративното управување најчесто се регулираат со два закони - законот за компании и законот за хартии од вредност. Дополнително, своевидно влијание на правната рамка за корпоративно управување имаат и законот за стечај и законот за работни односи.

355. Речиси во сите земји од Југоисточна Европа законите за компании се усвоија во раните фази на транзицијата, со оглед на тоа што тие обезбедуваа правна рамка за трансформација на претпријатијата во државна сопственост. Законите за хартии од вредност беа усвоени подоцна, паралелно со развојот на финансиските пазари. Законите за стечај беа усвоени или значително изменети дури неодамна.

356. Усвоените закони за компании и за хартии од вредност во голема мерка беа копии или, пак, инспирирани од странски модели и напишани "од нула". Како последица на ова, законите за компании и за хартии од вредност во најразвиените земји од Југоситочна Европа се со добар квалитет. Ова е особено случај по усвојувањето на редица измени и дополнувања во изминатите две години, со кои што се неутрализираа проблематичните решенија и недостатоци во правната легислатива. Сепак, во зависност од соодветната правна традиција и, исто така, во зависност од потеклото на добиената техничка помош при пишувањето на законите за хартии од вредност, во неколку случаи сè уште постои колизија помеѓу законите за компании, базирани на континенталниот модел или граѓанското право, и законите за хартии од вредност, базирани на англо-саксонскиот модел или општото право.

357. Добриот квалитет на правната рамка се одразува преку т.н. правни индикатори за сеопфатност на ЕБРД, кои што во повеќето земји од Југоисточна Европа можат без проблеми да им конкурираат на истите показатели во поразвиените европски земји во транзиција.

Графикон 12: Рејтинзи на ЕБРД за правна сеопфатност и ефективност (закон за компании)



Извор : Извештај за транзиција издаден од ЕБРД за 2002

Треба да стои на кирилица во легендата на графикот

Босниa Херцеговина	Босна и Херцеговина
Албаниа	Албанија
Србиa анд	Србија и Црна Гора
Монтенегро	
ФSP Мацедониa	Македонија
Цроатиa	Хрватска
Булгариa	Бугарија
Романиa	Романија
Руссиa	Русија
Поланд	Полска
Цзецх Републиц	Чешка
Словак Републиц	Словачка
Хунгарс	Унгарија
Словениa	Словенија

Под графикот:

сино - правна сеопфатност

бордо - правна ефективност

358. Сепак, главната правна пречка лежи во имплементацијата на прописите, а не во несоодветната легислатива, како што впрочем тоа е случај и во други земји во транзиција. Типичен пример за ова е фактот што тековните амандмани на законите се обидуваат да се справат со специфични злоупотреби, кои можеле да се решат и во рамките на постојната законска рамка доколку таа доследно се спроведувала.

359. Суштинската и фундаментална правна пречка е неразвиеноста на судските и административните системи, кои што се неспособни да обезбедат примена на акционерските права или, поопшто кажано, на комерцијалните закони. Консеквентно на тоа, правната рамка може да се смета за задоволителна или дури и добра, иако праксата на корпоративното управување де факто останува да биде доста лоша. Оваа дискрапанца соодветно се рефлектира во разликите на остварувањата на земјите од Југоисточна Европа при пресметките на правните индикатори на ЕБРД за сеопфатност и ефективност.

360. На судовите вообичаено им недостасуваат доволно човечки и финансиски ресурси што резултира во многу бавно разрешување на судските процеси. Уште поконкретно, постои акутен недостаток на обучени и непристрасни судии во сферата на трговското право и законите за компании.

361. Со оглед на многу лошата имплементација на правните прописи, компаниите и менаџерите можат да продолжат да се однесуваат како што ќе посакаат и да ги прекршуваат дури и елементарните правила, при што воглавно нема да сносат последици за тоа. Отстаството на присилно спроведување на законот создава нелојална конкуренција и општа недоверба помеѓу трговските партнери. Процедурите за арбитража кои ќе бидат општо прифатени и кои ќе можат присилно да се применуваат можат во голема мерка да ја подобрат оваа ситуација.

362. Слабостите на системот за присилно спроведување на законот нема да се решат на краток рок. Генерално гледано, примената и имплементацијата на законот се помеѓу главните пречки и предизвици на реформата на корпоративното управување во регионот. Всушност, постои голема дискрапанца помеѓу рамката на корпоративното управување, односно правните прописи што ја регулираат оваа проблематика и актуелната практика на корпоративното управување. Ова ја потенцира круцијалната улога што треба да ја одиграат административните органи, регулатори и саморегулирачки организации во развивањето на здрава пракса на корпоративно управување, обезбедувајќи минимално ниво на присилна примена на акционерските права.

АНЕКС Б: ПОИМНИК

ЗАСЕГНАТИ ЛИЦА

Поединци или групи за кои, покрај акционерите, одборот цени дека повремено имаат соодветен интерес и/или влијание врз работењето на компанијата и реализацијата на нејзините цели. Овие групи, воглавно, ги вклучуваат доверителите, вработените, добавувачите, клиентите, локалната заедница и субјектите поврзани со заштитата на човековата околина.

ПРЕТСЕДАВАЧ

Лице (без разлика на полот) кое што ги води седниците на одборот и раководи со него.

ИЗВРШЕН ЧЛЕН НА ОДБОР

Член на одборот кој е истовремено еден од повисоките раководители во компанијата и член на одборот. Со оглед на позицијата на менаџер или извршител, овие членови на одборот се на платниот список на компанијата. Покрај своите редовни обврски овие лица имаат обврски и како членови на одборот.

НЕИЗВРШЕН ЧЛЕН НА ОДБОР

Член на одборот кој, генерално кажано, не учествува во секојдневното работење на компанијата и нема статус на вработен во истата.

НЕЗАВИСЕН ЧЛЕН НА ОДБОР

Неизвршен член на одборот кој, со оглед на својата позиција во однос на компанијата, нејзините акционери и менаџментот, се карактеризира со непристрасност и објективност при работењето на одборот. Најопшто земено, се смета дека за некој да се квалификува како независен член тој/таа не смее да има (или да се смета дека има) битен конфликт на интереси со компанијата или некој субјект близок до неа. Тој/таа не смее да има деловен или договорен однос со компанијата (освен договорот за услуги во својство на член на одборот) и не смее да биде под недозволен притисок од страна на други членови на одборот или група на акционери. Различни групи на институционални инвеститори имаат предочено кои видови на релации на членовите на одборот, според нивно мислење, ја компромитираат нивната независност.

