

**BG**

**BG**

**BG**



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 5.4.2011  
COM(2011) 164 окончателен

## **ЗЕЛЕНА КНИГА**

**Европейска рамка за корпоративно управление**

## ЗЕЛЕНА КНИГА

### Европейска рамка за корпоративно управление

(текст от значение за ЕИП)

Неотдавна Европейската комисия потвърди своя ангажимент за постигане на устойчив и успешен единен пазар, насочен към гражданите и възстановяването на тяхното доверие. В своето съобщение „За Акт за единния пазар“ Комисията заяви: „от съществено значение е европейските предприятия да демонстрират по-голяма отговорност както спрямо своите служители и акционери, така и спрямо обществото като цяло<sup>1</sup>“. Корпоративното управление и социалната отговорност на бизнеса са сред основните елементи, върху които трябва да бъде изградено доверието на гражданите в единния пазар. Те спомагат също за повишаването на конкурентоспособността на европейските предприятия, тъй като съществуването на добре ръководени и устойчиви дружества е от решаващо значение за постигането на амбициозните цели за икономически растеж, поставени от „План 2020“<sup>2</sup>. В областта на социалната отговорност на бизнеса Комисията вече публикува обществено допитване относно оповестяването на нефинансова информация от дружествата<sup>3</sup> и по-късно тази година ще лансира нова рамкова инициатива за преодоляване на проблемите, свързани с обществените предизвикателства пред предприятията.

В комюникето си от 5 септември 2009 г. финансовите министри и управителите на централни банки на страните от Г-20 подчертаха нуждата от мерки за осигуряване на устойчив растеж и по-стабилна международна финансова система. Принципите на корпоративното управление представляват част от средствата за овладяване на неблагоприятните последици от недалновидното мислене и прекомерното поемане на риск<sup>4</sup>. С оглед на горепосоченото настоящата зелена книга има за цел да оцени доколко актуалната рамка за корпоративно управление е ефективна за европейските дружества.

Под корпоративно управление обикновено се разбира системата за управление и контрол на дружествата<sup>5</sup>, както и съвкупността от взаимоотношения между ръководството на дружеството, неговия управителен съвет, неговите акционери както и

---

<sup>1</sup> Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите: „За Акт за единния пазар. За изграждане на високо конкурентна социална пазарна икономика“ — COM (2010) 608, окончателен/2, стр. 27.

<sup>2</sup> Виж Заключенията на Европейския съвет от 17 юни 2010 г. на уебсайт [http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf).

<sup>3</sup> Допитването относно „оповестяването на нефинансова информация от страна на дружествата“ приключи през януари 2011 г.; виж уебсайт [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/non-financial\\_reporting\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm).

<sup>4</sup> Виж също публикацията на ОИСП „Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles“ (Корпоративното управление и финансовата криза – заключения и нови добри практики за по-добро прилагане на принципите), февруари 2010 г.

<sup>5</sup> Доклад на Комитета за финансовите аспекти на корпоративното управление („The Cadbury Report“), 1992 г., стр. 15, виж уебсайт <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

останалите заинтересовани страни<sup>6</sup>. Рамката за корпоративно управление на дружествата, чиито ценни книжа се търгуват на регулиран пазар в Европейския съюз, е комбинация от законодателни актове, актове с незадължителна правна сила, в т.ч. препоръки<sup>7</sup>, и кодекси за корпоративно управление. Едновременно с утвърждаването на кодекси за корпоративно управление на национално равнище Директива 2006/46/ЕО насърчава тяхното прилагане, като изисква в декларациите за корпоративно управление на дружествата, чиито ценни книжа се търгуват на регулираните пазари, да бъде посочен съответният кодекс, като неговото съблюдаване трябва да бъде отчитано според принципа „изпълнение или обяснение“<sup>8</sup>.

В процеса на установяване на най-важните въпроси, свързани с доброто корпоративно управление в ЕС, и подготовка на настоящата зелена книга Комисията проведе срещи с извадка от дружества, чиито ценни книжа се търгуват на регулираните пазари, принадлежащи към различни държави-членки и сектори на икономиката, с различни равнища на капитализация и акционерна структура. Проведени бяха и срещи с експерти в областта на корпоративното управление, както и с представители на инвеститорската общност и на гражданското общество. Някои от по-съществените въпроси бяха вече поставени в приетата през юни 2010 г. Зелена книга относно корпоративното управление във финансовите институции и политиката за възнагражденията<sup>9</sup>. Заинтересоваността на акционерите например е от значение за всички дружества, а не само за финансовите институции<sup>10</sup>. Финансовите институции обаче представляват отделна категория поради специфичните предизвикателства, с които те се сблъскват при осигуряването на ефективно управление на риска, както и системните рискове, които те крият за финансовата система. Следователно решенията, предложени в Зелената книга от юни 2010 г., може би не са приложими за всички европейски дружества. Ето защо в настоящата зелена книга са разгледани трите основни теми, намиращи се в основата на доброто корпоративно управление:

- Съветът на директорите — трябва да бъде ефикасен и ефективен, като поставя високи цели пред изпълнителното ръководство. Това означава, че в него трябва да участват членове без изпълнителни правомощия, с различни възгледи, умения и подходящ професионален опит. Тези членове трябва също да имат готовност да отделят необходимото време за изпълнение на своите функции в съвета. Особено важна е ролята на председателя на съвета, а също и отговорностите на съвета във връзка с управлението на риска.
- Акционерите — рамката за корпоративно управление се основава на допускането, че акционерите са ангажирани със съдбата на дружеството и търсят отговорност от управлението за постигнатите от него резултати. Съществуващите факти обаче сочат, че позицията на мнозинството от акционерите е пасивна, като те често се интересуват единствено от реализирането на краткосрочни печалби. Ето защо се

---

<sup>6</sup> Принципи за корпоративно управление на ОИСР, 2004 г., стр. 11, виж уебсайт <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

<sup>7</sup> Списък с мерките на ЕС в областта на корпоративното управление е поместен в приложение 2.

<sup>8</sup> При този подход, ако дружеството реши да се отклони от кодекса за корпоративно управление, то трябва да посочи причините за това и частите от кодекса, които то не е приложило.

<sup>9</sup> СОМ(2010) 284, виж също Становище за получените мнения — Резюме на отговорите, получени във връзка със Зелената книга на Комисията относно корпоративното управление във финансовите институции и политиката за възнагражденията, на уебсайт

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/governance/feedback\\_statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf).

<sup>10</sup> Виж горепосочената зелена книга, раздели 3.5 и 5.5.

счита за полезно да бъде проучена възможността повече акционери да бъдат накарани да търсят по-устойчива възвращаемост и дългосрочни резултати, както и да заемат по-активна позиция по отношение на корпоративното управление. При различните акционерни структури може освен това да възникнат и някои други въпроси, например във връзка със защитата на малцинственото участие.

- Как да се прилага подходът „изпълнение или обяснение“, на който се основава Европейската рамка за корпоративно управление. Според наскоро проведено проучване<sup>11</sup> в повечето случаи информационното качество на обясненията, публикувани от отклонилите се от препоръките на кодекса за корпоративно управление дружества, е незадоволително, като в редица държави-членки контролът върху прилагането на тези кодекси е недостатъчен. Следователно е необходимо да се разгледат възможностите за подобряване на ситуацията.

Трябва да бъдат отчетени и два предварителни въпроса.

Първо, европейските правила за корпоративно управление се прилагат спрямо „котираните“ дружества (т.е. дружества, които емитират акции, допуснати за търговия на регулиран пазар). В тях като цяло не се прави разграничение според размера<sup>12</sup> или вида на дружеството. Някои държави-членки обаче разполагат със специални кодекси за корпоративно управление, съобразени със спецификата на малките и средните предприятия<sup>13</sup>, при които например акционер, който има контролно дялово участие, може да бъде едновременно и управител. Тези кодекси съдържат препоръки, които отчитат размерът и структурата на дружеството, и следователно са по-лесно приложими от малките предприятия. В други държави-членки кодексите, предназначени за всички котираните дружества, съдържат определени разпоредби, съобразени с по-малките предприятия<sup>14</sup>. Въпросът е следователно дали в ЕС да има диференциран подход и кой е най-добрият начин за отчитане на потенциалните трудности, свързани с прилагането на някои практики за корпоративно управление спрямо различните по вид и размер дружества<sup>15</sup>.

И второ, добрите практики на корпоративно управление могат да са от значение и за акционерите на некотираните дружества. И макар някои аспекти на корпоративното управление да са вече уредени посредством разпоредби на частното дружествено

---

<sup>11</sup> Проучване на практиките по наблюдение и прилагане на корпоративното управление в държавите-членки, виж уебсайт [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf).

<sup>12</sup> Съществуват обаче някои изключения, според член 41, параграф 1, втора алинея от Директива 2006/43/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 17 май 2006 г. относно задължителния одит на годишните счетоводни отчети и консолидираните счетоводни отчети, за изменение на директиви 78/660/ЕИО и 83/349/ЕИО на Съвета и за отмяна на Директива 84/253/ЕИО на Съвета (ОВ L 157, 9.6.2006 г., стр. 87) държавите-членки могат да разрешат на МСП, чиито акции се търгуват на борсата, да не създават отделен одиторски комитет.

