



Munich Personal RePEc Archive

## **Corporate Governance of Financial Groups (Comply and Explain)**

Nedelchev, Miroslav

Letera, Plovdiv

2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/52389/>  
MPRA Paper No. 52389, posted 05 Mar 2014 18:15 UTC

Мирослав Неделчев

Корпоративно управление на финансови групи  
(спазвай и обяснявай)

*Корпоративното управление има за основна функция да увеличава благосъстоянието на акционера. Прилагането на принципа „спазвай или обяснявай” от финансовите компании показва дисбаланс между благосъстоянието на акционерите и интересите на обществото. Добрите практики по корпоративно управление на финансови групи следва да се прилагат на качествено нов принцип: „спазвай и обяснявай”.*

*Авторът*

*Февруари, 2010 г.*

Монографията разглежда корпоративното управление на финансови групи. Анализът на участниците в корпоративното управление констатира съвпадане на мотивите им за създаване на финансова група.

Европейските практики по корпоративно управление определят българските перспективи. Основните финансови компании са дъщерни дружества и клонове на значими международни предприятия-майка. Финансовата зависимост на Източна Европа от Западна Европа може да се преодолее чрез прилагане на добри практики.

© д-р Мирослав Неделчев, автор

© Николай Неделчев, художествен оформител

© ст.н.с.ІІ ст. д-р Владимир Царевски, рецензент

© Корпоративно управление на финансови групи (спазвай и обяснявай)

ISBN

## **Abstract:**

The major function of corporate governance is to increase shareholder's wealth. Observing the principle "comply or explain" by the financial companies has led to imbalance between shareholder's wealth and the interests of society. Good practices in corporate governance of financial groups should be implemented to entirely new principle: "comply and explain."

The role of each country in the financial groups determines its practices in corporate governance. Bulgaria has subordinated role due to the presentation of foreign groups of subsidiaries and branches. Following the EU membership the direction of impact is bilateral and an interaction between the controlling entity and controlled entity occurred. With the development of the market economy the concentration of ownership has increased, like the family ownership, and the transparency has reduced. The separation between the control and the ownership changed the principle "principal-agent" and the related agency problem. The main conflict is between the majority shareholders from the Euro zone and the minor shareholders outside the Euro zone.

The financial group structure is recommendable for the new EU members, since in long-term aspect it shall provide an opportunity to create significant advantages in terms of competitive power and adaptation to the constantly changing economic conditions. For this purpose, in short-term aspect supervision is required to prevent structures difficult to restructure and to protect the interests of shareholders and investors by requiring disclosure of information about the structure and shareholder rights.

After the 2007 crises a parallel process have been observed: return to the main core of the activity. The controlling entities from Western Europe withdraw their funds from the controlled entities in Eastern Europe. In other cases, cross-sector groups established during the last decade under government programmes are restructured by outsourcing the new activities and focusing on the traditional sector of financial activity. Among the arguments in favor of such approach is the fact that this will allow better understanding of market and close relationship with regulatory authorities. Last but not least, is the possibility of financial groups to benefit more from the government rescue programmes. The adoption of good practices in corporate governance will make the economies of Eastern Europe less vulnerable from Western Europe parent companies.

**Keywords:** Corporate Governance

**JEL Classification:** G34

Съдържание	
Предговор	4
Въведение	9
Глава първа. Теоретико-методологически аспекти на корпоративното управление на финансови групи	10
1.1. Еволюция на корпоративното управление	12
1.2. Еволюция на корпоративното управление в България	19
1.3. Теории на корпоративното управление	31
1.4. Подходи към корпоративното управление на български автори	38
1.5. Модели на корпоративното управление	46
1.6. Участници и инструменти на корпоративното Управление	51
1.7. Динамика на корпоративното управление	66
Глава втора. Тенденции и специфики на корпоративното управление на финансови групи в Европейския съюз	77
2.1. Корпоративно управление на междусекторни групи	81
2.2. Корпоративно управление на трансгранични групи	98
2.3. Действия за реструктуриране на финансови групи след 2007 г.	117
Глава трета. Перспективи за България за корпоративно управление на финансови групи	145
3.1. Прилагане на европейските практики на национално ниво	148
3.2. Прилагане на националните практики на ниво Европейски съюз	163
Заклучение	178
Приложения	187
Използвана литература	199

## Предговор

На вниманието на читателите имам удоволствието да представя оригиналното авторово изследване на Мирослав Неделчев в качеството си на научен ръководител на работата по неговия дисертационен труд. Предлагащото изследване е посветено на международните финансови групи в Европейския съюз и тяхното корпоративно управление и надзор с оглед и на процесите в българския финансов сектор. При избрания обхват на изследване авторът анализира успешно както комплексното съвременно развитие на международните финансови групи в ЕС през последните две десетилетия, така също протичащите регулативни промени като реакция на глобалната финансова криза, която засегна дълбоко страните-членки на ЕС.

Представеният научен труд е резултат на последователната и задълбочена работа на автора в качеството му на докторант на самостоятелна подготовка в секция "Международна икономика" на Икономическия институт на БАН. С посветеността си на творчески осъществено изследване и високата си научна добросъвестност Мирослав Неделчев успешно осъществява утвърждаване на устойчива добра традиция, която в българската икономическа мисъл е отличавала академичните изследвания на поколения икономисти от БАН. Това е традицията да се държи сметка за икономическите и социалните процеси в европейските държави и да се оценяват неизбежно произтичащите от тях последици и изводи за българската стопанска практика и икономическа политика. При това разглеждането на финансовите групи в ЕС от гледна точка на тяхната трансгранична дейност в рамките на Европейското финансово пространство и Единен вътрешен пазар позволява на автора да даде приноси в конкретна област на международните икономически отношения, които имат несъмнено значение за България.

В конкретното изследване приносът на М. Неделчев към посочената академична традиция е концентрирането на вниманието към анализа и осмислянето на измененията в регулативната политика спрямо международните финансови групи в Европейския съюз в периода 1992-2009 год. Като имаме предвид, че този период се характеризира в развитието на европейската интеграция с радикални промени във финансовите системи на страните-членки, както и с възникването на политически

проект, чиято реализация доведе до въвеждането на еврото и изграждането на Икономическия и паричен съюз на ЕС, то предлаганото изследване има значителен принос в разкриването на промени във финансовия сектор на ЕС. За България като член на ЕС е важно стартиралото включване в Европейското финансово пространство още в периода на предприсъединителната подготовка, както и очакваното присъединяване към Икономическия и паричен съюз в средносрочен аспект. В този смисъл изследването има безспорно значение за по-добра и обективна ориентация в протичащите промени и последици от навлизането на финансовите групи в нашата икономика.

В условията на глобалната финансова криза тази проблематика е изключително актуална и съставлява интересна част от проблемите по управлението и овладяването на глобалната криза в национален и международен мащаб. Сложността на големите международни финансови групи направи досега преодоляването на глобалната криза не само трудно, но и твърде скъпо за сметка на държавната намеса в развитите страни по изкупуване на лоши активи, национализация на банки и други форми на подкрепа на финансовия сектор с публични средства. В ЕС като антикризисна мярка се предприема разграждане и реструктуриране на големите трансгранични финансови групи, с което се цели да се ускори излизането от кризата и да се съчетае с нови регулативни мерки, които да засилят разумния надзор в полза на всички заинтересовани участници.

За България проблематиката на корпоративното управление на международните финансови групи има голямо значение поради няколко причини.

Основната причина за значимостта на избрания обект на изследване за българската стопанска практика е фактът, че в резултат на приватизацията България се превърна в страна-приемателка на големи международни банково-финансови групи и конгломерати, от чието поведение на българския финансов пазар зависи в определяща степен парично-кредитното предлагане и неговата цена за българските стопански субекти. Наред с това процесите на концентрацията на собствеността в големите финансови групи в ЕС неизбежно повлияват и проблемите на банковата и финансова система у нас чрез присъствието на чуждестранни групи чрез дъщерни дружества и клонове. Заедно с това, доминирайки на българския финансов пазар, международните финансови групи имат голяма роля в процеса на транспониране на

правото на ЕС в България и постигане на съответствие и ефективно прилагане на европейските изисквания в областта на корпоративното управление. При това на българския пазар международните финансови групи правят не само "трансфер" на добри практики и стандарти на корпоративно управление, но и участват по конкретни начини в подготовката на България за включване в Европейското финансово пространство и в Икономическия и паричен съюз. В този контекст изследването на Мирослав Неделчев допринася за очертаване на тенденциите и предизвикателствата в ЕС на международните финансови групи, които несъмнено се отразяват на финансовия сектор и на финансовия пазар в България.

От друга страна, втора важна причина за интереса към международните банково-финансови групи в ЕС се обуславя от сложността в тяхното корпоративно управление. При условията на доминиращите им позиции в банковия сектор у нас, международните финансови групи се отличават с редица особености, като например те се състоят не само от многобройни взаимосвързани юридически лица, занимаващи се с банкиране, застраховане, лизинг, търговия с имоти, доверително управление на портфейли от инвестиции и т.н., но по отношение на надзора си те зависят не само от българските надзорни институции, но и от национално-правните системи съответно на страната, където се намира основната им структура - „майка”. След приемането на България в ЕС, и за нашата страна се очертава нова посока на взаимодействие на международните финансови групи с контролираните дружества и клонове в Източна Европа. Това взаимодействие става между контролиращо предприятие и контролирано дружество. Икономическите предпочитания за създаване в България на дъщерни дружества се насочват към пререгистрация в клонова мрежа, както и участие на контролираните дружества у нас в изменящи се холдингови структури на групите в европейски обхват.

За разбирането и осветляването на съвременните проблеми на международните финансови групи авторът на настоящото изследване е подходил системно и аналитично. Разгледани са теоретико-методологическите концепции за международните финансови конгломерати, тяхната еволюция, динамично изменящи се модели на прилагане на корпоративно управление според структурата на международната група, както и оценка на последиците за функциониращите у нас чужди клонове и субсидиари на международни финансови групи.



Центърът на цялостната интерпретация заема Глава първа и Глава втора в настоящата книга, където е обосновано и анализирано структурирането на компонентите на корпоративното управление на международните финансови групи с оглед на участниците и инструментите, които са обект на дейността им. Това дава възможност да се извлече ясна последователност на най-важните проблеми на управлението им по принцип, но и при условията на съвременната глобална криза.

Достойнство на изследването е, че се отделя място и на българската стопанска практика в Глава трета, която дава ясен пример за това, че при международните банково-финансови групи трябва да се прави разлика между чужди клонове на тези групи и субсидиари, т.е. отделно регистрирани юридически лица според националното законодателство на страната приемателка. За субсидиарите в отличие от чуждестранните клонове е характерно, че те са лицензирани и функционират по действащото българско законодателство. Същевременно тяхната международна дейност подлежи на консолидирания надзор от институциите на съответната страна на месторегистрацията на финансовата група. Отговорността на българските финансово-надзорни органи е налице за текущия им надзор и управление в съответствие с добрите практики. На практика посочените по-горе важни насоки на анализа подкрепят важността на оценката за полезността на настоящото изследване.

Регулативната практика, която налагат европейските институции чрез правото на ЕС по отношение на международните финансови групи е непрекъснато развиваща се област на по-строга финансова дисциплина в ЕС. Авторът е последователен в желанието си да осветли тези нови проблеми на финансовия сектор в България. Факт е, че за нашата стопанска практика това е нова област на изисквания за постигане на съответствие с правото на ЕС.

В условията на глобалната финансова криза корпоративното управление на трансграничните финансови групи в ЕС са оказа, че е пред предизвикателството да не разполага с нужните механизми и инструменти за управление на кризата и нейното преодоляване. Това неизбежно обуславя процес на динамични регулативни промени от страна на надзорните органи в ЕС за компенсиране на недостатъчното

наличие на съгласувани на международно равнище изисквания и практики за управлението на международни финансови групи.

Поради това предлаганата книга е изключително актуална за българската стопанска практика във връзка с развитието на банковия сектор у нас и голямата роля на международните финансови и банкови групи в процеса на приобщаването ни към ЕС. Перспективността на темата се определя от протичащото интегриране на националната финансова система към Европейското икономическо пространство и измененията вследствие на глобалната криза.

Убедителният анализ на богат фактологически материал и научни изследвания по темата позволява на автора да предложи обективна оценка на основните насоки на регулативна промяна в корпоративния контрол в ЕС. Постигнатите аналитични резултати представляват актуален интерес и запълват съществена празнина в българските икономически изследвания на развитието на международните финансови групи в ЕС с трансгранична дейност, която включва и България.

Изследването на М. Неделчев заслужава внимание и е предназначено за икономисти, финансисти, студенти и всички, които проявяват интерес за по-доброто разбиране за процесите на икономическа интеграция в ЕС. С труда на М. Неделчев секция „Международна икономика“ на Икономическия институт на БАН започва серия от публикации на изследвания, свързани с актуални проблеми на световната икономика и интегрирането на България към ЕС. Считаме, че българското общество има потребността от по-дълбоко навлизане и опознаване на икономиката на ЕС и проблемите на участието на България в ЕС.

Пожелавам на автора да работи и за в бъдеще за разкриване на спецификата на европейския интеграционен процес, за да се продължи анализа на същностните промени, които глобалната финансова криза неизбежно ще налага в Европа и в света.

Ст.н.с. II ст., д-р Татяна Хубенова-Делисивкова  
Зав.секция »Международна икономика«  
на Икономическия институт на БАН

София, 23 февруари 2010 год.

## Въведение

Принципът „спазвай или обяснявай“ е приложен за пръв път в Доклада на Кедбъри, 1992 г. Ръководителите трябва да спазват добри практики по корпоративно управление или да обяснят на акционерите причините за неспазването им. Наличието на повече от един национален кодекс по корпоративно управление бе основният мотив за използване на принципа от ОИСР и по-късно в ЕС. Подобно на подхода “one size fits all”, динамиката на глобализационните процеси констатира слаби страни при практическото приложение на принципа.

Корпоративното управление има за основна цел увеличаване благосъстоянието на акционера. Агентският проблем мотивира ръководителите да увеличават краткосрочно благосъстоянието на акционерите. Интересите на акционери и ръководители съвпаднаха при стратегията за извършване на дейност в друг финансов сектор и държава. Либерализацията и последвалата я глобализация дадоха предимства на компаниите да се реструктурират на междусекторни и трансгранични групи. В основата на тази стратегия бяха заложи програми за конкурентоспособност на национално и регионално ниво. Финансовата стабилност и антимонополното право бяха поставени на сериозно изпитание. Дисбалансът между интересите на компанията и обществото наложи намеса от страна на държавата. Надзорният орган участва в корпоративното управление за стабилност на финансовата система и за защита на интересите на обществото.

Финансовата криза от 2007 г. посочи като недостатъци на корпоративното управление предприемане на голям риск от ръководителите, прилагане на високи възнаграждения въз основа на краткосрочни резултати и слаба активност на акционерите. Пререгулирането потвърди ролята ръководителите за управление на акционерния капитал, но дългосрочно.

## Глава първа. Теоретико-методологически аспекти на корпоративното управление на финансови групи

За целите на анализа на корпоративното управление, приемаме принципите и подходите, залегнали в дейността на трите специализирани международни организации, които играят водеща роля в утвърждаването на универсални международно добри практики за корпоративно управление:

— „Основни принципи за ефективен банков надзор” на Базелския комитет по банков надзор<sup>1</sup>;

— „Цели и принципи при регулиране на ценни книжа” на Международната организация на комисиите по ценни книжа<sup>2</sup>;

— „Основни принципи на застраховането” на Международната асоциация на застрахователните надзорници<sup>3</sup>.

Сравнението между принципите, утвърждавани от трите посочени международни организации е извършено от Обединения форум през 2001 г.<sup>4</sup> Кратко описание на сравнението е дадено в Приложение 1. Принципите на корпоративното управление са предназначени както за държави членки на посочените организации, така и за държави, които не членуват в тях. Основната им цел е ръководство за ръководители и надзорни органи от различни държави, при различни правни режими и независимо от различията в тези режими<sup>5</sup>.

В отделни случаи на корпоративно управление са приложими и други международно утвърдени принципи. Например при публични дружества от отворен тип се прилагат „Принципи за надзор над фирми по колективни инвестиционни схеми”<sup>6</sup>; за публични дружества – „Принципи по корпоративно управление”<sup>7</sup>; за компании с държавна собственост – „Ръководства по корпоративно управление на

---

1 Basel Committee on Banking Supervision. The Core Principles for Effective Banking Supervision. Bank for International Settlements, Basel, 1997.

2 International Organization of Securities Commissions. The Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO, 1998.

3 International Association of Insurance Supervisors. The Insurance Core Principles. IAIS, 2000.

4 The Joint Forum. Core Principles. Cross-Sectoral Comparison. 2001.

5 Basel Committee on Banking Supervision. Enhancing corporate governance for banking organizations. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

6 International Organization of Securities Commissions. Principles for the Supervision of Operators of CIS. IOSCO, 1995.

7 Organisation for Economic Co-operation and Development. Principles of Corporate Governance. OECD, 2004.

предприятия с държавна собственост”<sup>8</sup>; за пенсионни фондове – „Ръководства за управление на пенсионни фондове”<sup>9</sup>.

При разглеждане на корпоративното управление в световен мащаб приемаме ключовите стандарти за стабилни финансови системи<sup>10</sup>; на европейско ниво – секторните директиви и Директивата за финансовите конгломерати<sup>11</sup>; на национално ниво – специални закони и наредби<sup>12</sup>.

## 1.1. Еволюция на корпоративното управление

Корпоративното управление има кратка история, но вече е натрупало големи традиции<sup>13</sup>. Като историческо начало на корпоративното управление се приема практиката на сдружаване на капитали, наложена от необходимостта от събиране на голям капитал за корабоплаване и за построяване на морски канали. В историческа перспектива акционерното дружество се разглежда като международен субект<sup>14</sup>: *„Още от втората половина на 19 век юридическата личност придоби такова развитие, че в скоро време стопанската проява на индивида посредством колективни личности стана скелета на международните икономически сношения”*.

Първото застрахователно акционерно дружество, според Д. Рикардо<sup>15</sup>, е основано през 1686 г. във Франция. Дейността му е била да застрахова мореплаватели. Големите парижки морски застрахователни предприятия се

---

8 Organisation for Economic Co-operation and Development. Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. OECD, 2005.

9 Organisation for Economic Co-operation and Development. Guidelines for Pension Fund Governance. OECD, 2002.

10 Financial Stability Forum. Financial Stability Forum Issues Recommendations and Principles to Strengthen Financial Systems. 2009.

11 Directive 2000/12/EC on credit institution; Directive 92/49/EEC on non-life insurance; Directive 92/96/EEC on life insurance; Directive 93/22/EEC on investment services; Directive 2002/87/EC on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate.

12 Закон за Българската народна банка, 1997 г.; Кодекс за застраховане, 2005 г.; Закон за кредитните институции, 2006 г.; Закон за допълнителния надзор върху финансовите конгломерати, 2006 г.; Наредба № 20 на БНБ за издаване на сертификати по чл. 11, ал. 3 от Закона за кредитните институции, 2009 г.

13 *„Корпоративното управление не е толкова често коментирано, както през последното десетилетие”*. Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

14 Кацаров, К. Поданството на юридическите лица. Печатница на Армейския военно-издателски фонд, С., 1925, с. 10.

15 Рикардо, Д. За принципите на политическата икономия и данъчното облагане. Издателство „Партиздат”, С., 1981.

организиранта в особена еснафска компания, Gilde, за обединение на капитали в общ фонд за гаранция срещу поетите застраховки.

Именно натрупването на капитал води до необходимостта от отделяне на управлението от собствеността (А. Смит, с. 51<sup>16</sup>): *”В много големи предприятия почти целият труд от този вид е поверен на управител. Работната му заплата изразява всъщност стойността на неговия труд по контрола и управлението. Макар при определянето ѝ да се вземат обикновено под внимание не само неговият труд и умение, но и доверието, което му се оказва, тя никога не се намира в установеното съотношение с капитала, с чието управление той е натоварен”*. Целта на корпоративното управление е ефективното използване на ресурсите (А. Смит, с. 51): *„А собственикът на този капитал, макар по този начин да е освободен от почти всякакъв труд, все пак очаква печалбата му да се намира в установеното съотношение с неговия капитал”*. Небрежността и разточителството на ръководителите, според А. Смит, води до контрол от страна на акционерите: *„директорите на акционерни дружества управляват чужди пари и не контролират с повишено внимание както партньорите в частна съвместна компания”*.

Независимо от критиката към компаниите с надценяване на акциите им, А. Смит отбелязва положителната им страна: нарастване на капитала. Като начин за увеличаване благосъстоянието на акционера той предлага извършване на дейност зад граница и в друг сектор: *„С нарастването на капитала в една страна по необходимост намалява печалбата, която може да се получи от тяхното приложение. Постепенно става все по-трудно и по-трудно да се намери в пределите на страната изгоден начин на приложение за всеки нов капитал. В резултат възниква конкуренция между различните капитали, тъй като собственикът на един капитал се старая да овладее отрасъла, зает от друг”* (с. 342). Като мотив за задгранична дейност А. Смит (с. 19) посочва икономия от обхвата: *„Когато пазарът е много малък, никой не може да има стимул да се посвети изцяло на едно занятие”*.

В противоречие с меркантилизма, А. Смит (с. 825) оправдава изнасянето на капитал зад граница: *„Собственикът на капитал е всъщност гражданин на света и не е по необходимост свързан с дадена страна”*. Като негативен пример за финансова група А. Смит посочва ситуация, при еднакви условия, при която

---

<sup>16</sup> Смит, А. Богатството на народите. Изследване на неговата природа и причини. “Партиздат”, София, 1983.

британските поданици влагат капиталите си във Франция, поради лесни начини за заобикаляне на законите. Отрицателното отношение на А. Смит (с. 121) към ограниченията при движението на капитала са определени в т.нар. „неравенства, предизвикани от европейската политика“: *„ограничаване на конкуренцията в някои отрасли до по-малък брой хора, отколкото иначе биха били склонни да влязат в тях“*. Едно от неравенствата е свързано с трудностите при наемане на персонал: *„изключителни привилегии на корпорациите да определят брой чираци на един майстор и минимален срок за чиракуване (7 години)“*. Не на последно място, А. Смит посочва надзорът като ограничение при навлизане в европейския пазар: *„Непосредственият надзор върху всички корпорации и върху местните разпоредби, които те смятат за уместно да приемат за своето управление, принадлежал на общинската управа на града, в които те били установени. Това ограничава движението на кадри между сектори и населени места“*.

Първият случай на конгломерат е посочен от Д. Рикардо (с. 23). През 1602 г. с държавна намеса се сливат малки компании в общо дружество и се основава „Холандската Източно-индийска компания“. Тя получава монопол върху търговията в Индийския океан. Целта на сливането е конкурентоспособност спрямо Англия.

Подобни „договорни компании“ (Chartered company) възникват и в други държави, където има „властови вакуум“<sup>17</sup>. За разлика от Холандия, френският опит е негативен. Д. Рикардо (с. 32) посочва първия неуспех от сливане на компании: *„През 1719 година няколко колониални дружества се сливат с известната за времето си, известна не по своите добри начинания, Compagnie des Indes, позната още под „вулгарното“ име Дружество Мисисипи... Наред с всичко това, с кралски декрет дружеството трябваше да се обедини с Banque Royale - създаването на най-гениалния спекулант, родоначалника и създателя на модерните борсови машинации - John Law. Разбира се, от всички тия факти можеше да се предвиди каква ще бъде съдбата на това предприятие. Поради вмешателството на властта, с нейните не всякога добре обмислени мероприятия и под ръководството на нямащ равен на себе си по онова време спекулант, дружеството Мисисипи заедно с кралската банка банкрутира, като повлякоха след себе си и всички ония креации, които те обединяваха“*.

---

17 Гълбрайт, Д. Анатомия на властта. Издателска къща „Христо Ботев“, С., 1993, с. 117.

Нарастването на обема на трансграничната дейност в условията на домонополистическия капитализъм неминуемо е съпроводено с трудности. Първата колизия е през 1875 г., когато френски съд обявява в несъстоятелност швейцарската банка „Credit Foncier Suisse”<sup>18</sup>. Случаят се смята като първо нарушаване на Вестфалския договор за суверенност на държавите и ненамеса във вътрешните дела.

Компаниите започват да се създават в държави с добри закони<sup>19</sup>. Например компаниите от Франция са предпочитали регистрация в съседни държави: *„В последно време наблюдаваме дружества, очевидно французски, не само по лицата, които ги учредяват, но даже и по мястото на тяхната индустрия, да установяват своето седалище в Англия, в Белгия, в Швейцария за да функционират във Франция под чуждата дреха, която са наели. Даже съществуващи дружества проявяват стремление към подобно процедуране, премествайки в чужбина своето седалище, определено по статутите във Франция.”*

Възниква необходимост от международни регламенти за нормално функциониране на трансграничната дейност. На Конгреса на акционерните дружества през 1889 г. в тази връзка се посочва<sup>20</sup>: *„Чуждите дружества, редовно конституирани в своите родоначални страни, трябва да бъдат признати за действителни във всички други страни без да е нужно някакво общо или специално разрешение. Те имат право да отворят там агенции и клонове, да извършват операции и да се отнасят до съдилищата, за да искат изпълнение на поети спрямо тях задължение.”*

Дейността зад граница е била монопол на държавата. Политиката на държавата е първостепенна пред икономиката. А. Смит (с. 291) посочва недостатъците на подобна политика с пример за банки в различни държави. „Банката на Англия” имала монопол върху емитирането на златни монети в Обединеното кралство, които обменяла срещу книжни пари, отпечатани в Шотландия. Обезценяването на банкнотите, при фиксиран обменен курс, прелива загуби от Шотландия в Англия.

Друг пример, на Д. Рикардо (с. 133), разглежда противоположен аспект на проблеми на фирменото управление, когато икономическите интереси са

---

18 Кацаров, К. Поданството на юридическите лица. Печатница на Армейския военно-издателски фонд, С., 1925, с. 20.

19 пак там, с. 36.

20 пак там, с. 23.



първостепенни пред политическите: „В една и съща страна печалбата се намира, общо казано, винаги на едно и също равнище и се различават само доколкото приложението на капитала може да бъде повече или по-малко сигурни и доходни. Друго е положението между различните страни. Ако печалбата от капитал, приложен в Йоркшир, надвишава печалбата от капитал, приложен в Лондон, капиталът бързо ще се премести от Лондон в Йоркшир.” Освен икономически интереси зад граница, Д. Рикардо (с. 120) констатира подобни интереси от дейности в други сектори: „Именно поради различията в печалбата капиталът се прехвърля от един отрасъл в друг”. За целта Д. Рикардо (с. 133) обосновава свобода на действията: „при система на пълна свобода на търговията всяка страна, разбира се насочва своя капитал и труд в такива отрасли, които са най-изгодни за нея”.

Увеличаването на благосъстоянието на акционерите определя следващата стъпка към трансгранична дейност на фирменото управление: създаване на финансови центрове в големи пристанища и основни търговски пътища. Тази вълна на развитие не подминава България<sup>21</sup>. Според българските изследователи на възникването на акционерното дружество у нас А. Цанков, Д. Мишайков, Ст. Бочев: „Банкерството сега изведнъж привлече вниманието на чуждите банкови групи. На първо място германски банкови кръгове основаха своя банка - Кредитна банка, 1905. Това основаване продължи до 1912, когато войната смути и по-после прекъсна стопанския живот.” Процесът на интернационализация на фирмено равнище, наричан „мондиализация” се разгръща активно до 1914 г.<sup>22</sup>

В основата на този процес на конгломеризиране стои движението на капитал, свързано с търговията, т.е. с търговския интерес към производствените цени, за разлика от конгломеризирането след Дж. Кейнс, когато нараства въздействието на разлики във валутните курсове в международната търговия, и свързания с това системен риск. В сравнителен аспект съвременното конгломеризиране на свой ред съществено се влияе и от разликите в лихвените проценти на капиталозаемане в различни страни и пазари<sup>23</sup>.

---

21 Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 320.

22 Rosa, J.-J. La crises des capitalismes hierarchiques. Commentaire, P., 2006/2007, Vol. 29, N 116, p. 955.

23 Tabb, W. Economic governance in the age of Globalization. Columbia University Press, New York, 2004, p. 125.

Държавната намеса след Първата световна война замества политиката по конкурентоспособност с макростабилност. Прекъсват се международните връзки<sup>24</sup>: *„настъпилите след войната смущения в областта на парите и поддържаните вследствие на това мерки от държавите в защита на националната монета създадоха наистина извънредно много усложнения в стопанския живот и преди всичко в международните стопански отношения”*. Започват да се конституират външните участници в корпоративното управление.

Между акционерите и ръководителите възниква асиметрия, породена от информацията, която те притежават. Акционерите имат необходимост от нов участник, който да контролира дейността и резултатите на ръководителите. Изискването за специфични познания определя новия участник в лицето на експерт-счетоводителите<sup>25</sup>: *„ревизията създава една по-голяма стегнатост и дисциплинираност и култивиране на по-будно чувство на обществената отговорност у ръководния и служебен персонал”*.

Социалната дейност по привличане на средства и предоставянето им под формата на кредити, води до външен контрол над финансовите компании. Държавата, в лицето на централната банка, започва да упражнява надзор над акционери, ръководители и експерт-счетоводители. Целта на надзора е защита интересите на обществото пред интересите на акционерите<sup>26</sup>: *„Като се имат предвид възможните печалби от фабрикуването на пари - възвръщаемост чрез лихви от лесния акт на отпускане на заем, - изкушението за престараване в това отношение е очевидно. От това изкушение се раждат централните банки и по-голямата част от структурата на модерното банково регулиране.”*

Държавният надзор изиграва ключова роля в корпоративното управление по време на Голямата депресия<sup>27</sup>: *„Намесата на държавната власт в народното стопанство в Европа се наложи след рухването на системата на златно-девизния еталон от 1931 година”*. Срастването между компании и държава превръща корпоративното управление в макроикономически инструмент<sup>28</sup>. Съгласно

---

24 Неделчев, К. Паричното дело в България (1879-1940). Печатница „Книпеграф”, С., 1940, с. 8.

25 Контролните функции на заклетия експерт-счетоводител в акционерни дружества и в кооперациите. Печатница „П. Р. Славейков”, С., 1938, с. 4.

26 Гълбрайт, Д. Икономическата наука в перспектива. Издателска къща „Христо Ботев”, С., 1996, с. 177.

27 Чакалов, А. Стопанска и финансова стабилност. Печатница „Хр. Г. Данов”, С., 1941, с. 1.

28 Гълбрайт, Д. Икономическата наука в перспектива. Издателска къща „Христо Ботев”, С., 1996.

кейнсианската теория антикризисната политика на държавата става компенсационна политика.

За справяне с Голямата депресия правителството на САЩ финансово подпомага големите компании. Според анализа на американските изследователи А. Бърл и Г. Мийнс, на примера на 200-те най-големи компании от САЩ, може да се констатира разходване на държавни средства без отчетност от страна ръководителите, основно за създаване на собствени империи<sup>29</sup>. Впоследствие това безспорно води до въвеждане на изисквания за отчетност на ръководителите и възнаграждение, съобразно резултатите.

През втората половина на ХХ-ти век в основата на корпоративното управление на финансови групи е моделът на Кейнс-Мински. Финансовите пазари се разглеждат като способни да неутрализират грешки не само от екзогенни фактори като държавна политика, но и от ендогенни фактори като финансовите кризи<sup>30</sup>. Според Х. Мински структурната нестабилност на финансовите фактори изисква обществено регулиране.

Хайман Филип Мински (1919 - 1996 г.) разглежда финансовата система от гледна точка на кейнсианството. Противно на либерализма, той смята намесата на държавата като необходим елемент от пазара.

Началото на съвременната дерегулация на икономиката в САЩ от началото на 1980-те години в условията на неолиберализъм му дава основание да поддържа идеята за държавна намеса на финансовите пазари. Идеите на Х. Мински не намират моментално приложение, тъй като в оригиналния модел не е бил разработен математически модел.

За описание на кредитната същност на парите, предложена от Й. Шумпетер, и намесата на държавата за стабилност на Дж. Кейнс, Х. Мински разработва „хипотеза за финансовата нестабилност“ (1982 г.)<sup>31</sup>. Финансовите кризи са циклични, а моментите на икономическа стабилност са създадени изкуствено от паричната политика на централната банка. В икономиката има два момента: на криза и на стабилност. Водещ фактор е очакването на стопанските субекти за продължаване на

---

29 Berle, A., G. Means. The Modern Corporation and Private Property. Harcourt, Brace and World, New York, 1932.

30 Tabb, W. Economic governance in the age of Globalization. Columbia University Press, New York, 2004, p. 221.

31 В тази връзка считам, за достоверност, моделът да се нарича „Шумпетер-Кейнс-Мински“. МН.

икономическия растеж, на второ място - адаптиране на финансовата система към пазара за извличане на печалба от тренда; на трето – намесата на държавата като защитник на обществения интерес. Основен актьор е финансовият иноватор.

Икономиката бива в ръст или в криза в зависимост от параметрите на финансовата система. В периода на икономическа стабилност финансовата система се трансформира по такъв начин, че води до криза в икономиката. Мотивите на кредитополучателите определят трансформирането на финансовата система за печалба.