АНЕКС В: КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

1. Асоциатион оф Бритисх Инсурерсе - Дисцлосуре Гуиделинес он Социал Респонсбилитс (2001)
2. Бритисх Институте оф Дирецторс - Стандардс фор тхе Боард (Иод, Лондон, 2001)
3. Бритисх Институте оф Дирецторс - Тхе Цомпанс Дирецторес Гуиде (Иод, Лондон, 2002)
4. Бритисх Национал Асоциатион оф Пенсион Фунд - Тоњардс беттер цорпорате говернанце (2000)
5. ЦАДБУРС Сир Адриан - Цорпорате Говернанце анд Цхаирмансхип, а персонал виењ (Оцфорд Университс Пресс, 2002)
6. ЦАПАУЛ Миерта анд ФРАМОНД Оливиер - Тхе Стате оф Цорпорате Говернанце, Ецпериенце фром Цоунтрс Ассесментс, (ЊБ Полиц Ресearч Њоркинг Папер, нЊ2858, Јуне 2002)
7. Цоммисион он Статуторс Аудиторсе Индепенденце ин тхе ЕУ: А Сет оф Фундаментал Принциплес - Дирецтиве оф тхе Еуропеан Парлиамент анд оф тхе Цоунцил он Инсидер Деалинг анд Маркет Манипулатион: ЕУ Маркет Абусе Дирецтиве
8. ЕБРД Трансितिон Репорт, Енергс ин Трансितिон, 2001
9. ЕБРД Трансितिон Репорт, Агрикултуре анд Рурал Трансितिон, 2002
10. Еуропеан Греен Папер - Промотинг а Еуропеан Фрамењорк фор Цорпорате Социал Респонсбилитс (2001)
11. Хиггс Репорт - Ревиењ оф тхе роле анд еффецтивенесс оф нон-ецецutive боард мемберс (2003)
12. ИФАЦ Цоде оф Етхицс

13. ИОСЦО (Интернационал Организатион оф Сеџуритиес Цоммисионс) Нон-Финанциал Дисцлосуре Релџуирементс фор Цросс Бордер Офферингс анд Иниџиал Листингс бс Форейгн Иссуерс
14. ИОСЦО Принциплес фор Аудитор Оверсигхт (Оцтобер 2002)
15. ИОСЦО Принциплес оф Аудитор Индепенденце анд тхе Роле оф Цорпорате Говернанце ин Мониторинг ан Аудиторес Индепенденце (Оцтобер 2002)
16. ИОСЦО Теџхниџал Цоммиттее - Принциплес фор Онгоинг Дисцлосуре анд Материал Девелопмент Репортинг бс Листед Ентитиес (а статемент иссуед ин Оцтобер 2002)
17. ИОСЦО - Објецтивес анд Принциплес оф Сеџуритиес Регулатион (драфтед ин Фебруарс 2002)
18. ОЕЦД Принциплес оф Цорпорате Говернанце (1999)
19. Сурвес оф Цорпорате Говернанце Девелопментс ин ОЕЦД Цоунтриес (2003)
20. ТУРНБУЛЛ Р. - Интернал Цонтрол: Гуиданце фор Дирецторс он тхе Цомбинед Цоде (Тхе Институте оф Цхартеред Аџцоунтантс ин Енгланд анд Њалес, Лондон, 1999)
21. УНДП Глобал Цомпаџт, енџоурагинг цомпаниес то респецт стакехолдерс анд пусхинг фор цорпорате цитизенсхип (2000)

АНЕКС Г: ЛИСТА НА УЧЕСНИЦИ НА ТРКАЛЕЗНАТА МАСА

ПРЕТСТАВНИЦИ НА ДРЖАВИТЕ ВКЛУЧЕНИ ВО ТРКАЛЕЗНАТА МАСА

Албаниа	Мс. Анџела Дервисхи Цхиеф оф Публиц анд Интернационал Релатионс Албаниан Сеџуритиес Цоммисион
Албаниа	Мр. Артан Гјергјџи Бурсес Депармент Тирана Стоцк Еџџханге
Албаниа	Мс. Енкела Идризи Депутс Генерал Манагер Тирана Стоцк Еџџханге
Албаниа	Мр. Гентиан Керри Лањсер Албаниан Схаре Регистер
Албаниа	Мр. Гафур Луга Еџеџутиве Дирецтор Албаниан - Америџан Траде анд Девелопмент Ассоџиатион
Албаниа	Мс. Менка Марку Цхиеф оф Лиценсинг Дивисион Албаниан Сеџуритиес Цоммисион

Албаниа	Мр. Елвин Мека Генерал Манагер Тирана Стоцк Еџцханге
Албаниа	Мр. Ромео Митри Вице Пресидент Албаниан Институте оф Аутхорисед Цхартеред Аццоунтантс (ИЕКА)
Албаниа	Мр. Фатос Реца Цхаирман Албаниан Сецуритиес Цоммисион
Албаниа	Мр. Артан Цханго Генерал Дирецтор Албаниан Схаре Регистер
Босниа анд Херзеговина	Мс. Илма Ајановиц Еџецутиве Манагер Ревизон, Сарајево
Босниа анд Херзеговина	Мр. Едих Бахдиц Дирецтор Маркет Инвестмент Гроуп
Босниа анд Херзеговина	Мр. Алија Баксиц Депутс Министер фор Траде анд Тоурисм - Цоординатор Цоординатор оф тхе Интер-Ентитс Цоординатион Боард фор Имплементатион оф ФИАС Студс анд Ацтион План ФБиХ Министрs оф Траде анд Тоурисм
Босниа анд Херзеговина	Мр. Едиб Басиц Пресидент Сецуритиес Цоммисион оф тхе Федератион оф Босниа анд Херзеговина