<sup>13</sup> Виж например „Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites“, декември 2009 г., Middlednext, на уебсайт <http://www.middlednext.com/>.

<sup>14</sup> Виж например „UK Corporate Governance Code“ на уебсайт <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

<sup>15</sup> Принципът за намаляване на административната тежест на малките и средните предприятия е застъпен и в текущия преглед на счетоводните директиви (директиви 78/660/ЕИО и 83/349/ЕИО на Съвета), въпреки че той е насочен основно към некотираните дружества, както и в Зелената книга относно одитната политика (СОМ(2010) 561), виж уебсайт [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/audit/green\\_paper\\_audit\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf).

право, съществуват редица необхванати области. Вероятно ще е необходимо да се съдейства за установяването на насоки за корпоративно управление на некотираните дружества: и при тях доброто и ефикасно ръководство играе съществена роля, особено като бъде отчетено икономическото значение на някои много големи техни представители. Освен това въвеждането на прекомерни изисквания към котираните дружества би могло да намали ползите от регистриране на борсата. Разработените за котираните дружества принципи не могат обаче просто да бъдат прилагани и спрямо останалите дружества, тъй като преследваните от тях цели са твърде различни. Някои професионални организации вече разработиха доброволни кодекси и предприеха инициативи на европейско<sup>16</sup> или на национално равнище<sup>17</sup>. Трябва следователно да се намери отговор на въпроса дали е необходимо ЕС да предприема действия във връзка с некотираните дружества.

Въпроси:

- (1) Трябва ли мерките на ЕС в областта на корпоративното управление да са съобразени с размера на котираните дружества? По какъв начин? Трябва ли да бъде установен диференциран и пропорционален режим за малките и средните котираните дружества? Ако отговорът е положителен, съществуват ли подходящи дефиниции или прагове? При наличието на такива, моля посочете начините за тяхното адаптиране спрямо условията при МСП, като отговорите на посочените по-долу въпроси.
- (2) Необходими ли са мерки в областта на корпоративното управление, предприети на равнище ЕС спрямо некотираните дружества? Трябва ли намесата на ЕС да акцентира върху насърчаването на разработването и прилагането на доброволни кодекси за некотираните дружества?

## 1. СЪВЕТ НА ДИРЕКТОРИТЕ

В настоящата зелена книга понятието „съвет на директорите“ се отнася основно до изпълняваните от директорите надзорни функции. При двустепенната система тази роля обикновено се поема от надзорния съвет<sup>18</sup>. Понятието „директор без изпълнителни правомощия“ обхваща членовете на надзорния съвет при двустепенната система.

Съветът на директорите играе ключова роля за разумното управление на дружеството. В много отношения дейността и успеха на съвета зависят до голяма степен от

---

<sup>16</sup> „Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe“, European Confederation of Directors' Associations (EcoDa), виж уебсайт [http://www.ecoda.org/docs/ECODA\\_WEB.pdf](http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf).

<sup>17</sup> Например в Белгия „*Buysse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises*“ ([http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse\\_EN.pdf](http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse_EN.pdf)); във Финландия инициативата на Централната търговска камара „*Improving corporate governance of unlisted companies*“ (<http://www.keskuskaupakamari.fi/content/download/19529/421972>); и в Обединеното кралство „*Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*“, Institute of Directors ([http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp\\_gov\\_guidance\\_and\\_principles\\_for\\_unlisted\\_companies\\_in\\_the\\_uk\\_final\\_1011.pdf](http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf)).

<sup>18</sup> Настоящата зелена книга не оказва влияние върху определите чрез националното законодателство функции, изпълнявани от различните дружествени органи, и участието на служителите в управителните органи.

функциите на неговия председател. С оглед на това може би е полезно ролята и отговорностите на председателя на съвета да бъдат по-ясно определени.

Въпрос:

(3) Трябва ли ЕС да се стреми към осигуряване на ясно разграничаване между функциите и задълженията на председателя на съвета на директорите и главния изпълнителен директор?

По-долу са разгледани някои други аспекти, заслужаващи по-внимателен анализ, с оглед съветът на директорите да може ефективно да **оспорва** управленските решенията.

### 1.1. Състав на съвета

Съставът на съвета трябва да е съобразен с дейността на дружеството. Членовете на съвета, които нямат изпълнителни правомощия, се подбират въз основа на широк спектър от критерии, в т.ч. заслуги, професионална квалификация, опит, лични качества на кандидата, независимост и многостранни интереси<sup>19</sup>.

Многообразието на професионални профили и опит на членовете на съвета ще разшири диапазона на неговата полезност, възгледи и компетентност<sup>20</sup>. То може да допринесе за увеличаване на обхвата на ресурсите и експертните познания. Различният управленски опит, национален или регионален произход или пол може да осигури ефективен механизъм за преодоляване на „шаблонното групово мислене“ и за генериране на нови идеи. Многообразието води до по-широки дискусии, засилено наблюдение и по-големи предизвикателства на управленско равнище. Потенциално то ще доведе и до по-ефективни решения, чието вземане обаче може да отнеме повече време. В тази връзка незаменима роля играят подкрепата и ангажираността на председателя на съвета.

#### 1.1.1. Професионално разнообразие

Счита се, че многостранните експертни познания представляват ключа към ефективното функциониране на съвета. За да се гарантира, че бордът например разбира като цяло сложността на глобалните пазари, финансовите цели на дружеството и въздействието от дейността върху различните заинтересовани страни, включително и върху служителите, е необходим разнообразен професионален опит. Анкетиранията от Комисията дружества признаха колко е важно при подбора на членове на съвета да бъдат търсени допълващи се профили. Въпреки това тази практика не е общоприета. Например в 48% от управителните съвети в Европа липсва директор с опит в областта на маркетинга или продажбите, а в състава на 37 % от одиторските комитети не участва главният финансов директор или бившият главен финансов директор<sup>21</sup>.

При избора на членове на съвета, които нямат изпълнителни правомощия, от най-голямо значение е точната оценка на уменията и експертните знания. Ето защо прилагането на политика за набиране на персонал, чрез която ясно да бъдат определяни

<sup>19</sup> Следва да се отбележи, че някои държави-членки са предвидили правила за участието на служителите в управителните органи.

<sup>20</sup> „Enhancing stakeholder diversity in the Board room“, поредица „The Erfurt meetings“, № 1, март 2008 г., издавана от European Citizens' Seminars e.V. (Ерфурт, Германия).

<sup>21</sup> Heidrick & Struggles, „Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times“, анализ на 371 водещи дружества, проведен в 13 страни по данни на съответните фондови борси.

необходимите на съвета умения, може да спомогне за повишаване на неговата способност да упражнява ефективно наблюдение върху дружеството.

### 1.1.2. *Международно разнообразие*

Средно 29 % от членовете на управителните органи на дружествата, участващи в извадка от големите котираны европейски дружества, са чужди граждани<sup>22</sup>. Между отделните европейски страни обаче съществуват значителни различия. Докато в Нидерландия този дял е най-висок — 54 %, само 8 % от директорите в Германия са чужденци. Дори в наши дни съветът на директорите на всяко четвърто голямо котирано европейско дружество не включва чужди граждани.

Част от анкетираните подчертаха колко е важно за международните дружества да имат чуждестранни членове на съвета, докато други изтъкнаха трудностите, свързани с различните културни традиции и езици. В дружествата, в чието управление участват чуждестранни лица, се наблюдава припокриване между тяхното регионално присъствие и националния произход на лицата, участващи в съвета на директорите. Познанието на регионалните пазари е посочвано често като основен фактор при подбора на чуждестранни кандидати за ръководни постове.

### 1.1.3. *Равнопоставеност между половете*

Въпросът относно равнопоставеността между половете при вземането на икономически решения бе подробно разгледан от Комисията в нейната „Стратегия за равенство между жените и мъжете 2010—2015 г.“<sup>23</sup>, както и в предприетите от нея последващи действия във връзка с тази стратегия<sup>24</sup>. Според заключенията на Комисията делът на жените, участващи в надзорните съвети на котираните дружества в ЕС, е понастоящем средно 12 %<sup>25</sup>. Съществуват доказателства, че въпреки увеличения брой жени, завършили висше образование, не е настъпила съществена промяна в това отношение<sup>26</sup>. Поради това редица държави-членки вече предприеха или планират мерки за осигуряване на равнопоставеност между половете<sup>27</sup>. Някои от анкетираните дружества дори посочиха, че въпросните изисквания са им помогнали да оптимизират процедурата за подбор.

Равнопоставеността между половете може да спомогне за преодоляване на шаблонното групово мислене. Съществуват и доказателства, че жените притежават различни стилове на лидерство<sup>28</sup>, участват по-често в заседанията на съвета<sup>29</sup> и влияят положително върху общата интелигентност на групата<sup>30</sup>. Проучванията сочат, че

<sup>22</sup> Виж Heidrick & Struggles.