На първия етап липсва намеса на надзорния орган, и при дългосрочен растеж в икономиката се стига до търсене на кредити над възможностите на потребителите да ги погасяват. Достига се етап, наречен „момент на Мински“, при който стабилността става критична и кредитиращите банки проявяват внимание към пазара. Моментът на Мински намира приложение в дългосрочен аспект. Положителният тренд за увеличаване на БВП намалява риска за банките и клиентите. При нарастване на търсенето на финанси, банките отговарят на пазара чрез финансови иновации. В определен момент на кредитния цикъл, наричан Момент на Мински, инвеститорите изпитват затруднения с паричния поток поради спираловиден дълг за финансиране на спекулативни инвестиции. В тази точка продажбите спират поради факта, че обявените цени на търсене са високи и нарушаване на ликвидността. Пол Маккюли посочва като „Момент на Мински“ август 2007 г. и го нарича "Reverse Minsky Journey"<sup>32</sup>.

Той смята кризата като подходящ момент за разрешаване на икономически проблеми. Периодът на криза е период на реструктуриране и адаптиране на финансовите структури към новата среда. Финансовите кризи за естествена характеристика на свободната икономика и моментите на нестабилност са част от нея.

Като мярка за противодействие на финансовите кризи Х. Мински предлага намеса на държавата, по-конкретно на надзорния орган, тъй като банките не могат сами да излязат от кризата. Участието на държавата е предвидено по два начина: надзорният орган като кредитор от последна инстанция (Big Bank) и разкриване на нови работни места (Big Government). Надзорният орган-кредитор предоставя помощта при определени условия: банките да намалят лихвите по раздадените

---

32 McCulley, P. Global Central Bank Focus. Comments Before the Money Marketeers Club, New York, 2009.

рискови кредити; предоставените държавни кредити да се използват целево; държавата да придобие дял в собствеността на кредитираните банки; да се предприемат наказателни действия срещу ръководителите, допринесли за кризата (възнаграждения, допълнителни финансови стимули). При другият начин за държавно разрешаване на криза, Х. Мински предлага държавата да разкрие нови работни места в инфраструктурни проекти. По този начин държавната помощ се обосновава с обществените ползи, намаляване на безработицата и възможност за връщане на кредитите.

Според Х. Мински при американската банкова система увеличаването на съотношението между банкови пасиви и банкови резерви чрез заместване на текущи депозити със срочни депозити, води до междубанкови сделки, най-често с централната банка, и количеството пари в обращение се определя ендогенно. За разлика от тази теза монетаристите, разглеждат паричната маса като екзогенна променлива, определяна от органа, отговорен за парично-кредитната политика.

Моделът на Мински е приложим в икономики, в които създаването на пари е свързано със създаване на капиталови активи, т.е. с реално инвестиране. Инвестициите водят до емитиране на дългови задължения, т.е. създават се вътрешни пари, които създават цикличност на стопанството.

Х. Мински предлага опростяване на финансовата система и ограничаване на краткосрочното кредитиране на дългосрочни инвестиционни проекти. Опростяването на финансовата система е способ за достигане на стабилност. Като източник на криза Х. Мински посочва вътрешната динамика на финансовата система и намесата на надзорните органи за нейното стабилизиране.

## 1.2. Еволюция на корпоративното управление в България

Еволюцията на корпоративното управление на финансови групи в България има три специфични черти: етатизъм; протекционизъм; прилагане на германска практика на българска почва. Етатизмът се изразява в инициативата на държавата за създаване на финансови групи с различни мотиви: отпадане на монопол; обслужване на външни заеми; защита на вложители; предпазване от криза<sup>33</sup>. Протекционизмът се

---

33 „Като резултат от съвместната стопанска дейност, под закрилата на българската държава, на чуждестранния капитал и опитност, от една страна, и на упоритото трудолюбие и стеснованост на българина от друга, ние в късо време направихме такъв икономически подем,

изразява в нормативна уредба, ограничаваща създаване на финансови групи<sup>34</sup>. Германският тип на корпоративно управление, отразяващ политиката на Германия за меркантилизъм и участие в завладяване на пазарите от Холандия, Франция и Англия<sup>35</sup>, е приложен изкуствено в българските условия.

Като начало на корпоративно управление в България се приема влизането в сила на Търговския закон от 1897 г. Нормативната уредба не достатъчно добре защитава интересите на акционерите, което определя формата на чуждестранно присъствие чрез клон<sup>36</sup>. Именно чрез клон, през 1882 г. навлиза първото чуждестранно застрахователно дружество, румънското „Дачия“<sup>37</sup>. Пак чрез клон, през 1898 г. е регистрирано първото българско представителство зад граница, в Одрин, от застрахователно дружество „България“, Русе.

Търговският закон приема германския тип на корпоративно управление: общо събрание, управителен съвет и проверителен съвет. Финансов посредник можело да се регистрира не само като акционерно дружество. Застраховател може да се учредява като акционерно дружество или като кооперация<sup>38</sup>, банки с дейност по влогове - само като акционерно дружество или командитно акционерно дружество. Регистрацията на финансов посредник се извършвала чрез разрешителен режим: специално разрешение.

При анализа на историческото развитие на корпоративното управление са констатирани три етапа: обслужване на държавни заеми; регистриране на трансгранични дружества; държавен монопол вследствие на Голямата депресия; национализация.

---

*особено след 1905 година, щото вънкашния свят с основание сочеше на България, като на ревностен ученик на Европа в пътя на капитализма.” Йорданов, Д. Капиталите на българските акционерни дружества в навечерието на Балканската война. Печатница „С. М. Стайков”, С., 1914, с. 4.*

*34 „От друга страна чуждестранният капитал, възползван от господстващата в България система на висок протекционизъм, също без колебание, предложи своето сътрудничество наред с българските дребни спестявания за обща търговия и индустрия на българска почва”. Йорданов, Д. Капиталите на българските акционерни дружества в навечерието на Балканската война. Печатница „С. М. Стайков”, С., 1914, с. 4.*

*35 Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 35.*

*36 „Явно е, прочее, че в началото на своето проникване у нас, чуждестранният капитал не се е доверявал на нашите закони и е идвал като чуждестранно акционерно дружество, работещо в България.” Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 319.*

*37 Русенов, М. (ред.) История на финансовата и кредитна система на България. II том. Издателство „Георги Бакалов”, Варна, 1983, с. 383.*

*38 Диков, Л. Курс по търговско право. 1935. с. 783.*

Първият етап, 1897-1906 г., обхваща корпоративното управление при обслужване на външни заеми за изграждане на инфраструктура.

Държавата е основен инициатор за създаване на трансгранична група. Първото източнорумелийско правителство поканило чужди банки да открият клонове в Областта, за да се осуети монополното положение на „Отоманска банка”<sup>39</sup>.

Навлизането на чуждестранни банки започва след 1905 г. за обслужване на държавни заеми. За целта чужди банки-кредитори учредяват дъщерни банки: „Българска генерална банка”, София („Банк дьо Пари”, Париж), „Кредитна банка”, София („Дисконтогезелшафт”, Берлин) и „Балканска банка”, София (австрийски капитал). Възникналата конкуренция е основният мотив за реструктуриране на банките с български капитал<sup>40</sup>. Започналата вълна на грюндерство има историческо значение: създаване на банкови холдинги<sup>41</sup>. Забелязва се учредяване на акционерни дружества с двойно и многократно използване на един и същ капитал<sup>42</sup>.

Вторият етап, 1906-1931 г., е свързан с началото на трансгранична дейност.

Първата задгранична банка е създадена с държавна инициатива. БНБ и „Българска търговска банка”, заедно с френски и руски капитал конституират в Париж „Търговска ипотекарна банка на Балканите”<sup>43</sup>.

През 1921 г. държавата е създава първата универсална банка. Мотивът е поощряване на българската международна търговия<sup>44</sup>. Основните акционери на

---

39 Русенов, М. (ред.) История на финансовата и кредитна система на България. II том. Издателство „Георги Бакалов”, Варна, 1983, с. 383.

40 „Това подтикна българските банки да се реорганизируют и да потърсят пътища за обновление, които да им позволят да издържат конкуренцията на чуждия капитал.” Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 293.

41 „Банкерът съблякъл старото рухо на лихварството сега в тогата на германското разбиране на банковото дело - стремеж към предприемаческия доход в областта на търговията и индустрията.” Йорданов, Д. Войната и новите акционерни дружества. Издателство „Хемус”, С., 1919, с. 3.

42 „По този повод вещият banker може да каже, както Архимеда: „Дайте ми 300 мил. лева за да претопя всички български дружества в едно”. Йорданов, Д. Войната и новите акционерни дружества. Издателство „Хемус”, С., 1919, с. 9.

43 „Все пак през това време чужд капитал бе започнал чрез банка (Франко-българска ипотекарна банка, регистрирана в Париж), конституирана в странство, да развива ипотекарен кредит с оглед да пласира български ипотекарни облигации във Франция. Тогава се осъществи тоже с чужд капитал, с участието на българи, инициативата за създаване на банков институт, който конституиран като чуждестранно дружество да може да работи в България, Македония и Тракия, за да служи за връзка между разпокъсаните части на българското племе.” Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 293.

44 Йорданов, Д. Преглед на българските дружества и банки, 1922. Държавна печатница, С., 1923.

„Интернационална банка на България“ са държавни банки: „Българска народна банка“ и „Българска земеделска банка“.

Третият етап, 1931-1946 г., обхваща последствията от Голямата депресия.

С държавно участие се създава монопол в ипотечното кредитиране. Учредената „Българска ипотечна банка“ между правителството на царство България и „Блер & с-ие Форен Корпорейшън“, Ню Йорк, и „Лазард Брадърс & с-ие“, Лимитед, Лондон, получава право на дейност за 25 години, като държавата гарантира да се регистрира други ипотечни посредници през периода.

С началото на Голямата депресия чуждестранните банки връщат своите капитали изцяло или частично в държавите си<sup>45</sup>. За макростабилност и за защита на клиентите, се започва реформа в банковия сектор<sup>46</sup>. От 1936 г. БНБ и „Българска инвестиционна банка“ са универсални правоприменици на всички акционерни частни банки. „Българска земеделска и кооперативна банка“ откупува съвкупността от правата и интересите на чуждестранните акционери и кредитори на „Българската ипотечна банка“.

В исторически аспект терминът „финансова група“ се използва за обозначаване на съвременната „банкова холдингова група“<sup>47</sup>. Класически пример е „Българска търговска банка“, Русе, която увеличава капитала си с френско участие („Банк дьо Пари“ и „де Пей Ба“) и създава собствен „Финансов център“ за управление на търговски банки, застрахователни дружества и промишлени предприятия<sup>48</sup>.

---

45 Лазаров, Н. История на Българската народна банка и банковото дело в България. Издателство „Сиела“, С., 1997, с. 173.

46 Стефанов, И. Национализацията на частните банки и реорганизиране на банковото дело у нас. Печатница „Братя Миладинови“, С., 1941, с. 15.

47 „Забелязва се, особено след войната, как около някои по-силни банки се згрупират разнородни предприятия, които се мъчат да образуват един по-пълен цикъл“. Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие“, С., 1929, с. 365.

48 „Друго характерно нещо е, че акционерно дружество се основава в първите години преимуществено за кредит, след това за търговия и паралелно с тях търговски и индустриални дружества. Капиталът е следвал пътя по най-неотложната нужда, на най-лесната стабилност и на най-малкия риск и постепенно е прониквал в по-трудните и по-рисковани области.“ Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие“, С., 1929, с. 311.



Близко до съвременните „финансови групи“ са изключение, което е практика не само в България<sup>49</sup>. Използван е терминът „групировка“<sup>50</sup>: банка, включваща две банкерски фирми, застрахователно дружество, 12 промишлени дружества. Характерен момент от историческото развитие е наличието на верижни директори<sup>51</sup>.

Мотивът на чуждестранните компании за навлизане в българската ниша е инвестиране в местни финансово затруднени дружества или създаване на местни дружества, за да се използват фискални и други облаги<sup>52</sup>. Чуждестранното присъствие е основно чрез клон и в много редки случаи чрез дъщерно дружество<sup>53</sup>. Структурата и управлението се определяли от данъчното законодателство.

Мотивът за междусекторно разширяване е в данъчната система. Съгласно Закона за данъка върху занятията (1895 г.) се облагали печалбите на банки и застрахователи, показани в баланса, включително резервите. При регистриране на акционерно дружество се плащал данък 1-2% от номиналния капитал и от всяко увеличение на капитала. Нормативната уредба принудила акционерните дружества да отделят само 5% легална резерва и да не увеличават капитала си. Икономистите препоръчват за оцеляване дружествата да извършват големи икономии и да се възползват от величината на капитала си за да дадат по-голяма доходност. Но увеличението на доходността води до намаляване на дивидента. Дружествата търсят косвени доходи, защото данъкът е по-малък от „Закона за насърчение на местната индустрия“. Именно нормативната уредба принудила българския финансов пазар да се формира като холдинг: да не се увеличава капитала и да се създават контролирани дружества извън финансовия сектор.

---

49 „Тоя начин на групиране на акционерните дружества ще има да се развива тепърва. Той е една неизбежност, ако искаме да постигнем по-големи резултати и ако искаме да се противопоставим на проникването на чуждия капитал с методите на колонизационната експлоатация“. Бочев, С. Акционерното дело в България. Съюз на акционерните дружества, С., 1925, публикувано в С. Бочев, Капитализмът в България. Издателство „Абагар“, Велико Търново, 1998, с. 386.

50 Бочев, С. Акционерното дело в България. Съюз на акционерните дружества, С., 1925, публикувано в С. Бочев, Капитализмът в България. Издателство „Абагар“, Велико Търново, 1998, с. 386.

51 „Личното участие в управлението на тия дружества на едни и същи хора е по-голяма от ролята на участието на едно предприятие в друго“. Бочев, С. Акционерното дело в България. Съюз на акционерните дружества, С., 1925, публикувано в С. Бочев, Капитализмът в България. Издателство „Абагар“, Велико Търново, 1998, с. 386.

52 Стефанов, И. Животоосигуряване в България. Свищов, 1944, с. 41.

53 „... но поради големите данъчни облагания у нас, чуждият капитал напоследък предпочита да се конституира като акционерно дружество в чужбина (Холандия, Швейцария) и да работи у нас под формата на клон от дружество“. Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие“, С., 1929, с. 327.

Междусекторната дейност е нормативно ограничена. Застрахователите имали право да се занимават само със застрахователна дейност и да бъдат независими от други стопански предприятия. В редки случаи банки се явяват учредители и акционери на застрахователи: общо застрахователно дружество „Орелъ”, основано от ръководния състав на „Балканска банка”, София<sup>54</sup>.

Чрез възползване от данъчните преференции и нормативните изисквания, се създават внушителни финансови групи на фона на националния пазар. Големите мащаби на дейност се оказват пагубни за групите: липса на координация и ниска доходност<sup>55</sup>.

Като начало на трансгранична дейност се смята застраховането, по-конкретно презастраховането. Първата дейност зад граница е през 1898 г. чрез отдел „Транспорт” на застрахователно дружество „Балкан” с презастрахователи от Западна Европа.

Навлизането на чуждестранни застрахователи е било нормативно ограничено<sup>56</sup>. Изискването чуждите дружества да са просъществували като застрахователни дружества поне 10 години, определя малък брой, значими застрахователи<sup>57</sup>. През 1882 г. се откриват клонове на застрахователи „Ню Йорк”, „Феникс”, „Юнион”. Кризата след Първата световна война води до „рефлексни действия” в чуждестранните застрахователи и те напускат българския пазар<sup>58</sup>.

След Първата световна война обезценката на лева лишава от икономически смисъл дългосрочното инвестиране на застрахователи<sup>59</sup>. Освен това по закон застрахователните дружества са длъжни да инвестират резервите в ипотеки и в

---

54 Йорданов, Д. Войната и новите акционерни дружества. Издателство „Хемус”, С., 1919, с. 45.

55 *„Никой не мислеше как ще се разработят и използват така свиканите капитали под едно управление. Краткият живот на едрите дружества дойде да покаже, че бе много по-лесно да бъдат те основани, отколкото да бъдат добре управлявани. Те и сега сякаш страдат под товара на собствената си тежест.”* Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 311.

56 Кацаров, К. Систематичен курс по българско търговско право. 1943. Четвърто фототипно издание, С., 1990.

57 Чакалов, А. Форми, размер и дейност на чуждия капитал в България (1878-1944). БАН, С., 1962, с. 86.

58 *„Обикновено умишлено отклонение от поетите по закон или по договор задължения на застрахователя, какъвто бе например случая със застрахователно дружество „Ню Йорк”, което отказа да се подчини и изпълни издадените и влезли в законна сила решения на българските съдилища и което по неособено почетен начин преустанови работите си в България”.* Диков, Л. Курс по търговско право. 1935. с. 776.

59 Диков, Л. Курс по търговско право. 1935. с. 778.

държавни ценни книжа, които са подценени. Оцеляват застрахователи, които са вложили застрахователната сума в национална валута поради съществуващата разлика между метална и курсова стойност.

Съвместните предприятия в историческото развитие са слабо разработени. Най-значимо е общото застрахователно дружество „Родина”, учредено от „Българска банка” и застрахователно дружество „Юнион”. В устава на дружеството е посочена възможността да извършва дейности в застрахователния сектор и зад граница<sup>60</sup>. Банковата дейност, съгласно Търговския закон, се контролирала за капиталова адекватност, а застрахователната - по международно приети показатели<sup>61</sup>.

Последният етап, 1946-1989 г., обхваща периода от национализацията на финансовите компании до отпадане на държавния монопол.

Характерно за този етап е създаване на финансови компании със специален закон. Банките и застрахователите са изцяло държавна собственост, съобразно валутния режим на страната, строго специализирани на секторен принцип.

Първият застраховател е създаден със Закона за Държавния застрахователен институт (ДВ 143/1946). Чрез отделяне на външното застраховане и презастраховане от ДЗИ е създаден специализиран застраховател: „Булстрад” (ПМС 155/1961). Третият застраховател е „Тракия – морско застрахователно и презастрахователно акционерно дружество” (ДВ 52/1968).

Първата акционерна банка, „Българска външнотърговска банка”, е създадена през 1964 г. чрез отделяне на външнотърговския отдел на БНБ и е единствената, която има право да работи с валута. Останалите банки са съобразно сектора на дейност, т.е. на съответното министерство: „Минералбанк”; „Стопанска банка”; „Биохим”; „Стройбанк”; „Транспортна банка”; „Банка Електроника”. В края на етапа се създава първото съвместно предприятие: „Булгарише-Баварише Ханделсбанк”, Мюнхен между „Българска външнотърговска банка” АД, София и „Баварише ханделсбанк” АГ, Мюнхен.

---

60 „...да поема или управлява портфейлите на други застрахователни и презастрахователни дружества; да основава или участва в основаването на други местни или чуждестранни застрахователни и презастрахователни дружества.” Йорданов, Д. Войната и новите акционерни дружества. Издателство „Хемус”, С., 1919, с. 165.

61 „Свободните капитали и математическите резерви се оползотворяват съгласно Търговския закон и от устава, а досежно образуването на математическите резерви по клона живот, дружеството се придържа о таблицата за смъртността на 20-те английски дружества.” Йорданов, Д. Войната и новите акционерни дружества. Издателство „Хемус”, С., 1919, с. 165.

Акционерите, в исторически аспект, са определени в Търговския закон от 1897 г. като основен елемент за корпоративното управление<sup>62</sup>. За разлика от закона, копирането на германската практика, обуславя водеща роля на ръководителите<sup>63</sup>. За разлика от съвременното корпоративно управление, конфликтът на интереси е между миноритарни и мажоритарни акционери<sup>64</sup>. Честа практика е била да не се приема мнението на миноритарните акционери<sup>65</sup>. В основата на конфликта на интереси е правото на повече от един глас<sup>66</sup>. Законодателната уредба променя практиките по корпоративно управление с приемането на принципа „една акция-един глас“: „*управлението минава всецяло в ръцете на големите акционери*“<sup>67</sup>.

Ръководителите са предвидени по Търговския закон от 1897 г. по германската двустепенна система: управителен съвет и проверителен съвет. Независимо от германската практика, българската правна доктрина имала специфики: членовете на управителния съвет се избирали от общото събрание, а не от проверителния съвет.

Членовете на управителния съвет задължително са били акционери. Мотивът на законодателя е по-голямата заинтересованост на акционера за управлението на дружеството<sup>68</sup>. Назначаването на членове, за спазване на закона, не води до добро

---

62 „Общото събрание на акционерите, съгласно закона, е най-висшият волеви орган на дружеството.” Диков, Л. Курс по търговско право. 1935. с. 237.

63 „...обаче на практика много по-голямо значение има управителния съвет, който обикновено разполага и с бошинство в общото събрание, където само се регистрират и одобряват решенията и действията на първия”. Диков, Л. Курс по търговско право. 1935. с. 237.

64 „Така разпространява се напоследък, например, практиката да се поставя в статутите седалището на акционерното дружество в някое отдалечено провинциално място, гдето главните акционери, държатели на повече акции, с леснина отиват за общите събрания и с това избягват притеснителното мнозинство от дребните акционери, които за своите 1-2 или 5 акции не намират смисъл да пътуват в провинцията”. Кацаров, К. Поданството на юридическите лица. Печатница на Армейския военно-издателски фонд, С., 1925, с. 50.

65 „Акционерите които не са от средата или измежду близките на управителния съвет почти не се намесват в дебатите, ако има такива, и общото събрание минава гладко, мирно и тихо”. Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 115.

66 „Беше време, когато общите събрания на д-вата траеха с часове и дни, а понякога и със със седмици”. Бочев, С. Акционерното дело в България. Съюз на акционерните дружества, С., 1925, публикувано в С. Бочев, Капитализмът в България. Издателство „Абагар”, Велико Търново, 1998, с. 387.

67 „По тоя начин и у нас акционерното дружество става носител на оня начин на управление, който се диктува от големите капитали, вложени в предприятието”. Бочев, С. Акционерното дело в България. Съюз на акционерните дружества, С., 1925, публикувано в С. Бочев, Капитализмът в България. Издателство „Абагар”, Велико Търново, 1998, с. 387.

68 „Най-голямата част от акционерните предприятия се ръководят не от платени директори и чиновници, но от двама-трима крупни акционери, които са силно заинтересовани в предприятието.” Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1921 с. 105.

управление<sup>69</sup>. Така формирани, управителните съвети са били предразположени към злоупотреба с вътрешна информация<sup>70</sup>.

Проверителният съвет се избирал от общото събрание, като членовете му може да не са акционери, но задължително да са български поданици, живущи в България. Ролята на проверителния съвет е била контрол над управителния съвет<sup>71</sup>. Практиката, за разлика от закона, е да се назначават членове на проверителния съвет в тесни връзки с акционерите, т.е. с членовете на управителния съвет и контролната функция на проверителния съвет се обезсмисля<sup>72</sup>. По този начин българската практика се приближавала до англосаксонската система<sup>73</sup>. След Голямата депресия законите променят практиката. Приема се изискване поне един член от проверителния съвет да е лице с доказани счетоводни и банкови познания<sup>74</sup>. Мотивът е свързан с нарастване на акционерния състав<sup>75</sup>.

Експерт-счетоводителите излизат на историческата сцена след Голямата депресия. С приемането на Закона за Института на заклетите експерт-счетоводители от 1931 г., всички акционерни дружества и клонове на чужди акционерни дружества в България, с внесен основен капитал над 500.000 лева, са били длъжни да изберат в

---

69 „Често пъти се избират лица, които служат за декорация, или пък такива, които със своите връзки било с държавно учреждение или с някои стопански или финансови институти, могат да принесат едни или други услуги на дружеството.” Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 108.

70 „Много от дружествата, създадени без сериозни проучвания и без сериозни намерения, не можеха и да имат добри управителни съвети. Членовете на тия съвети често пъти се занимаваха частно със същата работа, за каквато се основаваше дружеството и запазваха добрите сделки и случаи, а неудачните оставяха за дружествена сметка.” Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 342.

71 „Проверителният съвет трябва да бъде окоето на акционерите, чрез което те наблюдават дейността на управителния съвет.” Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 111.

72 „Често пъти за членове на проверителния съвет се избират лица, намиращи се в родствени връзки с главните лица на управителния съвет или пък лица, на които материалното положение зависи от тях. При такива условия проверителите понякога могат да бъдат само инструмент в ръцете на управителния съвет. Ролята на проверителния съвет е сведена до обикновени регистратори-счетоводители.” Диков, Л. Курс по търговско право. 1935, с. 178.

73 „Ръководството е преминало в ръцете на управителните съвети, или, с други думи, мениджърите са избирали директорски съвет, който след това по принципа на кръвосмешението е избирало онези, които са го избрали”. Berle, A., G. Means. The Modern Corporation and Private Property. Transaction Publishers, New Jersey, 1991.

74 „... с това се цели да се избегне създаването на удобни контролни съвети, без нужната подготовка”. Приложения към стенографските дневници, 22 ОНС, 1930/31, с. 81.

75 „Общото събрание на акционерите, благодарение на своя многочислен състав, не е в състояние редовно и отблизо да надзирава ръководството на работите от страна на управителния съвет. Ето защо акционерното дружество се нуждае от един постоянен контролен орган, съставен от вещи технически лица (търговци, финансисти, счетоводители и пр.)” Диков, Л. Курс по търговско право. 1935. с. 256.

проверителния съвет по един заклет експерт-счетоводител. Съгласно Закона за защита на влоговете от 1931 г. всеки клон на чуждестранна банка и всяка местна банка трябвало да назначат по един местен заклет счетоводител. Изборът им се извършвал от общото събрание на акционерите от списък, изготвен от Института на заклетите експерт-счетоводители.

Целта на закона е експерт-счетоводителят професионално да намали конфликта между миноритарни и мажоритарни акционери<sup>76</sup>. Подобен „стопански съветник“ извършвал оценка на риска<sup>77</sup>. Освен като частен контролен орган, експерт-счетоводителят е бил и държавен орган, в лицето на Банкерския съвет към министъра на финансите<sup>78</sup>.

Въпросът за държавен контрол върху частните застрахователни дружества е повдигнат за пръв път през 1905 г. от министъра на финансите И. Салабашев. Заинтересовани чужди застрахователни дружества у нас, както и дипломатически представители, тогава протестират против въвеждането на какъвто и да е контрол<sup>79</sup>.

Надзорният орган в исторически аспект следва да се разглежда на три етапа.

При първия етап, преди въвеждане на Търговския закон през 1897 г., акционерните дружества нямали задължение да публикуват годишен отчет. Утвърждаване на устава се извършвало от министерство на вътрешните работи<sup>80</sup>.

На втория етап, с влизането в сила на Търговския закон от 1897 г., при основаване на банка или откриване на клон се вземало разрешение от министъра на финансите. Капиталът за акционерна банка е нормативно определен в зависимост от населеното място: 30 мил. лв. за София; 20 мил. лв. за Пловдив, Бургас, Варна, Русе; 10 мил. лв. за - за останалите населени места. Всички акции на новооснована

---

76 „Предвид възможния конфликт между дребния акционер и управлението, дружеството се нуждае от един контролен орган, който като бди за правилното развитие на предприятието, бди и за защита интересите на всички акционери и спестители. Тази контролна функция може най-целесъобразно и с нуждната компетентност да бъде упражнявана само от експерт-счетоводител – проверител.” Контролните функции на заклетия експерт-счетоводител в акционерни дружества и в кооперациите. Печатница „П. Р. Славейков”, С., 1938, с. 4.

77 „... дружествата се нуждаят от съвети на въздържане от експерт-счетоводител.” Контролните функции на заклетия експерт-счетоводител в акционерни дружества и в кооперациите. Печатница „П. Р. Славейков”, С., 1938, с. 12.

78 „Експерт-счетоводителят е контролен орган, се явява мандатар на общото годишно събрание и като представител отчасти и на публичната власт.” Контролните функции на заклетия експерт-счетоводител в акционерни дружества и в кооперациите. Печатница „П. Р. Славейков”, С., 1938, с. 11.

79 Стоянова, И. Кратка история на застраховането в България (1878-1946). Издателство „Артман”, С., 1999, с. 70.

80 Йорданов, Д. Преглед на българските дружества и банки, 1922. Държавна печатница, С., 1923.

акционерна банка оставали блокирани за две години. Всеки клон или агенция на застраховател представляли определен от правителството гаранция-залог с цел защита интересите на местните кредитори.

Третият етап е свързан с Голямата депресия. Застрахователният сектор е първият, в който се въвежда надзорен орган (някои автори смятат въвеждането на надзор като обяснение за напускането на чуждестранния капитал<sup>81</sup>).

С началото на Голямата депресия, от 1925 г. надзорът върху застрахователи се извършвал от държавен орган – „Българска централна кооперативна банка“. Надзорът обхващал само частните дружества. От 1926 г. надзорът е прехвърлен на министерство на финансите. Мотивите на министъра на финансите за смяната на надзорния орган са свързани с обществения интерес<sup>82</sup>. За целта е създадено „Учреждение за контрола“. Съставът на членовете на Учреждението задължително включвал представители на местните акционерни застрахователни предприятия и на Управителния съвет на БНБ.

Въведената концесионна система изисквала за създаване на застраховател издаване на „специално разрешително“. Износът на събраните премии в чужбина, към предприятията майки, е бил забранен<sup>83</sup>. За чуждестранни предприятия се считали онези, които се явявали представителства на предприятия в чужбина<sup>84</sup>. Учреждението за контрола можело да забрани на управителния съвет временно да раздава дивидент на акционерите или да свика извънредно общо събрание на акционерите.

Целта на надзора е защита на застрахованите лица поради слабата им информираност и финансова грамотност<sup>85</sup>. За защита на местните клиенти, законът изисквал внесен основен капитал от 1 млн. лева за един клон и 2 милиона лева за повече от един клон.

---

81 „Голям брой чужди дружества прекратиха дейността си било вследствие условията на военните и следвоенните години, било вследствие предстоящото въвеждане на държавен надзор.“ Чакалов, А. Форми, размер и дейност на чуждия капитал в България (1878-1944). БАН, С., 1962, с. 90.

82 „... да се парализира нелоялната конкуренция между самите застрахователни предприятия, да се постави застрахователното дело на здрави начала.“ Приложения към стенографските дневници, 20 ОНС, 1925/26, с. 4.

83 Чакалов, А. Форми, размер и дейност на чуждия капитал в България (1878-1944). БАН, С., 1962, с. 86.

84 Стефанов, И. Животоосигуряване в България. Свищов, 1944, с. 8.

85 Диков, Л. Курс по търговско право. 1935. с. 782.

Надзорът над застрахователните предприятия имал право да изисква промени в организацията на застрахователите<sup>86</sup>. Всеки частен застраховател, ежегодно в срок от 6 месеца от изтичане на годината, е бил задължен да представи на Учреждението за контрола отчета си, равностметка и баланса си по форма, изработена от Учреждението за контрола. С приемането на гаранция-залог от 1,300,000 лева за всеки клон се създава монопол за финансово силни застрахователни дружества, основно чуждестранни<sup>87</sup> (автор на законопроекта е „Централната кооперативна банка“).

Надзорът над банките е въведен през 1931 г. Създаденият Банкерски съвет към министерство на финансите имал за цел здрава финансова система<sup>88</sup>. След 1930 г. печалбата на банки с чуждестранен капитал намалява заради оттегляне на чуждите влогове от матерните институти, което оказало влияние върху образуването на резерви<sup>89</sup>. Въведеният от 1931 г. валутен режим принудило чуждия капитал да ликвидира своето участие в България. С цел запазване на влоговете през 1934 г. БНБ образува нова банка „Български кредит“ чрез сливане на 23 банки.

От 1937 г. съставът на Банкерския съвет е бил разширен с Управителя на БНБ и един експерт-счетоводител, посочен от Банкерския съвет. Статистиката считала за предприятие с чужд капитал онези, в които поне половината от капитала е чуждестранен.

Освен финансовите надзорни органи, в българската история има още два надзорни органи.

Друг надзорен орган е въведен през 1921 г. със Закона за инспекцията<sup>90</sup>. Неговите функции са били за материални грешки и злоупотреби за членовете на управителния съвет; спазване на устава и законите от страна на управителния съвет.

---

86 Кацаров, К. Систематичен курс по българско търговско право. 1943. Четвърто фототипно издание, С., 1990.

87 Стоянова, И. Кратка история на застраховането в България (1878-1946). Издателство „Артман“, С., 1999, с. 72.

88 *„Разпокъсаността на нашата банкова система издава една конкуренция между кредитните институти, твърде опасна за спестовността. Насърчаване за образуване на по-здрави кредитни институти с по-голям капитал и с достатъчни резерви.“* Приложения към стенографските дневници, 22 ОНС, 1930/31, с. 81.

89 Чакалов, А. Форми, размер и дейност на чуждия капитал в България (1878-1944). БАН, С., 1962, с. 90.

90 Бочев, С. Акционерното дело в България. Съюз на акционерните дружества, С., 1925, публикувано в С. Бочев, Капитализмът в България. Издателство „Абагар“, Велико Търново, 1998, с. 386.



Окръжният съд е надзорен орган за ръководители, поставили неверни сделки в доклада или баланса<sup>91</sup>. В определени от закона случаи съдът имал право да свиква извънредно общо събрание на акционерите. Когато съдът е председателствал общото събрание за избиране на нов управителен съвет, не се смятало за съществено нарушение, защото представлява по-голяма гаранция и правата на акционерите ни най-малко са били стеснени от това, че съдът съставил бюрото, а напротив, редът и безпристрастието са били гарантирани<sup>92</sup>.

Инструментът, използван в еволюцията на корпоративното управление, е отделяне на застрахователните дружества, за да се предотврати пренасяне на финансови проблеми от други сектори. Правилникът за прилагане на закона за държавен контрол върху частните застрахователни предприятия (ДВ 250/1927) изисквал застрахователните предприятия да водят сметките отделно за всеки застрахователен клон така, че да може винаги да се установи положението на всеки клон самостоятелно, без да се засягат другите клонове.