**Босниа анд
Херзеговина-**

Мр. Милан Бозиц
Цхиеф Едцутиве
Банја Лука Стоцк Едцханге

**Босниа анд
Херзеговина**

Мс. Селма Цабаравдиц
Јуниор Цонсултант фор Лањ Иссуес
Ревизон, Сарајево

**Босниа анд
Херзеговина**

Проф. Др. Гордана Цениц-Јотановиц
Профессор
Сцхоол оф Ецономицс
Университс оф Банја Лука

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Сефкија Цовиц
Профессор
Университс оф Сарајево

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Едхем Делиц
Дирецтор
"Ми-Гроуп" Д.Д. Сарајево

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Михрет Диздар
Индепендент Цонсултант, Цорпорате анд
Сецуритиес Лањ
Привате Сецтор/Индепендент

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Енес Готовуса
Цоммиссионер
Мембер оф тхе Адвисорс Боард оф тхе Форум
он Цорпорате Говернанце
ФБиХ Сецуритиес Цоммиссион

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Ахмед Ходзиц
Дирецтор
Сарајево Стоцк Едцханге

**Босниа анд
Херзеговина**

Мс. Енида Имамагиц
Пројецт Цо-ординатор, Приватисатион оф
Ентерприсес ин Босниа
Деутсцхе Геселлсцхафт фјяр Тецхнисцхе

Зусамменарбеит (ГТЗ) ГмбХ

**Босниа анд
Херзеговина** Мр. Марин Иванесивиц
Дирецтор, Ревизон ЛЛЦ Бусинесс Цонсултинг
& Ресеарцх Девелопмент Сервицес анд
Мембер оф тхе Адвисорс Боард оф тхе Форум
он Цорпорате Говернанце

**Босниа анд
Херзеговина** Мр. Ибрахим Мехиновиц
Дирецтор
Проф-Плус

**Босниа анд
Херзеговина** Мс. Бојана Јаксиц
Дирецтор
Кристал Инвест Фонд

**Босниа анд
Херзеговина** Мс. Билјана Кајкут
Цонсултант
Сецуритиес Цоммисион оф Република
Српска

**Босниа анд
Херзеговина** Мр. Винко Ковацевиц
Дирецтор
Еуроинвестмент ПИФ Манагемент Цомпанс

**Босниа анд
Херзеговина** Мр. Фарис Нјемцевиц
Дирецтор
"Проф-Ин" Манагемент Цомпанс

**Босниа анд
Херзеговина** Мр. Милан Поповиц
Депутс Пресидент
Мембер оф тхе Адвисорс Боард оф тхе Форум
он Цорпорате Говернанце
Сецуритиес Цоммисион оф Република
Српска

**Босниа анд
Херзеговина**

Мс. Мира Потконјак
Цонсултант
Сеџуритиес Цоммисион оф Република
Српска

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Сенад Пекмез
Сениор Аџџоунтинг Цонсултант
УСАИД/ИБТЦИ - Привате Сеџтор
Аџџоунтинг Реформ Пројецт -

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Зелјко Риџка
Еџеџутиве Манагер
Ревиџон, Тузла

**Босниа анд
Херзеговина**

Мс. Бранка Рисовиџ
Маркетинг & ПР Манагер
Кристал Инвест Фунд

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Владимир Рудиџ
Цонсултант
Сеџуритиес Цоммисион оф Република
Српска

**Босниа анд
Херзеговина**

Мс. Бојана Ткалџиџ-Дуриџ
Лањсер
Мембер оф тхе Адвисорс Боард оф тхе Форум
он Цорпорате Говернанџе
Лањсер'с Оффиџе

**Босниа анд
Херзеговина**

Мр. Ненад Томовиџ
Дирецтор
Зеџтер Фунд

**Босниа анд
Херзеговина**

Др. Демир Сенер
Сениор Полиџ Адвисор
ПриџеЊатерхоусеЦооперс

Босниа анд Херзеговина	Мр. Бранислав Зугиц Сецретарс Генерал Цоординатор оф тхе Интер- Ентитс Цоординатион Боард фор Имплементатион оф ФИАС Студс анд Ацтион План РС Министрс оф Форейгн Ецономиц Аффаирс
Булгариа	Мс. Ралитса Агаине Мембер оф Парлиамент, Цхаирман - Инвестментс анд Цапитал Маркетс Субцоммиттее, Ецономиц Полицс Цоммиттее Булгариан Натионал Ассемблс
Булгариа	Мр. Босан Белев Цоординатор, Ецономиц Програм Центер фор тхе Студс оф Демоцрацс
Булгариа	Проф. Бистра Боева Профессор, Центре фор Цорпорате Говернанце Дурвенитза, студент кампус Цхр.Ботев
Булгариа	Мр. Стефан Петранов Цхаирман оф тхе Боард оф Дирецторс Златен Лев Цапитал, Фунд Манагемент Цомпанс
Булгариа	Др Мариа Прохаска Сениор Ресеарцхер Центре фор Ецономиц Девелопмент
Булгариа	Мс. Димана Ранкова Хеад оф Легал Департмент анд Мембер Булгариан Натионал Сецуритиес Цоммисион
Булгариа	Др. Пламен Тцхипев Сениор Ресеарцхер, Институте оф Ецономицс Институте оф Ецономицс´ Булгариан Ацадемс оф Сциенцес

Булгариa	<p>Мр Константин Стамболов Легал Манагер, Таџ & Легал АФА Цонсултантс</p>
Булгариa	<p>Др. Стосан Тосхев Цхиеф Инвестмент Оффицер ДОВЕРИЕ Пенсион Ассуранце Цомпанс</p>
Цроатиa	<p>Мр. Огнјен Антунаџ Депутс Манагинг Дирецтор Виктор Ленаџ</p>
Цроатиa	<p>Мс. Блазенка Ерор Матиџ Мембер оф тхе Боард Цроатиан Пенсион Инвестмент Фонд</p>
Цроатиa	<p>Др. Драго Ценгиџ ИВО ПИЛАР Институте оф Социал Сциенцес</p>
Цроатиa	<p>Мс. Невенка Церовскс Мембер оф тхе Боард, ЦФО Подравка д.д</p>
Цроатиa	<p>Др. Едита Цулиновиџ-Херџ Ассистант Профессор Факултс оф Лањ, Университс оф Ријека</p>
Цроатиa	<p>Мр. Бранко Девиџ Генерал Манагер, Легал Афааирс Дивисион Раиффеисенбанк</p>
Цроатиa	<p>Др. Тихомир Домазет Ассистант Министер Министрс оф Финанце</p>