<sup>23</sup> Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите: Стратегия за равенство между жените и мъжете 2010—2015 г.“ — COM (2010) 491 окончателен.

<sup>24</sup> За подробности виж работния документ на службите на Комисията относно равенството между половете и ръководството на предприятията, SEC(2011) 246 окончателен.

<sup>25</sup> Европейска комисия, База данни за жените и мъжете на ръководни длъжности <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en>.

<sup>26</sup> „Women matter“, McKinsey & Company 2007 г., 2010 г.

<sup>27</sup> Виж горепосочения работен документ на службите на Комисията.

<sup>28</sup> „Women matter“, McKinsey & Company 2008 г.

<sup>29</sup> Adams and Ferreira „Women in the boardroom and their impact on governance and performance“, в *Journal of Financial Economics* 94 (2009 г.).

<sup>30</sup> Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi and Malone, „Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups“, *Scienceexpress*, 30 септември 2010 г.



съществува положителна корелация между дела на жените в съветите на директорите и корпоративните резултати<sup>31</sup>, въпреки че цялостното въздействие на жените върху представянето на предприятията не е толкова еднозначно за всички<sup>32</sup>. Въпреки че тези изследвания не доказват наличието на причинно-следствена връзка, корелацията подчертава икономическите аргументи в полза на половата равнопоставеност при корпоративното управление и вземането на решения. Освен това по-честото участие на жените в съветите на директорите ще има един безспорен положителен ефект: то ще допринесе за разширяване на кръга от таланти кадри, които евентуално ще участват във висшето ръководство и надзорните органи на дружеството. Ето защо в своята „Стратегия за равенство между жените и мъжете“ Комисията подчертава, че през следващите пет години ще „обмисли целеви инициативи за по-добре балансирано представителство на жените и мъжете при процесите на вземане на решения“.

Все пак въвеждането на мерки, в т.ч. на квоти и цели за осигуряване на равнопоставеност между половете в ръководните органи, няма да бъде достатъчно, ако дружествата не възприемат политики за многообразие, които да спомогнат за постигането на баланс между професионалния и личния живот при жените и мъжете, и да насърчават най-вече менторството, създаването и поддържането на контакти, както и необходимото за заемане на ръководни позиции обучение — особено важни фактори за жените, желаещи професионално развитие на ръководен пост. Дружествата следва сами да вземат решение дали да въведат такава политика, но съветите на директорите трябва да бъдат задължени да обсъдят този въпрос и да оповестят взетото от тях решение. Комисията ще разгледа тези въпроси в последващите действия към „Стратегия за равенство между жените и мъжете 2010—2015 г.“ от септември 2010 г. и към настоящата зелена книга.

Въпроси:

- |     |  |
|-----|--|
| (4) | Трябва ли профилите на директорите, включително и на председателя, да бъдат по-точно определяни в политиките за набиране на персонал, за да се осигури необходимата компетентност и подходящо многообразие на състава на съвета на директорите? Ако отговорът е положителен, как най-ефективно следва това да бъде постигнато и на какво равнище на управление, например на национално, европейско или международно? |
| (5) | Трябва ли котираните дружества да оповестяват дали прилагат политики за многообразие и ако отговорът е положителен, дали да посочват заложените в тях цели и основно съдържание и дали да докладват редовно за постигнатия напредък?   |
| (6) | Трябва ли котираните дружества да бъдат задължени да осигурят по-добър баланс между половете в управителните органи? И ако отговорът е положителен, по какъв начин?  |

<sup>31</sup> „Women matter“, McKinsey & Company 2007 г.; „Female Leadership and Firm Profitability“, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007 г.; „The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity“, Catalyst 2004 г.

<sup>32</sup> Виж Adams and Ferreira.

## 1.2. Възможност за участие и отделено време

Сложността и значението на ролята на директорите без изпълнителни правомощия нарасна. Това е отразено в многобройните национални кодекси за корпоративно управление и дори в законодателни актове. Държавите-членки се опитаха да утвърдят принципа, че директорите без изпълнителни правомощия следва да отделят достатъчно време на своите задължения. Някои държави-членки постигнаха дори повече, като препоръчват или определят максимален брой управленски мандати, които един директор може да заема.

Ограничаването на броя на мандатите би могло да представлява едно просто решение, с помощта на което да се гарантира, че директорите без изпълнителни правомощия посвещават необходимото време на наблюдението и надзора на поверените им дружества. При определянето на максималния брой следва да бъде отчетено конкретното положение на директорите без изпълнителни правомощия и на съответното дружество. Трябва да бъде взето предвид дали мандатите се заемат в дружества, които не са част от група или не са контролирани<sup>33</sup>, дали въпросното лице заема и изпълнителни длъжности, дали става въпрос за редови неизпълнителен мандат или за ръководен пост, дали лицето заема допълнителни позиции в надзорните органи на дружества, спазващи изисквания, подобни на тези по отношение на котираните дружества.

Въпрос:

(7) Смятате ли, че на европейско равнище трябва да бъдат въведени мерки за ограничаване на броя на мандатите, заемани от един директор без изпълнителни правомощия? Ако отговорът е положителен, как следва то да бъде формулирано?

## 1.3. Оценка на съвета на директорите

В препоръката на Комисията от 2005 г. относно ролята на директорите на котираните дружества, които не са натоварени с изпълнителни или надзорни функции<sup>34</sup>, бе посочено, че съветът следва всяка година да оценява своите резултати. Тук спада оценка на неговия състав, организация и функциониране като колектив, на компетентността и ефективността на всеки отделен член на съвета и на комитетите към съвета, както и съпоставяне на постигнатите от съвета резултати спрямо заложените цели.

Редовното използване на услугите на външен консултант (например на всеки три години) би могло да оптимизира оценките на съвета, поставяйки ги в обективна

---

<sup>33</sup> „Контролирано предприятие“ съгласно определението от Директива 2004/109/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 15 декември 2004 година относно хармонизиране изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар, и изменение на Директива 2001/34/ЕО. Виж също взаимоотношенията между предприятие майка и дъщерно предприятие, описани в член 1 от Директива 83/349/ЕИО относно консолидираните счетоводни отчети.

<sup>34</sup> Препоръка 2005/162/ЕО на Комисията от 15 февруари 2005 г. относно ролята на директорите на дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулирани пазари, които не са натоварени с изпълнителни или надзорни функции, и относно комитетите на надзорния съвет.

перспектива и споделяйки най-добрите практики на други дружества<sup>35</sup>. На някои местни пазари обаче броят на лицата, предоставящи подобни услуги, остава ограничен. Все пак с нарастване на търсенето се очаква да се повиши и предлагането.

Събраните от Комисията данни сочат, че услугите на външен наблюдател могат да бъдат особено полезни за качеството на оценката по време на кризи или при недобра комуникация между членовете на съвета. Смята се, че отношението на председателя към оценката играе ключова роля за успешното и прилагане.

Освен елементите, посочени в препоръката на Комисията, прегледът трябва да обхваща също качеството и актуалността на получаваната от съвета информация, реакцията на управлението при искания за внасяне на яснота, както и ролята на председателя<sup>36</sup>. За повишаване на откритостта следва да се поддържа определено ниво на поверителност. Това означава, че всички декларации за оценката, които се оповестяват, трябва да включват единствено разяснения относно процеса на преглед.

Въпрос:

(8) Трябва ли котираните дружества да бъдат насърчавани да се подлагат редовно на външни оценки (например на всеки три години)? Ако отговорът е положителен, как може да се осъществи това?

#### 1.4. Възнаграждение на директорите

Като концепция корпоративното управление акцентира основно върху въпросите, свързани с обособяването на собствеността и контрола, и особено върху проблематиката на взаимоотношението „принципал—агент“, съществуващо между акционерите и изпълнителните директори. Възнаграждението на директорите се използва широко като инструмент за съгласуване на интересите на акционерите и изпълнителните директори и съответно за намаляване на посредническите разходи. През последните години масово се наложи практиката на променлив размер на възнаграждението, обвързан с резултатите и отговорностите. Откри се обаче и известно разминаване между постигнатите резултати и възнаграждението на изпълнителните директори. Недобрите политики за възнагражденията и/или структури за стимулиране могат да доведат до неоправдано прехвърляне на ползи от акционерите и други заинтересовани страни към ръководния персонал. Акцентирането върху краткосрочните показатели на дейността може допълнително да окаже неблагоприятен ефект върху дългосрочната устойчивост на дружеството.

Проблемите, свързани с възнаграждение на директорите, бяха разгледани от Комисията в три препоръки<sup>37</sup>. В тях се препоръчва основно оповестяване на политиката за възнагражденията и размера на индивидуалните възнаграждения на директорите (със или без изпълнителни правомощия), гласуване на отчета за възнагражденията от страна на акционерите, създаване на независим комитет по възнагражденията, както и

---

<sup>35</sup> ОИСП „Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles“ (Корпоративното управление и финансовата криза – заключения и нови добри практики за по-добро прилагане на принципите), 24 февруари 2010 г., стр. 20.