### 1.3. Теории на корпоративното управление

Корпоративното управление представлява отделяне на управлението от собствеността по законова уредба. Основните участници са акционери и ръководители. Принципалът възлага на агента управление на собствеността, срещу възнаграждение, на основата на договор.

В зависимост от броя и качеството на принципала, теориите за корпоративно управление биват три типа<sup>93</sup>.

1.3.1. Теорията „Принципал-агент” е въведена от А. Маршал. Независимо от броя на акционерите, мотивите им за увеличаване на благосъстоянието ги определят като „принципал”. На по-късен етап А. Бърл и Г. Мийнс доразвиват теорията с отчетността на ръководителите. Съвременното виждане за теорията е на М. Дженсън

---

91 Диков, Л. Курс по търговско право. 1935, с. 800.

92 Игнатиев, С. Юриспруденция на Върховния касационен съд. Решение №335, 1902, II г.о. Придворна печатница, С., 1926, с. 123.

93 Keasey, K., S. Thompson, M. Wright. Corporate Governance: Economic and Financial Issues. Oxford University Press, 1997.

и У. Меклинг за намаляване на информационната асиметрия и свързаните с нея разходи<sup>94</sup>.

А. Маршал в своите „Принципи на икономикса”, 1890 г., прецизира виждането за бизнеса. От края на XVIII век основният въпрос е свободата на дейност на колективната собственост, основана не на обичаи, а на внимателно подбрано поведение. При извършване на дейност е необходимо да се намери баланса между индивидуалните права и правата на обществото.

А. Маршал обяснява възникването на компании с пример от търговията с недвижима собственост поради нейния примитивизъм. От средновековието за построяване на собствен дом, без помощта на строителен майстор, е необходимо да се наемат всички типове работници, да се договори заплащане с тях, да се закупят материали, да се наеме скъпа техника, да се контролира целия процес. Наетият майстор не се води от интереса, на този който ще живее в дома, а според спекулациите на пазара на недвижими имоти. При по-големи строежи, като предградия, освен наемането на специалисти, е необходимо наемане на надзор. Ролята на собственика се променя: освен работодател, който поема риска и приема печалбата, се добавя лидер, включително да упражнява контрол.

Увеличаването на мащаба на дейността е пазарноориентирано. То бива външно или вътрешно: от общото развитие на промишлеността или от ресурсите на отделна компания и нейния мениджмънт. С увеличаване на мащаба на компаниите в Англия, субектите започват да търгуват взаимоотношенията си. Производството с големи мащаби има предимства когато му се даде възможност свободно да избере локация за работа. Тя се избира по два начина: от географската разположеност на естествени блага (въглища) и на индустрии, които да произвеждат стоки за специфичните нужди на индивидуални клиенти, към които не могат да се преместят без големи загуби. Основното предимство на производство в големи мащаби е икономията от знания, икономията от техника и икономията от материали. Икономията от знания е заместител на техническото обзавеждане. Само големите компании могат да наемат персонал с репутация.

Увеличаването на мащаба на дейност намалява значението на примитивния занаятчия, който управлява цялата дейност и понася целия риск. Започва разделение

---

94 Jensen, M., W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976, № 3, p. 305.

на труда по дейности, предавани със знание от професионалисти, които са се доказали в своята област. С разрастване на дейността е целесъобразно собственикът да плаща на професионалисти, на които може да има доверие. Практика приема адвокатите не като работодатели или предприемачи, а като агенти за наемане на професионалисти, които имат най-висок ранг. Ролята на адвокатите е подобна на занаятчиите, които не продават директно на клиента, а го предоставят на държавата за последваща продажба.

Прекратява се продажбата на акции на публични компании. Започват да продават собствените акции на частни компании, с цел да привлекат лица, без особени познания от дейността на компанията, и да предоставят капитал. Отговорността се прехвърля на съвет на директорите, които следят мениджърите за правилата на дейност.

А. Маршал обяснява големият принос в управлението на компанията с привлекателното поле за хора с добри бизнес способности и без наследени бизнес възможности.

За справяне с Голямата депресия правителството на САЩ финансово подпомага големите компании. Двама автори, А. Бърл и Г. Мийнс, след анализ на 200-те най-големи компании от САЩ, констатираха разходване на държавни средства без отчетност от страна ръководителите, основно за създаване на собствени империи<sup>95</sup>.

Авторите анализират компании от реалния сектор, без да отчитат собствеността в контролирани дружества. Като източник на информация използват данъчни декларации, а мащабът на компаниите е определен от размера на дивидента.

Възникването на компании е обосновано с ликвидността на индивидуалното богатство на организирани капитали. Предимството на акционерната собственост е способността е да се конвертира в друго по всяко време, за разлика от собствеността върху земята, която се управлява дори когато пазарът не е подходящ.

Преди Голямата депресия собствеността на физическите лица се увеличава драстично. Важна роля в акумулирането на финансови средства играят банките чрез бързо развитие на инвестиционни тръстове. Авторите сравняват промяната в индустриалната собственост с промяната в собствеността на земя след Френската

---

95 Berle, A., G. Means. The Modern Corporation and Private Property. Harcourt, Brace and World, New York, 1932.

революция. При Корпоративната революция персоналното качество се губи, както се е загубило при работника през Индустриалната революция.

А. Бърл и Г. Мийнс описват акционерната собственост по следната схема:

*Акционерната собственост = Права + Очаквания - Отговорност.*

Придобиването на акционерна собственост е свързано с правата на собственост и очаквания за печалба, без да се носи отговорност за задълженията на акционерното дружество.

Компанията може да увеличи богатството под контрол по три начина, посочени по намаляващ ред: привличане на нов капитал чрез емитиране на ценни книжа на публичния пазар; реинвестиране на печалбата; придобиване на контрол над друга компания чрез изкупуване на акции или обмен на акции.

От посочените начини, последните два дават предпоставка за създаване на холдингова група. Консолидираните компании извършват дейност средно 70 години, след което се разпадат и всеки дял бива купен от друга компания. Функцията на малка, изцяло притежавана дъщерна компания, авторите определят като източник на бизнес кредит.

С увеличаване благосъстоянието на акционера директната форма на управление от собственика намалява. Концентрацията на икономическа власт се усилва с дисперсия на собствеността.

Управлението на компаниите е възложено на професионалисти. Тяхната роля на агент, според авторите, намира приложение само при дисперсирана собственост. Преди сключване на договор за управление, ръководителите са партньори, а след договора – мандатъори.

За да се запази контрола над компанията, авторите констатира в уставите посочване на акционерите, които избират „отговорните директори”. За намаляване на агентския проблем се въвежда отчетност за ръководителите и възнаграждение, съобразно резултатите. Фидуциарните задължения на ръководителите са: 1. благоприлично внимание към дейността; 2. лоялност към интересите на компанията; 3. разумно бизнес управление.

Авторите определят ролята на държавата в предоставяне привилегии на компанията (концесия) и запазване на правото да се води от обществения интерес, например плащане на данъци. Намеса в частните договори се допуска при отклонение за разпределяне на дивидент. Държавата и законът имат право да приемат промени в устава на компанията по принципа „alter, amend or repeal” (поправи, измени или отхвърли).

М. Дженсън и У. Меклинг определят теорията за структурата на собствеността като съставна от три теории: от теорията на агента, теорията за правата на собственост и теорията на финансите<sup>96</sup>. Новата теория е наречена „Теория на мониторинга”. Тя се фокусира единствено на нормативните аспекти на агентските отношения и как да се структурира договорното отношение, вкл. компенсационни мотиви.

Значението на компаниите на пазара и разглеждането им като „черна кутия” кара авторите да предложат нова дефиниция за компанията. Тя е правна фикция, която образно е представена като сноп от договорни отношения. Директорите на акционерни дружества са по-скоро мениджъри на обществени пари, отколкото на свои собствени. Управлението на привлечени средства определя агента като „предприемач-ръководител”. Ръководителите изпълняват ролята на иконом, който се занимава с въпроси, които не са за вниманието на господаря.

Агентските отношения са разгледани от авторите като договор за делегиране за вземане на решения. Агентските отношения са сравнени със сектора на изкуството и пазара на недвижими имоти.

Основната функция на агента е да максимизира богатството на принципала. Принципалът намалява вероятността агента да злоупотреби чрез определяне на възнаграждение, бюджетни ограничения и приемане на правила за дейност. Ефективността по управлението не означава винаги максимизиране на богатството на акционера, например създаване на собствени империи от ръководителите.

Липсата на собственост определя поведението на ръководителите като противоположно на съдружниците в кооперация. Корпоративното управление се разглежда като стремеж за достигане на оптималност на Парето при разделяне на

---

<sup>96</sup> Jensen, M., W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, p. 305.

собствеността и контрола и съпътстващите агентски разходи. Към агентските разходи се отнасят: разходи по мониторинг от принципала; възнаграждения за агента; остатъчни загуби.

Авторите отнасят към контрола над ръководителите допълнителен елемент: одит. Счетоводните доклади се предоставят доброволно на кредиторите. Независимите експерт-счетоводители са обвързани с управлението чрез тест за коректността на счетоводните записи.

М. Дженсън и У. Меклинг имат значителен принос в разглеждането на групи. Те определят оптималния мащаб на компанията като зависим от разходите по мониторинг върху ръководителите. Разходите по мониторинг се определят за всяка компания в зависимост от нейната сложност и географска дисперсия на дейност. Увеличаването на мащаба и услугите на компанията се определя от пазара на ръководители. Конкуренцията от други потенциални ръководители ограничава разходите по контрол. При дейности, свързани със слабо специализирани познания, е лесно да се оцени изпълнението на ръководителите и евентуалната им подмяна. При високорегулирани сектори, като финансовите услуги, се ограничават възможностите на ръководителите по увеличаване на пасивите и финансиране на други дейности чрез увеличаване на дълга.

Освен теорията „принципал-агент” съществуват други теории. Делението на теориите е в гледната точка: анализ на пазари или анализ на компании, т.е. от гледна точка на икономикса теориите са неокласически или неокейнсиански.

Теорията за договорите разглежда корпоративното управление като „сноп” от договори: между принципал и агент, между компания и експерт-счетоводител, между клиент и компания<sup>97</sup>. Теорията възниква сред Първата световна война, когато вниманието се откъсва от анализи на ниво индустрия и са насочва към разглеждане на компании. Ситуацията определя необходимостта от внимание към адекватен модел на компании за перфектна конкуренция. Пазарът започва да се разглежда от гледна точка на компаниите.

Природата на компанията е разгледана от Р. Коуз чрез анализ на транзакционните разходи. Когато външните транзакционни разходи са по-високи от

---

97 Coase. R. The Nature of the Firm. *Economica*, 1937, № 4(16), p. 386.

вътрешните, компанията намалява мащаба си чрез изнасяне на дейностите в други компании. Поведението на компанията се определя от пазара. Външните цени не са под контрола на компанията, за разлика от вътрешните разходи. Чрез оптимизиране на разполагането на ресурсите, компанията регулира вътрешните разходи и започва да определя пазара. Авторът определя стратегията като „алтернативни методи на производство” и чрез нея обосновава решението на компанията да излезе на определен пазар. Компанията възниква в случаи, когато краткосрочните договори няма да бъдат изпълнени, т.е. агентският проблем е в генезиса на всяка компания.

Държавните мерки за пазара, като контрол на цените и данък върху продажбите, водят до увеличаване мащаба на компаниите, тъй като те не са готови да поемат такива транзакционни разходи. Целта на компанията е да има по-ниски разходи от пазарните. Увеличаването на мащаба на компанията е ограничено до момента, в който вътрешните разходи се изравняват с пазарните цени. Ценовият механизъм е зависим от организацията на останалите компании.

Теориите за ръководителите ще ограничим на О. Уилямсън<sup>98</sup>. Моделът принципал-агент е идеален при наличие на репутация от ръководителите.

Ръководителят увеличава своята полза вместо да увеличава благосъстоянието на акционера. Този момент се постига когато агентът има по-голям опит или знание от принципала или защото принципалът не контролира директно действията на агента. Информационната асиметрия води до морален риск, т.е. агентът преследва своя интерес. Преразглеждане на договора между принципал и агент увеличава транзакционните разходи. Авторът намира изход от ситуацията чрез пазара на корпоративен контрол: сливане или поглъщане на компанията. О. Уилямсън разглежда ограничаване мащаба на компанията от разходите по делегиране.

Върху теорията „принципал-агент” са наслояват други теории. Теорията за договорите разглежда корпоративното управление като „сноп” от договори: между принципал и агент, между компания и експерт-счетоводител, между клиент и компания<sup>99</sup>.

---

98 Williamson, O. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. The Free Press, New York, 1975.

99 Coase. R. The Nature of the Firm. *Economica*, 1937, 4(16), p. 386.

1.3.2. Теорията „заинтересовани лица” разглежда корпоративното управление като принципиали с различни мотиви (множество принципиали). Икономическата и социална роля на компанията определя множество от лица, заинтересовани от нормалното ѝ функциониране. Към заинтересованите лица се отнасят инвеститори и кредитори, висококвалифициран персонал, общество и държава. Интересите на външните лица са насочени към ръководителите, т.е. те са агент на повече от един принципал. Мотивите на агента за увеличаване на благосъстоянието на принципала трябва да се съчетават с очакванията на заинтересованите лица.

Някои автори считат тази теория за единствено приложима към корпоративното управление във финансовата система поради нейната специфичност: наличието на надзорен орган<sup>100</sup>.

1.3.3. Теорията на „добрия стопанин” разглежда ръководителите като стопанин на компанията<sup>101</sup>. Интересите на ръководителите съвпадат с интересите на компанията<sup>102</sup>. Надзорните органи и експерт-счетоводителите имат за цел да потвърдят, че ръководителите заслужават доверие<sup>103</sup>. Теорията се прилага при случаи на контролиращ акционер, фамилна или държавна собственост.

#### 1.4. Подходи към корпоративното управление на български автори

При разглеждане на корпоративното управление анализът на изследванията върху неговата същност и специфика представлява важна предпоставка за охарактеризиране на съвременния етап на развитие на теоретико-методологическите подходи към корпоративното управление на финансови групи. Като отчитаме невъзможността за изчерпателност на обхвата на литературата по избраната тема, предлагаме пет етапа на развитие на проблематиката в публикации на български автори.

---

100 Caprio, G., R. Levine. Corporate Governance of Banks: Concepts and International Observations. Global Corporate Governance Forum, World Bank Research Network Meeting. 2002.

101 Letza, S., X. Sun. Corporate governance: paradigms, dilemmas and beyond. Leeds Law School, Leeds Metropolitan University. Volume 2, Number 1, 2002, p. 43.

102 Donaldson, L., J. Davis. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. In Tricker, B. ed. International Corporate Governance: Text, Cases and Readings. Prentice Hall, New York, 1994, p. 124.

103 Calderon, T. Benchmarking corporate governance in the OECS. Corporate Governance Journal, 2003, Vol 3, Issue No.11, November.



Началото на публикации се свързва с приемане на Търговския закон, 01.07.1991 г., за въвеждане на правната норма „частна собственост“, защитена в приетата след две седмици Конституция (13.07.1991 г.). Един от новите моменти е включване на дружественото право в Търговския закон. На основа на приемането на френската правна доктрина, диспозитивната норма между едностепенна и двустепенна форма на управление, е основната част от утвърждаваната постановка в дескриптивната литература.

Вторият етап е определен от процеса на приватизация и свързания с него въпрос за интерпретация на частната собственост. Основната тема е държавата като едноличен акционер и отпадане на монопола на БНБ във финансовото посредничество.

Третият етап е приемане на Принципите на ОИСП за корпоративно управление през 1999 г. и свързаните с тях „Доклад за спазване на стандарти и кодекси“ за България през 2002 и 2008 гг.

Четвъртият етап започва с подготовката на България за членство в ЕС. Българските автори по корпоративно управление от този период се позовават на Директиви и практики на ЕС. Приемането на „Национален кодекс по корпоративно управление“ (2007 г.) и прилагане на правилото „спазвай или обяснявай“ не намират отражение в обхванатата литература.

Последният етап е свързан с финансовата криза от 2007 г. Разглежда се корпоративното управление като причина за кризата и инструмент за справяне с кризата.

С претенции за позитивизъм към труда на авторите, включвам следните публикации, подредени хронологично.

— Авторският колектив на Икономическия институт, БАН, разглежда развитието на корпоративното управление от гледна точка на динамиката на акционерната собственост<sup>104</sup>.

Първата промяна в акционерната собственост е фиксирана от края на XIX век поради разрастване мащабите на компаниите и необходимостта от антимонополни закони и защита на конкуренцията. Преобладаващите възгледи са свързани с ограничения върху частния интерес и съобразяване с обществения интерес (с. 13).

---

104 Димитров, М. (от г. ред.). Акционерната собственост в преходната икономика. Академично издателство „Марин Дринов“, С., 1994.

Следващият период, определен от авторите, е до 50-60 г. на XX век. Периодът е наречен преход към „зряла корпорация” (по Дж. Гълбрайт), при който собствеността се разширява в различни сектори (с. 14).

Последният етап, наречен „съвременен”, е свързан с вътрешното развитие на акционерната собственост. Акционери, физически лица, се сменят с институционални инвеститори, т.е. отделя се собствеността и контрола (с. 25). Новата собственост и свързаните с нея „мениджърски” теории, отхвърлят класическия модел за предприемача или за собственика-мениджър (с. 150).

Акционерната собственост навлиза в България с масовата приватизация, в която държавата е посочена като холдинг (с. 38). Приватизацията не е дала необходимия резултат поради следните причини, свързани с корпоративното управление: липса на конкурентост при избора на ръководители; предпочитание за чуждестранни инвеститори с финансова мощ; даване на преференции на чуждестранни компании за сметка на местните (с. 51). В процеса на акционериране в България са констатирани „странности”: за разлика от други държави, акционерното дружество няма за цел концентрация на капиталите за по-голяма печалба, което авторите обясняват с отпадане на монопола на БНБ и промяна на собствеността в банките (с. 68). Приетият Закон за банките и кредитното дело (1992 г.) въвежда изисквания за капитал, което не води до съществено преструктуриране на банките и акционерната организация е директно наследство от секторната специализация на съставните им банки (с. 74). Паралелно с промяната в собствеността, у нас нов проблем е мотивацията на ръководителите.

— Корпоративното управление след приватизацията е обект на разглеждане от проф. Ил. Георгиев и д-р С. Керемедчиев<sup>105</sup>. Основният субект са приватизационни фондове, по-конкретно техните дъщерни дружества. Авторите търсят баланс на интересите на заинтересованите страни в корпоративните отношения. Целите на акционерите са определени с дивидентната политика. Констатацията при управление на дъщерни дружества е използване на едностепенна система за да няма представители на приватизационния фонд в надзорния съвет при двустепенна система. Целите на ръководителите на дъщерни дружества са описани като придобиване на акции в предприятието чрез работническо-мениджърска

---

105 Георгиев, Ил., С. Керемедчиев. Корпоративно управление на приватизираните предприятия. Българска асоциация на мениджмънта и предприемачеството, С., 1999.

приватизация. Към ръководния състав, авторите отнасят прокуристите, което е нов момент в нашата литература.

— Практиките на големите компании и тяхното приложение в държави с преходна икономика са в основата на монографията на проф. Б. Боева<sup>106</sup>. Детайлното описание на теоретични възгледи и школи по корпоративно управление е нов момент в българската литература. Като следващ етап на корпоративното управление са посочени комитетите и техните функции (с. 54). Пазарът на корпоративен контрол, според авторката, е един от начините за създаване на империи от ръководителите (с. 86).

Моделът на корпоративно управление в условия на преход е конкретизиран в защита правата на акционерите и на институционалните инвеститори. Икономическият преход води до нетрадиционна собственост и нетрадиционна структура на управление. Като частен случай на дивергенция, в България възниква еkleктичен модел, но различен от модела на М. Аоки и Е. Берглоф за паралелно развитие на банковия и на капиталовия пазар (с. 150). Държавата е основен инициатор за конвергенция на корпоративното управление, което определя прилагане на добрите практики „отгоре-надолу”, за разлика от континенталната практика „отдолу-нагоре” (с. 144). Основният конфликт е между контролиращи акционери и миноритарни акционери, отколкото между акционери и ръководители, както при англосаксонската практика. Основният фактор за добрите практики по корпоративно управление е зависим от правилата на борсата, на която са регистрирани акциите на компанията.

— „Съвременният формат” на корпоративното управление е разгледан в периода след началото на финансовата криза в САЩ<sup>107</sup>. Проф. Ил Георгиев асоциира създаването на компания с архитектура, като външната архитектура е регламентирана. „Функцията по управление”, т.е. вътрешната архитектура, е определена в устава на компанията и в собствения кодекс за корпоративно управление (с. 68).

Недостатъците на съвременното корпоративно управление в България, според автора, са наследени от процеса на трансформация от държавна собственост към частна, свързан със слаб мениджмънт и слаб държавен надзор. Навлизането на

---

106 Боева, Б. Корпоративно управление. От мощните корпорации към икономиките в преход. Издателство „Принцепс”, С., 2001.

107 Георгиев, Ил. Корпоративно управление. Съвременният формат. Издател „Асоциация на индустриалния капитал в България”, С., 2008.

преките чуждестранни инвестиции определя конфликт между вътрешните модели на корпоративното управление в българските частни компании и по-модерните модели (с. 4). Конфликтът на интереси е създаден след масовата приватизация и се изразява в разлика между интересите на акционери с парични средства и на акционери с приватизационни бонове; между акционери на холдингова компания и ръководители на дъщерни дружества. Конфликт между ръководители и акционери има само в еднолично акционерно дружество (с. 194).

Положителен момент за модернизация на корпоративното управление и надзор, според автора, е подготовката за членство в ЕС. Подобно мнение изказват експертите на Световната банка, изготвили втория Доклад за спазване на стандарти и кодекси от 2008 г.

Съвременният формат на корпоративното управление в България е концентрирана собственост (с. 206) и едностепенен съвет (с. 209). Конвергенция може да се извършва при регистриране на борса с друг тип на корпоративно управление (с. 168).

Посочените трудове имат общи моменти в съдържанието, независимо от тяхната структура.

Всички автори анализират корпоративното управление на публични дружества. Обяснението може да се търси в изискванията на закона, които повеляват максимална степен на разкриване на информация и публикуване на значителен брой документи, свързани с отчетността на публичните дружества.

Друг общ момент, следствие от първия, се изразява в цитиране на данни и изготвяне на собствени данни само за публични дружества и приватизационни фондове (впоследствие холдингови групи). В тази връзка авторите използват Принципите на ОИСР, независимо от това, че България не е държава членка на въпросната организация.

Трето, направен е опит да се обхванат съществуващите теории по корпоративно управление. Като цяло всички творби се концентрират около теорията „принципал-агент”, определена в някои случаи като „разделение на труда” (М. Димитров, 1994, с. 151).

Четвърто, в своя опит да формулират корпоративното управление в България, авторите посочват опита на други източноевропейски държави. Най-често срещаното сравнение е с практиките по корпоративно управление в Полша и Чехия,

вследствие на проведената приватизация. Полша се посочва като „отличник”, а Чехия, чийто модел на приватизация бе приложен в България, се среща по-скоро като негативен пример.

Пето, международният опит по корпоративно управление намира отражение в посочване на принципи и кодекси, разработени от международни икономически организации. Съществуващата специализация на организациите определя първоначално използване на опита на Световната банка по модела „дълг срещу капитал”<sup>108</sup>, преди приватизацията, и на следващ етап, след приватизацията – на ЕБВР, която като миноритарен акционер дава превес на отчетността на ръководителите и на одита.

Последният общ момент се заключава в изводите на авторите за липса на български тип на корпоративно управление. Независимо от посочване на отделни глави като „конвергенция на типовете корпоративно управление”, съдържанието на главите се ограничава до сравнение между англосаксонски и германски тип, без посочване на конкретно сближаване. Единствено проф. Б. Боева цитира мнението на Б. Когут за определеност при развитието на корпоративното управление в бившите социалистически страни от присъствието на транснационални и глобални компании в тези страни<sup>109</sup>. Положително е, че в българската литература от последното десетилетие се отчита фактът, че преките чуждестранни инвестиции са носители на идеи и норми на корпоративното управление.

При анализа на литературата от български автори следва да отделим място и за юридическите трудове. Динамиката на този вид литература може да се опише по следния ритъм: въвеждане на правните норми „собственост” и „управление” с Търговския закон; отпадане монопола на БНБ; защита правата и интересите на акционерите.

— В началото на прехода, К. Стойчев описва корпоративното управление като „разцепване” правомощията на собственост и отстъпване правото на управление на

---

108 Подобен момент има в икономическата история на България през 1930-те години: Финансовият комитет на Организацията на народите започва дисциплиниране на компаниите по принципа „пари срещу реформи”. Българска народна банка. Сборник документи. IV том, 1930-1947 г. БНБ, С., 2004, с. 68.

109 Боева, Б. Съвременни тенденции в корпоративното управление в България (или за програмите за корпоративното управление в контекста на теоретичните възгледи за отношенията принципал-агент). Доклад в Ил. Георгиев, Л. Чанкова (ред. и съст.) Предизвикателствата на корпоративното управление в България. Икономически институт на БАН, 2003, с. 55.

собственост (с. 27)<sup>110</sup>. Акционерите стават „рентиери“ (с. 19). В основата на разделението е оптимизация на отношението „право на собственост-ефект от нейното използване“. Една от най-удачните форми за консолидиране на собствеността е холдингова компания (с. 18).

Основно място авторът отделя на фидуциарните задължения на ръководителите. Те са разгледани като разлика между управление и представителство (с. 12). Разликата се определя от формиране и изразяване на волята на юридическото лице, и от действителното управление (мениджмънт). Дължимата грижа е обяснена с пример на видния римски юрист Гай за задълженията на мулетар: задължението за дължима грижа обхваща и необходимият за изпълнение на задължението опит.

Извън управлението остава дейността, свързана с контрола върху него (с. 9). Тя се изразява в преценка доколко управлението се съобразява със закона и устава, както и дали извършените действия са в интерес на дружеството. Тази дейност се извършва от експерт-счетоводителите. Тяхното волеизявление не е насочено към поддържане състоянието на системата, а даване на оценка на извършените действия.

— Приемането на първия закон за дейността на банките, Законът за банките и кредитното дело през 1992 г., довежда до премахване на монопола на Централната банка. Вакуумът от информация е попълнен с литература с тълкувателен характер<sup>111</sup>. Тук следва да се посочи, че цитираният труд първи посочва отпадане на възможността банка да се конституира като кооперация (с. 17).

Банките са разгледани от В. Димитров като търговец. Поради публичната си дейност по влогонабиране, те имат нужда от надзор (с. 61). Увеличаването на капитала, изискуем по закона, също е влогонабиране и отново води до необходимостта от надзор (с. 80).

Надзорът над банките, според автора, се изразява в издаване на лицензия (с. 82). Тя включва професионална квалификация и опит на лицата, оправомощени да управляват и представляват банката; посочване на акционери с над 10% от собствеността и тяхната свързаност (с. 89). Отговорност на управителния и надзорния орган следва да се търси при отпускане на кредити на свързани лица, включително на проверители (експерт-счетоводители) (с. 129). Отстраняване от

---

110 Стойчев, К. Търговски дружества на капитала. Мениджмънт и неговата правна регламентация. Издателство на БАН, С., 1992.

111 Димитров, В. Въведение в банковото право. Търговската банкова дейност и нейната публичноправна уредба. Издателство „Нова звезда“, С., 1996.

длъжност на лицата, оправомощени да управляват и представляват банката, е едно от правомощията на надзорния орган (с. 202).

Международните аспекти на надзора се разширяват и включват консолидиран надзор по директива 92/30/ЕЕС (с. 121). Надзорът над чуждестранни банки, в лицето на клонове, се извършва от надзорния орган на изпращащата държава (с. 279).

— Правата на акционера са разгледани от д-р Б. Ланджев<sup>112</sup>. Едно от основните права за всеки акционер е да иска назначаване от окръжния съд на експерт-счетоводители, когато такива не са избрани от общото събрание (с. 113). Това право е определено от автора като общо контролно индивидуално право, от съществено значение както за отделния акционер, така и за самото акционерно дружество. При упражняване на това си правомощие, акционерът се възползва от имущественото си право на дивидент.

— Корпоративните общности и правата на техните акционери са разгледани от д-р М. Златарева<sup>113</sup>. Основното предимство на акционерно дружество е автономията на волята на самото юридическо лице, формирана от техните общи събрания. Именно те правят юридическото лице самостоятелен участник в правото. Защитата и санкцията на материалните правоотношения се извършват съгласно гражданския процес (с. 11). Правото да се отмени решение на общо събрание се проявява като израз на несъгласие с автономията на компанията (с. 19). Двукният характер на членството в корпоративно устроените юридически лица, от които произтичат както договорните правоотношения между членовете, така и особените отношения на власт и подчинение между члена и юридическото лице, водят до възможност на всеки друг акционер да встъпи в процеса на отмяна на решение на общото събрание съобразно правилата на процесуалния закон.

Наред с икономическия анализ и правната интерпретация на корпоративното управление българската литература по разглежданата проблематика включва и публикации предназначени за надзорни органи.

---

112 Ланджев, Б. Правото на членство в акционерното дружество. Издателска къща „Труд и право”, С., 2000.

113 Златарева, М. Процесът за отмяна на решенията на общото събрание на корпоративни общности. Издателство „Сиела”, С., 2007.

Развитието на надзора, според М. Пранджева, следва световната тенденция към създаване на групи и конгломерати<sup>114</sup>. Консолидиран надзор се извършва над група с различни дейности и за трансгранични дъщерни дружества (с. 6). В България чуждестранните банки са представени основно с дъщерни дружества (с. 9).

На световно ниво консолидираният надзор се извършва по Базелския конкордат и по критериите на Базелския комитет за банков надзор. В Европа надзорът се извършва по директиви. Авторката отбелязва факта, че се приема нова директива след фалит на банка с европейска значимост, т.е. трансгранична група. Първа банкова директива 77/780/ЕС, приета след фалита на италианската „Banco Ambrosiano” през 1975 г., изисква контрол от предприятието майка над дейността на групата. След фалита на „Bank of Credit and Commerce International BCCI”<sup>115</sup> през 1991 г. е приета Втора банкова директива 92/30/ЕС. Въвежда се координация на надзор при трансгранични финансови холдинги, като надзорът се извършва от изпращащата държава за дъщерни дружества и клонове. В България консолидираният надзор се извършва по Наредба №12, като авторката констатира разминаване между българското и европейското законодателство при количествените критерии за определяне на дъщерно дружество (с. 19).

## 1.5. Модели на корпоративното управление

Под „финансова група” ще разбираме<sup>116</sup>: банка, банкова група, застраховател или застрахователна група, финансов конгломерат и инвестиционна компания, която е важна в няколко държави членки поради значими дъщерни дружества или клонове в приемащите държави. Структурата на дадена група обхваща членовете на групата

---

114 Пранджева, М. Надзор на консолидирана основа. Дискусионни материали, БНБ, DP/71/2001, С., 2001.

115 Създадена през 1972 г. от пакистански финансист. Регистрирана в Люксембург и е под надзора на Bank of England. Извършва дейност в 78 държави чрез повече от 400 клона. При нейния фалит се води „битка” между надзорните органи за 20 млрд. щ.д. Ликвидаторите, Deloitte & Touche, завеждат дело срещу одиторите Price Waterhouse и Ernst & Young. Кредиторите завеждат дело срещу надзорния орган. Делото приключва през 2004 г., като ликвидаторът е възстановил 75% от загубите на кредиторите. След казусът се въвежда „изискване BCCI”: одиторите са длъжни да докладват на надзорния орган за констатирани нарушения без да спазват правилото за запазване на банковата тайна.

116 Economic and Financial Committee Report. 5 September 2007.



и правилата на корпоративно управление<sup>117</sup>. Членовете на групата включват контролиращо предприятие и контролирани дружества.

В зависимост от приетата стратегия, контролиращото предприятие бива универсална банка, предприятие майка или холдингова група. Контролираните дружества, в зависимост от наличие на корпоративно управление, се делят на дъщерно дружество и клон<sup>118</sup>. За разлика от създаването на дъщерно дружество, клонът не изисква инвестиции за собствен капитал, което дава предпоставки за инвестиране в служителите<sup>119</sup>.

Финансовите групи са организирани по три модела: универсална банка, предприятие майка-дъщерно дружество, холдингова група (основните понятия са дадени в Приложение 2).

Първият модел на финансова група, универсална банка, е известен като „германски модел“. Намира широко приложение в континенталната практика с въвеждането на Консолидираната банкова директива 2000/12/ЕС.

При този модел финансова компания извършва както търговско банкиране, така и инвестиционно банкиране, включително услуги по застраховане<sup>120</sup>. Дейността се извършва чрез клонове (Фигура 1).

Фигура 1. Модел на универсална банка<sup>121</sup>.



117 Committee of European Banking Supervisors. Guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increases in holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC. CEBS, 2008.

118 Неделчев, М. Корпоративно управление на финансови конгломерати (Juncte Et Impera). Фондация „Буквите“, С., 2006.

119 „Големите организации с големи инвестиции са по-ориентирани към служителите, отколкото към работата“. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил“, С., 2001, с. 272.

120 Поради сходни черти, под „застраховател“ разбираме както дейности по „застраховане“, така и по „презастраховане“. 3L3 Task Force on Internal Governance (TFIG). Cross-sectoral stock-take and analysis of internal governance requirements. CESR/09-1176, CEBS 2009 299 CEIOPS-3L3-19-09. 2009.

121 Dierick, F. The Supervision Of Mixed Financial Services Groups In Europe. European Central Bank, Occasional Paper Series No. 20/August, 2004.