- Цроатиа** Мр. Андреј Галогаза
Генерал Цоунсел
Тхе Загреб Стоцк Едцханге
- Цроатиа** Мр. Милан Хорват
Цроатиан Емплосерс Ассоциатион
- Цроатиа** Мр. Хрвоје Јапуниц
Агрокор д.д.
- Цроатиа** Мр. Дионис Јуриц
Ресеарцх Ассистант
Университс оф Ријека
- Цроатиа** Мр. Горан Крмпотиц
Министрс оф Ецономс, Републиц оф Цроатиа
- Цроатиа** Мр. Драгутин Леџиц
Факултс оф Лањ
Университс оф Ријека
- Цроатиа** Мс. Барбара Мајцен
Цомпанс Сецретарс
ПЛИВА д.д
- Цроатиа** Мр. Дарко Маринац
Пресидент оф тхе Манагемент Боард
Подравка д.д
- Цроатиа** Мр. Франјо Мисак
Ассистант то Вице Пресидент
Цроатиан Приватисатион Фонд

Цроатиа	Мр. Дарко Остоја Манагер ИЦФ Инвест д.о.о
Цроатиа	Мр. Маринко Папуга Цхаирман Загреб Стоцк Еццханге
Цроатиа	Мр. Златко Павициц Департмент Манагер Загреб Цхамбер оф Цоммерце
Цроатиа	Мс. Хрвојка Периц Цомпанс Сецретарс ЛУРА д.д.
Цроатиа	Мр. Зарко Петрак Министер Цоунселлор Министрс оф Фореигн Аффаирс
Цроатиа	Мр. Владимир Пускариц Ассистант Дирецтор Агенцс фор Супервисион оф Пенсион Фондс анд Инсуранцес
Цроатиа	Мр. Домагој Рациц Ецономист Тхе Институте оф Ецономицс
Цроатиа	Мр. Ивица Смилјан Цхаирман Делоитте & Тоуцхе Тохматсу
Мацедониа	Мс. Емилија Белогаска Дирецтор оф Инвестмент Промотион Департмент Приватисатион Агенцс

- Македонија** Мс. Билјана Цепујноска
Инвестмент Специалист
Македониан Бусинесс Ресоурце Центер
- Македонија** Мр. Леонид Децев
Сениор Асоциате
Приватисатион Агенц
- Македонија** Мрс. Елисабета Георгиева
Цоммерциал Програм Манагер
АБА/ЦЕЕЛИ
- Македонија** Мс. Верица Хадзи-Василева
Цорпорате анд Финанце Лањ
Ернст & Соунг
- Македонија** Мр. Зоран Јакимовски
Дирецтор оф Легал & Персоннел Дивисион
МАКПЕТРОЛ АД - Скопје
- Македонија** Мс. Марија Јовановска
Дирецтор
Приватисатион Агенц
- Македонија** Проф. Горан Коевски
Профессор, Цомпанс анд Цоммерциал Лањ
Факултс оф Лањ
Скопје Университс
- Македонија** Милцо Купев
Легал Дирецтор
Македониан Стоцк Еџханге
- Македонија** Мр. Самир Латиф
Легал Адвисор
УСАИД Пројецт в Македонија Цорпорате
Говернанце анд Цомпанс Лањ Пројецтг

имплементед бs Делoitте Тоуцхе Тохматсу
Емергинг Маркетс Лтд

- Македониa** Мр. Илцо Лазарески
Сениор Ассоциате
Приватисатион Агенц
- Македониa** Мс. Маса Малахова
Банкруптцс Јудге
Муницпал Цоурт Скопје ИИ
- Македониa** Мр. Слободан Сајноски
Дирецтор оф Легал Департмент
Приватисатион Агенц
- Македониa** Мр. Борјан Солјаков
Пресидент
Македониан Бусинесс Ресоурце Центер
- Македониa** Мр. Иван Стериев
Дирецтор, Сецуритиес Традинг &
Сурвеилланце Департмент
Македониан Стоцк Еццханге
- Македониa** Мр. Томо Томовски
Дирецтор, Сецуритиес анд Еццханге
Цоммисион
- Молдова** Др. Светлана Ицхизли
БИЗПРО-Молдова
- Романиa** Мс. Петра Алецандру
Депутс Генерал Манагер
Буцхарест Стоцк Еццханге

- Романиа** Мр. Богдан Алолеа
БЦР Ассет Манагемент
- Романиа** Проф. Габриела Ангхелацхе
Пресидент
Романиан Национал Сецуритиес Цоммисион
- Романиа** Др. Ион Антон
Манагинг Дирецтор
Интернационал Центер фор Ентрепренеуриал
Студиес,
Университс оф Буцхарест
- Романиа** Мр. Иоан Бациулесцу
Мембер оф тхе Боард
Буцхарест Стоцк Еццханге
- Романиа** Мр. Нелсон Барбулесцу
Цоунцилор
Романиан Национал Сецуритиес Цоммисион
- Романиа** Мр. Дан Бунеа
Мембер оф Боард оф Говернорс
Буцхарест Стоцк Еццханге
- Романиа** Мс. Симона Цонстантинесцу
БЦР Ассет Манагемент
Финанциал Плаза
- Романиа** Мр. Сорин Давид
Хеад оф тхе Легал Гроуп
ПрицеНатерхоусе Цооперс Романиа
- Романиа** Мс. Надин Даниел
Програм Манагер
Финанциал Сервицес Волунтеер Цорпс
(ФСВЦ)

Романиа Мр. Мариан Дину
 Сецретарс оф Боард оф Говернорс
 Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мр. Цристиан Добре
 ПР & РД ецперт
 Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Др. Аурелиан Доцхиа
 Генерал Дирецтор
 Социётё Гёнёрале