<sup>36</sup> Виж Higgs, D. „Review of the role and effectiveness of non-executive directors“, януари 2003 г.

<sup>37</sup> Препоръки на Комисията 2004/913/ЕО, 2005/162/ЕО и 2009/385/ЕО.

подходящи стимули, с които да се насърчава постигането на резултати и дългосрочното създаване на стойност от котираните дружества. Докладите на Комисията<sup>38</sup> показват, че редица държави-членки не са намерили подходящо решение на тези проблеми. От друга страна, държавите-членки са все по-склонни да приемат законодателство в областта на оповестяването и гласуването от страна на акционерите. През 2009 г. Европейският форум по корпоративно управление препоръча политиката за възнагражденията и индивидуалните възнаграждения да бъдат задължително оповестявани от всички котираните дружества<sup>39</sup>. Той препоръча още задължителното или препоръчителното гласуване на политиката за възнагражденията от страна на акционерите и по-голяма независимост на директорите без изпълнителни правомощия при нейното определяне. Този въпрос бе поставен за обсъждане от Комисията и в рамките на Зелената книга относно корпоративното управление във финансовите институции от 2010 г.<sup>40</sup>. С иницирираното чрез настоящата зелена книга допитване се цели да се получат отговори на следните по-конкретни въпроси.

Въпроси:

- |  |
|--|
| <p>(9) Трябва ли задължително да бъдат оповестявани политиката за възнагражденията, годишният отчет за възнагражденията (отчита се начинът на прилагане на политиката за възнагражденията през последната година) и размерът на индивидуалните възнаграждения на директорите със или без изпълнителни правомощия?</p> <p>(10) Трябва ли политиката за възнагражденията и отчетът за възнагражденията да бъдат задължително гласувани от акционерите?</p> |
|--|

## 1.5. Управление на риска

Независимо от специфичния си предмет на дейност всички дружества са изправени пред разнообразни външни и вътрешни рискове. В зависимост от специфичните си характеристики (поле на дейност, размер, международно представяне, сложност) те следва да поддържат подходяща култура и правила за ефективно управление на рисковете. Някои дружества може да се сблъскват с рискове, които влияят в значителна степен на обществото като цяло: рискове, свързани с изменението на климата<sup>41</sup>, природната среда (в т.ч. множеството големи нефтени разливи, на които бяхме свидетели през последните десетилетия), здравето, безопасността, правата на човека и т.н. Други управляват критични инфраструктури, чието разрушаване или унищожаване

<sup>38</sup> Доклади на Комисията SEC(2007) 1022 и (2010) 285.

<sup>39</sup> Декларация на Европейския форум по корпоративно управление от 23 март 2009 г.

<sup>40</sup> Вж. въпрос 7.1. Участвалите в допитването като цяло изразиха мнението, че стимулите за директорите трябва да бъдат добре структурирани с оглед насърчаване на дългосрочните и устойчивите резултати на дружествата. Мнозинството обаче не подкрепи приемането на законодателни мерки относно структурата на възнагражденията в котираните дружества. Все пак някои от участвалите лица заявиха, че биха приветствали повишаването на прозрачността на политиките за възнагражденията на директорите на котираните дружества и тяхното гласуване от акционерите.

<sup>41</sup> Например устойчивост на инвестициите на дружеството спрямо изменение на климата, финансови или други последици вследствие на законодателство в областта емисиите на парникови газове.

би могло да има значителни трансгранични последици<sup>42</sup>. Все пак дейностите, които потенциално могат да създадат подобни рискове, са обект на специфично секторно законодателство и наблюдение от страна на компетентните органи. Ето защо се смята, че с оглед на различните ситуации е невъзможно да бъде предложен универсален модел за управление на риска за всички видове дружества. От съществено значение е обаче съветът на директорите да осигурява подходящ надзор върху процеса на управление на риска.

За да бъде ефективна и съгласувана, всяка политика за управление на риска трябва да бъде ясно определена от ръководството, т.е. да бъде одобрена от съвета на директорите за цялата организация. Общопризнато е<sup>43</sup>, че съветът на директорите носи първичната отговорност за определяне на рисковия профил на дадена организация съгласно поставената стратегия, както и за осигуряване на целесъобразно наблюдение върху неговото ефективно прилагане.

Някои аспекти могат да се отклоняват вследствие на съществуващата правна рамка, например двустепенна или едностепенна система на управление. Във всички случаи е изключително важно да бъдат ясно определени ролята и отговорностите на всяка една от страните, участващи в процеса на управление на риска: съвет, изпълнително ръководство и целия оперативен персонал, работещ в структурите за управление на риска. Длъжностните характеристики трябва да бъдат на разположение в рамките на и извън дружеството.

Въпроси:

- |   |
|---|
| <p>(11) Съгласни ли сте, че съветът трябва да одобрява и да поема отговорност за „склонността на дружеството към поемане на риск“ и да я отчита надлежно пред акционерите? Трябва ли тези споразумения за оповестяване да обхващат и съответните ключови рискове за обществото?</p> <p>(12) Съгласни ли сте, че съветът трябва да осигурява ефективността на правилата за управление на риска на дружеството, както и пропорционалността им спрямо неговия рисков профил?</p> |
|---|

## 2. АКЦИОНЕРИ

Ролята на акционерите при корпоративното управление бе разгледана в публикуваната през юни 2010 г. Зелена книга на Комисията относно корпоративното управление във финансовите институции.

В нея бе установено, че липсата на заинтересованост от страна на акционерите, необходима за търсенето на отговорност от страна на ръководството на финансовите институции, е допринесла за слабата негова отчетност и може би е улеснила прекомерното поемане на риск във финансовите институции. Достигнато бе до заключението, че в много от случаите акционерите са подкрепяли поемането на тези рискове поради очакваните печалби, като безусловно са подкрепяли прекомерното

<sup>42</sup> Уебсайт на ЕС за защита на критичната инфраструктура:

[http://europa.eu/legislation\\_summaries/justice\\_freedom\\_security/fight\\_against\\_terrorism/jl0013\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm)

<sup>43</sup> Според анкетите на Комисията.

поемане на риск, особено чрез привличането на заеман капитал. Причината за това е, че акционерите биха участвали изцяло в разпределянето на ползите при реализирането на въпросната стратегия, докато техният дял от загубите се ограничава до стойността на техните акции, като последващите загуби се поемат от кредиторите (т.нар. „ограничена отговорност“ на акционерите).

Поведението на акционерите във финансовите институции по отношение на прекомерното поемане на риск може би представлява отделен случай, тъй като техните операции са сложни и трудноразбираеми. При все това събраните в процеса на подготовка на настоящата зелена книга факти сочат, че заключенията от зелената книга от 2010 г. относно недостатъчната заинтересованост на акционерите и причините за нея важат до голяма степен и за поведението на акционерите на котираните дружества с множество собственици. Счита се, че при дружествата, в които един акционер има преобладаващо или контролиращо дялово участие, основното предизвикателство се състои в осигуряването на адекватна защита на (икономическите) интересите на миноритарните акционери. В допълнение миноритарните акционери, желаещи да участват в дадено дружество, могат да се сблъскат с изложените по-горе трудности.

## 2.1. Недостатъчна заинтересованост от страна на акционерите

Като цяло под заинтересованост на акционерите се разбира активното наблюдение на дружеството, воденото на диалог с управителните органи, упражняването на правата на акционерите, в т.ч. гласуване и при необходимост сътрудничество с другите акционери за по-ефективно управление на дружеството, в което те са инвестирали, с цел дългосрочно създаване на стойност. Въпреки че и участието на краткосрочни инвеститори може да има положително въздействие<sup>44</sup>, този процес обикновено предполага полагането на усилия за повишаване на дългосрочната възвращаемост на акционерите<sup>45</sup>. Комисията следователно смята, че дългосрочните инвеститори<sup>46</sup> би трябвало да бъдат най-силно заинтересовани от съдбата на дружеството.

Някои от причините за липсата на заинтересованост от страна на акционерите вече бяха изложени в зелената книга от 2010 г. и няма да бъдат повтаряни тук отново. Част от тях, сред които свързаните със заинтересоваността разходи, трудностите при оценяването на възвращаемостта от нея, както и несигурността относно ползите от нея, в т.ч. поведението на гратисчиата („free rider behaviour“), изглежда влияят на повечето от институционалните инвеститори<sup>47</sup>. В зелената книга от 2010 г. Комисията постави също въпроса дали институционалните инвеститори, включително притежаващите и управляващите активи лица, следва да бъдат задължени да публикуват своите политики и протоколи при гласуване. Голяма част от отговорилите лица подкрепиха подобно изискване. Според тях публичното оповестяване би подобрило осведомеността на инвеститорите, оптимизирало инвестиционните решения на крайните инвеститори,

---

<sup>44</sup> Така например ангажиментът на типичните краткосрочни институционални инвеститори, каквито са хедж-фондовете „активисти“, може да е полезен, действайки като катализатор за промяна в управлението и повишаване на осведомеността сред акционерите.

<sup>45</sup> Виж UK Stewardship Code.