Клоновете оперират с капитала на централния офис и поради това при тях няма корпоративно управление. Характерна черта на модела е пълна интеграция между отделните структурни бизнес единици.

Другият модел на финансова група, предприятие майка-дъщерни дружества, представлява правно разделяне на предприятие майка и на дъщерни дружества (Фигура 2). Предприятието майка извършва собствена финансова дейност и упражнява контрол върху дейността на дъщерните дружества. Дъщерните дружества предлагат услуги, различни от тези на предприятието майка, т.е. този модел допуска предлагане както на услуги в областта на търговско банкиране и на инвестиционно банкиране, така и по застраховане.

Фигура 2. Модел на предприятие майка-дъщерни дружества.



Както в предприятието майка, така и в дъщерното дружество, има собствен тип корпоративно управление<sup>122</sup>. Субординацията на контролирано дружество определя неговото корпоративно управление.

Последният модел на финансова група, холдингова група, подобно на предния модел, структурно е разделена холдингова компания от контролирани дружества. Този модел допуска пълен набор от финансови услуги, включително универсална банка (търговско и инвестиционно банкиране) и застраховане (Фигура 3).

122 Задграничен клон има собствени сметки под чуждестранна юрисдикция и се разглежда като квази-компания. OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment. OECD, 2008.

Корпоративното управление на холдинговата компания и на контролираните дружества се определят в зависимост от ролята им в холдинговата група. Холдинговата компания не извършва собствена дейност, а само координира дейностите на контролираните дружества. Контролираните дружества нямат директни отношения помежду си, а само с холдинговата компания.

Фигура 3. Модел на холдингова група



От гледна точка на икономиката, финансова група има за цел увеличаване благосъстоянието на акционера. Прилага се принципът за ефективно използване на ограничените ресурси (капиталови, управленски, надзорни, информационни).

Мотивите за създаване на финансова група са външни и вътрешни. Външната среда влияе чрез мотиви за използване на ресурсите поради надзорния режим. Вътрешната среда влияе чрез мотиви, породени от корпоративното управление. Агентският проблем при използване на ресурсите е свързан с мотивите на ръководителите за максимизиране на мащаба и на акционерите за максимизиране на печалбата.

Чрез външните и вътрешните мотиви финансовата група е заместител, а не допълнение, на пазарната среда. Финансовите групи изземат ролята на финансовите пазари за ефективно използване на ресурсите<sup>123</sup>. Финансирането в рамките на една група разполага ресурсите по-ефективно от външния пазар<sup>124</sup>. Контролираните дружества се обръщат към контролиращото предприятие при необходимост от

123 Grant, R. Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications. Blackwell Publishing, London, 1995.

124 Weston, J. Mergers and Acquisitions in Business Planning. Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali, 1970, April, p. 309.

финансиране и при използване на печалбите<sup>125</sup>. В допълнение на аргумента за вътрешен пазар на финанси, финансовата група създава вътрешен пазар на труда за ръководители.

От гледна точка на стопанското управление целта на финансовата група е постигане ефекта на синергия (Фигура 4). Акционерите определят стратегията, която ръководителите транспонират в структура<sup>126</sup>. В зависимост от избраната стратегия, структурата на финансова група има два типа синергия: оперативна (при наличие на икономии от мащаба) и информационна (при увеличаване на комбинираната стойност на активите на всички членове на финансова група спрямо пазарната стойност).

Междусекторните групи включват компании от различни сектори, като задължително условие е наличие на застрахователна компания. Определящ фактор е наличие на надзорен орган от два и повече сектори. В практиката междусекторните групи често извършват дейност в една държава. Основният риск е от надзорен арбитраж. Увеличаването благосъстоянието на акционера се постига чрез икономии от мащаба. Ръководителите се сертифицират по секторните правила.

Фигура 4. Създаване на междусекторни групи.

		<b>между местни финансови компании</b>	<b>между международни финансови компании</b>
<b>секторно</b>	метод	между компании, разположени в една държава	между компании, разположени в различни държави, едната от които е членка на ЕС
	мотив	икономия от мащаба чрез намаляване на разходи	постигане на най-голям пазарен дял
	ефект	намаляване на дистрибуционната мрежа и административните разходи	следване на клиента

		<b>национална междусекторна група</b>	<b>международна междусекторна група</b>
<b>междусекторно</b>	метод	между компании, разположени в една държава	между компании, разположени в различни държави, едната от които е членка на ЕС
	мотив	икономия от мащаба чрез кроспродажби	икономия от обхвата чрез пазарен дял и кроспродажби
	ефект	оптимално използване на допълващи се дистрибуционни мрежи	рационализация чрез дейности под различен надзорен режим

125 Desai, M. The finance function in a global corporation. Harvard Business Review, Boston, 2008, Vol. 86, № 7/8, p. 108.

126 Miles, R., C. Snow, A. Meyer, H. Coleman. Organization strategy, structure, and process. Academy of Management Review, 1978, 3(4), p. 546.

Трансграничните групи включват компании от различни държави, като в повечето случаи те са от един сектор. Определящ фактор е наличие на надзорен орган от две и повече държави. Основният риск е от капиталов арбитраж. Увеличаването благосъстоянието на акционера се постига чрез икономии от обхвата. Ръководителите се сертифицират по изискванията за всяка държава.

## 1.6 Участници и инструменти на корпоративното управление

При разглеждане на корпоративното управление във финансови групи ще използваме модела „Принципал-Агент”. Традиционното определение за корпоративно управление разглежда отделянето на собственост и управление<sup>127</sup>. Корпоративното управление на финансова група се характеризира с отделяне на собствеността и контрола.

Корпоративното управление представлява система от договорни взаимоотношения между основните участници: акционери и ръководители. Различието в техните мотиви, наричан „агентски проблем”, се намалява с привличане на външен участник – експерт-счетоводител. Финансовите компании обслужват нуждите на обществото, чиито интереси се защитават от друг външен участник - надзорен орган<sup>128</sup>. За ефективно функциониране на „снопът от договори”, е необходимо използването на специфични инструменти.

Поради спецификата на корпоративното управление във финансовата система ще използваме метода **АРЕНИ** (**А**кционери, **Р**ъководители, **Е**ксперт-счетоводители, **Н**адзорни органи, **И**нструменти)<sup>129</sup>. Ще направим опит да определим мотивацията за участие в корпоративното управление и за създаване на финансова група, както и взаимодействието между участниците.

---

127 „Корпоративното управление възниква когато ръководенето на предприятие не са извършва от собственика, приятел или от съдружник”. Кейнс, Дж. Обща теория на заетостта, лихвата и парите. Издателство „Принцепс”, С., 2001.

128 „Саморегулиращ се пазар е „утопия”. Polanyi, K. The Great Transformation. The Political and Economic Origins of our Time. Beacon Press, Boston, 1944.

129 Неделчев, М. Корпоративно управление на финансови компании. Издателство „Тракия-М”, С., 2005.

1.6.1. Мотивите за участие са поради корпоративното управление (модела „принципал-агент“).

Акционерите са принципал в корпоративното управление. Те участват в корпоративното управление чрез правото да назначават и освобождават ръководители, и правото да избират външен одитор<sup>130</sup>.

Тяхното участие се мотивира с увеличаване на благосъстоянието им. При корпоративното управление на финансова група акционерите извършват стратегически мениджмънт. Той е основан на представяне на компанията като стабилна и обособена система.

Натискът от страна на акционерите върху ръководителите да генерират високи цени на акциите и дивиденди за инвеститорите, определи очакваните тримесечни печалби като измерител за управлението на компанията<sup>131</sup>. След финансовата криза от 2007 г. акционерите следва да участват в корпоративното управление по отговорен начин съобразно целите на компанията за създаване на стойност в дългосрочен аспект<sup>132</sup>.

Акционерите на финансова група се определят от асиметричната собственост. Възниква допълнителен агентски проблем между мажоритарни и миноритарни акционери, който се заключава в отклонение между правото на собственост и правото на контрол. Действията на ръководителите ощетяват интересите на миноритарните акционери на контролирано дружество в полза на мажоритарните акционери на контролиращото предприятие.

Ръководителите са агент в корпоративното управление. Участието им се определя от делегирането на управлението на акционерния капитал поради техния професионализъм и ефективност. Отделянето на собствеността от управлението, според Дж. Гълбрийт, води до „икономическа власт“. Власт без собственост е управление от професионални мениджъри<sup>133</sup>.

При корпоративното управление на финансова група се практикува обмен на ръководители между контролиращото предприятие и контролираните дружества.

---

130 International Corporate Governance Network. ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009). ICGN, London, 2009.

131 Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

132 International Corporate Governance Network. ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009). ICGN, London, 2009.

133 Berle, A. Power Without Property. Harcourt, NEW YORK, 1959.

Верижните ръководители възникват в регулирани сектори и мобилизират ограничените ресурси, например експерти по управление на риска. Мотивът за верижни ръководители е намаляване на агентските разходи и увеличаване на отчетността. Верижни ръководители има само при моделите предприятие майка-дъщерни дружества и холдингова група.

Верижните ръководители намаляват разходите по контрол, но увеличават непрозрачността. Негативен момент е вероятността от намаляване на въздействието на пазара за корпоративен контрол и нарушаване на фидуциарните задължения на ръководителите като агенти на акционерите на всяка от компаниите<sup>134</sup>.

Организационната структура на финансова група следва стратегията ѝ<sup>135</sup>. Собственият капитал е разпределен по контролирани дружества съобразно правилата за капиталова адекватност по сектори и държави. Корпоративното управление на финансова група има две нива на агентски проблем: в контролиращото предприятие и в контролираното дружество<sup>136</sup>.

Ръководителите в корпоративното управление извършват оперативен мениджмънт. Той се базира на създаване и поддържане на управляемост на процесите и обектите. Ръководителите на контролиращо предприятие изземват част от функциите на акционерите и вместо с оперативен мениджмънт извършват стратегически мениджмънт. Изпълнителните директори имат мотиви, сходни с тези на акционерите, поради възнаграждение на основата на управление на капитала<sup>137</sup>. Те упражняват правата на акционерите чрез контрол на ниво контролирано дружество.

Ръководителите на контролиращо предприятие имат допълнителни функции по контрол върху дейността на дъщерните дружества и клонове. Контролните функции включват измерване на риска по сектори и спазване на законите по държави. Ръководителите на финансова група диверсифицират и локализируют риска между

---

134 Fich, E. CEO compensation and turnover in mutually interlocked boards. Working Paper, Kenan-Flagler Business School, 2000.

135 X. Хофстеде смята, че при транснационалните компании е необходимо структурата да следва културата. Хофстеде, X. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 320.

136 Baek, H. Parent-Affiliate Agency Conflicts and Foreign Entry Mode Choice. *Multinational Business Review*, 2003, Fall.

137 Perry, T. Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover. *The Financial Review*. Volume 38, 2003, p. 33.

финансови сектори: управление на пасиви (при застраховател); управление на активи (при кредитна институция) и сетълмент (при инвестиционен посредник).

Експерт-счетоводителите са външни лица за корпоративното управление. Исторически тяхното участие е продиктувано от ограничената отговорност за акционерите и необходимостта от контрол над ръководителите<sup>138</sup>. В някои държави с англосаксонски тип на корпоративно управление необходимостта от експерт-счетоводители се обосновава с водещата роля на счетоводството за информация към инвеститори и кредитори<sup>139</sup>.

Основната функция на експерт-счетоводителите е сигнална: предоставяне на информация за финансовите резултати към акционери и към надзорни органи<sup>140</sup>. За целта експерт-счетоводителите се избират от общото събрание на акционерите, но се одобряват от надзорните органи<sup>141</sup>. Експерт-счетоводителите гарантират на акционери и надзорни органи за акуратност на одитираните сметки<sup>142</sup>. Тази функция на експерт-счетоводителите не се обвързва с функцията по сертифициране от надзорния орган. Общото събрание на акционерите и надзорните органи могат да прекратят дейността на експерт-счетоводителите в случай на неспазване на изискванията за подходящност.

Основната роля на експерт-счетоводителите е да намаляват информационната асиметрия<sup>143</sup>. При корпоративното управление на финансови групи те изпълняват допълнителни функции. Целта на одиторския доклад е да обхване всички членове на групата, независимо от тяхната регистрация, за проверка по спазване на законите за отделните държави и на капиталова адекватност за отделните сектори. Одиторският

---

138 Fohlin, C. The History of Corporate Ownership and Control in Germany. In: R. Morck (ed.). The History of Corporate Governance: The Rise and Sometimes Fall of the World's Great Mercantile Families. University of Chicago Press, 2003.

139 Tabb, W. Economic governance in the age of Globalization. Columbia University Press, NEW YORK, 2004, p. 180.

140 Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD guidelines for insurers' governance. OECD, 2005.

141 International Association of Insurance Supervisors. Extract from Recommendations on Corporate Governance: Main Elements of Insurers' Corporate Governance. IAIS, 2007.

142 „Счетоводството е езика на бизнеса. Това означава, че счетоводството е работа със символи, които имат значение за посветените”. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтгер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 217.

143 „От културологична гледна точка счетоводните системи в организациите могат да бъдат представени най-добре като ритуал за намаляване на несигурността, които запълват културната потребност от сигурност, простота и истина в един объркващ свят, независимо от това дали тази истина има обективна основа”. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтгер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 218.



доклад е основен инструмент за ръководителите при периодично сравняване на ресурсите и дейностите в отделните дружества в рамките на финансовата група.

Динамиката на финансовите групи следва да се разглежда паралелно с динамиката на държавата и по-конкретно с лицензионната политика<sup>144</sup>. Нейна основна цел е стабилност на националната икономика и конкурентоспособност на международно ниво. Надзорният орган предоставя публично благо<sup>145</sup>, за разлика от ръководителите, които създават публично богатство<sup>146</sup>.

Надзорният орган участва в корпоративното управление като намалява информационната асиметрия. Основната му функция е определяне на акционерите, сертифициране на ръководителите и одобряване на експерт-счетоводителите<sup>147</sup>. Надзорът във финансовата система е заместител на корпоративното управление<sup>148</sup>. За ефективността на надзора неговата структура трябва да е огледален образ на структурата на финансовите групи<sup>149</sup>.

Организацията за икономическо сътрудничество и развитие използва „Анализ на регулаторното влияние“<sup>150</sup>. Въведен през 2005 г., държавите-членки на ОИСР са стимулирани да използват анализа за оценка на влиянието преглед на регулаторните органи систематично, за да се убедят, че изпълняват задачите си ефективно. Например регулаторни грешки за ограничаване на конкуренцията, които не са в обществен интерес. В анализа се включват прозрачност, права на гласуване, структура на комитети по одита.

---

144 Даването на лиценз създава регулиран частен монопол. В някои сектори от икономиката се допуска наличие на лиценз след предоставяне на парична гаранция за качеството на обслужването и изпълняване на изисквания за пригодност към ръководителите. Целта на надзорния орган е да се убеди в ефективното разполагане на ресурсите и защита на клиентите. Organisation for Economic Co-operation and Development. Competition Assessment Toolkit. OECD, 2007.

145 Р. Гилпин дава като пример за обществено благо морския фар. Всяко лице ползва безплатно услугата на фара, но никой не полага грижи за него. Следователно, обществените блага са недостатъчно обезпечени. Р. Гилпин, Глобална политикономия. Издателство „Дамян Яков“, С., 2003, с. 12.

146 Coase, R. The Nature of the Firm. *Economica* 1937, № 4 (16), p. 386.

147 Fischer, K., E. Fournier. Does corporate governance matter in deposit insurance? *Deposit Insurance and moral hazard in joint stock and mutual financial intermediaries*. University Laval, Quebec, Working Paper № 02-06, 2002.

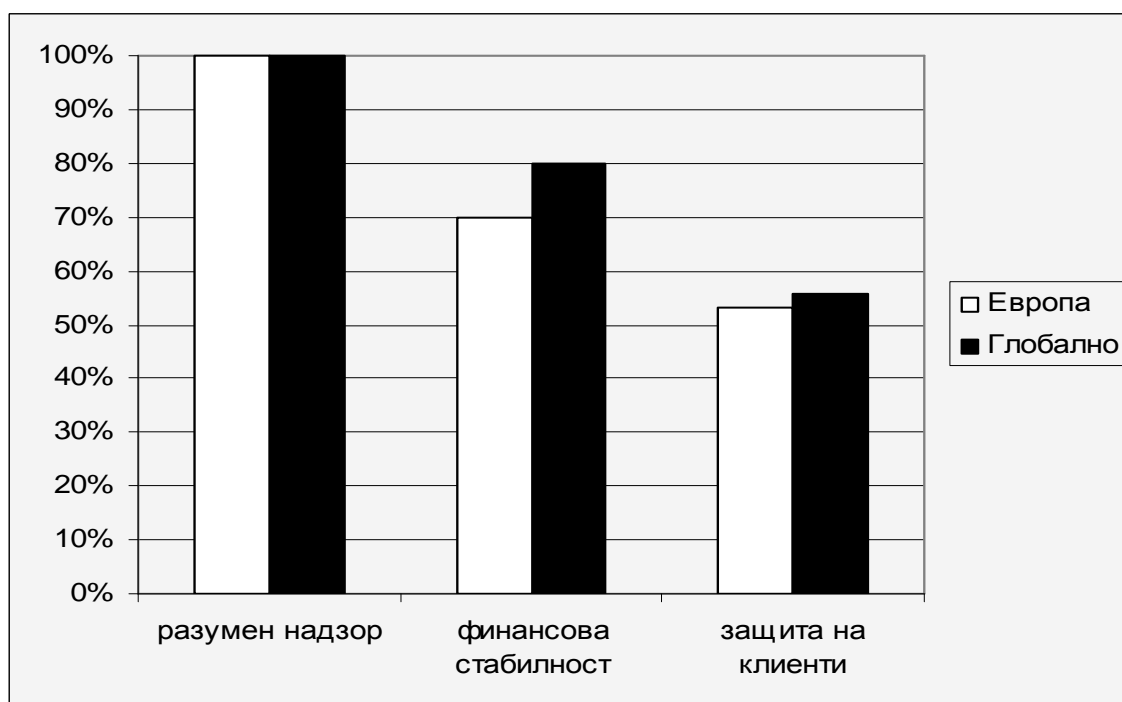
148 Renee, A., H. Mehran. Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies? *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, April, 2003, p. 124, supra n. 1.

149 Abrams, R., M. Taylor. Issues in the Unification of Financial Sector Supervision. IMF, Working Paper № 00/213. 2000.

150 Organisation for Economic Co-operation and Development. Applying RIA to Policy Making in the Area of Corporate Governance. *OECD Governance*, Volume 2009, Number 25, September 2009, p. 137.

Поради икономическите и социални функции на финансовите групи, възниква необходимост от консолидиран и допълнителен надзор<sup>151</sup>. Целта на надзора е да защити клиентите на финансови групи и в по-широк смисъл да поддържа финансова стабилност. По този начин надзорните органи способстват за стабилност на индивидуални компании (микрониво) и конкурентоспособност на финансовата система (макрониво)<sup>152</sup>. В тази връзка, докладът на надзорния орган на Великобритания констатира по-малко отговорности на надзорните органи на Европа за разлика от международната практика по въпросите на финансовата стабилност и защита на клиентите (Графика 1).

Графика 1. Отговорности на банковите надзорни органи<sup>153</sup>.



1.6.2. Мотивите на участниците за създаване на финансова група са поради надзорните изисквания.

Акционерите на контролиращо предприятие са основните лица, които вземат решение за създаване на финансова група. С определяне на стратегията, акционерите

151 Неделчев, М. Корпоративно управление в банковата система. Издателство „Сиела”, С., 2004.

152 Slijkerman, J., D. Schoenmaker, C. de Vries. Risk Diversification by European Financial Conglomerates. Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2005-110/2, 2005.

153 Financial Stability Institute. Institutional arrangements for financial sector supervision. Bank for International Settlements. Occasional Paper No 7, 2007.

определят рисковете по сектори и по държави, и избират капиталовите изисквания на съответния надзорен орган.

Изборът на стратегия за създаване на група е съобразно външни мотиви (надзорни изисквания):

— придобиване на собственост в друг сектор или държава поради различия в законодателствата. С тази стратегия акционерите увеличават благосъстоянието си чрез „капиталов арбитраж“. Акционерите насочват собствения капитал към сектори, в които надзорните изисквания за собствен капитал са занижени<sup>154</sup>. Друга стратегия, използвана от акционерите да увеличават благосъстоянието си, е чрез „надзорен арбитраж“. При този случай акционерите насочват собствения капитал към държави, в които се прилага разумен надзор<sup>155</sup>.

— създаване на контролирани дружества за дейности, които не са разрешени за финансовите компании. Чрез тази стратегия се намалява риска чрез отделяне на финансовата дейност от нефинансовата. Прилага се при създаване на междусекторна група.

— защита от външно придобиване. Стратегията е способ за запазване на акционерния дял.

— правна защита или узаконяване на корпоративна структура като резултат от сливане<sup>156</sup>.

— намаляване на данъчните задължения чрез извършване на дейности в сектори и държави с финансови преференции<sup>157</sup>;

— достъп до капиталов пазар или получаване на кредитен рейтинг.

Ръководителите имат мотиви да бъдат инициатори при създаване на финансова група: „изграждане на империя“; запазване на ръководния пост; намаляване на

---

154 Freixas, X., G. Loranth, A. Morrison, H. Shin. Regulating Financial Conglomerates. National Bank of Belgium, Working paper №54, 2004.

155 Един от основните стълбове на разумния надзор е капиталовата адекватност. Целта на разумния надзор е финансова стабилност на банките за защита на обществените интереси. International Auditing Practices Committee and the Basle Supervisors' Committee. The relationship between bank supervisors and external auditors. Bank for International Settlements, Basel, 1987.

156 Basel Committee on Banking Supervision. Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group. Bank for International Settlements, Basel, 2009.

157 Group of Ten. Report on consolidation in the financial sector. G-10, 2001.

необходимостта от външно финансиране; неутрализиране на ефектите от пазара на корпоративен контрол<sup>158</sup>.

В рамките на една държава и един сегмент основният мотив е постигане на икономии от мащаба<sup>159</sup>. В рамките на една държава и повече от един сегмент основният мотив е продуктова диверсификация и предлагане на повече услуги на клиента.

Ръководителите изпълняват ролята на инициатори само в концентрирани пазари, където дейността се лицензира<sup>160</sup>. Независимо от тази роля на ръководителите, крайното решение за създаване на група е на акционерите и на надзорните органи<sup>161</sup>.

Структура на група може да се създаде да обслужва корпоративни цели като предлаган рейтинг мениджмънт, структури на управление на риск и управление на дейността които да се извършват от корпоративния център<sup>162</sup>.

Агентският проблем при финансовите групи е модифициран от зависимостта между статуса на ръководителите и възнаграждението им от мащаба на финансовата група. Комплексни персонални цели, различни от финансовите резултати, мотивират ръководителите в качеството им на агенти<sup>163</sup>. Възнаграждението на ръководител на контролиращо предприятие се определя от управляваните активи, т.е. го мотивира да увеличи мащаба на финансовата група<sup>164</sup>. Договорът за възнаграждение на

---

158 „С предаването на пълната власт на ръководството последното възнаграждава себе си не само с доходи, но и с престиж. Това наред с оправданието за паричното възнаграждение на ръководството се подсилва допълнително и от размера на корпорацията, който става важна цел за онези с власт, равностойна на високите заплати. От тези нови нужди и мотиви произлизат съвременните конгломерати и съответните ходове за сливане и придобиване на дялове в други предприятия. По-скоро тези сливания и комбинации, за разлика от старомодния растеж, са пряка пътека към властта и престижа плюс материалните придобивки, които вървят с по-големия размер на предприятието.” Гълбрайт, Д. Икономическата наука в перспектива. Издателска къща „Христо Ботев”, С., 1996, с. 347.

159 Group of Ten. Report on consolidation in the financial sector. G-10, 2001.

160 При азиатската валутна криза от 1990-те години репатрирането на печалбите подронило мотивацията на ръководителите. М. Desai. The finance function in a global corporation. Harvard Business Review, Boston, 2008, Vol. 86, № 7/8, p. 108.

161 Fluck, Z., C. Mayer. Race to the top or bottom? Corporate governance, freedom of reincorporation and competition in law. Annals of Finance, 2005, vol. 1, issue 4, p. 349.

162 Basel Committee on Banking Supervision. Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group. 2009.

163 Hughes, J., W. Lang, L. Mester, C. Moon, M. Pagano. Do Bankers sacrifice value to build empires? Managerial incentives, industry consolidation, and financial performance. Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working paper № 02-2, 2002.

164 Boot, A., A. Schmeits. Market Discipline and Incentive Problems in Conglomerate Firms with Applications to Banking. Journal of Financial Intermediation, 2000, № 9, p. 240.

ръководител на контролирано дружество е в зависимост от постигнатите финансови резултати и го мотивира да предприема риск.

Съвременната тенденция, правителството да оказва финансова помощ, е намеса в оперативните дела. Най-често намесата включва смяна на ръководителите, съчетана с промяна в стратегическата насока на компанията<sup>165</sup>. При подобна тенденция се запазват независимите директори, които не са назначени от държавата, за да се гарантира независимост на ръководителите.

Характерна черта за експерт-счетоводителите е възможността да създадат финансова група. Те изпълняват ролята на консултант чрез икономическа обосновка за обединяване с друга компания или чрез предложение да се отдели определена дейност или за нейната продажба поради слаби резултати или прекомерен риск.

Друга възможност е експерт-счетоводителите да реструктурират финансова група. Преди заверката на годишния отчет, те удостоверяват наличната акционерна структура, съответно надзорните органи по държави и по сектори<sup>166</sup>. Сравняването на отделните резултати позволява да се коригира структурата на групата по сектори и по държави.

Последната възможност е експерт-счетоводителите да променят състава на ръководителите поради слаби резултати или неправилно управление на риска. В тази връзка Световната банка изисква от експерт-счетоводителите да предоставят информация на надзорните органи срещу ръководители в случай на грешна или подвеждаща информация<sup>167</sup>.

Надзорният орган е инициатор при създаване на група. Чрез своето съгласие и оценка, той оказва влияние за формиране на финансовия релеф. Неговите ограничения за обединяване на финансови компании между сектори и държави, имат за цел предотвратяване на структура „too big to fail”. При създаване на нова финансова група, надзорният орган преценява доколко структурата е рискова и капиталово обезпечена.

---

165 Organisation for Economic Co-operation and Development. Recent Experience with Temporary Government Control or Ownership of Commercial Entities. OECD, 2009.

166 Basel Committee on Banking Supervision. The relationship between banking supervisors and banks' external auditors. Bank for International Settlements, Basel, 2001.

167 Barth, J., G. Caprio, R. Levine. Bank Regulation and Supervision: What Works Best. Journal of Financial Intermediation, 2004, Vol. 12, April, p. 205.

Допълнителна функция на надзорния орган е верификация на структурата на група. При лицензиране надзорният орган извършва тест за прозрачност на организационната структура. Целта на теста е оценяване на прозрачността, породена от разликата между правна и оперативна структура.

Ако националният надзорен орган сметне, че структурата на група е твърде сложна, може чрез капиталови мотиви да опрости структурата за нуждите на надзора<sup>168</sup>. Например, компании които разполагат допълнителни рискове трябва да бъдат задължени да се придържат към по-висок стандарт на управление на риска.

1.6.3. Взаимоотношения между участниците водят до паралелна промяна в структурите на финансовите групи и надзорни органи.

Отношенията „надзорен орган - акционер” се изразяват в определяне състава на акционерите от надзорния орган. За акционери със значимо влияние надзорният орган прилага тест. Той има за цел да определи пригодността на акционерите за участие в корпоративното управление и за финансова подкрепа. При промяна в акционерния състав, прехвърляне или придобиване на значим дял, надзорните органи извършват същия тест за пригодност. Качеството на акционерите на финансова група са обект на консултации между надзорните органи по сектори и държави.

За защита стабилността на финансовата система надзорният орган може да лиши акционерите на контролиращо предприятие от правото да упражняват контрол. Когато акционер придобива значим дял в собствеността или започне да упражнява контрол над финансова компания, е задължен да уведоми надзорния орган, за да може да упражнява правото си на глас. Надзорният орган трябва да одобри или да отхвърли придобиване на значима собственост в застраховател, което води до упражняване на контрол<sup>169</sup>. Акционерите на контролиращо предприятие понесат разходи по банкрут на контролирано дружество до размер, определен от надзорния орган.

След финансовата криза в САЩ от 2007 г. финансовите компании бяха стабилизирани чрез държавно кредитиране и правителствени гаранции. Намесата на

---

168 Basel Committee on Banking Supervision. Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group. 2009.

169 International Association of Insurance Supervisors. Extract from Recommendations on Corporate Governance: Main Elements of Insurers' Corporate Governance. IAIS, 2007.

държавата в собствеността изисква съответстващо отношение към съществуващите акционери при действия зад граница, за да се елиминира риска от гратисчии (специфичен проблем между мажоритарни и миноритарни акционери)<sup>170</sup>.

Отношенията „надзорен орган - ръководител” се изразяват в одобрение на състава на ръководителите от надзорния орган. Ръководителите се избират от общото събрание на акционерите. Характерно за корпоративното управление на финансови компании е предварителен и текущ контрол от надзорния орган за избора на ръководители.

Предварителният контрол се състои в одобрение на състава на ръководителите. За целта ръководителите се подлагат на тест за пригодност. Обект на теста са ръководители нагоре по структурата, независимо дали управляват регулирани или нерегулирани дружества. Одобряването на ръководителите приключва с издаване на сертификат за конкретен сектор и държава. Сертифицирането води до незаменяемост на ръководителите и създаване на бариери за навлизане на нови кадри<sup>171</sup>.

Текущият контрол се извършва чрез консултации между компетентните надзорни органи по сектори и държави. При разширяване дейността на групата надзорните органи обменят информация за репутацията и опита на ръководителите<sup>172</sup>. Пример за текущ контрол е периодична оценка за дейността на ръководителите (CAMELS), която играе значителна роля при определяне възнаграждението на ръководителите<sup>173</sup>.

Отношенията „надзорен орган - ръководител” са двустранни. Възниква интеракция „ръководител - надзорен орган”.

Мотивите на ръководителите при избор на сектор и държава се определят от разумните надзорни изисквания. Различията по сектори и държави създават „пазар за надзорни органи”. При липса на подобен пазар, управленската структура зависи от историческата специализация по сектори, без ръководителите да имат право на

---

170 Organisation for Economic Co-operation and Development. Recent Experience with Temporary Government Control or Ownership of Commercial Entities. OECD, 2009.

171 Bertrand, M., S. Mullainathan. Is there discretion in wage setting? A test using takeover legislation. Rand Journal of Economics, 1999, №30, p. 535.

172 „Хорската мъдрост учи, че за репутацията е по-добре да се провалиш, постъпвайки конвенционално, отколкото да успееш, постъпвайки неконвенционално”. Кейнс, Дж. Обща теория на заетостта, лихвата и парите. Издателство „Принцепс”, С., 2001.

173 John, K., H. Mehran, Y. Qian. Regulation, Subordinated Debt and Incentive Features of CEO Compensation in the Banking Industry. Federal Reserve Bank of Chicago, 2003.

избор при прилагане на управленска структура. При наличие на конкуренция между надзорни органи на различни сектори и държави, ръководителите имат възможност да избират регистрация в зависимост от стратегията за определена управленска структура.

Отношенията „надзорен орган - експерт-счетоводител” се изразяват в контрол над експерт-счетоводителите от надзорния орган. Съвременната практика по корпоративно управление се базира на изисквания за задължителна ротация на експерт-счетоводителите на всеки пет години. Законът на Сарбейнес-Оксли от 2002 г. задължава компаниите от САЩ да сключват нов договор със същия експерт-счетоводител след петгодишен период<sup>174</sup>. От 2004 г. подобни изисквания бяха въведени в ЕС с 8-ма директива по дружествено право. Необходимостта от подобна намеса в договорните отношения „компания - експерт-счетоводител” е породена от неетични отношения „ръководител - експерт-счетоводител”<sup>175</sup>. Тези отношения са заменени с „експерт-счетоводител – комитет по одита”.

Едновременно с приемането на нормативните изисквания бяха създадени публични органи за контрол над експерт-счетоводителите. Тяхната функция е да следят за разделяне на услугите по одит и по консултации. За целта се въведоха изисквания за прозрачност на структурите на експерт-счетоводителите.

Инструментите при корпоративното управление на финансови групи се определят от дейностите по сектори и по държави. Целите при използване на инструментите е да се избегне “ефекта на доминото”: финансовата „зараза” да се прехвърли в друг сектор, съответно в друга държава<sup>176</sup>. Лошите практики да се финансират помежду си компании от една група води до неразумно управление на

---

174 „Това обяснява липсата на единомислие сред различните държави относно това кои са точните счетоводни методи. За САЩ те са събрани в свещената книга на счетоводителя, наречена Наръчник на общоприетите счетоводни принципи (GAAP). Да бъде „общоприет” сред определено население е основната черта на ритуала. Той няма нужда от оправдание. След като веднъж се стигне до съгласие относно определен ритуал, много от проблемите стават технически, като например как най-ефективно да се изпълнява той. Като явление, счетоводната практика има много общи елементи с практикуването на религия (което също служи за избягване на несигурността).” Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 218.

175 „Няма голям шанс счетоводители да станат някога герои в самите организации, но те играят важна роля за посочването и миропомазването на героите в организацията, тъй като те определят кои са добрите и кои лошите. Основният им способ за това е „подотчетността” – някой да е лично подотчетен за резултатите.” Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 217.

176 „При съвременната криза „зараза” е паника сред инвеститори”. Tabb, W. Economic governance in the age of Globalization. Columbia University Press, New York, 2004, p. 248.