Романиа Мс. Стелуга Енацхе
 Ецономист
 Натионал Траде Унион Блоц

Романиа Мр. Вицтор Ерос
 Цоммисионер
 Романиан Натионал Сецуритиес Цоммисион

Романиа Мр. Стере Фармацхе
 Генерал Манагер & ЦЕО
 Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мс. Нарциса Фату
 Легал Адвисор
 Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мр. Илие Флорин
 БЦР Ассет Манагемент
 Финанциал Плаза

Романиа Мс. Ралуца Георгесцу
 Депутс Генерал Сецретарс
 Романиан Натионал Сецуритиес Цоммисион

Романиа Мс. Цристина Ходеа
Инвестмент Адвисор
Буцхарест Ељуитс Ресеарцх Гроуп (БЕРГ)

Романиа Мс. Ангела Ионита
Боард Мембер
Терапия СА - Цлуј Напоца

Романиа Мс. Гратиела Иордацхе
Едесутиве Дирецтор
Асоциатиа Ацтионарилор

Романиа Мрс. Мариа Лазар
Цоунцилор
Романиан Национал Сецуритиес Цоммисион

Романиа Мр. Роберт Луке
Манагинг Дирецтор
ГЕД Цонсултанцс Романиа СРЛ

Романиа Мр. Марк МцЦорд
Цхиеф оф Партс
Центер фор Интернационал Привате
Ентерприсе (ЦИПЕ)
Буцхарест Оффице

Романиа Мс. Елена Марцхиданн
Традинг & сурвеилланце ецперт
Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мр. Оцтавиан Мерце
Цоммисионер
Романиан Национал Сецуритиес Цоммисион

Романиа Др. Паул-Габриел Мицлаус
Цоммисионер
Романиан Национал Сецуритиес Цоммисион

Романиа Мр. Драгос Неацсу
Мембер оф тхе Боард оф Говернорс
Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мрс. Родица Негоита
П.Р. & Р.Д. Дирецтор
Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мрс. Илеана Нита
Дирецтор Листинг & Мемберсхип Дивисион
Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мр. Сергиу Опресцу
Пресидент
Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мс. Деспина Пасцал
Манагемент, Цонсултинг анд Траининг
АЦА Интернационал Цонсултинг Лтд.

Романиа Мр. Андреи Патрасцу
Цоунцилор
Романиан Национал Сецуритиес Цоммисион

Романиа Мр. Разван Павел
ПР & РД ецперт
Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мр. Овидиу Сергиу Поп
Вице Пресидент оф Боард оф Говернорс
Буцхарест Стоцк Еццханге

Романиа Мс. Цаталина Присцу
БЦР Ассет Манагемент
Финанциал Плаза

- Романиа** Мр. Цаталин Раду
 ПР & РД еџперт
 Буцхарест Стоцк Еџцханге
- Романиа** Мрс. Цлаудиа Цаталина Сава
 Цоунцилор
 Романиан Национал Сеџуритиес Цоммисион
- Романиа** Мр. Септимиу Стоица
 Вице Президент
 Буцхарест Стоцк Еџцханге
- Романиа** Мр. Петре-Павел Сзел
 Манагинг Дирецтор
 Мунтения Цонсулт С.А.
- Романиа** Мс. Адриана Танасоиу
 Депутс Генерал Манагер
 Буцхарест Стоцк Еџцханге
- Романиа** Мр. Давид Троњ
 Партнер
 ПрицењатерхоусеЦооперс
- Романиа** Мс. Цристина Удресцу
 ПР & Цоммуниџатионс Адвисор
 Романиан Министрс оф Форейгн Аџфаирс
- Романиа** Мр. Ионел Воинесцу
 Цоунцилор
 Романиан Национал Сеџуритиес Цоммисион
- Романиа** Мр. Том Њинцек
 Президент
 Фондацион фор Хуман Ресорцес

**Сербиа анд
Монтенегро**

Мс. Маја Бацовиц
Ассистант Лецтурер
Факултс оф Ецономиц
Университс оф Монтенгро

**Сербиа анд
Монтенегро**

Мс. Лидија Бизиц
Легал Адвисор
Белграде Стоцк Еџчанге

**Сербиа анд
Монтенегро**

Др. Билјана Богицевиц
Факултс оф Ецономиц
Университс оф Белграде

**Сербиа анд
Монтенегро**

Мр. Бруце Царрие
Адвисор
Сербиан Приватисатион Агенцс

**Сербиа анд
Монтенегро**

Мс. Светлана Церовиц
Листинг & Маркетинг Адвисор
Белграде Стоцк Еџчанге

**Сербиа анд
Монтенегро**

Мр. Зоран Дјикановиц
Цхаирман
Сеџуритиес Цоммисион оф Монтенегро

**Сербиа анд
Монтенегро**

Мр. Никола Фабрис
Сениор Ресеарцх Феллоњ
Ецономиц Институте

**Сербиа анд
Монтенегро**

Мс. Јелена Галиц
Еџекутиве Дирецтор
Ецономиц Институте

**Сербиа анд
Монтенегро**

Мр. Ненад Илиц
Легал Адвисор
Министрс оф Интернационал Ецономиц
Релатионс

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Петар Ивановиц
Дирецтор оф тхе Центер
Центер фор Ентрепренеурсхип (ЦФЕ)

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Слободан Лакиц
Пресидент
Монтенегрин Сецуритиес Цоммисион

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Нада Маровиц
Сецретарс оф тхе СЕЦ ин Монтенегро

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мс. Андреја Марусиц
Легал Ецперт
Министрс оф Ецономс анд Приватисатион

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Небојса Медојевиц
Дирецтор
Центре фор Трансितिон ин Монтенегро -
НГО

**Сербиa анд
Монтенегро**

Др. Боско Мијатовиц
Говернмент Ецперт он Приватисатион
Центре фор Либерал-Демоцратиц Студиес

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Аарон Пресналл
Регионал Дирецтор
ЕастЊест Институте

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Александар Радуловиц
Депутс Пресидент оф тхе Боард оф
Дирецторс
Нењ Сецуритиес Еццханге Монтенегро

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Владислав Станковиц
Сениор Адвисор
Сугослав Сецуритиес анд Финанциал Маркет
Цоммисион

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Милко Стимац
Дирецтор
Г17 Институт

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Неделјко Сускавцевиц
Листинг анд Сурвеилланце Депармент
Монтенегро Стоцк Еџханге