<sup>46</sup> Инвеститори, които са поели дългосрочни задължения към своите бенефициери, като например пенсионни фондове, животозастрахователни дружества, държавни пенсионни или инвестиционни фондове.

<sup>47</sup> За целите на настоящата зелена книга понятието „институционални инвеститори“ се разбира в неговия по-широк смисъл, т.е. всяка институция, чийто предмет на дейност е инвестиране (включително) за сметка на клиенти и бенефициери.

улеснило диалога между емитенти и инвеститори и насърчило заинтересоваността на акционерите. Следователно един от вариантите, разглеждани понастоящем от Комисията, е въвеждане на рамка за повишаване на прозрачността на политиките при гласуване и оповестяване на обща информация относно тяхното прилагане, като същевременно се съблюдава принципът на равностойно третиране на акционерите.

## **2.2. Недалновидност на капиталовите пазари**

Големите постижения на капиталовите пазари от последните десетилетия, включително иновативните продукти и техническите промени, обхващаха най-вече тяхната търговска функция, като улесняваха по-бързото и по-ефикасно търгуване. Иновациите, сред които системите за високочестотно и автоматизирано търгуване, доведоха до повишаване на ликвидността, но също допринесоха и за съкращаването на срока на държане на акциите. През изминалите две десетилетия се наблюдава значително съкращаване на инвестиционния хоризонт. Годишният оборот на големите капиталови пазари възлиза понастоящем на 150 % от съвкупната пазарна капитализация, което съответства на среден период на държане от осем месеца.

Същевременно все по-често се инвестира чрез посредници, което повиши значението на взаимоотношенията между дългосрочните инвеститори и лицата, управляващи техните активи. Съществуват аргументи, че посредничеството на практика допринася за недалновидността на пазара, която от своя страна може да причини погрешно ценообразуване, стадно поведение, повишена волатилност и липса на ангажираност от страна на собствениците на котираните дружества. Този въпрос е разгледан по-подробно в раздел 2.3.

Някои инвеститори се оплакаха от съществуването на „регулаторни пристрастия“ към недалновидното поведение на пазара, които възпрепятстват дългосрочните инвеститори най-вече при възприемането на дългосрочни инвестиционни стратегии. По време на предварителните обсъждания, проведени от Комисията със заинтересованите страни, бе заявено, че счетоводните правила по отношение на платежоспособността и пенсионните фондове, имащи за цел постигане на по-висока прозрачност и по-ефективни пазарни оценки, са довели до непредвидени последствия.

Въпрос:

(13) Моля посочете съществуващите правила на ЕС, които според вас могат да допринесат за неподходящата липса на далновидност на инвеститорите, и предложете варианти за тяхното изменение с оглед предотвратяване на подобно поведение.

## **2.3. Взаимоотношения при посредничество между институционални инвеститори и управляващите активите лица**

Комисията отчита факта, че не всички инвеститори трябва да се ангажират с дружеството, в което инвестират. Инвеститорите могат свободно да изберат краткосрочен инвестиционен модел без допълнителни ангажименти.

Взаимоотношенията при посредничество между институционални инвеститори (притежатели на активи) и лицата, управляващи техните активи, обаче допринасят за

все по-често срещаните на пазара недалновидност и погрешно ценообразуване<sup>48</sup>. Този проблем е особено актуален с оглед на пасивната позиция на дългосрочните инвеститори.

### 2.3.1. Недалновидност и договори за управление на активи

Начинът, по който се оценяват резултатите на управителите на активи, и структурата за стимулиране при глоби и комисиони изглежда насърчават управителите на активи към търсенето на краткосрочни печалби. Съществуват доказателства (потвърдени в рамките на проведения между Комисията и институционалните инвеститори диалог), че много от управителите на активи биват подбирани, оценявани и възнаграждавани въз основа на краткосрочни, относителни резултати. Когато резултатите се оценяват въз основа на относителни критерии, например степен на превишаване или изоставане от даден пазарен индекс, това може да насърчи стадното и недалновидно поведение особено ако се отчитат краткосрочните резултати. Комисията е на мнение, че краткосрочните стимули в договорите за управление на активи вероятно са допринесли в значителна степен за недалновидното поведение на управителите на активи, което от своя страна вероятно е причина за липсата на заинтересованост сред акционерите.

Много от отговорите на поставените в зелената книга от юни 2010 г. въпроси<sup>49</sup>, изказаха своята подкрепа за по-широко оповестяване на структурите за стимулиране на управителите на активи. Остава да бъде установено дали съществува необходимост от допълнителни мерки за по-добро съгласуване на интересите на дългосрочните институционални инвеститори и на управителите на активи (например чрез разработване на набор от инвестиционни принципи).

Въпрос:

(14) Трябва ли да бъдат взети мерки във връзка със структурата за стимулиране и оценката на резултатите на лицата, управляващи портфейли на дългосрочните институционални инвеститори, и какви да бъдат те?
---

### 2.3.2. Недостатъчна прозрачност относно осъществяването на фидуциарни задължения

По-високата прозрачност относно изпълняваните от управителите на активи фидуциарни задължения, в т.ч. техните инвестиционни стратегии, цената на транзакциите по портфейла, дали транзакциите по портфейла съответстват на договорената стратегия, цената и ползите от заинтересоваността и т.н., може да хвърли повече светлина върху равнището на полезност на дейността на управителите на активи за дългосрочните институционални инвеститори и дългосрочното създаване на стойност за тяхна сметка.

Информацията относно нивото и мащаба на заинтересоваността, която притежателят на активите очаква от управителя на активите, по отношение на дружеството, в което се

<sup>48</sup> Paul Woolley, „Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy“, в *The Future of Finance: „The LSE Report“*, 2010 г.

<sup>49</sup> Положителни отговори бяха получени предимно от инвеститори, управители на активи, сектора (за финансови услуги) и специалисти от бранша.



инвестира, както и отчитането на положените за целта усилия, също биха могли да бъдат от полза<sup>50</sup>.

По-високата прозрачност по тези въпроси би подпомогнала институционалните инвеститори да упражняват по-ефективно наблюдение върху своите посредници и следователно да оказват по-голямо влияние върху инвестиционния процес. Вследствие на по-доброто наблюдение дългосрочните институционални инвеститори може да вземат решение да предоговарят споразуменията за управление на активи, като ограничат максималния оборот и изискат от управителите на активи да упражняват по-активен надзор върху дружествата, в които инвестират<sup>51</sup>.

Въпрос:

(15) Трябва ли чрез законодателството на ЕС да бъде повишена ефективността на осъществяваното от институционалните инвеститори наблюдение върху управителите на активи по отношение на стратегии, разходи, търговия и ниво на заинтересованост спрямо дружеството, в което се инвестира? Ако отговорът е положителен, по какъв начин?

## **2.4. Други възможни пречки пред заинтересоваността на институционалните инвеститори**

### *2.4.1. Конфликт на интереси*

Смята се, че конфликтите на интереси във финансовия сектор представляват една от причините за липсата на заинтересованост сред акционерите. Конфликтите на интереси често възникват, когато институционален инвеститор или управител на активи, или неговото дружество майка, има бизнес интерес в дружеството, в което се инвестира. Например дъщерно дружество, което е част от финансова група и отговаря за управлението на активите, не би искало публичност, когато упражнява своите акционерни права по отношение на дружество, което ползва услугите на дружеството майка или в което то има акционерно участие.

Въпрос:

(16) Необходими ли са правила на ЕС, налагащи определена степен на независимост на ръководните органи на управителите на активи (например от тяхното дружество майка), или други (законодателни) мерки на ЕС за по-добро оповестяване и управление на конфликтите на интереси?

---

<sup>50</sup> Виж също параграф 7.3.4 от Общественото допитване относно преразглеждането на директивата относно пазарите на финансови инструменти:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf)

<sup>51</sup> На 31 януари 2010 г. комитетът по отговорностите на акционерите към ICGN (ICGN Shareholder Responsibilities Committee) публикува покана за предоставяне на мнения относно стандартните договорни условия за споразумения между собственици и управители на активи.  
[http://www.icgn.org/policy\\_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/](http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/).

#### 2.4.2. Пречки пред сътрудничеството между акционерите

Индивидуалните инвеститори, особено тези с диверсифицирани портфейли, не винаги могат успешно да проявят своята заинтересованост. Сътрудничеството между акционерите би могло да повиши тяхната ефективност.

Много от отговорилите на поставените в зелената книга от 2010 г. въпроси, предложиха изменение на съществуващото европейско законодателство относно съгласуваните действия, което може да попречи на ефективното сътрудничество между акционерите. Комисията признава, че съществуването на по-ясни и единни правила относно съгласуваните действия може наистина да бъде полезно в това отношение. Прокарани бяха и някои други идеи за улесняване на сътрудничеството между акционерите, сред които установяване на форуми за сътрудничество между акционерите, както и на система на ЕС за упълномощаване, при която котираните дружества ще бъдат задължени да предлагат специална функционалност на своя уебсайт, която да позволява на акционерите да публикуват информация по отделните точки от дневния ред и да поискат упълномощаване от другите акционери.