портфейла<sup>177</sup>. Подобен „морален риск в екипа“ е известен като „ефект на Holmström“<sup>178</sup>. Най-малка вероятност за подобен ефект има при модела на холдингова група<sup>179</sup>.

Финансовите проблеми в една държава оказват влияние върху финансовата система на други държави чрез различни канали<sup>180</sup>. Първият тип на риск от пренасяне на проблем възниква когато финансовият шок принуждава самата компания да фалира. На този етап финансовите проблеми се разпространяват в компанията и зад граница към нейните клонове и дъщерни дружества (Схема 1.1., 1.2., 1.3.). В държави, където финансовата система е доминирана от чуждестранни банкови групи, първата вълна на финансов проблем е значителен. Вторият етап на риск е пренасяне на проблема от една компания на друга поради финансови връзки между тях. Този риск е значителен за междусекторни групи.

„Защитна стена“ е инструмент за предотвратяване на прехвърляне на финансови проблеми между регулирани дружества. Този инструмент е алтернатива на изискванията за собствен капитал поради различните критерии за капитал по сектори.

„Кръгова отбрана“ е инструмент, прилаган за регулирани дружества. Същността на инструмента е правно и организационно отделяне на регулираните дружества от нерегулираните. В подобни случаи регулираните дружества се включват в холдингова компания или финансова подгрупа, за да се избегнат рестриктивните мерки на надзорния орган спрямо нерегулираните дружества. Използва се при трансгранична защита от пренасяне на риск<sup>181</sup>.

---

177 Mälkönen, V. Capital adequacy regulation and financial conglomerates. Bank of Finland, Discussion Papers 10, 2004.

178 Holmström, B. Moral hazard in teams. *Bell Journal of Economics*, 1982, 73(2), p. 324.

179 Berger, A., R. Demsetz, P. Strahan. The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future. *Journal of Banking and Finance*, 1999, Volume 23, p. 135.

180 Goodhart, C., D. Schoenmaker. Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises. *International Journal of Central Banking*, 2009, Vol. 5, No. 1, p. 141.

181 Basel Committee on Banking Supervision. Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group. Bank for International Settlements, Basel, 2009.

Схема 1.1 Възможни канали за пренасяне на финансов риск от дъщерна банка към банка майка<sup>182</sup>

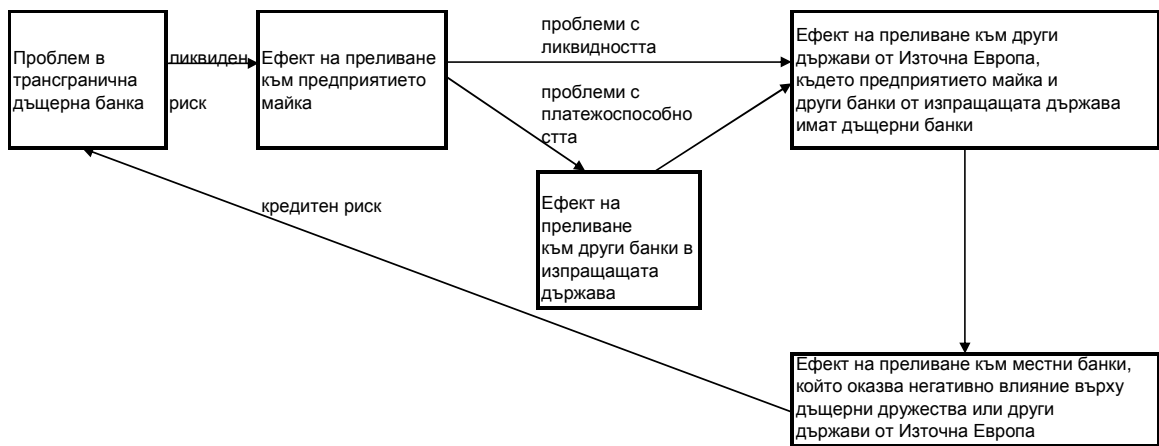


Схема 1.2 Възможни канали за пренасяне на финансов риск от дъщерна банка към банка майка

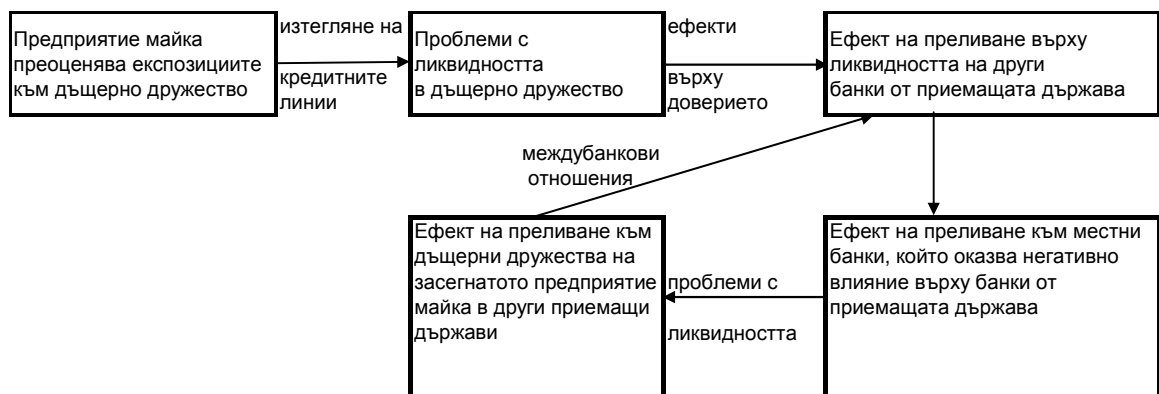
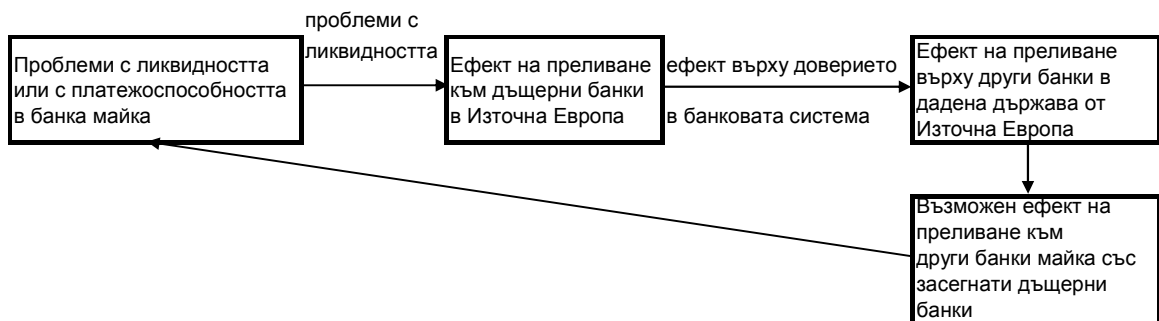


Схема 1.3 Възможни канали за пренасяне на финансов риск от банка майка към дъщерна банка



182 Árvai, Z., K. Driessen, Í. Ötker-Robe1. Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe. IMF Working Paper WP/09/6. 2009.

Разкриване на информация за акционерната собственост, в това число отношения с други компании от група и основни акционери<sup>183</sup>.

Основата преграда, която трябва да се изгради в структурата, е отделяне на депозитната дейност<sup>184</sup>. Друга преграда е създаване на допълнителен буфер за ликвидност, като забрана за временно изплащане на дивидент. Тенденцията е използване на трансгранична група с дъщерни дружества. Тези структури имат ефект за групата, но увеличават сложността и създават риск от пренасяне на проблеми. Те могат да използват разликата между различни надзорни режими и да разположат средства в нерегулирано лице. След кризата стрес тестовете трябва да обхванат контролиращото предприятие и неговата възможност да окаже финансова подкрепа на контролирано дружество.

Специфичен инструмент е използването на рейтинг. Рейтингът на страната определя привлекателността на инвестиционния режим и законодателната рамка за защита на акционерите. Друг рейтинг, за капиталова адекватност, показва резултатите на ръководителите, а също и дейността на надзорния орган. Третият рейтинг отчита финансовата подкрепа между членовете в една група.

Характерна черта на корпоративното управление на финансова група е балансът между решението на общото събрание на акционерите за назначаване на ръководители и изискването на надзорните органи ръководителите да са независими. Субординирането на контролираните дружества изисква специфичен тип корпоративно управление и съответен инструмент. Усложняване на координацията поради възможността за непосредствено взаимодействие към друг участник, както по вертикала (подчиненост поради корпоративната структура), така и по хоризонтала (подчиненост поради корпоративно управление).

---

183 International Corporate Governance Network. ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009). ICGN, London, 2009.

184 Basel Committee on Banking Supervision. Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group. Bank for International Settlements, Basel, 2009.

## 1.7. Динамика на корпоративното управление

Динамиката на корпоративното управление се състои от три вълни, свързани със структурата на финансовата система и практиките по корпоративно управление. Недостатъците в някои финансови системи и глобализацията на финансовата дейност доведоха до ефекта на преливане. Възниква необходимост от пререгулиране.

Корените на финансовата криза от 2007 г. са САЩ<sup>185</sup>. Структурата на финансовата система и практиките по корпоративно управление отразяват експанзионистичната монетарна политика с нисък лихвен процент и голяма ликвидност, които стимулираха да се инвестира във фиксирани капитали, включително жилища<sup>186</sup>.

Структурата на финансовата система в САЩ бе създадена след финансовата дерегулация, насочена към иновации при финансовите инструменти, различни от реалната икономика<sup>187</sup>. През 1999 г. с отмяната на Закона на Глас-Стийгъл се позволи на инвестиционните банки да диверсифицират дейността си чрез влягане на средства в частни инвестиционни фондове и финансови деривати. Капитализацията на инвестиционните банки не е в компетентността на надзорните органи. Това създава конкурентни предимства за експанзия на дейността им.

След отмяната на Закона на Глас-Стийгъл финансовите компании запазват процедурата на регулиране: Федералната резервна система за депозитните банки, Комисията по ценни книжа за публични инвестиционни компании и щатски регулатори за застрахователни групи. Регулирането и надзора не вземат предвид системния риск от взаимодействието между регулирани и нерегулирани компании, дейности и пазари. Държавните агенции, които поддържат секюризацията, като американските държавноспонсорирани дружества, са слабо надзирани.

---

185 Group of Thirty. Financial Reform. A Framework for Financial Stability. G-30, 2009.

186 United Nations Conference on Trade and Development. The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies. UNCTAD, New York and Geneva, 2009.

187 „В държавите със слабо избягване на несигурността системите са по-прагматични, случайни и фолклористични. В САЩ, които имат нисък резултат по това измерение, тенденциите да се приемат счетоводните традиции като даденост натежаха над тенденциите те да се основават на общи постулати.” Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 220.

Във финансовата система на САЩ съществува т.н. “банкова система в сянка”: юридически лица, които не са субект на разумен надзор. Техният размер в края на 2007 г. е 10 трил. щ.д., същият размер като на банковата система<sup>188</sup>. Върху инвестиционните банки има регулиране с цел защита на инвеститора, но не и разумен надзор както при банките. Например фалитите на „Lehman Brothers” и „Bear Stearns” са от управлявани от тях хедж фондове.

Регулаторните органи не са били готови за новата структура на банкова система в сянка и работят с предположението, че само търговските банки са системно важни. Регулаторният гап се увеличава зад граница: при инвестиране в европейски дъщерни дружества. Започнаха създаване на глобални и диверсифицирани конгломерати. Контролиращото предприятие оптимизира “регулаторния арбитраж”: насочва рискови активи от високо-регулирана дъщерна банка към по-малко регулирано застрахователно дъщерно дружество. Например американският застраховател „AIG” изпадна във финансов колапс не от регулираните дейности, общо застраховане и животозастраховане, а от “AIG Financial Products”, базирана в Лондон.

Стратегията на инвестиционна банка е да развива дейност с фиксиран доход, например да придобие ипотечни активи и да ги препродаде<sup>189</sup>. Инвестиционното банкиране бе станало синоним на „финансова модернизация”, т.е. нов термин на стар феномен. Приносът на инвестиционните банки за реалния икономически ръст е нула и не произвеждат нищо за обществото. Повечето инвестиционни банки инвестираха в недвижими имоти вместо в реалната икономика. Поради дерегулацията, има нов момент – и инвестиционни банки и общество колективно играха хазартно. Инвестиционното банкиране започна да се нарича „казино банкиране”<sup>190</sup>.

Практиките по корпоративно управление в САЩ са основани на принципа за водеща „либерална пазарна икономика”<sup>191</sup>. Кризата, възникнала в англосаксонската част на развитите държави, е логическо обосновано от неограничените капиталови

---

188 International Monetary Fund. Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management. IMF, 2009.

189 Blundell-Wignall, A. Structured products: Implications for Financial Markets. OECD, Financial Market Trends, 2007, no. 93 vol. 2007/2.

190 Financial Services Authority. The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis. FSA, London, 2009.

191 Cioffi, J. Corporate Governance Reform, Regulatory Politics, and the Foundations of Finance Capitalism in the United States and Germany. German Law Journal, 2006, Vol. 7, No. 06, p. 533.

потоци и свобода да експлоатират всяка възможност за реализиране на краткосрочни печалби<sup>192</sup>. Финансовата криза се демонстрира с нарушеното влияние от този „краткотермизъм“ на дългосрочен растеж<sup>193</sup>. Виждането за корпоративното управление се промени: целта на компаниите е да генерират устойчив ръст на акционерната стойност за дълъг период от време<sup>194</sup>.

Кризата в САЩ се основава на отговорността на старшите мениджъри, които бяха окуражавани със стрес тестове<sup>195</sup>. Мотивите на ръководителите не са в една линия с акционерите, но те продължават да работят за своя репутационен капитал. Интересите на акционери и ръководителите съвпаднаха в кратък период с пазара на „бикове“<sup>196</sup>. Ниският престиж и статус на персонала по управление на риска спрямо дилърите е изиграл важна роля при развитие на кризата<sup>197</sup>.

Автономията на ръководителите от компанията е свързана с формални юридически права, задължения и регулаторни правила. Тази правна рамка концентрира власт в главния изпълнителен директор и защитава акционерите. Американското дружествено право позволява на ръководителите да заемат позиция в съвета на директорите и да контролират себе си. Фидуциарните задължения на директорите се балансират със слабите страни на акционерите в корпоративното управление. Регулативната рамка и счетоводните стандарти, както и искането на инвеститорите, ги стимулира да не държат активи, а да приемат модела „originate to distribute“<sup>198</sup>. Базел I и счетоводните стандарти спомагат за ефекта на икономизиране на банковия капитал<sup>199</sup>.

---

192 „В по-индивидуалистичните общества като САЩ системата държи повече на краткосрочни резултати, отколкото в по-колективистични общества като Япония и дори Германия, тъй като в индивидуалистичната среда отговорните кадри могат да подменят служителите си почти без предупреждение“. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил“, С., 2001, с. 217.

193 „Изглежда функционирането според външни стандарти (печалба на пазара) води до една по-недобронамерена култура, отколкото работата според вътрешни стандарти (бюджет)“. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил“, С., 2001, с. 272.

194 International Corporate Governance Network. ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009). ICGN, London, 2009.

195 International Monetary Fund. The Recent Financial Turmoil-Initial Assessment, Policy Lessons, and Implications for Fund Surveillance. IMF, 2008.

196 Organisation for Economic Co-Operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

197 Blundell-Wignall, A. Structured products: Implications for Financial Markets. OECD, Financial Market Trends, 2007, no. 93 vol. 2007/2.

198 Kirkpatrick, G. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. OECD, 2008.

199 Blundell-Wignall, A. Structured products: Implications for Financial Markets. OECD, Financial Market Trends, 2007, no. 93 vol. 2007/2.

Рейтинговите агенции имат влияние върху финансовия инженеринг на ръководителите, за да получат висок рейтинг. Рейтингът имат значителен ефект върху решението за портфолио, защото предлага нискоценови механизми за идентифициране и управляване на риска. Рейтингът се използва да намалява проблема между принципал и агент, т.е. ограничава ръководителите да поемат по-голям риск, отколкото акционерите искат.

Ролята на експерт-счетоводителите се основава на правила, за разлика от европейската практика, на принципи, включително да изискват корекции във финансовите отчети. Практиката в САЩ е на детайлни правила, в обем от 140,000 страници, и е въпрос на интерпретация. Например ръководителите на „Енрон“ не вземат под внимание забележката на френски одитор<sup>200</sup>.

Националните органи не са съгласни да стимулират процеса на финансова глобализация на цената на национална и международна ефикасност, и създават гинг-фенсе за тяхната финансова система, включително използване на дискриминационни практики.

Финансовата криза от САЩ се пренесе в Западна Европа и създаде втора вълна. В нейната основа са структурата на финансовата система и практиките по корпоративно управление в еврозоната. Кризата в ЕС възникна и се разви в банковия сектор<sup>201</sup>.

Финансовата система през 2000 г. е с незавършен вътрешен пазар и силен външен конкурентен натиск, които принудиха ЕС да създаде нова надзорна рамка<sup>202</sup>. Поради дерегулацията и политиката за конкурентоспособност, по аналогия на „Вашингтонския консенсус“ (фискална и монетарна дисциплина, търговска либерализация и приватизация-плюс-дерегулация), ЕС създаде „Брюкселски консенсус“ (т.н. Пакт за стабилност и растеж: единна валута, намаляване на бюджетния дефицит, намаляване на ограниченията за бизнес и стимулиране на търговията в ЕС).

---

200 „В индивидуалистичните култури информацията в счетоводната система се приема по-сериозно и се смята за по-незаменима от тази в колективистичните. ... Професията на счетоводителя в такива общества има по-нисък статус – работата на счетоводителя е ритуал без практически ефект върху вземането на решения“. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил“, С., 2001, с. 220.

201 Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

202 Financial Services Authority. The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis. FSA, London, 2009.

Универсалните банки са в основата на континенталната финансова система. Съчетаването на търговско банкиране с инвестиционно има своите предимства: синергия от мащаба, конкурентоспособност, предлагане на комбинирани услуги. Недостатъкът на универсалните банки е в тяхната универсалност: дейност в няколко финансови сектора и съответен надзор. Търговските банки основно набират депозити и ги предоставят като кредит на инвестиционните банки за по-голяма доходност. Свързаността и зависимостта между тях се оказва решаваща за пренасяне на кризата чрез инвестиционна дъщерна банка, регистрирана на финансовата борса в Ню Йорк. При регистриране на дъщерно дружество на борсата в Ню Йорк, европейска универсална банка излиза на пазара за капитали и предоставя надзора на органа на приемащата държава, САЩ. Ключов момент за европейската финансова система бе корпоративното управление на тези дъщерни дружества.

В основата на универсалните банки е финансовата система на Германия. Тя се основава на принципа за водеща „координирана пазарна икономика“<sup>203</sup>. Реформата на корпоративното управление в Германия започна с промени в данъчното законодателство от 2000 г.<sup>204</sup> С отмяната на данъка върху печалбата при продажба на кръстосано акционерно участие, реформата имаше три цели. Първо, дава подкрепа на сектора от финансовите услуги, които държат големи дялове от тези кръстосани акционерни участия. Второ, дава възможност да се подобри ликвидността на местния финансов пазар чрез увеличаване на дялове от активно търгувани акции. Трето, съвпада с дългосрочната стратегия за използване натиска на капиталовия пазар за реструктуриране на фирмите и да придобиват собственост в германски предприятия, което ги предпазва от поглъщане<sup>205</sup>.

На ниво Европейска комисия бяха предприети стъпки от държавите за финансова помощ. Компетентните органи разглеждат трансграничната дейност за

---

203 Cioffi, J. Corporate Governance Reform, Regulatory Politics, and the Foundations of Finance Capitalism in the United States and Germany. *German Law Journal*, 2006, Vol. 7, No. 06, p. 533.

204 „В Германия, която има по-висок резултат в избягването на несигурността, годишните отчети пред акционерите трябва да използват същата оценка на активите на компанията като тази, използвана за данъчни цели“. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил“, С., 2001, с. 220.

205 Х. Хофстеде определя чуждестранното поглъщане като пълна противоположност на задграничен клон чрез сравнението „отглеждане на дете, осиновено в пубертета в сравнение с отглеждане на родно дете“. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил“, С., 2001, с. 317.



стабилизиране на банките<sup>206</sup>. Президентът на „Бундесбанк“ посочва, че строгите правила на Европейската комисия за държавна помощ на банки, въведени като отговор на финансовата криза, ще имат страничен ефект кредиторите да се изтеглят от трансгранични пазари и да станат национално фокусирани. Регулирането да не се фокусира на краткосрочни проблеми за сметка на нарушаване на бизнеса в дългосрочен аспект.

Неадекватната политика на възнаграждения във финансовия сектор бе определена като един от факторите, допринесли за финансовата криза<sup>207</sup>. Лоши стимули и структура на заплащането на ръководители доведоха до неоправдано прехвърляне на състояние от акционерите към ръководния персонал и попречи на компаниите да използват ресурсите по ефективен начин. Разглежданият проблем не се състои в размера на заплащане на директорите, а в несъответствието между заплащането и резултатите.

Либерализацията на застрахователния сектор започва след приключване на преговорите на Световната търговска организация в Доха<sup>208</sup>. Премахнати са ограниченията за чуждестранно участие. Освен достъп до националните пазари е необходимо местни регулативни изисквания (платежоспособност, прозрачност). За еднакво третиране се прилагат недискриминиращи изисквания за капитал, премахване на привилегиите за назначаване на ключов ръководител, премахване на пречките от мажоритарна собственост и контрол над съвместни предприятия и дъщерни дружества, премахване на ограничения за разширяване чрез клонова мрежа.

Третата вълна на кризата е пренасянето ѝ в Източна Европа поради нейната субординираност от Западна Европа. Започнала в индустриализираните държави, кризата има ефект поради финансовите иновации и дерегулацията върху развиващи

---

206 Axel Weber interview with Financial Times, 22 April 2009.

207 Комисия на Европейските Общности. Препоръка на Комисията в допълнение на Препоръки 2004/913/ЕО и 2005/162/ЕО по отношение на режима за възнагражденията на директорите в дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар, и на Препоръка на Комисията относно политиката на възнаграждения в сектора на финансовите услуги. SEC(2009)581, Брюксел, 2009.

208 Commission on Financial Services and Insurance. The liberalization of trade in insurance services. International Chamber of Commerce, Paris, 2000.

се държави и възникващи пазари<sup>209</sup>. За разлика от Евророната, държавите-членки на ЕС извън еврозоната по-късно усетиха кризата поради ефекта на преливане. Зависимостта на финансовата система и субординираността на корпоративното управление в тези държави се оказаха ключови за пренасяне на кризата.

Основните канали за пренасяне на финансовата криза в други икономики са следните<sup>210</sup>:

— Изтегляне на финансови средства на основни финансови компании от техните дъщерни дружества, разположени зад граница<sup>211</sup>. Рекапитализацията на финансовите групи, по плана Ларозиер, има асиметричен ефект за икономиките от Източна Европа, които се кредитират от западни компании<sup>212</sup>.

— Кредитните потоци чрез международните банки и глобалния бонд пазар създава финансов стрес за някои държави, особено от Източна Европа, които имат големи дефицити по текущата сметка и значителен външен дълг.

Финансовата криза от 2007 г. и нейните ефекти доведоха до предприемане на мерки за нейното ограничаване. Лидерите на G-20, на срещата в Питсбърг през 2009 г., поставиха на преден план пререгулиране на банките и финансовите пазари. Големият мащаб на финансовия сектор постави под съмнение неговата стабилност.

Пререгулирането, за разлика от регулирането, се характеризира с инициатива и съгласие на всички участници в корпоративното управление за промяна на правилата. Стъпките в тази насока, предприети от правителствата на G-20, са за възстановяване правната роля на финансовите компании да предлагат кредити за реалната икономика:

- регулиране на хедж фондове и други частни групи за капитал;
- регулиране на рейтинговите компании;

---

209 International Monetary Fund. Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management. IMF, 2009.

210 Boorman, J. The Impact of the Financial Crisis on Emerging Market Economies: The Transmission Mechanism, Policy Response and Lessons. Emerging Markets Forum. 2009.

211 „Най-удобната форма, под която капиталът напуска своята страна и отива в чужбина, е акционерно предприятие. Тя е и най-удобната и най-приемлива форма за страната, в която той се настанява. Ако чуждият капитал дойде само като текущ кредит в страната, той не носи рисковете на предприятието, той не се слива с народния стопански живот и при първите симптоми на криза в страната, гдето е отишъл, или при първите нужди на страната, отдето е излязъл, той бърза да се върне.” Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 384.

212 House of Commons Treasury Committee. Proposals for European financial supervision: further report. First Report of Session 2009–10. London, 2009.

- премахване на региони с данъчни и регулаторни преференции;
- завишаване на изискванията за капиталови резерви;
- създаване на глобален данък за финансовите трансакции;
- въвеждане на схеми за назначаване и възнаграждение на ръководители, които оказват дългосрочно влияние и стабилни резултати;
- стимулиране на диверсификация на сектора на финансови услуги;
- високи стандарти за социален диалог, вкл. профсъюзи.

Пререгулирането касае трансграничните групи. Пазарните грешки, които възникнаха като резултат от финансови иновации, поставиха под съмнение ефективността на модела на регулиране. Реформите при регулиране и надзор имат за цел да намалят мотивите за данъчен и регулаторен арбитраж<sup>213</sup>.

Пререгулирането в САЩ е надзор над банковата система „в сянка” и да се прекрати участието на държавноспонсорирани компании в областта на недвижимата собственост<sup>214</sup>.

Пререгулирането в ЕС е в системата на „паралелна банкова система”. Съгласно плана на Ларозиер паралелно банкиране, без регистрация и надзор, трябва да бъде забранено. Хедж фондовете следва да попаднат в регулаторната рамка, както останалите финансови компании.

\* \* \*

Финансовите групи възникват и съществуват в среда с агентски проблеми, за да създават добавена стойност<sup>215</sup>. Те използват ефекта на синергия от разходи и приходи, ползи от диверсификация и агентски проблеми. Тяхното съществуване създава рискове, поради мащаба и сложността им.

В началото на XXI век международните организации посочваха единствено предимства за финансовите групи<sup>216</sup>. Например в периода между 2000 и 2003 г.,

---

213 International Monetary Fund. Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management. IMF, 2009.

214 Group of Thirty. Financial Reform. A Framework for Financial Stability. 2009.

215 Basel Committee on Banking Supervision. Home-host information sharing for effective Basel II implementation. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

216 Авторите посочват икономическата ситуация за периода март 2000 - март 2003 г. г. по следния начин: икономически срив, значителна корекция на фондовия пазар, намаляване на суверенния рейтинг на Аржентина, недостатъци на практиките по корпоративно управление в „Енрон” и „Пармалат” (одит и надзор), приемане за пълноправен член в ЕС на Полша, Унгария, Чехия, Словакия. Schich, S. Insurance Companies and the Financial Crisis. OECD, 2009.

ползите произтичаха от диверсифицирани приходи от повече от една финансова услуга. Практиката показва ползи от диверсификация при комбиниране на банкови и застрахователни дейности в една група за определен период от време. Повечето финансови групи бяха създадени именно през този период. Изводите от финансовата криза в САЩ от 2007 г. предлагат ограничена подкрепа за модела на финансова група: за определен период от време, при определени икономически условия.

Препоръките на международните организации касаят намаляване на сложността и свързаността на груповите структури<sup>217</sup>. За предотвратяване на нова криза е необходимо надзорните органи да имат право да обменят информация с други органи зад граница, различни от надзорните органи (*diagonal information sharing*) и да имат право да предоставят информация, получена от друг надзорен орган, без да искат неговото съгласие (*L-shape information sharing*).

При корпоративното управление на финансови компании се прилагат международни принципи на специализирани организации. Корпоративното управление на финансови групи се определя от тяхната сложност и свързаност. Сложността се определя от спазване на различни законодателства и надзорни изисквания. Свързаността определя възможността за пренасяне на финансови проблеми между отделни сектори и държави.

Финансовите групи се конституират по три модела. За финансови групи с дейности извън еврозоната се изисква създаване на холдингова група. Независимо от модела, външната среда, т.е. надзорният режим, е основен фактор при избор на модел.

Корпоративното управление в България е специфично поради начина на създаване на частна собственост: приватизация и консолидиране на банките. Основен фактор при формиране на практиките по корпоративното управление са чуждестранните инвеститори.

Динамиката на корпоративното управление се определя от три вълни на криза. Движението на кризата е от запад на изток. Кризата възникна и се пренесе поради недостатъци на корпоративното управление. За разлика от кризата през 2003 г.,

---

217 Basel Committee on Banking Supervision. Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group. Bank for International Settlements, Basel, 2009.

която бе поради слабости в одита, и независимостта на комитета по одит и счетоводните стандарти, то кризата от 2007 г. посочи като недостатъци на корпоративното управление предприемане на голям риск от ръководителите, възнаграждение въз основа на краткосрочни резултати и слаба активност на акционерите<sup>218</sup>. Либерализацията от последните 20 години, дала почва за възникване на финансови групи, бе заменена с национализация.

Еволюцията на корпоративното управление доказва прилагане на модела „принципал-агент“. Основната цел на корпоративното управление е увеличаване благосъстоянието на акционера в дългосрочен аспект, включително чрез извършване на дейност в друг сектор и държава. Като баланс между благосъстоянието на акционера и благосъстоянието на обществото се използва надзорната практика. Всеки в компанията е отчетен за съдействие при защита на интересите на множеството от заинтересовани лица<sup>219</sup>.

Корпоративното управление на финансови компании следва да се разглежда с метода *АРЕНИ*. Същият метод е използван при анализа на финансови групи. Всеки участник в корпоративното управление е и инициатор за създаване на финансова група. Независимо от констатацията, следва да се има предвид, че крайното мнение е на надзорния орган.

Акционерите на финансова група се определят от асиметричната собственост. Възниква допълнителен агентски проблем между мажоритарни акционери от една държава и миноритарни акционери от друга държава.

Ръководителите на финансова група заемат верижни позиции надолу по структурата на групата. Техните мотиви за подобряване на възнаграждението ги определя като инициатори за създаване на финансова група чрез увеличаване мащаба на групата вместо увеличаване благосъстоянието на акционера. Тяхната роля е приложима само в концентрирани пазари, където дейността се лицензира.

Експерт-счетоводителите, освен основната роля да намаляват информационната асиметрия, се явяват източник за резултатите по дейностите в

---

218 Kirkpatrick, G. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. OECD, 2008.

219 Lyons, S. In Defense of the Corporation. The Institute of Internal Auditors, Inc., Altamonte Springs, Fla. 2009.

различни сектори и държави. Одиторският доклад е основен източник на информация за навлизане или излизане от сектор или държава.

Надзорните органи имат за цел стабилност на националната икономика и конкурентоспособност на международно ниво. При корпоративното управление на финансови групи надзорните органи одобряват структурата на групата за прозрачност на организационната структура. При констатиране на структура, която не позволява извършване на разумен надзор, надзорният орган променя структурата.

Инструментите при корпоративното управление на финансови групи се определят от дейностите по сектори и по държави. Целите при използване на инструментите е да се избегне “ефекта на доминото”: финансовата „зараза” да се прехвърли в друг сектор, съответно в друга държава.

## Глава втора. Тенденции и специфики на корпоративното управление на финансови групи в Европейския съюз

Практиките на Европейския съюз по корпоративно управление на финансови групи са следствие на политиките за финансова стабилност и конкурентоспособност на Европейското икономическо пространство. Целта на политиките е създаване на вътрешен пазар, управляван от еднообразни правила за свободно движение на стоки, услуги, капитали и човешки ресурси. Субординираността на практиките спрямо политиките се изразява схематично: екзогенен стимул и ендогенна реакция.

Структурата на тази глава е съобразена със структурата на надзорния режим: на национално ниво и на наднационално ниво. Независимо от нивото на практики, надзорният режим е водещ (Приложение 3). Основна насока на политиката в тази област на регулирането в ЕС е утвърждаването от Комисията на Европейските общности усилия за да се постигне глобална конкурентоспособност на европейската финансова индустрия с подкрепата на прилагането на добри практики на надзор.

На национално ниво финансовите групи са представени от междусекторни групи. Структурата им включва финансови компании в повече от един сектор: търговски банки/инвестиционни банки и застраховане. Тези групи са първата форма на възникване на финансова група като следствие на антимонополното законодателство.

На наднационално ниво финансовите групи са представени от трансгранични групи. Структурата им включва финансови дейности в повече от една държава-членка. Те възникват не на последно място и вследствие на политиките за конкурентоспособност и проникване на нови пазари с приемането в ЕС на нови държави членки от Източна Европа.

Политиките на ЕС по корпоративно управление бележат своето начало от 90-те години на миналия век. Целта е конкурентоспособност спрямо американските капитали. Дерегулацията на финансовия сектор в САЩ дава право на износ на

капитал. Основната му насоченост е към европейския пазар. Като противодействие се създава политика за „европейска Европа“<sup>220</sup>.

При изследването на европейските практики в настоящия анализ се приема като стартов периода след прилагане на Единен пазар от 1992 г.<sup>221</sup> Единният финансов пазар дава възможност за икономии от мащаба. Политиката на ЕС има за цел намаляване на „новия регионализъм“, въведен със Закона за общ пазар от 1986 г., поради забавяне на преговорите от Уругвайския кръг<sup>222</sup>. Една от целите на кръга бе отваряне на търговията с финансови услуги и получаване на достъп до местните пазари на чуждестранни инвеститори.