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мрс. Светлана Тодоровиц
Сениор Адвисор
Сугослав Сеџуритиес анд Финанциал Маркет
Цоммисион

**Сербиa анд
Монтенегро**

Мр. Зоран Вукцевиц
Депутс Сеџретарс
Сеџретариат оф Девелопмент

ПРЕТСАВНИЦИ НА ЗЕМЈИТЕ - ЧЛЕНКИ НА ОЕЦД

Белгиум	Мр. Лео Голдсцхмидт Цхаирман, Цорпорате Говернанце Цоммитее, АПЦИМС-ЕАСД (Асоциатион оф Привате Цлиент Инвестмент Манагерс анд Стоцкброкерс - Еуропеан Асоциатион оф Сецуритиес Деалерс) ц/о Банк Дегрооф
Белгиум	Мр. Јероен Вергеслен Сецретарс оф тхе Ембассс оф Белгиум то Буцхарест, Романиа
Белгиум	Проф. Др. Еддс Њсмеерсцх Профессор, Фацултс оф Лањ Университс оф Гхент
Цзецх Републиц	Мр. Мицхаел Голд Манагинг Дирецтор Цримсон Цапитал/Орландо Гроуп
Цзецх Републиц	Мр. Томас Језек Вице-Цхаирман Тхе Асоциатион оф Инвестмент Сервицес Интермедиариес
Франце	Мр. Францоис Сцхњартз Депутс Сениор Вице Пресидент Финанце Ренаулт С.А.
Германс	Мс. Јелла Беннер-Хеинацхер Манагинг Дирецтор Деутсцхе Сцхутзвереинигунг фјяр Њертпапиербеситз

- Германс** Мс. Астрид Буссе
ГТЗ-Цонсултант
Деутсче Геселлсцхафт фяр Тецхнисцхе
Зусамменарбеит (ГТЗ)ГмбХ (Герман
билатерал Тецхницал Ассистанце Агенцс)
- Германс** Мр. Бернд Хеинзе
Ецономиц Цоунселлор
Герман Ембасс ин Романиа
- Германс** Мр. Еберхардт Ролле
Хеад оф Тхе Приватисатион анд Инвестмент
Полицс Департмент
Федерал Министрс оф Финанце
- Грееце** Проф. Панагиотис Аледакис
Цхаирман
Атхенс Стоцк Еццханге
- Грееце** Мс. Цхристина Маналопулоу
Специал Цоунселор, Секретарс Генерал'с
Оффице
Министрс оф Национал Ецономс
- Грееце** Мр. Харилаос Мертзанис
Дирецтор, Департмент оф Ресearч,
Мониторинг оф Цапитал Маркетс анд
Интернатионал Релатионс
Хеллениц Цапитал Маркет Цоммисион
- Грееце** Проф. Ставрос Тхомадакис
Цхаирман
Хеллениц Цапитал Маркет Цоммисион
- Грееце** Мр. Тхомас Њелс
Партнер
МцKinсes & Цомпанс, Инц

Хунгарс	Мс. Тунде Хегси Будапест Стоцк Едцханге
Хунгарс	Мрс. Каталин Кавецкинэ Др Фаркас Сениор Цоунселлор Министрс оф Ецономс анд Транспорт
Хунгарс	Мр. Геоффрес Мазулло Депутс Дирецтор, Цапитал Маркетс Специалист Еаст-Нест Манагемент Институте
Хунгарс	Др. Агота Одрс Депутс Генерал Манагер Будапест Стоцк Едцханге
Нетхерландс	Проф. Јосепх МцЦахерс Профессор оф Еуропеан Лањ Тилбург Университс
Поланд	Мс. Данута Допиерала Цхиеф специалист, Департамент оф Еуропеан Интеграцион анф Форейгн Релатионс Министрс оф тхе Треасурс
Поланд	Мр. Крзстоф Лис Пресидент (ИРБ) Институте оф Привате Бусинесс
Поланд	Мс. Агниесзка Мацазек Сениор Специалист Министрс оф тхе Треасурс
Португал	Мр. Пауло ЦОмара Хead, Иссуерс Департмент ЦМВМ

- Спаин** Mr. José Гарціа Лопез
Едцутиве Адвисер оф тхе Министер фор
Ецономс
Министерио де Ецономіа s Хациденда
- Спаин** Mr. Мигуел Мора
Сениор Адвисор
Треасурс, Министрс оф Ецономс
- Спаин** Mr. Јуан Мунгуира Гонзалез
Лањсер, мембер оф тхе Интернационал
Аффаирс Департмент
Комисион Национал дел Мерцадо де Валорес
(ЦНМВ)
- Туркес** Ms. Есин Ацар
Едперт
Туркиск Интернационал Цо-оператион
Агенцс (ТИЦА)
- Туркес** Др. Мелса Арарат
Едцутиве Дирецтор, Цорпорате Говернанце
форум оф Туркес
Фацултс Мембер, Сабанци Университс
Градуате Сцхоол оф Манагемент
- Туркес** Mr. Булент Арданиц
Фрееланце Цонсултант
- Туркес** Mr. Булент Асдогар
Специалист
Истанбул Стоцк Едцханге
- Туркес** Mr. Хамди Багци
Хеад оф Департмент
Цапитал Маркетс Боард оф Туркес

- Туркес** Mr. Саман Басаран
Ассистант Дирецтор
Истанбул Стоцк Еццханге
- Туркес** Ms. Аззер Билгиц
Специалист Листинг Депармент
Истанбул Стоцк Еццханге
- Туркес** Mr. Нисази Цангир
Депутс Дирецтор Генерал
Министрс оф Финанце
- Туркес** Ms. Тулас Цатак
Инспектор
Истанбул Стоцк Еццханге
- Туркес** Mr. Осман Динцбас
Манагинг Партнер
Ернст & Соунг
- Туркес** Mr. Мурат Догу
Ецперт
Цапитал Маркетс Боард оф Туркес
- Туркес** Др. Умит Измен
Депутс Сецретарс Генерал
ТУСАИД
- Туркес** Ms. Гязер Кадрисе
Ецперт, Бондс анд Биллс Маркет
Истанбул Стоцк Еццханге
- Туркес** Др. Нихат Каса
Вице Пресидент
Туркисх Интернационал Цо-оператион
Агенцс (ТИЦА)