Някои инвеститори посочиха, че трансграничното гласуване продължава да бъде проблематично и следва да бъде улеснено посредством законодателство на ЕС. Ситуацията значително се подобри с приемането на Директивата за правата на акционерите (2007/36/ЕО). Много от държавите-членки обаче закъснях с нейното транспониране, т.е. едва сега започва да се усещат ползите от нея за крайните индивидуални инвеститори. Освен това изглежда съществуват трудности при фактическото прехвърляне на съществена информация по веригата между емитент и акционер, особено в трансграничните случаи. Комисията е запозната със съществуващите трудности и ще разгледа въпроса в процеса на хармонизация на законодателството относно ценните книжа.

Въпрос:

(17) По какъв начин може ЕС най-добре да улесни сътрудничеството между акционерите?

#### 2.5. Делегирани съветници

Притежаващите силно диверсифицирани портфейли от акции институционални инвеститори могат да срещнат практически трудности, когато трябва конкретно да решат как да гласуват по отделните точки от дневния ред на общите събрания на дружествата, в които те са инвестирали. В тези случаи те често прибегват до услугите на делегирани съветници, в т.ч. консултации при гласуването, делегирано гласуване и рейтинги на корпоративното управление. Ето защо въздействието, което делегираните съветници оказват върху гласуването, е значително. Съществуват освен това аргументи, че институционалните инвеститори разчитат повече на консултации при гласуването във връзка със своите инвестиции в чуждестранни дружества отколкото при инвестициите на техните местни пазари. Следователно ролята на делегираните съветници ще бъде по-съществена на пазарите с висок дял на чуждестранни инвеститори.

Влиянието на делегираните съветници буди обаче известно безпокойство. В рамките на подготовката на настоящата зелена книга инвеститорите и дружествата, в което се

инвестира, споделиха своите притеснения относно недостатъчната прозрачност на методите, прилагани от делегираните съветници в процеса на консултиране. Конкретно бе посочено, че аналитичната методология не отчита специфичните характеристики на дружеството и/или особеностите на националното законодателство, както и най-добрите практики на корпоративно управление. Безпокойство буди и фактът, че делегираните съветници могат да попаднат в конфликт на интереси. Такава ситуация може да възникне, когато те действат в качеството на консултанти на дружеството, в което е инвестирано. Конфликт на интереси съществува и когато делегираният съветник предоставя консултации във връзка с приемането на решения на акционерите, предложени (от един) от неговите клиенти. В заключение липсата на конкуренция в сектора буди безпокойство отчасти относно качеството на консултациите, както и във връзка с тяхната съгласуваност с потребностите на инвеститорите.

Въпроси:

- (18) Трябва ли в законодателството на ЕС да бъдат въведени изисквания за повишаване на прозрачността на услугите на делегираните съветници, например по отношение на техните аналитични методи, конфликти на интереси, техните политики за преодоляване на такива конфликти и/или прилагането на етичен кодекс? Ако отговорът е положителен, как следва да се постигне това?
- (19) Необходими ли са според вас други (законодателни) мерки, например ограничаване на възможността делегираните съветници да предоставят консултации на дружества, в които се инвестира?

## 2.6. Идентификация на акционерите

В последно време зачестиха призивите за намеса на ЕС с цел повишаване на инвеститорската прозрачност<sup>52</sup> по отношение на емитентите на акции<sup>53</sup>. В подкрепа на това бе изтъкнат фактът, че емитентите биха могли да използват идентификацията на своите акционери, за да започнат диалог с тях, особено по въпросите на корпоративното управление. Това би могло като цяло да повиши участието на акционерите в дружествата, в които те инвестират<sup>54</sup>. Около две трети от държавите-членки вече разрешиха на емитентите да идентифицират своите национални акционери<sup>55</sup>. В допълнение Директивата за прозрачността<sup>56</sup> и свързаните с нея

<sup>52</sup> За по-подробна информация виж работния документ на службите на Комисията „Преглед на функционирането на Директива 2004/109/ЕО: нови въпроси“, придружаващ Доклада на Комисията до Съвета, Европейския парламент, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите относно Функциониране на Директива 2004/109/ЕО относно хармонизиране изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар, SEC(2009) 611, стр. 88—94.

<sup>53</sup> Този въпрос бе повдигнат и в рамките на Зелена книга *Корпоративното управление във финансовите институции и политиката за възнагражденията* COM(2010) 284, обхващаща обаче единствено финансовите институции.

<sup>54</sup> В рамките на проведеното във връзка с Директивата за прозрачността допитване Комисията вече разгледа риска от злоупотреби с т. нар. „празен вот“. Изводите от допитването бяха, че проблемът произтича от регистрирането на датата на записа („record date capture“).

<sup>55</sup> За повече подробности виж Пазарен анализ на режимите на прозрачност в акционерните дружества в Европа, ЕЦБ T2S Taskforce on Shareholder Transparency, 9 декември 2010 г.: на уебсайт <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>

<sup>56</sup> Директива 2004/109/ЕО.

национални мерки за изпълнение предвиждат определена степен на прозрачност по отношение на дяловите участия, надхвърлящи определен праг<sup>57</sup>.

Съществуват и противници на изграждането на европейски механизъм за идентифициране на акционерите. Те считат, че модерните средства за комуникация значително улесняват информирането на акционерите и потенциалните инвеститори по въпросите, свързани с корпоративното управление, както и обратната връзка с тях. Подобро познаване на акционерите би могло да доведе и до укрепване на позициите на ръководството, т.е. то ще може по-лесно да се защити срещу действията на акционерите, оспорващи неговия начин на управление. В някои държави-членки може да съществуват и пречки, свързани със защитата на личните данни, непозволяващи на посредниците да предоставят на емитентите информация за акционерите.

Въпрос:

(20) Необходим ли е технически и/или правен европейски механизъм, който да подпомага емитентите при идентифицирането на техните акционери с оглед подобряване на диалога по въпросите на корпоративното управление? Ако отговорът е положителен, смятате ли, че той ще бъде полезен за сътрудничеството между инвеститорите? Моля пояснете (например преследвани цели, предпочитан инструмент, честота, степен на изчерпателност и разпределение на разходите).

---

<sup>57</sup>

В рамките на предвидения за 2011 г. преглед на Директивата за прозрачността Комисията възнамерява също да въведе изисквания за оповестяване на дългосрочните икономически позиции, имащи сходни икономически последствия като притежанието на акции.

## 2.7. Защита на малцинственото участие

Във връзка с участието на акционерите в корпоративното управление съществуват редица доводи в полза на защитата на малцинственото участие.

Преобладаващият модел на управление в повечето европейски дружества продължава да бъде свързан със съществуването на контролиращо дялово участие, при който миноритарните акционери се намират в неблагоприятна позиция. Това поставя въпроса дали принципът „изпълнение или обяснение“ е приложим в подобни дружества особено ако не е осигурена адекватна защита на миноритарните акционери.

Освен това възникват въпроси дали съществуващите правила на ЕС могат да защитят в достатъчна степен интересите на миноритарните акционери срещу евентуалните злоупотреби от страна на акционерите с контролно дялово участие (и/или на ръководството).

### 2.7.1. Заинтересованост и прилагане на принципа „изпълнение или обяснение“, когато един акционер има преобладаващо или контролиращо дялово участие

Заинтересоваността на миноритарните акционери може да бъде значително затруднена в дружествата, при които един акционер има господстващо или контролиращо дялово участие и обикновено участва в съвета на директорите. Трудностите или невъзможността на миноритарните акционери ефективно да отстояват своите интереси във въпросните дружества могат значително да отслабят ефективността на принципа „изпълнение или обяснение“. За да укрепят правата на акционерите, в някои държави-членки (в т.ч. Италия) определени постове в управителните органи са запазени за представители на миноритарните акционери.

Въпрос:

(21) Смятате ли, че миноритарните акционери трябва да получат допълнителни права, за да могат ефективно да отстояват своите интереси в дружествата, при които един акционер има преобладаващо или контролиращо дялово участие?

### 2.7.2. Защита срещу евентуални злоупотреби

Съществуват много начини, по които акционерите, притежаващи контролно дялово участие, или членовете на управителните органи могат да извличат ползи от дружеството в ущърб на миноритарните акционери. Най-често това става чрез сделки между „свързани лица“.

Някои аспекти на сделките между свързани лица са вече обхванати в действащите разпоредби на ЕС, основно във връзка с тяхното осчетоводяване и оповестяване. В годишните си счетоводни отчети дружествата са задължени да поместват бележка относно сключените със свързани лица сделки, посочваща сумата по и вида на сделката, както и останалата необходима информация<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> Виж член 43, параграф 1, буква 7б от Четвъртата директива 78/660/ЕИО на Съвета от 25 юли 1978 г., приета на основание член 54, параграф 3, буква ж) от Договора относно годишните счетоводни отчети на някои видове дружества и Седмата Директива 83/349/ЕИО на Съвета от 13

Някои от участвалите в дискусиите при изготвянето на настоящата зелена книга инвеститори обаче заявиха, че тези правила са недостатъчни. Според тях оповестяването на сделките, сключени между свързани лица, може в различните ситуации да не е достатъчно и не винаги да е своевременно.