Европейската стратегия е защита и субсидиране на „националните шампиони“ (финансови компании с особена значимост за ЕС)<sup>223</sup>. Като следствие от глобализационния натиск се приема идеята за неолиберализъм на основа на приемането на Плана Делор за реформата в интеграционния процес. Вълната от приватизация и дерегулация, оставя на заден план националните антимонополни политики. Това е обективна тенденция през 1990-те години, както поради вътрешните процеси в ЕС, така и поради навлизането на банковите групи от ЕС в нови пазари при разширяването на Съюза с нови членове и въвеждане на правилата на ЕВП и в страни, подготвящи се за членство в Съюза. Консолидацията и концентрацията се извършват в национални граници, между финансови компании от един финансов сектор. Основната цел е постигане ефекта на мащаба за трансгранично разширяване, а антимонополната политика бива пренебрегвана.

През 2000 г. първа от ЕС, Нидерландия въвежда ограничения при разрастване във финансовия сектор. През 2005 г. Италия, последна от държавите в ЕС, въвежда подобни ограничения във връзка с (неуспешния) опит на нидерландската „ABN AMRO“ да придобие италианската банка „Antonveneta“<sup>224</sup>. Италианските банки предприемат трансгранична дейност в Западна Европа, Източна Европа и републиките от Обществото на независимите държави. В същото време не

---

220 Heller, R., N. Willat. *The European Revenge: How the American challenge was Rebuffed*. Barrie and Jenkins, L., 1975, p. 19.

221 Group of Ten. *Report on consolidation in the financial sector*. G-10, 2001.

222 Гилпин, Р. *Глобална политикономия*. Издателство „Дамян Яков“, С., 2003, с. 416.

223 Tabb, W. *Economic governance in the age of Globalization*. Columbia University Press, New York, 2004, p. 125

224 Organisation for Economic Co-operation and Development. *Competition and Financial Markets*. OECD, 2009.



позволяват на чужди банки от Западна Европа да навлизат в националния финансов пазар<sup>225</sup>.

Забелязват се два паралелни процеса, съпътстващи създаването на финансови групи в Европа. Първият процес е свързан с дерегулацията на финансови дейности, като пенсионното осигуряване, на които се дава правото да инвестират зад граница. Наличието на големи капитали, с дългосрочен аспект, намира приложение във втория процес: начало на приватизацията в Източна Европа<sup>226</sup>. Повечето държави с икономики в преход прилагаха едностранно европейските директиви за пълноправно членство в Европейския съюз. Бъдещето разширяване на Единния пазар определи разрастването на финансовите компании в Източна Европа

В началото на XXI век създаването на финансови групи в ЕС се извършва в национални мащаби в рамките на един сектор (Графика 2.1., 2.2.). Политиката на отделните държави е финансова стабилност на националната система, което определя среден обем на обединен капитал. Финансовите групи разширяват клоновата си мрежа.

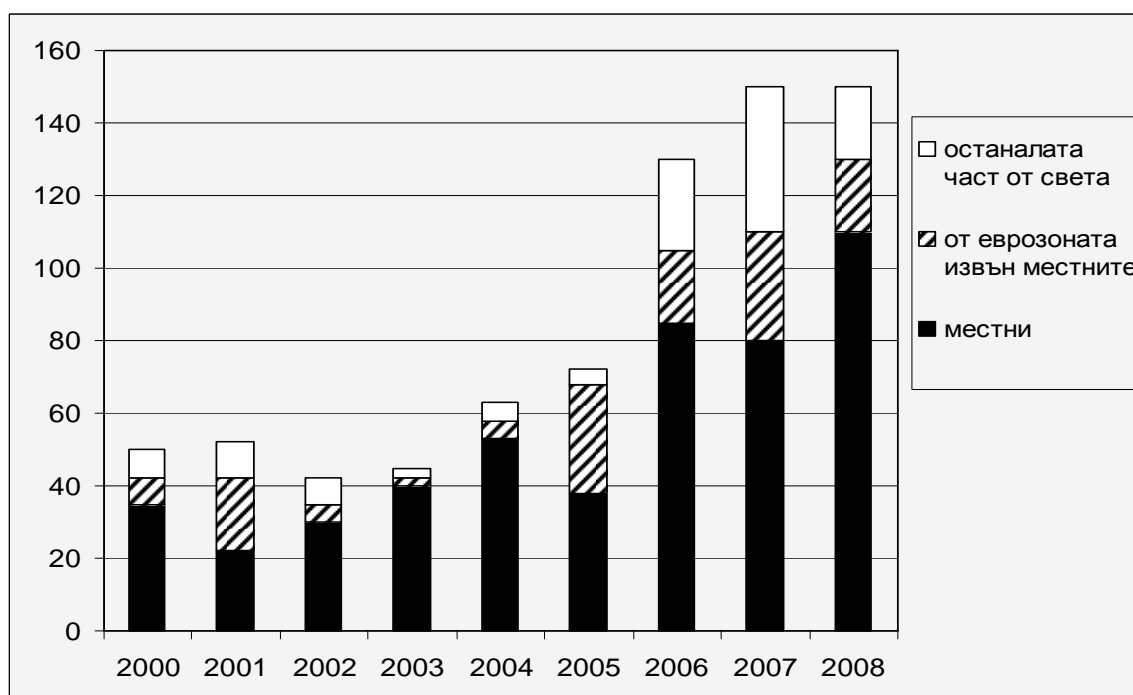
---

225 През 2005 г. Европейската Комисия одобри придобиването на италианската банка „Banca Antonveneta” от нидерландската „ABN AMRO”. „Националната Банка на Италия” се съпротивлява на увеличаването на чуждото присъствие в банковия сектор в страната. „ABN AMRO” подава жалба до регионалния съд в Италия, в което обвинява местната централна банка в дискриминационно отношение към нея по отношение офертата ѝ за „Antonveneta”. Европейската комисия започва съдебно разследване срещу Италианската централна банка заради блокиране на участие в търга за сливане. Управителят на централната банка Антонио Фацио беше обвинен в злоупотреба със служебното си положение - давал лични съвети на италиански инвеститори как да процедурат при закупуването на италианските банки „Antonveneta” за сметка на останалите кандидат-купувачи – „ABN-AMRO”, с цел лично облагодетелстване.

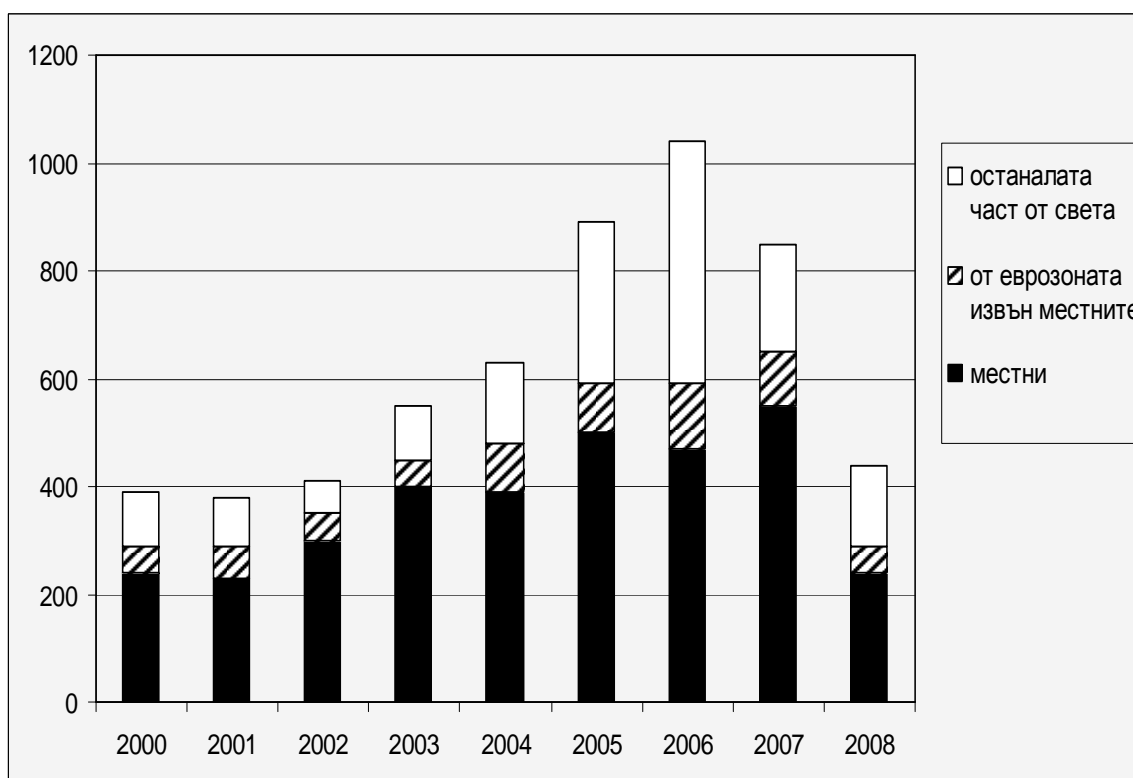
ЕК обвинява италианските власти в спиране на свободното движение на капитал и на правото на дадена компания да извършва дейност в друга страна-членка на ЕС. Прокуратурата в Милано налага заповед върху дела на италианската банка „Banca Popolare Italiana” в „Antonveneta” и отстрани от всичките му длъжности делегирания ѝ управител Джанпиеро Фиорани за два месеца. А. Фацио подаде оставка като гуверньор на Централната банка на Италия. European Commission. Case No. COMP/M.3780 – ABN AMRO/Banca Antonveneta Notification of 30.03.2005. 2005.

226 Някои автори констатират учудващо съвпадение във времето между дерегулация на пенсионните фондове в Западна Европа и начало на приватизацията в Източна Европа. D. Thienpont. Corporate governance in the European Union. Selected issues in Corporate governance: Regional and country experiences. UN, 2003, p. 48.

Графика 2.1. Стойност на сделки по сливане и вливане на банки от еврозоната, млрд. евро<sup>227</sup>.



Графика 2.2. Брой на сделки по сливане и вливане на банки от еврозоната.



227 European Central Bank. Financial Stability Review. ECB, December 2009.

С приемането на единната валута се създадоха предпоставки за трансгранично и междусекторно обединение на капитал. Водещ сектор е банковият, който навлезе в сектора на застраховането чрез създаване на дъщерни дружества. Политиката на Европейската комисия за конкурентоспособност на Европейското икономическо пространство стимулира процесите на разрастване и трансгранични операции на финансовите групи. Мотивите за антимонополно ограничаване остават през този период на заден план.

Приемането на нови държави-членки на ЕС обуслови навлизането на финансови групи в Източна Европа. Тенденцията за развитие на този пазар и началото на неговата приватизация доведе до бързо разширяване на финансовите групи. Свободните финансови ресурси бяха насочени към новите членки чрез холдингови групи с дъщерни дружества поради високата печалба от риска на региона, който остана извън еврозоната.

## 2.1. Корпоративно управление на междусекторни групи

Националните практики на държавите членки от Европейския съюз за корпоративно управление на междусекторни групи са насочени за финансова стабилност на макрониво. Надзорните режими по отделните сектори водят до икономически предпоставки за създаване на междусекторни групи.

Различията между финансовите сектори водят до икономия от обхвата. За запазване на позиции в сектора, възниква корпоративна конкурентост. От своя страна тя води до синергия. Чрез използване на „ефекта на сектора” финансовите компании навлизат в други сектори със сравнителни предимства (по-голяма доходност и по-ниски изисквания за собствен капитал)<sup>228</sup>.

Под „междусекторна група” ще разбираме група, която извършва дейност в най-малко два финансови сектора<sup>229</sup>: банков сектор или сектора за инвестиционни услуги, но задължително и от застрахователния сектор. Определящо е наличието на надзорен орган в повече от един сектор (Схема 2).

---

228 Bettis, R. Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms. *Strategic Management Journal*, 1981, № 2, p. 379.

229 Joint Forum. Risk Management Practices and Regulatory Capital, Cross-Sectoral Comparison. *JF*, 2001, p. 5.

Тенденцията е финансовите компании да се преместват към друг сектор<sup>230</sup>. Външните фактори също създават добри условия за комбиниране на дейности, основно демографското развитие и свободата на движение на човешките ресурси в ЕС.

Най-често срещана форма на междусекторна група в ЕС се представлява от банки, предлагащи услуги по застраховане, т.е. т.нар. bancassurance. Те възникват в рамките на една държава след сливания между компании от двата сектора<sup>231</sup>. Тези групи благоприятстват за увеличаване на конкуренцията на кредитния пазар и доходността в застрахователния сектор<sup>232</sup>.

Частен случай на междусекторна група е финансов конгломерат. В терминологията на надзорните органи междусекторна група се нарича „финансов конгломерат“ при спазване на определени условия. За определяне на финансов конгломерат е задължително наличие на застрахователна дейност към дейности на банки и/или по ценни книжа.

Европейските конгломерати най-често имат за контролиращо предприятие банка<sup>233</sup>. Банките се разширяват по-активно в други финансови сектори поради бариери за навлизане в сектора. Съвременната тенденция е да се създават банкови конгломерати с контролирани дружества в сектора на застраховането<sup>234</sup>. При тази стратегия се прилага метода на дисипация на риска, вместо диверсификация на риска.

---

230 „Приема се, че икономическите играчи са „ловци на цени“, които се стремят да максимализират или поне да задоволят личните си интереси, като реагират на промени на относителните цени или на промени в икономическите ограничения и възможност“. Гилпин, Р. Глобална политикономия. Издателство „Дамян Яков“, С., 2003, с. 54.

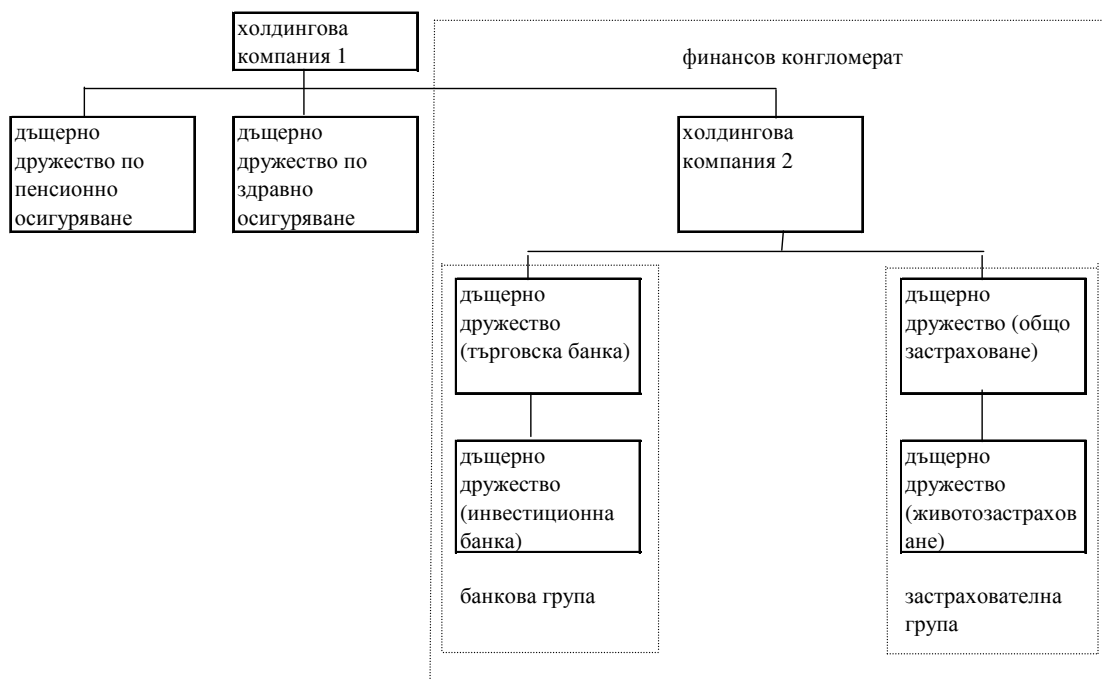
231 Dierick, F. The Supervision Of Mixed Financial Services Groups In Europe. European Central Bank, Occasional Paper Series No. 20/August, 2004.

232 Mälkönen, V. The efficiency implications of financial conglomeration. Bank of Finland, Discussion Papers, 17, 2004.

233 European Central Bank. Mergers And Acquisitions Involving The EU Banking Industry – Facts And Implications. ECB, 2000.

234 Staikourasa, S. Business Opportunities and Market Realities in Financial Conglomerates. The Geneva Papers, Palgrave. Volume 31, № 1, January 2006, p. 124.

Схема 2. Примерна структура на междусекторна група



За целите на анализа на междусекторните групи ще определим мотивацията на отделните участници в корпоративното управление за създаване на междусекторна група, както и техните отношения.

2.1.1. Възникването и развитието на междусекторни групи се извършва чрез навлизане в друг финансов сектор поради мотиви от надзорния режим. Въздействието върху групата е външно, но възниква взаимодействие: промяна в структурата на групата води до промяна на структурата на надзорния орган.

Външните мотиви за създаване на междусекторна група са:

— Различията в секторните изисквания за акционерен капитал. В сектори като банкиране, минималният капитал е по-висок от сектора на застраховане. По този начин структурата на групата де факто се различава от структурата де юре.

— Различията в данъчната политика за отделните сектори определят навлизане на банки в животозастрахователния сектор<sup>235</sup>. Банковите групи използват ефекта от мащаба: първо консолидират позициите си в национални рамки за да отговорят на

<sup>235</sup> European Central Bank. Mergers and acquisitions involving the EU banking industry – Facts and implications. 2000.

създаване на единен пазар и въвеждането на единната единица. След това навлизат в сектора на застраховането<sup>236</sup>.

— Ограниченията за извършване на банкова или застрахователна дейност. Липсата на възможност за придобиване на компания от друг сектор води до сливане<sup>237</sup>.

— Намаляването на ефекти от секторна криза<sup>238</sup>. Ефектът от обхвата обяснява създаване на междусекторна група с капиталови връзки.

Мотивите на акционерите за създаване на междусекторна група са вътрешни и външни. Те са свързани с агентски проблеми от корпоративното управление и с капиталовите изисквания на надзорния режим: увеличаването на благосъстоянието води до увеличаване на конкуренцията. Основни конкуренти на банките при увеличаване стойността на акционера са животозастраховането, поради спестовния елемент, и общото застраховане, поради по-ниските капиталови изисквания.

Главният мотив на акционерите е свързан с намаляване на ограниченията и с разширяване на пазара. Например, приемането на Директива 2003/41/ЕС дава право на пенсионните фондове по-голяма свобода при инвестиране на средствата зад граница. С влизането на Директивата в сила от 2005 г. се създаде вътрешен пазар за пенсионните дружества.

Ръководителите на междусекторна група извършват оперативен мениджмънт по управление на риска за всеки сектор. Тяхната мотивация е продиктувана от агентския проблем. В този смисъл управлението е обхващане на контрол<sup>239</sup>.

Ръководният състав на междусекторна група е по-многоброен поради дейността в повече от един сектор<sup>240</sup>. За повечето държави от ЕС като членове в надзорните съвети или като неизпълнителни директори в съвета на директорите по закон се назначават служители и профсъюзни представители.

---

236 „Икономическият регионализъм е „вълна на бъдещето“. Гилпин, Р. Глобална политикономия. Издателство „Дамян Яков“, С., 2003, с. 12.

237 European Central Bank. Mergers and acquisitions involving the EU banking industry – Facts and implications. ECB, 2000.

238 Dierick, F. The Supervision Of Mixed Financial Services Groups In Europe. European Central Bank, Occasional Paper Series No. 20/August, 2004.

239 Klein, P., M. Saidenberg. Diversification, Organization, and Efficiency: Evidence from Bank Holding Companies. Federal Reserve Bank of New York, 1997.

240 Hermalin, B., M. Weisbach. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. Federal Reserve Bank of New York. Economic Policy Review, 2003, №1, p. 7.

Мотивите на ръководителите за създаване на междусекторна група произтичат от корпоративното управление (агентски проблеми) и надзорните изисквания (секторни практики). Изискването на надзорния орган за сертифициране на ръководителите води до диверсификация на дейностите и оптимизация на структурата на управление: доминиращи краткосрочни задължения и дългосрочни активи (банки) с противоположни (застраховане).

Ръководителите на банкова група срещат конфликт на интереси в разликата от изискванията за „гарантиране на стратегията” и „да познаваш своята структурата”<sup>241</sup>. Изискванията се отнасят за банковия сектор, въведени с принципите за корпоративно управление на Базелския комитет.

Първото изискване е ръководителите да изравнят своята корпоративна структура с апетита към риск и системата на вътрешно управление на банката.

Второто изискване е ръководителите да разбират оперативната структура на компанията, включително обкръжението, в което банката функционира и рисковете, които могат да възникнат от подобна структура. В Европа започна да се прилага американската практика на ръководителите да се плаща с акции от компанията за да се намали апетита им към риск<sup>242</sup>.

Застрахователната дейност се характеризира със сложни отношения принципал-агент между различните заинтересовани лица, включително държатели на полица<sup>243</sup>. При своята дейност те следват да отчитат мнението на акционерите (корпоративно управление) и мнението на клиентите (надзорен режим). Разминаването между надзорен режим и корпоративно управление е във възнаграждението на ръководителите.

Поуките за застрахователите от финансовата криза от 2007 г. касаят в значителна степен практиките по предлаганото възнаграждение<sup>244</sup>. Средното равнище на заплащане на ръководителите нараства значително през последните 15 години главно в резултат на растящото значение на променливото заплащане,

---

241 3L3 Task Force on Internal Governance (TFIG). Cross-sectoral stock-take and analysis of internal governance requirements. CESR/09-1176, CEBS 2009 299 CEIOPS-3L3-19-09. 2009.

242 Organisation for Economic Co-Operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

243 Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD guidelines for insurers' governance. OECD, 2005.

244 International Association of Insurance Supervisors, Organisation for Economic Co-operation and Development. Issues Paper on Corporate Governance. IAIS, OECD, 2009.

основаващо се на постигнати резултати<sup>245</sup>. Лошо замислените политики на възнаграждения и компенсационни схеми в сектора на финансовите услуги допринесоха за *мислене в краткосрочна перспектива и прекомерно поемане на риск*, без да се обръща достатъчно внимание на дългосрочните резултати на финансовите компании.

Предпочитаният вариант в сектора на финансовите услуги е нови разпоредби относно политиката за възнаграждения. Той съчетава нови принципи за структурата на възнаграждението, за процеса на разработване и прилагане на политиката на възнаграждения, за оповестяването пред външни заинтересовани страни и за надзорен преглед. По отношение на политиката на възнаграждения, той въвежда като общ принцип изискването политиката на възнаграждения да бъде в съответствие с разумно и ефективно управление на риска. За тази цел финансовите компании следва да намерят подходящ баланс между фиксирания и променливия елемент на заплащането с достатъчно високо равнище на фиксирания елемент, за да се гарантира, че персоналят не е зависим от плащането на премии. Променливият елемент следва да бъде обвързан с резултатите, голяма част от него да бъде отложена за отчитане на риска за постигане на основните резултати; да подлежи на връщане при необходимост и критериите за измерване на резултатите следва да привилегирват дългосрочните резултати и да коригират основните резултати с оглед на риска, капиталовите разходи и ликвидността.

Експерт-счетоводителите на контролиращото предприятие извършват одита за всяко регулирано дружество на единична основа и на консолидирана основа. Одитът на междусекторна група има за цел съответствие на капиталовата адекватност с рисковия профил<sup>246</sup>.

За междусекторни групи се извършва консолидиран одит. Той включва спазване на законите и управление на рискове за отделните сектори. Целта на консолидирания одит е предотвратяване прехвърляне на рискови активи от една структурна единица (един сектор) в друга единица (друг сектор).

---

245 Комисия на Европейските Общности. Препоръка на Комисията в допълнение на Препоръки 2004/913/ЕО и 2005/162/ЕО по отношение на режима за възнагражденията на директорите в дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар, и на Препоръка на Комисията относно политиката на възнаграждения в сектора на финансовите услуги. SEC(2009)581, Брюксел, 2009.

246 Tripartite Group. The Supervision of Financial Conglomerates: A Report by the Tripartite Group of bank, securities and insurance regulators. BIS Banking paper №20, 1995.



Сигналната функция на експерт-счетоводителите при консолидиран отчет посочва дисбаланса между отделните сектори. В началото на кризата от 2007 г., рисковете са географски дисперсирани, но секторно са концентрирани в банковия сектор<sup>247</sup>. През май 2008 г. финансовите проблеми се пренасят в застрахователния сектор.

При своята дейност експерт-счетоводителите имат възможност да създадат или да променят междусекторна група. При заверка на консолидирания отчет, експерт-счетоводителите посочват управлението на рисковете и финансовите резултати по сектори. Намалява се информационната асиметрия, тъй като акционери и надзорни органи могат да предприемат мерки. Акционерите за увеличаване на благосъстоянието си могат да прехвърлят капитал към друг сектор от групата или да излязат на нов сектор. Надзорните органи могат да изискат или да спрат прехвърляне на капитал между секторите или промяна в управлението на риска.

При корпоративното управление на междусекторна група възниква взаимодействие между неговите участници, като основната роля е на надзорния орган. Надзорът е на етапа на упълномощаване с правото на вето по секторните директиви: определя акционерния капитал, разумно управление на риска и прозрачност на структурата<sup>248</sup>. В ЕС подходът на надзора е „отдолу-нагоре” по структурата на група, противоположно на движението на капитала – „отгоре-надолу”.

Международно приетите практики по корпоративно управление, включително надзорният орган, са приложени в ЕС по своеобразен начин. Директивата за капиталови изисквания е разширен вариант на базелските принципи чрез ясно разграничаване на правата и отговорностите на консолидиращия надзорен орган и органът от приемащата държава по отношение на дъщерни дружества и клонове, съобразно рамката на ЕС<sup>249</sup>.

---

247 European Central Bank. The Incentive Structure Of The 'Originate And Distribute' Model. ECB, 2008.

248 European Central Bank. Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking Industry – Facts and Implications. ECB, 2000.

249 Committee of European Banking Supervisors. Guidelines for Cooperation Between Consolidating Supervisors and Host Supervisors. CEBS, 2006.

Надзорът на междусекторна група бива три типа: секторен (микрониво), консолидиран (макрониво), допълнителен (междусекторен)<sup>250</sup>. Секторът на дейност и структурата на групата определят обхвата на надзора. Основният инструмент на надзорния орган е капиталовата адекватност на отделната бизнес структурна единица по секторните правила (Графика 3).

— При собственост под 20% надзорът над контролирано дружество е по секторните директиви<sup>251</sup>. Контролираните дружества от банковия сектор се надзирават за управлението на риска<sup>252</sup>. Контролираните дружества от застрахователния сектор са защитени чрез кръгова отбрана и необходимостта от секторен надзор е по-малко приложим. Контролираните дружества от инвестиционния сектор се надзирават за действия на фондовия пазар, използвани инвестиционни схеми, разкриване на информация за емитента. Надзорът над застраховател се извършва от надзорния орган на приемащата държава, докато надзорът над банка е от надзорния орган на изпращащата държава.

— Вторият тип надзор, консолидиран надзор, е на ниво финансова група. При собственост над 20% надзорът обхваща финансови и нефинансови дружества, над които контролиращото предприятие упражнява контрол. Консолидираният надзор се добавя към секторния с цел оценка на последствията от груповите взаимоотношения<sup>253</sup>. Небанкови финансови компании, освен банки, са изложени на системен риск като следствие от консолидацията<sup>254</sup>.

Надзорът за капиталова адекватност се прилага на консолидирана основа (количествени критерии) и на самостоятелна основа (качествена оценка)<sup>255</sup>. Количествените критерии се прилагат към цялата група (регулирани и нерегулирани компании). Качественият подход обхваща риска за регулираните компании от групата като система за ранно предупреждение. При хомогенни групи (кредитна

---

250 Basel Committee on Banking Supervision. Home-host information sharing for effective Basel II implementation. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

251 Directive 2000/12/EC on credit institution; Directive 92/49/EEC on non-life insurance; Directive 92/96/EEC on life insurance; Directive 93/22/EEC on investment services; Directive 2002/87/EC on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate.

252 Joint Forum on Financial Conglomerates. Core Principles. Comparison of Core Principles. Cross-sectoral comparison. Basel Committee on Banking Supervision, 2001.

253 Европейски икономически и социален комитет. Становище на Европейския икономически и социален комитет относно Предложение за директива на Европейския парламент и на Съвета относно започване и извършване на застрахователна и презастрахователна дейност Платежоспособност II COM(2007) 361 окончателен — 2007/0143 (COD). 2007.

254 Group of Ten. Report on consolidation in the financial sector. G-10, 2001.

255 Tripartite Group. The Supervision of Financial Conglomerates: a Report by the Tripartite Group of bank, securities and insurance regulators. BIS Banking paper №20, 1995.

институция и инвестиционно дружество) активите и пасивите на групата се консолидират и се сравняват с тези на контролиращото предприятие.

В зависимост от сектора и от мястото в йерархията, над някои дружества от финансова група задължително се извършва надзор на консолидирана основа. Спрямо контролиращото предприятие се прилага едновременно надзор на самостоятелна и на консолидирана основа за капиталова адекватност. Над застраховател, който е част от застрахователна група, задължително се извършва допълнителен надзор. Според Платежоспособност II надзорът на застрахователните групи, които имат дъщерни дружества в различни държави членки на Европейския съюз, няма да бъде извършван от отделните специализирани органи в тези държави. Основната отговорност за финансовата стабилност на всички дружества в групата ще носи надзорът в държавата, където е централният офис на застрахователната компания.

— Третият тип надзор, допълнителен надзор, е надзор над финансови конгломерати. Той се прилага само за контролиращото предприятие. Извършва се от надзорен орган-координатор, избран по разпоредбите на Директивата за финансовите конгломерати. Организацията на Колегията е пропорционална на организацията, естеството, мащаба и сложността на групата и съответства на дейностите, рисковете и правната структура на групата<sup>256</sup>. Колегията се определя от консолидиращ надзорен орган (за банкова група)/групов надзорен орган (за застрахователна група)/координатор (за финансов конгломерат)<sup>257</sup>.

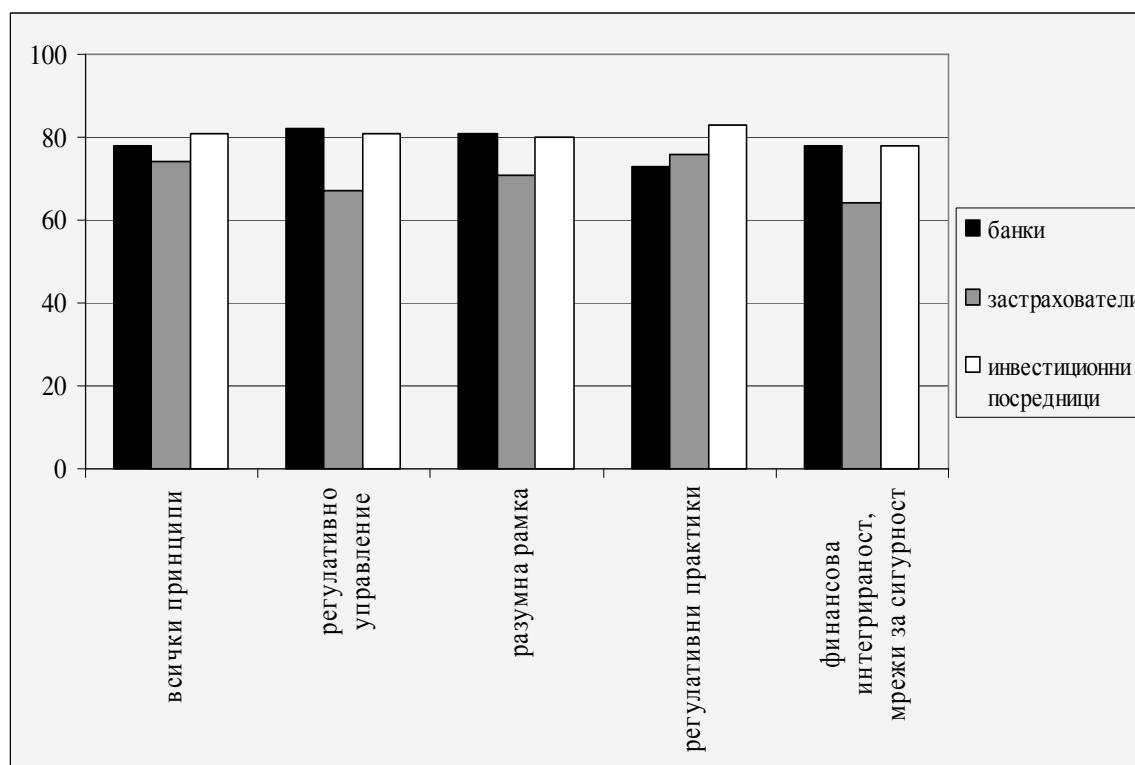
Ролята на координатора е оценка на риска от избраната структура. За разлика от Директивата за капиталова адекватност и Платежоспособност II, Директивата за финансовите конгломерати не разглежда капиталовите изисквания, а е за допълнителна проверка за групови рискове и евентуално двойно използване на капитала.

---

256 Committee of European Banking Supervisors. Colleges of Supervisors - 10 Common Principles. 2008-124. CEBS, 2008.

257 Directive 2005/1/EC establishing a new organisational structure for financial services committees; Commission Decision 2004/5/EC establishing the Committee of European Banking Supervisors; Commission Decision 2004/6/EC establishing the Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors; Commission Decision 2004/7/EC establishing the Committee of European Securities Regulators; Commission Decision 2004/8/EC establishing the European Securities Committee; Commission Decision 2004/9/EC establishing the European Insurance and Occupational Pensions Committee; Commission Decision 2004/10/EC establishing the European Banking Committee.