- Туркес** Mr. Силдирим Киргоз
Адвисор то тхе Пресидент
Ассоциатион оф Туркисх Цхамбер оф
Цоммерце
- Туркес** Ms. Нецла Кущукшолак
Ецперт
Истанбул Стоцк Еццханге
- Туркес** Mr. Хакан Орбас
Ассистант Профессор
Сабанци Университс
- Туркес** Др. Мустафа Озцам
Ецперт
Тхе Цапитал Маркетс Боард оф Туркес
- Туркес** Mr. Левент Озер
Ресеарчх Специалист
Истанбул Стоцк Еццханге
- Туркес** Mr. Арил Серен
Сениор Вице Цхаирман
Истанбул Стоцк Еццханге
- Туркес** Mr. Мурат Токер
Цхиеф Аудитор, Перформанце Аудитинг
Гроуп
Туркисх Цоурт оф Аццоунтс
- Туркес** Др. Еркан Усгал
Хеад оф Ресеарчх Департмент
Цапитал Маркетс Боард оф Туркес
- Туркес** Mr. Кутлухан Силмаз
Ассистант Ецперт
Генерал Дирецторате оф Форейгн Ецономиц
Релатионс
Стате Планнинг Организатион

**Униџед
Кингдом**

Мс. Вивиен Асхтон
Боард Мембер
Тераџиа СА Цлуј

**Униџед
Кингдом**

Мр. Цолин Мелвин
Дирецтор оф Цорпорате Говернанце
Хермес Инвестмент Манагемент Лимитед

**Униџед
Кингдом**

Мс. Јенниџ Миллс
Дирецтор
Милфорд Интернационал Ассоциатес Лтд

**Униџед
Кингдом**

Мс. Царолине Пхиллипс
Дирецтор оф Полицс Унит
Институте оф Цхартеред Сецретариес анд
Администраторс

**Униџед
Кингдом**

Мр. Тонс Рентон
Адвисор
Институте оф Дирецторс

**Униџед
Статес оф
Америца**

Мс. Маргарет Блаир
Слоан Виситинг Профессор
Георгеџонн Университс Лањ Центер

**Униџед
Статес**

Др. Степхен Давис
Пресидент
Давис Глобал Адвисорс, Инц.

**Униџед
Статес**

Мр. Лоуис Лоњенстеин
Рифкинд Профессор емеритус оф Финанциал
Лањ
Цолумбиа Университс

**Униџед
Статес** Мр. Роберт Страхота
Ассистант Дирецтор, Оффице оф
Интернационал Аффairs
Униџед Статес Сеџуритиес анд Еџџханге
Цоммисион (СЕЦ)

ПРЕТСТАВНИЦИ НА ЗЕМЈИ КОИ НЕ СЕ ЧЛЕНКИ НА ОЕЦД

**Руссиан
Федератион** Мр. Алеџандер В Иконников
Еџецутиве Дирецтор
Инвестор Протеџтион Ассоџиатион

ПРЕТСТАВНИЦИ ОД НАЦИОНАЛНИ И МЕЃУНАРОДНИ ОРГАНИЗАЦИИ

**БСЕЦ
Бусинесс
Цоунџил** Др. Цостас Масманидис
Сеџретарс Генерал
Блаџк Сеа Еџономиџ Цооператион Бусинесс
Цоунџил

**Бусинесс анд
Индустрс
Адвисорс
Цоммитее
(БИАЦ)** Мр. Јаап Њ. Њинтер
Сениор Легал Цоунсел оф Унилевер анд
Ерасмус Университс оф Роттердам
Унилевер НВ

**Ценџер фор
Интернаџион
ал Привате
Ентерприсе
(ЦИПЕ)** Мр. Дана Соутхџортх
Проџецт Дирецтор - БиХ
Ценџер фор Интернаџионал Привате
Ентерприсе (ЦИПЕ)

**Ценџер фор
Интернаџион
ал Привате
Ентерприсе -
ЦИПЕ** Мс. Елена Сухир
Програм Оффиџер, Еурасиа/Централ Асиа
Ценџер фор Интернаџионал Привате
Ентерприсе (ЦИПЕ)

Центер фор Интернатион ал Привате Ентерприсе - ЦИПЕ	Mr. John Sullivan Едечутиве Дирецтор Центер фор Интернатионал Привате Ентерприсе (ЦИПЕ)
Еуропеан Банк фор Рецонструцти он анд Девелопмент (ЕБРД)	Mr. Хсианмин Цхен Цоунсел Еуропеан Банк фор Рецонструцтион анд Девелопмент (ЕБРД)
Еуропеан Банк фор Рецонструцти он анд Девелопмент (ЕБРД)	Mr. Линдсаs Форбес Дирецтор, Ељуитс Суппорт Еуропеан Банк фор Рецонструцтион анд Девелопмент (ЕБРД)
Еуропеан Банк фор Рецонструцти он анд Девелопмент (ЕБРД)	Dr. Жан-Пиерре Мéан Цхиеф Цомплианце Оффицер Оффице оф тхе Цхиеф Цомплианце Оффицер Еуропеан Банк фор Рецонструцтион анд Девелопмент (ЕБРД)
Еуропеан Цоммиссион	Mr. Ерик Ван дер Плаатс Администратор Еуропеан Цоммиссион унит Финанциал Репортинг анд Цомпанс Лаъ Еуропеан Цоммиссион
Глобал Цорпорате Говернанце Форум	Ms. Марие-Лауренце Гус Пројецтс Оффицер Глобал Цорпорате Говернанце Форум Њорлд Банк Гроуп
Глобал Цорпорате Говернанце Форум	Ms. Алссса Мацхолд Пројецт Девелопмент Цонсултант Глобал Цорпорате Говернанце Форум Њорлд Банк Гроуп