Предложено бе<sup>59</sup> при надхвърлянето на определен праг съветът на директорите да бъде задължен да назначи независим експерт, който да представи пред миноритарните акционери своето безпристрастно становище относно реда и условията на сделките между свързани лица. По-значителните сделки между свързани лица ще трябва да бъдат одобрени от общото събрание. Свързаната с общото събрание публичност може да разубеди акционерите, притежаващи контролно дялово участие, от сключването на определени сделки и да предостави възможност на миноритарните акционери да се противопоставят на решението за одобряване на сделката. Постъпиха и предложения за изключване на акционерите, притежаващи контролно дялово участие, от това гласуване.

Въпрос:

(22) Смятате ли, че миноритарните акционери трябва да бъдат по-добре защитени срещу сключването на сделки между свързани лица? Ако отговорът е положителен, какви мерки може да бъдат предприети?

## 2.8. Дялово участие на служители

В рамката за корпоративно управление трябва да бъде отчетен интересът на служителите, свързан с дългосрочната устойчивост на дружеството, за което те работят. Служителите могат да участват в делата на дружеството, като бъдат информирани, консултирани или участват в съвета на директорите. Тяхното участие може обаче да има и финансово измерение, по-специално когато служителите станат акционери. В някои европейски страни дяловото участие на служителите има богати традиции<sup>60</sup>. Преобладава мнението, че подобни схеми служат за повишаване на ангажираността и мотивацията на работниците, увеличаване на производителността и намаляване на социалното напрежение. Но дяловото участие на служителите крие и рискове: ако компанията фалира, те биха могли да загубят както работата, така и спестяванията си. Все пак като инвеститори служителите биха могли в значителна степен да допринесат за увеличаване на дела на дългосрочните инвеститори.

Въпрос:

(23) Трябва ли да бъдат взети мерки за насърчаване на дяловото участие на служителите на равнище ЕС и какви да бъдат те?

---

юни 1983 г., приета на основание член 54, параграф 3, буква ж) от Договора относно консолидираните счетоводни отчети.

<sup>59</sup> Виж становището на Европейския форум по корпоративно управление относно правата на миноритарните акционери.

<sup>60</sup> Съобщение относно рамката за насърчаване на финансовото участие на служителите, COM(2002) 364, доклад PEPPER IV: „Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union“, 2008 г.

### 3. ПРИНЦИПЪТ „ИЗПЪЛНЕНИЕ ИЛИ ОБЯСНЕНИЕ“ — НАБЛЮДЕНИЕ И ПРИЛАГАНЕ НА КОДЕКСИТЕ ЗА КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ

Проведената сред дружествата и инвеститорите анкета сочи, че за повечето от тях принципът „изпълнение или обяснение“ представлява подходящ инструмент на корпоративното управление. Съгласно този принцип дружеството, което решава да не спазва препоръките на кодекса за корпоративно управление, трябва да посочи подробни, специфични и конкретни причини за това. Най-важното предимство на посочения принцип е неговата гъвкавост; той позволява на дружествата да адаптират своите практики на корпоративно управление спрямо специфичната си ситуация (като се отчита техният размер и акционерна структура, както и секторните особености). Също така се смята, че въпросният принцип повишава отговорността на дружествата, като ги насърчава да поставят под въпрос целесъобразността на своите практики на корпоративно управление и им поставя цели. Ето защо този принцип среща широката подкрепа сред регулаторни органи, дружества и инвеститори, както бе потвърдено от публикуваното през есента на 2009 г. проучване на системите за наблюдение и прилагане на кодексите за корпоративно управление в държавите-членки<sup>61</sup>.

Въпреки това цялостното въвеждане в ЕС на принципа „изпълнение или обяснение“ не протича безпрепятствено. Горепосоченото проучване разкри съществени слабости в прилагането на въпросния принцип, които намаляват ефикасността на европейската рамка за корпоративно управление и ограничават нейната полезност. Ето защо са необходими определени корекции с цел по-ефективното прилагане на кодексите за корпоративно управление. Решенията не трябва да променят из основи принципа, а да оптимизират неговото функциониране, като подобрят информационното качество на отчетите. Въпросните решения обаче не засягат евентуалната необходимост от укрепване на някои изисквания на равнище ЕС посредством включването им в законодателни актове вместо в препоръки.

#### 3.1. Подобряване на качеството на обясненията, давани в декларациите за корпоративно управление

Според цитираното по-горе проучване общото качество на декларациите за корпоративно управление на дружествата, неспазващи препоръките на кодекса за корпоративно управление, е незадоволително. Обясненията в тях служат на инвеститорите да направят своя избор и да оценят стойността на дружеството. Проучването обаче сочи, че в над 60 % от случаите, при които дружествата не са отчетели препоръките, не е било предоставено подходящо обяснение. Дружествата са посочили единствено, че не са спазили препоръките, без да предоставят допълнително обяснение, или даденото обяснение е било твърде общо или ограничено.

В редица държави-членки вече се наблюдава бавно, **но все пак постоянно** подобряване на въпросната ситуация. Дружествата трупат опит, като благодарение на водената от публични и частни органи (надзорни органи на финансовите пазари, фондови борси, търговски камари и т.н.) образователна дейност бе подобро качеството на представяните обяснения. Съществуват обаче възможности за допълнително оптимизиране посредством въвеждане на по-конкретни изисквания относно

---

<sup>61</sup> Проучване на практиките по наблюдение и прилагане на корпоративното управление в държавите-членки, виж уебсайт [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm).

информацията, която се публикува от дружествата, отклонили се от препоръките. Изискванията трябва да бъдат ясни и точни — много от съществуващите трудности са породени от погрешното разбиране на естеството на необходимите обяснения.

Добър пример за точно формулирани изисквания към дружествата е даден в шведския кодекс за корпоративно управление, който предвижда, че „в своя отчет за корпоративното управление дружеството посочва ясно кои правила от кодекса не са били спазени, обяснява причините за всеки случай на неспазване и описва взетото вместо това решение“<sup>62</sup>. Наистина би било целесъобразно да се изисква от дружествата освен причините за неспазването на въпросната препоръка да посочват и точно описание на приложеното вместо това решение.

### **3.2. По-добро наблюдение на корпоративното управление**

Наблюдението на публикуваните от дружествата декларации за корпоративно управление изглежда не е достатъчно изчерпателно. В повечето държави-членки отговорността за прилагане на задължението за публикуване се нови от инвеститорите, които в зависимост от културата и традициите на своята държава-членка често не полагат необходимите усилия. Надзорните органи на финансовите пазари, фондовите борси или останалите контролни органи функционират съгласно различни правни рамки и прилагат различни практики. В повечето случаи те изпълняват само формална роля, включваща проверка дали декларацията за корпоративно управление е била публикувана. Малко държави-членки разполагат с публични или специализирани органи, които да проверяват изчерпателността на предоставената информация (особено на обясненията).

Принципът „изпълнение или обяснение“ би могъл да функционира много по-добре, ако контролните органи, в т.ч. регулаторните органи за ценни книжа, фондовите борси или други органи<sup>63</sup>, получат правото да проверяват дали наличната информация (и особено обясненията) е достатъчно полезна и изчерпателна. Органите обаче не трябва да се намесват по отношение на съдържанието на оповестената информация или да присъждат оценки на избраните от дружествата решения. Органите биха могли да осигурят обществен достъп до резултатите от наблюдението, за да разкрият най-добрите практики и да насърчат дружествата към по-висока прозрачност. Би могло да се предвидят и официални санкции в най-сериозните случаи на неспазване<sup>64</sup>.

Наблюдението би могло да бъде подобро посредством например включването на декларацията за корпоративно управление към определението на регулираната информация по член 2, параграф 1, буква к) от Директива 2004/109/ЕО и следователно подчинявайки я на правомощията на компетентните национални органи, посочени в член 24, параграф 4 от въпросната директива.

---

<sup>62</sup> Виж <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>, точка 10.2.

<sup>63</sup> Тук не се разглежда ролята на одиторите, тъй като в отделна зелена книга вече бе започнато допитване за ролята на задължителния одит, виж уебсайт [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/audit/green\\_paper\\_audit\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf).

<sup>64</sup> Както това бе сторено например в Испания — виж Проучването на практиките по наблюдение и прилагане на корпоративното управление в държавите-членки, стр. 63.



По отношение на различните практики, разработени от контролните органи, съществува огромен потенциал за подобряване и разширяване на настоящия обмен на най-добри практики.

Въпроси:

- (24) Смятате ли, че дружествата, отклонили се от препоръките на кодексите за корпоративно управление, трябва да бъдат задължени да предоставят подробни обяснения за тези отклонения и да описват взетите алтернативни решения?
- (25) Смятате ли, че контролните органи трябва да имат право да проверяват информационното качество на посочените в декларациите за корпоративно управление обяснения и да изискват от дружествата при необходимост да допълват обясненията? Ако отговорът е положителен, в какво по-точно трябва да се изразява тяхната роля?