Графика 3. Спазване на надзорните стандарти и кодекси по сектори за Европа, %<sup>258</sup>



През 2001 г. финансовите групи и надзорните органи отбелязват „регулаторна умора” от широкообхватния „План за действие по финансови услуги”. Интеграцията на финансовите пазари доведе до нови области, в които надзорна структура не е приложена. По предложение на Комитета на Ламфалуси схемата на регулиране за пазара на ценни книжа се копира в сектора за банки и застраховане<sup>259</sup>.

В сферата на надзора моделите на национално ниво изостават от пазарната действителност, при която все повече банки и застрахователи извършват трансгранична дейност<sup>260</sup>. За адаптиране на надзорната дейност спрямо финансовата дейност Европейската комисия възлага на експертна група под ръководството на Ж. Ларозиер да изготви доклад и предложения.

Докладът на Ларозиер предлага създаване на нова надзорна архитектура за ЕС. Докладът разглежда по-силния контрол на равнище ЕС с ясно определена роля на националните надзорни органи. На европейско ниво има необходимост от орган за

258 Čihák, M., A. Tieman. Quality of Financial Sector Regulation and Supervision Around the World. IMF Working Paper WP/08/190. 2008.

259 Lannoo, K. European Financial System Governance. CEPS Policy Brief, No. 106/June, 2006.

260 Комисия на Европейските Общности. Движеща сила за възстановяването на Европа. COM(2009) 114 окончателен. 2009.

ранно предупреждаване под ръководството на ЕЦБ, който да установява и да се бори с рисковете за системата.

За основа са използвани комитетите създадени по плана Ламфалуси (Фигура 5). Надзорни комитети по сектори „Комитет на европейските органи за банков надзор”, „Комитета на европейските застрахователни и пенсионни осигурителни надзори” и „Комитета на европейските регулаторни органи по ценни книжа” съвместно с „Временният комитет по финансови конгломерати” изготвиха десет общи принципа относно банкови, застрахователни и финансови конгломерати, по отношение на функционирането на колегии от надзорни органи<sup>261</sup>.

Частен случай на надзорен орган е „омбудсман”. Въведен е от 2008 г. с плана на Франция за подпомагане на банки под формата на гаранции в замяна на увеличение на кредитната дейност. За спазване на споразумението от страна на финансовите компании, държавата определя омбудсман.

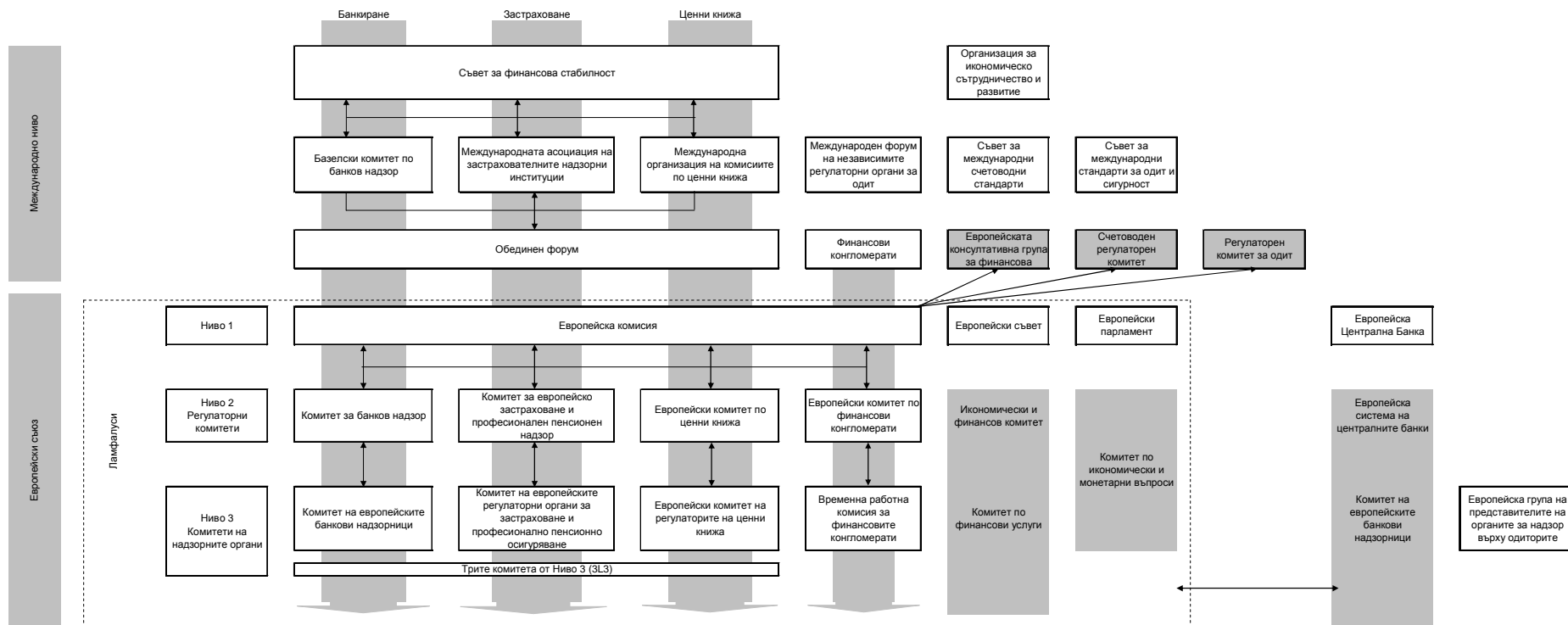
2.1.2. Отношенията „надзорен орган – акционер” се основават на надзорните изисквания.

Акционерите на междусекторна група се контролират от надзорните органи за достатъчен капитал в зависимост от секторните изисквания. Надзорният режим за акционерен капитал води до оптимизиране на капитала за всяка компания от групата, както и оптимизиране на структурата на капитала на групата.

---

261 Colleges of Supervisors – 10 Common Principles. CEIOPS-SEC-54/08, CEBS 2008 124, IWCFC 08 32. 2009.

Фигура 5. Структура на надзора по Доклада на Ларозиер.



Споразумението от Базел II предотвратява двойната употреба на собствени средства в рамките на банкова група. Споразумението Платежоспособност II изисква капитала на застрахователна група да покрива всички дружества в групата, без възможност за финансова подкрепа на контролирани дружества. Директивата за финансови конгломерати поставя изисквания за платежоспособност за да се предотврати акционерен капитал да се използва повече от веднъж като буфер срещу риск в различни юридически лица в рамките на междусекторна група (двойно използване на собствени средства) и да предотврати финансов поток надолу по структурата от контролиращо предприятие, където тя емитира дълг и след това го използва да закупи капитал за нейно регулирано дружество.

В определени случаи надзорният орган може да промени акционерния състав. Мотивите са финансова стабилност на групата.

— При недостатъчен капитал. Надзорният орган разпорежда увеличаване на капитала от съществуващите акционери или приемане на нови акционери.

— При сложна акционерна структура. Акционер едновременно в банка и в застраховател повишава риска от пренасяне на финансови проблеми от банковата дейност към застраховането<sup>262</sup>. Надзорният орган изисква прозрачна структурата за нуждите на разумен надзор, като може да изиска акционерът да продаде акциите си в застрахователното дружество. Процедурните правила и критериите за разумна оценка на придобиване и увеличаването при холдинги от финансовия сектор са заложи в Директива 2007/44/ЕС<sup>263</sup>. Директивата има за цел да подобри правната сигурност и прозрачност на процеса на оценка от надзорния орган при придобиване в сектори на банки, застраховане и ценни книжа.

— При финансови кризи. Надзорният орган определя загубите за всеки акционер или самият той става акционер. Стратегията на ЕС от 2007 г. „Пътна карта в отговор на финансовите сътресения в САЩ” предвижда акционерите да понесат съответните последици от програмите за държавна интервенция. Надзорните органи от еврозоната придобиха преференциални акции<sup>264</sup>.

---

262 Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors. Financial Stability Report. CEIOPS, 2009.

263 European Central Bank. EU Banking Structures. ECB, 2007.

264 European Central Bank. Financial Stability Review. ECB, 2009.

— Ограничаване правата на акционерите. При нарушаване на нормативната уредба или при действия, с които се заплашва стабилността на групата, надзорният орган забранява временно упражняване правото на глас или изплащане на дивидент.

Отношенията „надзорен орган – ръководител” се основават на надзорните изисквания.

Надзорните изисквания за управление на риска са определящи при формиране състава на ръководителите<sup>265</sup>. Надзорният орган одобрява избора на ръководителите от общото събрание на акционерите, съобразно изискванията за всеки финансов сектор.

При първата стъпка за одобряване надзорният орган провежда с ръководителите тест за пригодност за всеки финансов сектор. Наличието на репутация и опит при ръководителите е едно от изискванията за лицензиране, въведено с Първа банкова директива от 1977 г. Репутацията и опита на ръководителите по сектори са основната тема при консултации между компетентните надзорни органи.

На следващата стъпка, надзорният орган издава сертификат. Сертифицирането дава на надзорния орган възможност да променя ръководния състав. Мотивите на надзорния орган и на акционерите съвпадат за престация на фидуциарните задължения на ръководителите.

Последната стъпка е текущ надзор над ръководителите съобразно сектора на дейност. Междусекторната група се управлява на основата на нейната дейност, която невинаги съвпада с правната структура на групата<sup>266</sup>. В подобни ситуации надзорният орган изисква промяна в ръководната структура, както и познаване на структурата за отчетност.

Надзорните практики включват неформални споразумения и извънредни срещи по конкретен случай. В ЕС приоритет имат ad hoc срещи В ЕС приоритет

---

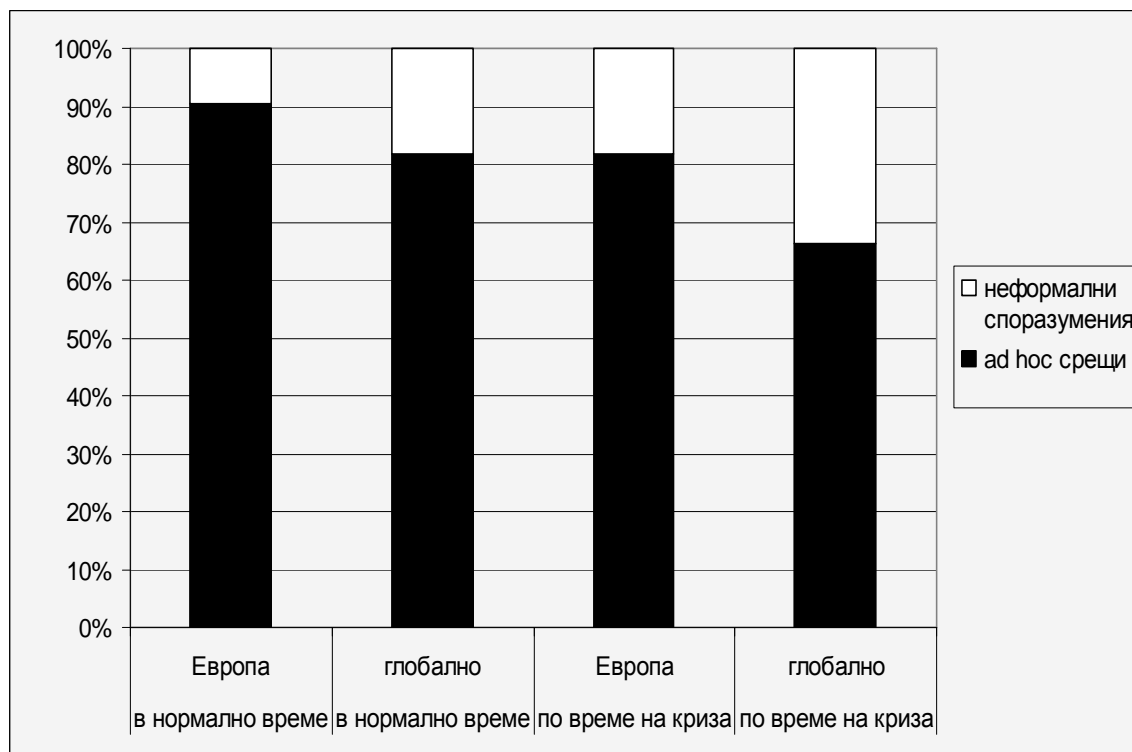
265 Webb, E. Does corporate governance determine bank loan portfolio choice? Journal of Academy of Business and Economics, 2005.

266 European Council. Common Position (EC) No 52/2002 adopted by the Council on 12 September 2002.



имат ad hoc срещи, наричани „селски пазар“<sup>267</sup>. Финансовата криза от 2007 г. промени надзорните практики. Общата тенденция е нарастване ролята на неформални споразумения (Графика 4).

Графика 4. Междусекторни споразумения на надзорни органи<sup>268</sup>.



Държавната намеса за стабилизиране на финансовия сектор от 2008 г. коренно промени ръководния състав. Принципите на Съвета на ЕС по икономически и финансови въпроси в това направление са следните<sup>269</sup>:

— държавите-членки следва да бъдат в състояние да извършат промяна в управлението. При придобиване на акции в компании с финансови затруднения, държавата получава правото да определя над половината от ръководния състав.

<sup>267</sup> Организационен модел на британците, при който това какво ще се случи, не се определя нито от йерархията, нито от правилата, а от нуждата на ситуацията. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил“, С., 2001, с. 199.

<sup>268</sup> Financial Stability Institute. Institutional arrangements for financial sector supervision. Bank for International Settlements. Occasional Paper No 7, 2007.

<sup>269</sup> Европейска Комисия. Прилагане на правила за държавна помощ към мерки, взети във връзка с финансовите институции в контекста на настоящата световна финансова криза. Съобщение на Комисията, 2008/C 270/02. 2008.

— правителствата може да разполагат с правомощия за намеса в размера на възнаграждението. При придобиване на акции в компании с финансови затруднения, държавата определя възнаграждението в зависимост от дългосрочните резултати и налага горна граница на възнаграждението.

Използването на държавен капитал за осигуряване на финансова стабилност изисква преструктуриране на финансовите компании, включително промяна в управленския състав и в корпоративното управление, когато е уместно<sup>270</sup>. За определени банки и застрахователи бе изискан всеобхватен план за преструктуриране.

Финансовата криза принуди държавите да се намесят в управлението. Но това от своя страна води до отговорности: за отчетността на държавния мениджмънт и прозрачността на действията<sup>271</sup>.

В Европейския съюз надзорът над експерт-счетоводителите се извършва от компетентния орган на изпращащата държава. Директива 2006/43/ЕО относно задължителния одит на годишните счетоводни отчети и консолидираните счетоводни отчети уточнява задълженията на експерт-счетоводителите и обезпечава за техния контрол, независимост и спазване на етични стандарти.

Частен случай на експерт-счетоводител е „независим експерт“. Случаят възниква след финансовата криза от 2007 г., Европейската комисия приема за главен принцип оценката на токсичните активи да се направи от независим експерт и да се одобри от държавен надзорен орган.

Инструментите на междусекторна група обхващат изравняване на интересите на дружества на група, породени от корпоративното управление и от надзорния режим по сектори.

Кръговата отбрана при междусекторни групи изисква регистриране на застраховател като отделно юридическо лице. В рамките на Европейския съюз, секторните директиви не позволяват да се комбинират дейности по застраховане с

---

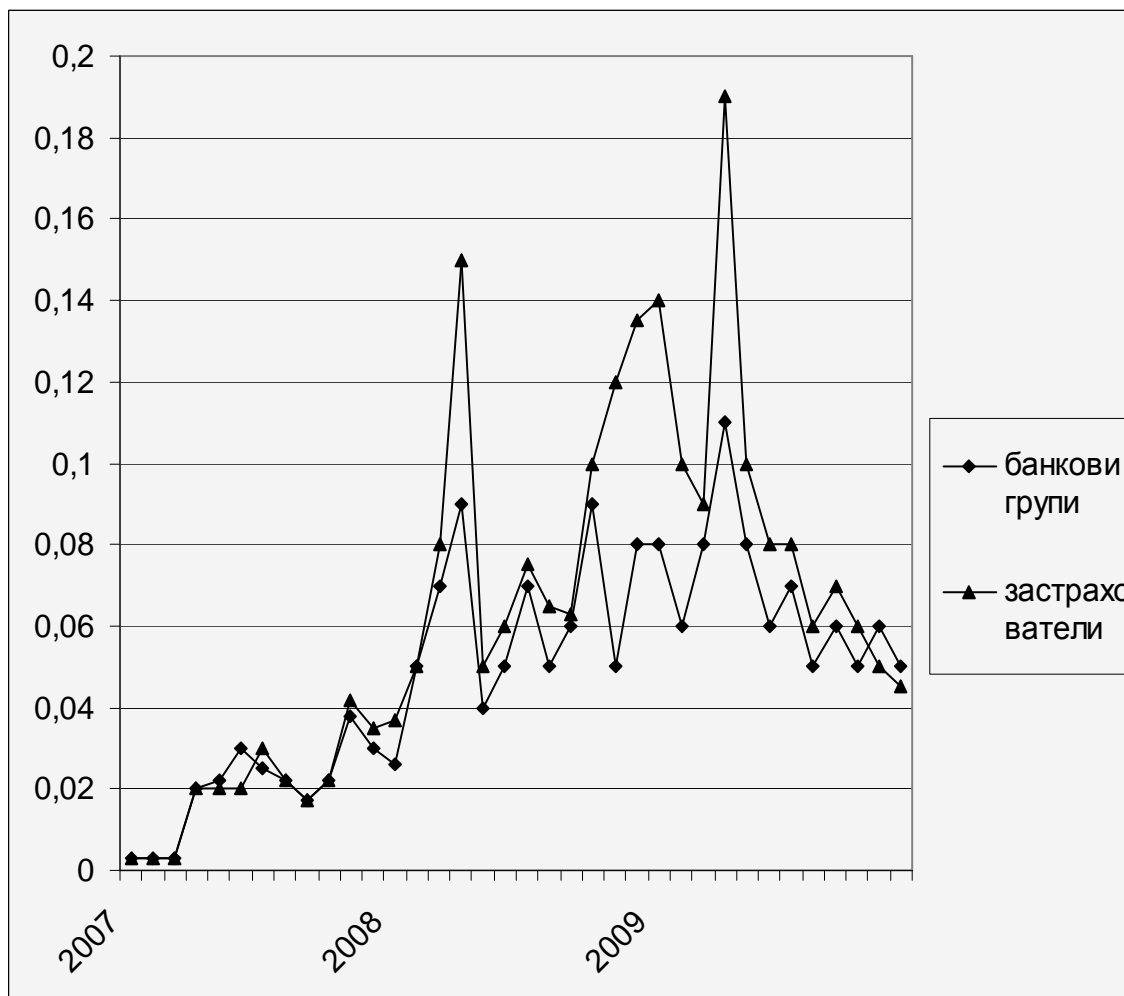
270 Европейска Комисия. Рекапитализация на финансовите институции в условията на настоящата финансова криза: ограничаване на помощта до необходимите минимални равнища и предпазни мерки срещу излишното нарушаване на конкуренцията. Съобщение на Комисията, (2009/С 10/03). 2009.

271 International Federation of Accountants. Recommendations for the G20 Nations – Meeting of September 24 – 25, 2009.

банкиране и инвестиране в едно юридическо лице. Целта е да се ограничи риска в застрахователния сектор от загуби в останалите сектори.

Съчетаването на банкова и застрахователна дейност в рамките на една група води до вероятността от прехвърляне на риск между секторите. Водещите компании при създаване на междусекторна група са банките, които са изложени на системен риск. В случая с кризата от 2007 г. паниката сред инвеститорите и изтеглянето на кредитни линии от новоприетите държави се пренесе в застрахователния сектор под формата на риск от „зараза”. Предприетите мерки по кръгова отбрана намалиха вероятността от фалит на застрахователи от еврозоната, но все още остава висока (Графика 5).

Графика 5. Вероятност от едновременен фалит на две или повече компании в еврозоната<sup>272</sup>.



272 European Central Bank. Financial Stability Review. ECB, December 2009.

Друг инструмент има за цел намаляване на разходите при подаване на информация към надзорните органи. Междусекторните групи следва да изпълняват различни надзорни правила и практики, например подаване на отчети<sup>273</sup>. Това води до административни разходи без добавена стойност. Оперативните разходи за големите банки и финансови конгломерати са около 1%.

Междусекторната група може да посочи кой да е консолидиращ надзорен орган и подава информация само към него. Избраният надзорен орган информира останалите компетентни надзорни органи. Този подход води до консолидиран надзор на “самостоятелна основа плюс”. Надзорният орган използва финансовия отчет на отделната структурна бизнес единица като начална точка и коригира отчета на ниво група.

Последният инструмент е използване услугите на рейтингови компании. Те изпълняват квази-регулаторна роля на финансовия пазар<sup>274</sup>. Естеството на тази дейност е олигополистична. Стабилността на финансовите пазари е зависима от мнението на малък брой агенции. Допълнителна функция на надзорния орган е регистриране на кредитните рейтингови агенции. В рамките на ЕС функцията се извършва от Комитета на европейските регулатори на пазарите на ценни книжа.

## 2.2. Корпоративно управление на трансгранични групи

Наднационалните политики за корпоративно управление на финансови групи са насочени към конкурентоспособност на паневропейско ниво. Те дават предпоставки за възникване на трансгранични групи и определят техните практики по корпоративно управление. Трансграничните групи в повечето случаи са хомогенни: включват компании от един и същ финансов сектор, регистрирани в различни държави (Схема 3). Определящо е наличието на надзорен орган в повече от една държава.

---

273 Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

274 Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

Схема 3. Примерна структура на трансгранична група



Създадената през 2001 г. „Група на високо ниво от експерти по дружествено право” извършва сравнително проучване на националните кодекси по корпоративно управление. Въз основа на доклад на работната група, Европейската комисия изготвя „План за действие за политиката по корпоративно управление: препоръки за подобряване на рамката на Европейския съюз по корпоративно управление”. Крайната цел на Плана е конкурентоспособност на европейския пазар до 2010 г.

Комбинацията от стабилност (микрониво) и конкурентоспособност (макрониво) е европейската интеграция. Целта на интеграцията е премахване на пречките към Единен пазар на финансови услуги в Европейския съюз. Трансграничните групи поставят предизвикателства както за ръководителите, така и за надзорните органи: увеличаването на мащаба на групата в рамките на една държава увеличава сложността на дейността ѝ и води до извършване на задгранична дейност<sup>275</sup>.

275 Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

Мотивите за създаване на трансгранични групи са външни:

— на национално ниво: увеличаване благосъстоянието на акционерите чрез ползи от икономии от обхвата<sup>276</sup>. Чрез консолидация на компании в рамките на държавата, се създават предпоставки акумулираните средства да бъдат разположени на външния пазар (Приложение 5). В някои държави-членки, с голяма концентрация на финансова дейност, трансграничното разрастване се предприе от очаквания за бъдеща консолидация на национално ниво на големи компании, и евентуална намеса на антимонополния орган.

— на европейско ниво: дерегулацията на финансовите пазари и премахването на националните бариери за движение на капитал водят до мотиви за създаване на трансгранична група<sup>277</sup>. Въвеждането на „единен лиценз“ позволи финансовите компании да функционират свободно в рамките на ЕС. Приемането на нови членки ускори развитието на трансграничните групи, като в някои държави банковият сектор е напълно доминиран от чуждестранни компании (Графика 6).

— на световно ниво: глобализацията изисква финансовите групи да имат предимства от разходи, необходими да запазят конкурентоспособността си на националния пазар<sup>278</sup>. Географската диверсификация е предимство за намаляване на волатилността на рисковете<sup>279</sup>. Допълнителен мотив за ЕС е нарастване на конкуренцията поради финансовата либерализация в САЩ<sup>280</sup>.

---

276 European Central Bank. Mergers and Acquisitions Involving The EU Banking Industry - Facts And Implications. ECB, 2000.

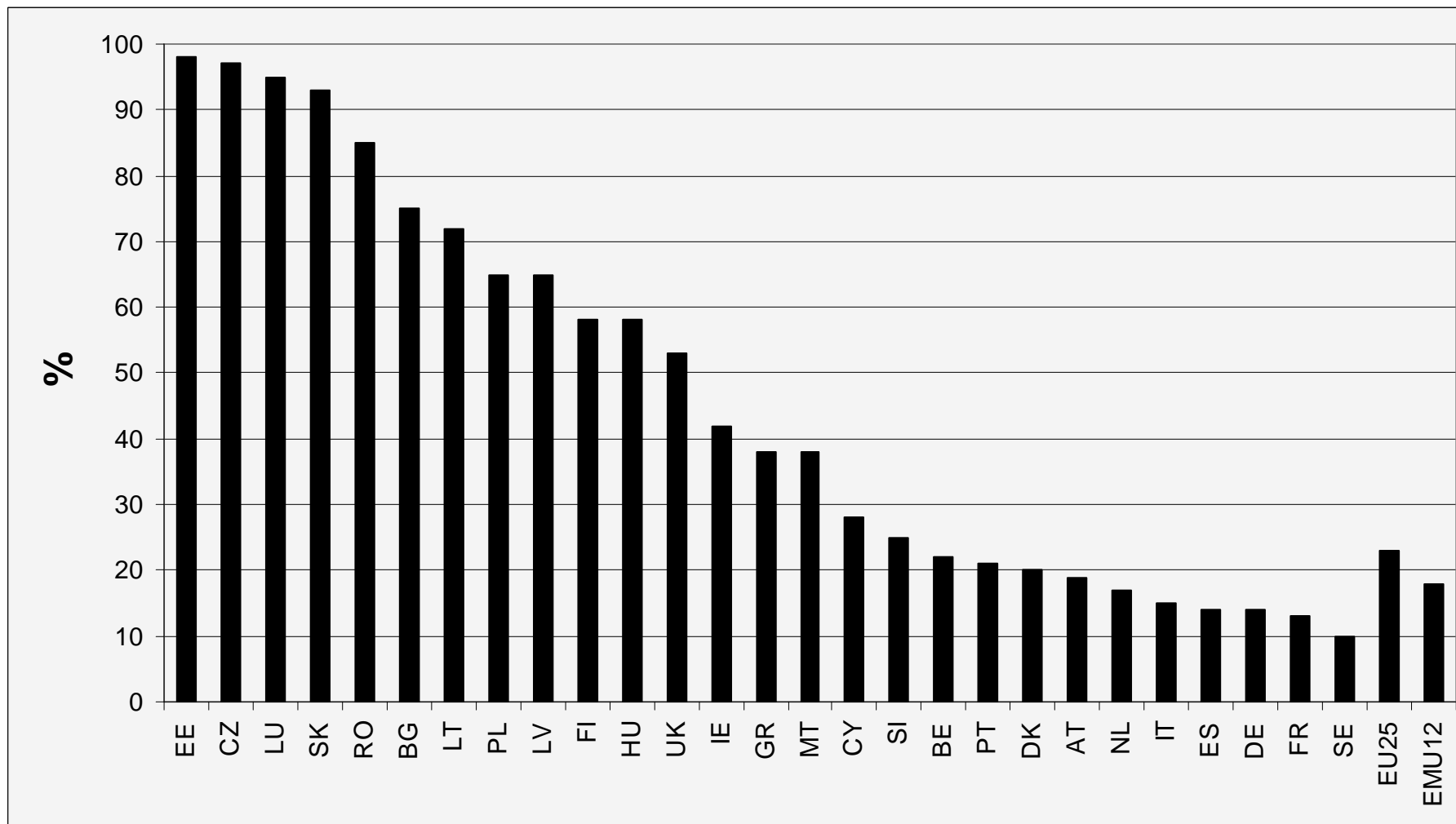
277 European Central Bank. Global Equity and Derivative Markets, Special Edition: Europe. Morgan Stanley Dean Witter Quantitative Strategies, June 1998, p. 54.

278 „В епохата на глобализация се разви *lex mercatoria* като трети вид право, за да запълни празнотата между национално и международно право. Това право „конституира“ отделния интерес вместо обществения“. Tabb, W. Economic governance in the age of Globalization. Columbia University Press, New York, 2004, p. 158.

279 „През XIX век международното движение на капитали се дължи на разлики в нивата на печалба и инвестиционен риск между различните държави. По-късно се дължи на разлики в лихвените проценти“. Гилпин, Р. Глобална политикономия. Издателство „Дамян Яков“, С., 2003, с. 258.

280 Basel Committee on Banking Supervision. Home-host information sharing for effective Basel II implementation. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

Графика 6. Пазарен дял на чуждестраннопритежавани банки<sup>281</sup>.



281 Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

2.2.1. Ще направим опит да определим мотивацията на отделните участници в корпоративното управление (модела „принципал-агент“) и мотиви за създаване на трансгранична група поради надзорния режим (надзорни изисквания), както и техните отношения.

Мотивите на акционерите за създаване на междусекторна група са породени от надзорния режим (надзорни изисквания). Приемането на Втора банкова директива през 1983 г. въведе единен банков надзор и създаде условия за синергия от обхвата.

С решението за регистрация на финансова група, акционерите определят органа на надзор от съответната държава. По този начин акционерите сами си определят изискванията за капиталова адекватност и разходите по агентския проблем. За превенция на конкуренцията при надзора на трансгранични групи, се въвежда Колегия от надзорни органи<sup>282</sup>.

Акционерите имат две възможности за създаване на трансгранична група. При доктрината на пререгистриране, групата се формира и управлява по законите на регистрацията (приемаща държава) и не се изисква връзка с изпращащата държава. Другата възможност е доктрината за действително седалище, при която е валиден правния статус, посочен в заявката за регистрация.

Мотивите на акционерите за създаване на трансгранична група са външни и в най-голяма степен зависят от надзорния режим. Различията в данъчните ставки, правната защита на собствеността и разумният надзор, са основните мотиви (Приложение 6)<sup>283</sup>.

Агентският проблем при трансгранична група е разминаване между интересите на мажоритарните акционери, от една държава, и на миноритарните акционери, от друга държава<sup>284</sup>. Проблемът се намалява със защита интересите на

---

282 European Commission. Public Consultation Paper on Amendments to Commission Decisions establishing CESR, CEBS & CEIOPS. 2008.

283 Някои автори отнасят заплащането на ръководителите към данъчните мотиви. Например в САЩ данъчните закони водят до заплащане три пъти в годината. Organisation for Economic Co-operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

284 Миноритарните акционери оспориха купуването на германската „HVB“ и нейната австрийска компания „Банк Аустрия“ от италианската „Уникредит“. Миноритарните акционери от „Банк Аустрия“ не са били уведомени от „HVB“ за продажната цена и не им е било дадено право да



миноритарните акционери, включително чрез електронно гласуване. Прехвърлянето на активи, което не се извършва при пазарни условия, може да окаже неблагоприятно въздействие върху миноритарните акционери<sup>285</sup>. Такива прехвърляния могат да подлежат на оспорване от миноритарните акционери, а ръководителите могат да бъдат подведени под отговорност.

Различията в практиките на надзора определят решението на акционерите, в най-голяма степен доколко е разумен надзора. В случай на риск, някои надзорни органи имат постепенен подход, докато други са ориентирани към спешна намеса. Първият случай обикновено се прилага на по-ранен етап и има за цел да насърчи акционерите да се съгласят с мерки за реструктуриране: смяна на ръководството със „синдик“ или „специален ръководител“ и представяне на план за реструктуриране за одобрение от акционерите. При втория случай се налагат мерки без предварителното съгласие на акционерите: национализация, промяна на акционерния състав, ограничаване правата на акционерите за право на глас и право на дивидент.

Ръководителите на трансгранична група имат функцията да балансират интересите на акционери и изискванията на надзорни органи от различни държави. Балансът между корпоративно управление и надзорен режим се извършва от ръководителите на контролиращото предприятие, които разработват политика за координация в трансграничната група.

Възниква специфичен агентски проблем между ръководител на контролирано дружество и акционер на контролиращо предприятие. Хоризонталният конфликт третира ръководителите на контролирано дружество като псевдо-агенти на контролиращото предприятие и налага отговорност директно на контролиращото предприятие за всички задължения, които ръководителите дължат на останалите дружества от трансграничната група<sup>286</sup>. Например при случая с германската банка

---

упражняят правото си на глас. Kraemer, C., P. Arosio. Court voids UniCredit unit HVB's Bank Austria sale. Reuters, Jan 31, 2008.

285 Комисия на Европейските Общности. Рамка на ЕС за трансгранично управление на кризи в банковия сектор. COM(2009) 561 окончателен. 2009.

286 Gouvin, E. Of Hungry Wolves and Horizontal Conflicts: Rethinking the Justifications for Bank Holding Company Liability. University of Illinois Law Review, 1999, Vol. 3, p. 949.

„Sachsen Bank” управителният съвет изпитва затруднения с гаранция, дадена на дъщерно дружество в Дъблин<sup>287</sup>.

Субординираността на ръководителите на контролирано дружество, в една държава, спрямо ръководителите на контролиращо предприятие, от друга държава, е друг агентски проблем при трансгранична група<sup>288</sup>. Действията на ръководителите на контролирано дружество следва да се мотивират само и единствено в интерес на дружеството, следователно в интерес на групата.

Директива 2006/48/ЕО посочва като единствено съображение при управлението на експозициите ръководителите да са напълно независими и в съответствие с принципите за надеждно банково управление, без да се влияят от други съображения, например от интересите на мажоритарните акционери или от позицията на ръководителите на контролиращото предприятие.

След началото на кризата от 2007 г. в практиката на ЕС се въведе понятието „интерес на групата“. Трансграничните групи следва да обосновават прехвърляне на капитал между държавите за овладяване на рисковете без подвеждане на ръководителите под отговорност<sup>289</sup>. Ограничената концепция за взаимозависимостта и взаимния интерес на дружествата в дадена група бе допълнена със спазване на определени условия при транзакциите.