Смалл Ентерприсе Ассистанце Фундс (СЕАФ)	<p>Мр. Роберт Њебстер Регионал Дирецтор Тхе Смалл Ентерприсе Ассистанце Фундс (СЕАФ)</p>
Стабилитс Пацт фор Соутх Еаст Еуроπε	<p>Мр. Михаи-Разван Унгуреану Регионал Енвос оф тхе Стабилитс Пацт фор Соутх Еастерн Еуроπε Романиан Министрс оф Форейгн Аффайрс</p>
Траде Унион Адвисорс Цоммитее (ТУАЦ)	<p>Мр. Перрс Сесмоур Балкан Регионал Репрезентативе Америцан Центер фор Интернационал Лабор Солидаритс Булгариа</p>
Траде Унион Адвисорс Цоммитее (ТУАЦ)	<p>Мр. Роустем Давлетгуилдеев Цонсултант оф ТУАЦ то тхе ОЕЦД</p>
У.Н. Цонференце он Траде анд Девелопмент (УНЦТАД)	<p>Мс. Татиана Крслова Сецтион Хеад, Ентерприсе Интернационализатион Унитед Натионс Цонференце он Траде анд Девелопмент (УНЦТАД)</p>
У.С. Агенцс фор Интернацион ал Девелопмент (УСАИД)	<p>Мр. Санјин Арифовиц Унитед Статес Агенцс фор Интернационал Девелопмент (УСАИД)</p>
У.С. Агенцс фор Интернацион ал Девелопмент (УСАИД)	<p>Мс. Мирнеса Бајрамовиц Унитед Статес Агенцс фор Интернационал Девелопмент (УСАИД)</p>

**У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)**

Мрс. Сабина Дервесевиц
Програм Оффицер
Унитед Статес Агенц фор Интернатионал
Девелопмент (УСАИД)/Њорлд Леарнинг

**У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)**

Мр. Кевин Фогартс
УСАИД Цорпорате Говернанце анд Бусинесс
Инвестмент Пројецт

**У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)**

Мр. Доналд Харт
Цхиеф оф Партс
УСАИД Цорпорате Говернанце анд Бусинесс
Инвестмент Пројецт

**У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)**

Мр. Њиллиам Лањренце
Сениор Аццоунтинг анд Аудит Реформ
Адвисор
Унитед Статес Агенц фор Интернатионал
Девелопмент (УСАИД)

**У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)**

Мр. Емир Мехмедбасиц
АИД Приватизатион Специалист
Унитед Статес Агенц фор Интернатионал
Девелопмент (УСАИД)

**У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)**

Мс. Бранка Миликиц-Рамслер
Цапитал Маркетс Специалист
Барентс Гроуп оф КПМГ Цонсултинг
имплементинг УСАИД Ецономиц Реформ
Пројецт ин Монтенгро

**У.С. Агенц
фор
Интернатион**

Мр. Владимир Милин
Пројецт Цо-ординатор
УСАИД

ал
Девелопмент
(УСАИД)

У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)

Мс. Тамара Павлициц
Програм Цоординатор
Барентс Гроуп оф КПМГ Цонсултинг
имплементинг УСАИД Ецономиц Реформ
Пројецт ин Монтенгро

У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)

Мс. Маја Писцевиц
Сениор Легал Адвисор
Унитед Статес Агенц фор Интернатионал
Девелопмент (УСАИД)

У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)

Мр. Здравко Сами
Пројецт Манагемент Специалист
Ецономиц Гроџтх Оффице, УСАИД/Мацедониа

У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)

Мр. Јохн Сеонг
Привате Сецтор Девелопмент Оффицер
Унитед Статес Агенц фор Интернатионал
Девелопмент (УСАИД)

У.С. Агенц
фор
Интернатион
ал
Девелопмент
(УСАИД)

Мр. Хоњард Сумка
Цхиеф, Руле оф Лањ анд Говернанце Дивисион
Унитед Статес Агенц фор Интернатионал
Девелопмент (УСАИД)

Њорлд Банк

Мр. Алецандер Берг
Сениор Привате Сецтор Девелопмент
Специалист
Њорлд Банк

Њорлд Банк Мс. Миерта Цапаул
Сениор Специалист, Цорпорате Говернанце,
Привате Сецтор Адвисорс Сервицес
Њорлд Банк

Њорлд Банк Мр. Јохн Хегартс
Регионал Финанциал Манагемент Адвисор
Њорлд Банк

Њорлд Банк Мс. Леоница Сербан
Њорлд Банк

Њорлд Банк Мс. Доина Виса
Привате Сецтор Девелопмент Специалист,
Енергс Унит
Њорлд Банк

СЕКРЕТЕРИЈАТ НА ОЕЦД

**Организацион
фор** Мр. Раинер Геигер
Депутс Дирецтор
Економиц Дирецторате фор Финанциал, Фисцал анд
**Цо-операцион
анд** Ентерприсе Аффайрс (ДАФФЕ)
**Девелопмент
(ОЕЦД)**

**Организацион
фор** Мр. Матс Исакссон
Хеад, Цорпорате Аффайрс Дивисион
Економиц Дирецторате фор Финанциал, Фисцал анд
**Цо-операцион
анд** Ентерприсе Аффайрс (ДАФФЕ)
**Девелопмент
(ОЕЦД)**

**Организацион
фор** Мс. Матхилде Меснард
Администратор, Цорпорате Аффайрс
Економиц Дивисион
**Цо-операцион
анд** Дирецторате фор Финанциал, Фисцал анд
Ентерприсе Аффайрс (ДАФФЕ)
**Девелопмент
(ОЕЦД)**

**Организацион
фор** Мр. Јохн Риегер
Администратор, Анти-Цорруптион Дивисион
Економиц Дирецторате фор Финанциал, Фисцал анд
**Цо-операцион
анд** Ентерприсе Аффайрс (ДАФФЕ)
**Девелопмент
(ОЕЦД)**

**Организацион
фор** Мр. Давид Робинетт
Цонсултант, Цорпорате Аффайрс Дивисион
Економиц Дирецторате фор Финанциал, Фисцал анд
**Цо-операцион
анд** Ентерприсе Аффайрс (ДАФФЕ)
**Девелопмент
(ОЕЦД)**

**Организацион
фор
Економиц
Цо-операцион
анд
Девелопмент
(ОЕЦД)** Мс. Ијеома Инсама
Пројект Цо-ординатор, Цорпорате Аффаирс
Дивисион
Дирецторате фор Финанциал, Фисцал анд
Ентерприсе Аффаирс (ДАФФЕ)