#### 4. ПРЕДСТОЯЩИ СЪПКИ

Държавите-членки, Европейският парламент, Европейският икономически и социален комитет и другите заинтересовани страни се приканват да представят своите становища по предложенията, изложени в настоящата зелена книга. Отговорите следва да се изпращат на Комисията най-късно до 22 юли 2011 г. на следния адрес: [markt-complaw@ec.europa.eu](mailto:markt-complaw@ec.europa.eu). Като продължение на настоящата зелена книга и въз основа на получените отговори Комисията ще вземе решение за последващите действия. Всички последващи законодателни или незаконодателни предложения ще бъдат придружени от изчерпателна оценка на въздействието, в която ще бъде отчетена необходимостта от избягване на непропорционалната административна тежест за дружествата.

Получените становища ще се публикуват в интернет. Важно е да се прочете специалната декларация за защита на личните данни, приложена към настоящата зелена книга, в която се посочва как ще се обработват личните данни и коментарите.

## Приложение 1: Списък на въпросите

### Общи въпроси

- (1) Трябва ли мерките на ЕС в областта на корпоративното управление да са съобразени с размера на котираните дружества? По какъв начин? Трябва ли да бъде установен диференциран и пропорционален режим за малките и средните котираните дружества? Ако отговорът е положителен, съществуват ли подходящи дефиниции или прагове? При наличието на такива, моля посочете начините за тяхното адаптиране спрямо условията при МСП, като отговорите на посочените по-долу въпроси.
- (2) Необходими ли са мерки в областта на корпоративното управление, предприети на равнище ЕС спрямо некотираните дружества? Трябва ли намесата на ЕС да акцентира върху насърчаването на разработването и прилагането на доброволни кодекси за некотираните дружества?

### Съвет на директорите

- (3) Трябва ли ЕС да се стреми към осигуряване на ясно разграничаване между функциите и задълженията на председателя на съвета на директорите и главния изпълнителен директор?
- (4) Трябва ли профилите на директорите, включително и на председателя, да бъдат по-точно определени в политиките за набиране на персонал, за да се осигури необходимата компетентност и подходящо многообразие на състава на съвета на директорите? Ако отговорът е положителен, как най-ефективно следва това да бъде постигнато и на какво равнище на управление, например на национално, европейско или международно?
- (5) Трябва ли котираните дружества да оповестяват дали прилагат политики за многообразие и ако отговорът е положителен, дали да посочват заложените в тях цели и основно съдържание и дали да докладват редовно за постигнатия напредък?
- (6) Трябва ли котираните дружества да бъдат задължени да осигурят по-добър баланс между половете в управителните органи? Ако отговорът е положителен, по какъв начин?
- (7) Смятате ли, че на европейско равнище трябва да бъдат въведени мерки за ограничаване на броя на мандатите, заемани от един директор без изпълнителни правомощия? Ако отговорът е положителен, как следва то да бъде формулирано?
- (8) Трябва ли котираните дружества да бъдат насърчавани да се подлагат редовно на външни оценки (например на всеки три години)? Ако отговорът е положителен, как може да се осъществи това?
- (9) Трябва ли задължително да бъдат оповестявани политиката за възнагражденията, годишният отчет за възнагражденията (отчита се начинът на прилагане на политиката за възнагражденията през последната година) и на

размерът на индивидуалните възнаграждения на директорите със или без изпълнителни правомощия?

- (10) Трябва ли политиката за възнагражденията и отчетът за възнагражденията да бъдат задължително гласувани от акционерите?
- (11) Съгласни ли сте, че съветът трябва да одобрява и да поема отговорност за „склонността на дружеството да поема на риск“ и да я отчита надлежно пред акционерите? Трябва ли тези споразумения за оповестяване да обхващат и съответните ключови рискове за обществото?
- (12) Съгласни ли сте, че съветът трябва да осигурява ефективността на правилата за управление на риска на дружеството, както и пропорционалността им спрямо неговия рисков профил?

## Акционери

- (13) Моля посочете съществуващите правила на ЕС, които според вас могат да допринесат за неподходящата липса на далновидност на инвеститорите, и предложете варианти за тяхното изменение с оглед предотвратяване на подобно поведение.
- (14) Трябва ли да бъдат взети мерки във връзка със структурата за стимулиране и оценката на резултатите на лицата, управляващи портфейли на дългосрочните институционални инвеститори, и какви да бъдат те
- (15) Трябва ли чрез законодателството на ЕС да бъде повишена ефективността на осъществяваното от институционалните инвеститори наблюдение върху управителите на активи по отношение на стратегии, разходи, търговия и ниво на заинтересованост към дружеството, в което се инвестира? Ако отговорът е положителен, по какъв начин?
- (16) Необходими ли са правила на ЕС, налагащи определена степен на независимост на ръководните органи на управителите на активи (например от тяхното дружество майка), или други (законодателни) мерки на ЕС за по-добро оповестяване и управление на конфликтите на интереси?
- (17) Кой е най-добрият начин за улесняване на сътрудничеството между акционерите?
- (18) Трябва ли в законодателството на ЕС да бъдат въведени изисквания за повишаване на прозрачността на услугите на делегираните съветници, например по отношение на техните аналитични методи, конфликти на интереси, техните политики за преодоляване на такива конфликти и/или прилагането на етичен кодекс? Ако отговорът е положителен, как следва да се постигне това?
- (19) Необходими ли са според вас други (законодателни) мерки, например ограничаване на възможността делегирани съветници да предоставят консултации на дружества, в които се инвестира?
- (20) Необходим ли е технически и/или правен европейски механизъм, който да подпомага емитентите при идентифицирането на техните акционери с оглед подобряване на диалога по въпросите на корпоративното управление? Ако отговорът е положителен, смятате ли, че той ще бъде полезен и за сътрудничеството между инвеститорите? Моля пояснете (например преследвани цели, предпочитан инструмент, честота, степен на изчерпателност и разпределение на разходите).
- (21) Смятате ли, че миноритарните акционери трябва да получат допълнителни права, за да могат ефективно да отстояват своите интереси в дружествата, при които един акционер има преобладаващо или контролиращо дялово участие?
- (22) Смятате ли, че миноритарните акционери трябва да бъдат по-добре защитени срещу сключването на сделки между свързани лица? Ако отговорът е положителен, какви мерки може да бъдат предприети?

- (23) Трябва ли да бъдат взети мерки за насърчаване на дяловото участие на служителите на равнище ЕС и какви да бъдат те?

Наблюдение и прилагане на кодексите за корпоративно управление

- (24) Смятате ли, че дружествата, отклонили се от препоръките на кодексите за корпоративно управление, трябва да бъдат задължени да предоставят подробни обяснения за тези отклонения и да описват взетите алтернативни решения?
- (25) Смятате ли, че контролните органи трябва да имат право да проверяват информационното качество на посочените в декларациите за корпоративно управление обяснения и да изискват от дружествата при необходимост да допълват обясненията? Ако отговорът е положителен, в какво по-точно трябва да се изразява тяхната роля?

## **Приложение 2: Списък на мерките на ЕС в областта на корпоративното управление**

- Директива 2006/46/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2006 година за изменение на Директива 78/660/ЕИО на Съвета относно годишните счетоводни отчети на някои видове дружества, Директива 83/349/ЕИО на Съвета относно консолидираните счетоводни отчети, Директива 86/635/ЕИО на Съвета относно годишните счетоводни отчети и консолидираните счетоводни отчети на банки и други финансови институции и Директива 91/674/ЕИО на Съвета относно годишните счетоводни отчети и консолидираните счетоводни отчети на застрахователните предприятия (ОВ L 224, 16.8.2006 г., стр. 1—7).
- Директива 2004/109/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 15 декември 2004 година относно хармонизиране изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар, и изменение на Директива 2001/34/ЕО (ОВ L 390, 31.12.2004 г., стр. 38—57).
- Директива 2007/36/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 11 юли 2007 година относно упражняването на някои права на акционерите на дружества, допуснати до регулиран пазар (ОВ L 184, 14.7.2007 г., стр. 17—24).
- Директива 2004/25/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 година относно предложенията за поглъщане (ОВ L 142, 30.4.2004 г., стр. 12—23).
- Препоръка 2005/162/ЕО на Комисията от 15 февруари 2005 година относно ролята на директорите на дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулирани пазари, които не са натоварени с изпълнителни или надзорни функции, и относно комитетите на надзорния съвет (ОВ L 52, 25.2.2005 г., стр. 51—63).
- Препоръка 2004/913/ЕО на Комисията от 14 декември 2004 година за насърчаване на установяването на подходящ режим за възнагражденията на директорите на дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар (ОВ L 385, 29.12.2004 г., стр. 55—59).
- Препоръка 2009/385/ЕО на Комисията от 30 април 2009 година за допълнение на Препоръка 2004/913/ЕО и Препоръка 2005/162/ЕО по отношение на режима за възнагражденията на директорите на дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар (ОВ L 120, 15.5.2009 г., стр. 28—31).

–