При трансгранична група надзорният орган на приемащата държава потвърждава избора на ръководители на контролирано дружество, извършен от контролиращото предприятие от изпращащата държава. Прилага се принципът за надзор на изпращащата държава, приет през 1977 г. с Първа банкова директива. За целта надзорният орган извършва тест за пригодност на ръководителите относно компетентността да изпълняват задълженията и степента на интегрираност. Тестовите се прилагат за ръководители на други юридически лица в групата, ако

---

287 Blundell-Wignall, A. Structured products: Implications for Financial Markets. OECD, Financial Market Trends, 2007, no. 93 vol. 2007/2.

288 На извънредно общо събрание, италианската банка „Уникредит” отстрани специалния одитор, на който миноритарните инвеститори на германската „ХипоФерайнсбанк” възложиха да разгледа диспута при продажбата на своето дъщерно дружество в Австрия – „Банк Аустрия”. За разглеждане са били поставени действията на членовете на управителния съвет и на надзорния съвет на „Уникредит” и „ХипоФерайнсбанк”. Като решение е прието управителният съвет и на надзорния съвет на „ХипоФерайнсбанк” да определи дали има основание за нанесени щети. UniCredit removes auditor for Bank Austria deal. Austrian Times, 11.11.2008.

289 Комисия на Европейските Общности. Рамка на ЕС за трансгранично управление на кризи в банковия сектор. COM(2009) 561 окончателен. 2009.

упражняват значимо или контролно въздействие на оперативността на регулираните лица. Тези тестове се отнасят за членовете на надзорния съвет и за директорите при едностепенна система.

Глобалната експанзия на основните одиторски компании наложи необходимостта надзорните органи да бъдат уверени в качеството на одита<sup>290</sup>. Глобализацията на основните одиторски компании доведе до сложност на техните структури и липса на прозрачност за тяхното управление.

За запазване на конкурентоспособността в ЕС бяха приети промени в счетоводните правила<sup>291</sup>. Тяхното спазване се контролира от експерт-счетоводителите. Те представляват интегрална част от модела на обществен надзор и съдействат за финансовата стабилност на пазара чрез тяхното мнение за годишните отчети<sup>292</sup>.

Международната дейност на трансграничните групи допълнително усложни одита. Европейският съюз облекчи счетоводните правила, свързани с осчетоводяването на някои финансови инструменти, използвани от трансгранични групи.

Замяната на Международен счетоводен стандарт 39 има за цел да подобри финансовото отчитане към заинтересованите лица, включително разумния надзор<sup>293</sup>. Новият стандарт има практическо приложение от финансовите компании между различни юрисдикции, независимо от мащаба и сложността им.

Регламент № 494/2009 на Европейската комисия измени съдържанието на Международен счетоводен стандарт 27 за изготвянето и представянето на консолидирани финансови отчети за групи. Измененията в МСС 27 се отнасят до условията, при които предприятието трябва да изготви консолидиран финансов отчет, как контролиращото предприятие трябва да отчита изменението на дяловото си участие в контролираното дружество и как загубите на контролираното дружество се разпределят между контролиращото и неконтролиращото участие. С

---

290 Базелски комитет по банков надзор. Качество на външния одит и банков надзор. 2008.

291 Комисия на Европейските Общности. Движеща сила за възстановяването на Европа. COM(2009) 114 окончателен. 2009.

292 Committee of European Banking Supervisors. Proposed New International Standard on Auditing ISA 265, Communicating Deficiencies in Internal Control and Related Conforming Amendments to Other ISAs (ISA 265). CEBS, 2008.

293 Basel Committee on Banking Supervision. Guiding principles for the replacement of IAS 39. Bank for International Settlements, Basel, 2009.

промените на МСС 27 се промениха изискванията на Директива 2006/43/ЕО за консолидирани и индивидуални финансови отчети, като се елиминират вътрешногруповите обороти при сводиране. Промяната в „Международните стандарти за финансово отчитане“ бе по инициатива на „Федерацията на Европейските експерт-счетоводители“ за запазване на конкурентоспособността спрямо американските компании по „Общоприетите счетоводни практики“.

Регламент № 495/2009 на Европейската Комисия във връзка с Международен стандарт за финансово отчитане 3 повиши съпоставимостта на информацията, която дружествата представят в своите финансови отчети за бизнес комбинации и ефектите от тях.

2.2.2. Мотивите на участниците в корпоративното управление на трансгранична група в крайна сметка се определят от надзорната политика. Отношенията с надзорните органи са насрещни, т.е. възниква взаимодействие.

Финансовите групи централизират ключови функции и изнасят други функции, като използват местни контролирани дружества за да излязат на чуждестранни пазари<sup>294</sup>. Пазарноориентираните тенденции водят до несъответствие между правна структура и оперативна структура на групата. Това е предизвикателство за надзорните органи при адаптиране към променящата се среда. Новата роля на надзорните органи в корпоративното управление на трансгранична група е да създадат условия, които да съдействат за интегриране на местните капиталови пазари в рамките на ЕС<sup>295</sup>.

Изискванията към акционерите на трансгранична група са заложили в европейските директиви<sup>296</sup>. Акционерната структура се консултира между компетентните надзорни органи за всяка държава.

Ролята на надзорните органи при определяне на акционерната структура е в извършване на оценка за подходящност<sup>297</sup>. Един от ефектите на изискването за

---

294 Committee of European Banking Supervisors. Guidelines for Cooperation Between Consolidating Supervisors and Host Supervisors. CEBS, 2006.

295 European Central Bank. Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking Industry – Facts and Implications. ECB, 2000.

296 Basel Committee on Banking Supervision. Home-host information sharing for effective Basel II implementation. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

подходящност на акционер е създаване на административна бариера за навлизане и за намаляване на конкурентния натиск<sup>298</sup>. Тези изисквания са допълнителни към основните изисквания: значимите акционери да не създават заплаха за стабилно и разумно управление на презгранична група.

Разумният надзор обхваща трансгранични действия на ръководителите. Изборът на ръководители от общото събрание на акционерите в една държава, се одобрява от надзорния орган в друга държава.

В ситуации на криза надзорните органи предприемат мерки за стабилизиране на групата<sup>299</sup>. Изискванията включват укрепване на вътрешната организация и управленските процеси; ограничаване на дейности. Такива мерки оставят контрола на групата в ръцете на ръководството и не представляват задължително намеса в правата на акционерите или кредиторите. Надзорните органи имат право да изискват промяна на ръководството или назначаване на представител с конкретна цел за възстановяване на финансовото състояние на дадена компания.

Надзорът е насочен към фидуциарните задължения на дългосрочна основа и на краткосрочни печалби. Надзорният режим разглежда политиката по възнаграждение като тясно свързана с управлението на риска и допълваща към финансовото планиране<sup>300</sup>. В определени случаи от законодателството, независима оценка на политиката по възнаграждение се извършва от външни експерт-счетоводители.

Съществените различия в правилата за корпоративно управление относно заплащането на ръководителите биха могли да допринесат за изкривявания (между ръководители и между дружества) поради регулаторния арбитраж<sup>301</sup>. Освен това,

---

297 Директива 2007/44/ЕО за изменение на Директива 92/49/ЕИО на Съвета и директиви 2002/83/ЕО, 2004/39/ЕО, 2005/68/ЕО и 2006/48/ЕО по отношение на процедурните правила и критериите за оценяване за предварителната оценка на придобиванията и увеличението на участия във финансовия сектор.

298 Committee of European Securities Regulators. Impact Assessment Guidelines for EU Lamfalussy Level 3 Committees. CESR, 2008.

299 Комисия на Европейските Общности. Рамка на ЕС за трансгранично управление на кризи в банковия сектор. COM(2009) 561 окончателен. 2009.

300 Committee of European Banking Supervisors. High-level principles of Remuneration Policies (CP23). CEBS, 2009.

301 Комисия на Европейските Общности. Препоръка на Комисията в допълнение на Препоръки 2004/913/ЕО и 2005/162/ЕО по отношение на режима за възнагражденията на директорите в дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар, и на Препоръка на

при отсъствието на действия на равнището на ЕС е възможно националните органи в държавите-членки да не се решават да приемат по-строги правила за политиката на възнаграждения, тъй като това евентуално би поставило техния финансов сектор в по-неблагоприятно положение спрямо конкуренцията. Отсъствието на действия поражда сериозни рискове за регулаторен арбитраж.

Динамично развиващите се финансови пазари наложиха да се приложи нов надзорен режим. Процесът на Ламфалуси има за цел подобряване конвергенцията на практиките на надзорните органи. Процесът поставя началото на разумни регулаторни принципи: надзорен подход на възходящ анализ, насърчаване сътрудничеството и сближаване на надзорните практики. Обменът на информация между надзорните органи е в основата на финансовата стабилност.

Директива 2005/1/ЕО създава регулаторна архитектура чрез комитология: (квазизаконодателен) регулаторен подход<sup>302</sup>. Процесът Ламфалуси представлява 4-степенна система, като всяка степен е фокусирана върху специфична сфера: създаването на общата политика и регламентация в областта на финансовите услуги (ниво 1), практическото им приложение (ниво 2), вкл. осъществяване на надзорната дейност (ниво 3), както и оценка на степента и качеството на извършеното транспониране в националното законодателство (ниво 4).

През 2007 г. бе извършен преглед на процеса Ламфалуси и се въведе „твърда конвергенция“. Тя представлява идентично третиране в рамките на ЕС, например разумно отчитане и отхвърля националните политики за трансгранични групи по подхода „one size fits all“. Действията по конвергенция на надзорната практика за трансгранични групи се определя от това как е организирана групата.

В ЕС надзорът над трансгранични групи се извършва основно чрез ad hoc срещи (Графика 7), което е характерно за британската система<sup>303</sup>. След началото на кризата от 2007 г. тази практика се промени, като насоката е към неформални контакти.

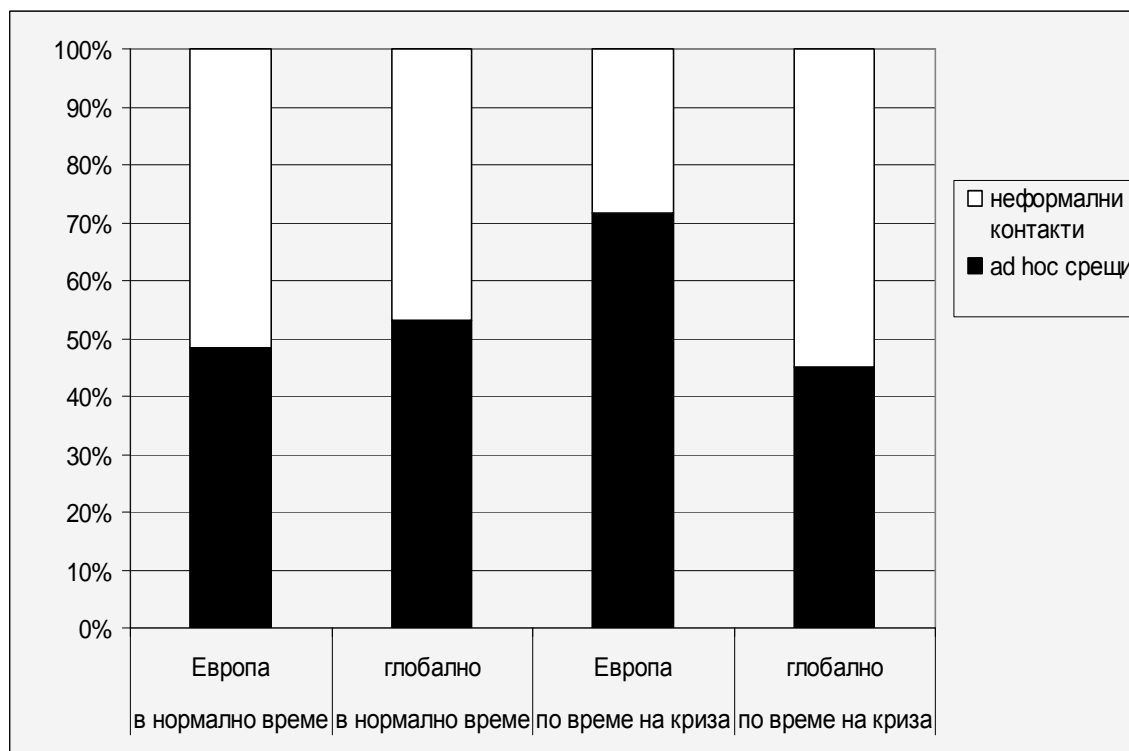
---

Комисията относно политиката на възнаграждения в сектора на финансовите услуги. SEC(2009)581, Брюксел, 2009.

302 Решение на Комисията за създаване на Комитет на европейските банкови надзорни органи (2009/78/ЕО). 2009.

303 Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил“, С., 2001, с. 199.

Графика 7. Трансгранични споразумения на надзорни органи<sup>304</sup>.



Процесът на Ламфалуси е доразвит през 2009 г. от Доклада на Ларозиер. В него беше заключено: „липсата на инструменти за разрешаване на проблемите на банките и за последователно управление на кризи в рамките на единния пазар поставя Европа в неблагоприятна конкурентна позиция спрямо Съединените щати и към тези проблеми трябва да се подходи чрез приемането на подходящи мерки на европейско равнище”. Докладът предлага двустепенна структура на финансовия надзор.

Съгласно Доклада на Ларозиер на върха е нов специален орган - Европейски съвет за системен риск. Той отговаря за разумния надзор на макроравнище в ЕС. Структурата е децентрализирана, като националните регулатори продължат да наблюдават отделните компании в оперативен порядък за уязвимост на финансовата система от взаимосвързани, сложни секторни и системни рискове.

Възникналата необходимост от механизъм, който да гарантира, че националните надзорни органи вземат възможно най-добрите решения по

304 Financial Stability Institute. Institutional arrangements for financial sector supervision. Bank for International Settlements. Occasional Paper No 7, 2007.

отношение на надзора в интерес на трансграничните компании, в което няма достатъчно сътрудничество и обмен на информация между националните надзорни органи. Предложеният мрежови подход за надзор, предвижда съвместна работа на новите европейски надзорни органи и на националните финансови надзорни органи, и се различава от такива решения като пълна централизация на надзора на равнището на ЕС, за които не съществува консенсус. На равнище на ЕС трите съществуващи комитета на надзорните органи са заменени от три нови координиращи европейски надзорни органа: Комитет за европейски банков надзор, Комитет за европейско застраховане и професионален пенсионен надзор и Комитет за европейски надзор на ценни книжа. Целта е осигуряване стабилността на отделните финансови компании и защита на потребителите на финансови услуги (микронадзор). Новите европейски надзорни институции да участват в срещите на надзорните колегии като наблюдатели и да подпомагат изграждането на обща надзорна култура и надзорни практики.

Споразумението „Платежоспособност II” предвижда за трансграничните застрахователни компании, функциониращи в ЕС, надзор от "групов надзорен орган" в държавата на произход<sup>305</sup>.

При трансгранични клонове надзорът се извършва от изпращащата държава, но надзорният орган на приемащата държава има правомощия да действа при извънредни ситуации за защита на депозантите<sup>306</sup>. В сектора на ценни книжа надзорният орган има право да контролира ликвидността на клона.

Отговорностите, информацията и инструментите са асиметрично концентрирани в изпращащата държава. При кризисна ситуация, когато компанията е системно важна, както за изпращащата държава, така и за приемащата, надзорните органи на двете държави имат мотиви да намерят решение за спасяване на клона или за неговото реструктуриране. Приемащата държава има

---

305 Определен като „консолидиращ надзорен орган“ в Директива 2006/49/ЕО относно капиталовата адекватност на инвестиционните посредници и кредитните институции, „координиращ надзорен орган“ в Директивата за финансовите конгломерати и „групов надзорен орган“ в предложението за Платежоспособност II. Становище на Европейския икономически и социален комитет относно Предложение за директива на Европейския парламент и на Съвета относно започване и извършване на застрахователна и презастрахователна дейност Платежоспособност II COM(2007) 361 окончателен - 2007/0143 (COD). 2007.

306 Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.



икономически интерес в разрешаване на проблема и може да се опита да отклони или да ограничи всякакво подпомагане чрез обмен на информация и надзорни отговорности с изпращащата държава. Изпращащата държава може да се опита да прехвърли въпроса на приемащата държава с аргумента, че кризата не е поради надзорни грешки и нейните действия в рамките на надзорната автономност не водят до фискална отговорност.

Ако компанията е системно важна само за изпращащата държава, приемащата държава не е склонна да съдейства в кризисния мениджмънт. Органите на изпращащата държава имат мотиви, инструменти и достъп до информация за да разрешат проблема. Примерът с Исландия е показателен за този случай. В Исландия надзорният орган допусна банките да създадат големи клонове в други държави от ЕС, докато гарантирането на влоговете не е адекватно на експозициите. Де факто гарантирането бе в юрисдикцията на приемащата държава.

Другата ситуация, когато компанията е системно важна за приемащата държава, възникват конфликт на интереси. Органите на приемащата държава нямат информация и инструменти да действат, с изключение когато приемащата държава интервенира за спасяване на групата. В този случай, за група с голяма клонова мрежа, съществено е схемата за депозитно застраховане на изпращащата държава. Например гръцките банки се разшириха зад граница чрез клонова мрежа в Югоизточна Европа, но депозитното застраховане остана в Гърция.

Трансгранични групи, действащи чрез структура на дъщерни дружества, водят до промени в надзорната практика<sup>307</sup>. Отговорността, информацията и инструментите се делят между държавите където компанията извършва дейност. Надзорните органи, както на изпращащата държава, така и на приемащата държава, имат мотиви да разрешат проблема. На теория разрешаването на проблема става индивидуално или съвместно. Приемащият надзорен орган има мотиви да защити дъщерно дружество чрез правно отделяне, докато органите на изпращащата държава имат мотив да се държат централизирано банковите активи и децентрализирано пасивите. На практика управленската и оперативна структура на групата, както и дистрибуцията на активи и пасиви, водят до трудности при

---

307 Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

преструктуриране на дъщерното дружество, така и на групата. При неплатежоспособност двата органа нямат правна гъвкавост. Случаят с управлението на групата „Fortis” е реален пример. Съдът в Белгия и в Нидерландия изразиха различни становища при продажбата на „Fortis”.

Ако дъщерното дружество е системно важно само за приемащата държава, органите на приемащата държава имат адекватни инструменти и съществена информация да действа самостоятелно в случай на криза, но на практика среща трудности при преструктуриране на дъщерно дружество поради акционерната структура.

По отношение на финансовата подкрепа за трансгранични групи, имащи контролирани дружества в Източна Европа, Европейската комисия определи отговорността да бъде споделена между банките, които са инвестирали в най-новите членки на ЕС, и надзорните органи на съответните държави<sup>308</sup>.

В резултат на прилагането на принципа на недискриминация въз основа на националност всички компании, които са регистрирани в съответната държава-членка, включително дъщерните дружества, и развиват значителни дейности в тази държава-членка, следва да бъдат включени в схемата<sup>309</sup>.

Основният инструмент при корпоративното управление на трансгранични групи е предотвратяване разпространението на финансовия риск в друга държава (например между държави с голяма разлика между „власт и равенство” за заеманата позиция, Италия, Франция и Гърция, и държави с малка разлика, Дания и Австрия)<sup>310</sup>. След началото на кризата от 2007 г. в ЕС бяха създадени групи по кризисен мениджмънт за основните трансгранични групи<sup>311</sup>.

---

308 Комисия на Европейските Общности. Рамка на ЕС за трансгранично управление на кризи в банковия сектор. COM(2009) 561 окончателен. 2009.

309 Европейска Комисия. Прилагане на правила за държавна помощ към мерки, взети във връзка с финансовите институции в контекста на настоящата световна финансова криза. Съобщение на комисията, 2008/C 270/02. 2008.

310 „В държавите с голямо властово разстояние счетоводните системи често се използват за оправдаване на решенията на висшите власти – те се смятат за инструмент на властниците за представяне на желаните образи и цифрите се нагаждат, за да обслужат целта”. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 220.

311 Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors. Declaration on Further Steps to Strengthen the Financial System. London, 4-5 September 2009.

Друг инструмент е прилагане на подхода „кръгова отбрана” за ограничаване на трансакциите между компании в и извън Европейското икономическо пространство. Директивата за финансовите конгломерати изисква контролирани дружества, регистрирани в държави извън Европейското икономическо пространство, да се обединят в холдингова група, регистрирана в Европейското икономическо пространство. Целта на инструмента е изолиране на риска. Чрез инструмента се избягва моралният хазарт: нерегулирана компания да получи достъп до системата за сигурност (депозитно застраховане и улеснения от кредитор от последна инстанция) чрез асоцииране с трансгранична група. В самата група компаниите не предоставят помежду си финансови помощи и се премахва рисковото поведение. Резултатът на испанската банка „Banco Bilbao Vizcaya Argentaria” е засегнат силно от „хиперинфлацията” във Венецуела и отписвания в стойността на придобити от банката подразделения в САЩ, където тя се опитва да развие франчайза си от търговски недвижими имоти.

Инструментът за отделяне на дружествата в една група се извършва от надзорния орган на приемащата държава. Националните органи защитават заинтересованите лица от местните действия на чуждестранни банки чрез регулативни и надзорни мерки, които не са насочени към неплатежоспособност<sup>312</sup>. Например налагане на ограничения при трансакции за защита на местното дружество от пренасяне на проблеми от предприятието майка и предотвратяване изнасянето на средства във вреда на местното дружество.

Съществуващите мерки на ЕС, насочени към разрешаването на проблемите на фалираща банка, са минимални като обхват и съдържание<sup>313</sup>. Те засягат единствено намесата на надзорни органи и взаимното признаване на производства по несъстоятелност за клонове на трансгранична банка. Директива 2001/24/ЕО относно оздравяването и ликвидацията на кредитни институции изисква всяко реорганизиране или ликвидация на кредитна институция с клонове в други държави-членки да се инициира и извършва съгласно единна процедура от

---

312 Basel Committee on Banking Supervision. Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group. Bank for International Settlements, Basel, 2009.

313 Комисия на Европейските Общности. Рамка на ЕС за трансгранично управление на кризи в банковия сектор. COM(2009) 561 окончателен. 2009.

компетентните органи и в съответствие с националното законодателство в областта на несъстоятелността на изпращащата държава.

Трансгранични банкови групи, съставени от компания майка с дъщерни дружества в други държави-членки, не са обхванати от тази директива. Дъщерните дружества са преобладаващата форма на трансгранична банкова дейност в Европа, като техните активи са на стойност почти 4 трилиона евро (активи, държани от трансгранични дъщерни дружества).

Специално предназначенияте инструменти за разрешаване на проблемите на банките могат да включват правомощия за прехвърляне на всички или част от активите и пасивите на фалираща банка към друго дружество в частния сектор (сливане със или без финансова помощ, извършено от национални органи) или „банка-мост“; правомощието за изчистване на счетоводния баланс на фалиращата компания чрез прехвърляне на нерентабилните заеми и „токсични“ или трудни за оценяване активи към отделно дружество за управление на активи (или „лоша“ банка); и национализация.

Директива 2004/25/ЕС относно предложение за придобиване има за основен принцип ръководителите да не предприемат защитни стратегии без съгласието на акционерите след придобиването. Този принцип касае действията на ръководителите на компанията-цел на придобиване след решение на техните акционери за придобиване.

В Германия има правна възможност акционерите да сключат споразумение за контрол над контролирани дружества. Те може да изискат от контролиращото предприятие да бъде компенсирани за загуби през периода на контрол. Споразумението е предмет на одобрение от акционерите както на контролиращото предприятие, така и на контролираното дружество.

Във Франция тестът за подходящност на акционери се прилага допълнително към бенефицираните акционери и за лицата, гарантиращи при неплатежоспособност на контролирано дружество. Ръководителите на контролирано дружество са автономни в своята дейност. Тяхна основна цел е

постигане на положителни финансови резултати на контролираното дружество и оттук увеличаване на резултатите на групата<sup>314</sup>.

Съгласно изискванията на Базел II местните ръководители на контролирани дружества е необходимо да бъдат информирани за стъпките, предприети на ниво група за управление на капитала на групата<sup>315</sup>.

През 1992 г. в ЕС Втора банкова директива 89/646/ЕС въвежда единен европейски лиценз за извършване на банкова дейност, независимо от регистрацията в държава членка. Подобно на банковата дейност, при извършване на застрахователна дейност в рамките на Европейската общност е въведен единен лиценз. Единният лиценз позволява свободно движение на капитал, т.е. изпращащата държава да създаде контролирано дружество в друга държава членка на Европейския съюз.

Повечето компании искат разрешение да стъпят на чужд пазар чрез свободата на действие, но дейността на тези компании зад граница е незначителна<sup>316</sup>. Повечето международни дейности се извършват чрез дъщерни дружества и клонове.

Тенденцията в застрахователните пазари на Балтийския регион е да създават „Европейско дружество” (Societas Europaea) с клонове зад граница или сливат балтийски дъщерни дружества по застраховане в едно европейско дружество<sup>317</sup>.

Прилагането на Международните счетоводни стандарти на глобално ниво ще намали разходите от липса на сравнимост на одити между много юрисдикции; липса на прозрачност поради различия между регулаторните режими за разкриване на информация; информационна асиметрия като резултат от сравнимост и

---

314 High Level Group of Company Law Experts. A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document. 2002.

315 Basel Committee on Banking Supervision. Home-host information sharing for effective Basel II implementation. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

316 Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors. Financial Stability Report. CEIOPS, 2009.

317 Неделчев, М. Корпоративно управление на европейско дружество (SE). Издателство „Летера”, Пловдив, 2008.

прозрачност<sup>318</sup>. Информационна асиметрия като резултат от липса на конвергенция от одиторски оценки между държави и сектори, имат ефект върху системния риск. Регулаторна асиметрия поради различия от цел и естество на законите и от изискванията за разкриване на информация.

Директива 2006/43/ЕО относно задължителния одит на годишните счетоводни отчети и консолидираните счетоводни отчети – от гледна точка на корпоративно управление, изисква наличие на комитети по одит в “юридически лица с обществен интерес” (публични дружества, кредитни институции и застрахователни компании).

Ролята на ръководителите в корпоративното управление на трансгранична група се увеличи след приемане през 2000 г. на 13-та директива за корпоративно право. Изискването за неутрален съвет даде възможност за трансгранични сливания.

Диверсификацията намалява необходимостта от външно финансиране и дисциплиниращата роля на пазара<sup>319</sup>. Финансови компании, които имат силни пазарни позиции могат да изберат да се разширят в други пазари, за да избегнат интервенция от надзорния орган.

Ръководството въвежда идентични процедурни правила и критерии за разумна оценка на придобивания и увеличавания в холдингови групи от финансовия сектор<sup>320</sup>. Поради увеличаване на интеграцията на финансовите пазари и честото използване на групова структура, която се разширява в няколко държави членки, единично придобиване на квалифициран холдинг може да е субект в няколко държави. Липсва икономическа мощ. Трансграничните групи водят до по-голяма пазарна концентрация, по-малка конкуренция и накрая към по-малко ефективна финансова система. Липсата на конкуренция има негативен ефект върху

---

318 International Federation of Accountants. Recommendations for Working Group 1 - Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency. IFA, 2009.

319 Basel Committee on Banking Supervision. Home-host information sharing for effective Basel II implementation. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

320 Committee of European Banking Supervisors. Guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increases in holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC.

иновациите. Концентрацията на икономическа мощ е резултат от доминиране на различни финансови сектори може да доведе до групи че те са „too big to discipline” или „too big to fail”. Показателен е примера с английската банка „Northern Rock”. Директорите на банката потвърждават на парламентарната комисия за разследване, че те са били запознати със сигнал за опасност от надзорния орган за ликвиден риск, но са смятали, че техният модел на краткосрочни финанси в различни държави е стабилен<sup>321</sup>.

Съгласно Директива 85/611/ЕЕС, правата на гласуване на акционери на контролирано дружество следва да се упражняват независимо от правата на гласуване на акционерите на контролиращото предприятие.

### 2.3. Действия за реструктуриране на финансови групи след 2007г.

Ключов момент при корпоративното управление са частните ползи от контрола<sup>322</sup>. Последното десетилетие бе вълна от реформи по корпоративно управление в ЕС, за намаляване властта на доминиращите акционери и за интеграция на пазара на корпоративен контрол. На национално ниво реформите са напреднали във Франция, Германия и Италия, с цел увеличаване на ефективността и конкуренцията. Намаляване властта на доминиращите акционери, т.е. на частните ползи от корпоративен контрол, стимулират интеграцията и хармонизацията на националните режими по корпоративно управление.

От края на 1960-те години антимонополното законодателство не позволява на европейските компании да се сливат. Антимонополните органи смятат, че ръководителите нямат опит в новия сектор съгласно хипотезата *hubris hypothesis*. Като стратегия финансовите компании предприемат навлизане в друг сектор<sup>323</sup>.

---

321 Blundell-Wignall, A. Structured products: Implications for Financial Markets. OECD, Financial Market Trends, 2007, no. 93 vol. 2007/2.

322 Ivaschenko, I., P. Brooks. Corporate Governance Reforms in the EU: Do They Matter and How? IMF Working Paper WP/08/91. 2008.

323 Roll, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. Journal of Business, 1986, vol. 59, issue 2, p. 197.

През 1980-те години корпоративното управление се определя от възникналия пазар на корпоративен контрол. Придобиванията допълнително стимулират ръководителите за високи резултати и предприемат нова стратегия за увеличаване благосъстоянието на акционера чрез сливане и вливане<sup>324</sup>.

През 1990-те години основната промяна в корпоративното управление се дължи на международната конкуренция<sup>325</sup>. В собствеността навлизат институционални инвеститори (пенсионни фондове). Структурирането на финансови групи се определя от процесите на приватизация. Например в Италия приетият през 1993 г. „Закон за банките” (Testo Unico) позволява на банките да следват пазарни цели вместо да изпълняват социални функции<sup>326</sup>.

В началото на XXI век формиралата се структура на финансови групи води до нов риск, породен от пренасяне на рискове в други сектори и държави. В ЕС ефектът на преливане в една и съща държава е с по-голяма вероятност, отколкото между банки в различни държави<sup>327</sup>. Вероятността е 40% от всички възможни местни връзки в сравнение с 9% от всички трансгранични връзки. Ефектът на преливане се увеличава от трансграничните връзки от 7.6% (май 2000-ноември 2003 г.) до 8.3% (ноември 2005-април 2007 г.), докато местните връзки се намаляват от 28.6% (май 2000-ноември 2003 г.) до 18.6% (ноември 2005-април 2007 г.).

Рискът от ефекта на преливане е разпределен между големите банки от ЕС. Някои банки, като „ОТР” и „Bank of Ireland”, нямат значителен ефект на преливане върху други банки. Голям брой банки (19) имат трансграничен ефект върху една до три други банки.

Вероятността от преливане на риск се определя от жизнения цикъл на финансовата група. Чуждестранни банки, които извършват дейност на местния пазар повече от 8 години, имат най-добри резултати<sup>328</sup>.

---

324 Collis, D., C. Montgomery. Corporate strategy. Resources and the Scope of the Firm. McGraw-Will Co., 1997.

325 Geranmayer, A., J. Pourdehnad. Internal Markets. John Wiley & Son, New York, 1993.

326 Group of Ten. Report on consolidation in the financial sector. G-10, 2001.

327 Čihák, M., L. Ong. European Department and Monetary and Capital Markets Department Estimating Spillover Risk Among Large EU Banks. IMF Working Paper WP/07/267. 2007.

328 Claessens, S., N. van Horen. Being a Foreigner Among Domestic Banks: Asset or Liability? IMF Working Paper WP/09/273. 2009.



За създаване на обща надзорна култура, през 2009 г. са публикувани „Десет общи принципи за функциониране на колегиите” от Комитета на европейските органи за банков надзор, Комитета на европейските застрахователни и пенсионни осигурителни надзори и техният Съвместен комитет по финансовите конгломерати. Принципите са изготвени върху анализ на 36 банкови групи, регистрирани в ЕС (Таблица 1 и Таблица 2).

На основата на „Директивата за капиталова адекватност” всички трансгранични банкови групи от Европейското икономическо пространство трябва да имат колегия от надзорни органи от края на 2010 г.<sup>329</sup>. Партньорската оценка на политики има за цел да се посочат водещите практики по надзор на 17 европейски банкови групи.

При анализа на корпоративното управление на финансови групи ще използваме казусен подход. Комитетът на европейските банкови надзорни органи използва реални казуси при утвърждаването на модели на групи. Ще се ограничим на избраните 36 банкови групи, регистрирани в ЕС. В анализа ще включим участниците в корпоративното управление (метода *АРЕНИ*), както възникването на групите и тяхното реструктуриране след началото на кризата от 2007 г.

В Таблица 1 са посочени начална структура на групите; година и структура на създаване на финансова група; година, метод и структура след предприетите мерки за справяне с кризата от 2007 г.

Значителна част от групите започват да се разширяват в други сектори и държави като търговски банки. С прилагането на национални и наднационални програми за конкурентоспособност, от 1992 г. групите се създават основно чрез вливане в национален мащаб, между отделни юридически лица от един финансов сектор. Малка част от случаите се състои в сливане между банки и застрахователи, но също в национален мащаб. На по-късен етап, с приемането на еврото като единна валута, групите разширяват дейността си зад граница, но в същите сектори на дейност. В началото на кризата от 2007 г. голяма част от групите са се реструктурирали като универсални банки.

---

329 Committee of European Banking Supervisors. Annual Report. 2008.

Таблица 1. Структуриране и реструктуриране на финансови групи.

Начална структура	Реструктуриране			Банкови групи	Корпоративна структура след ипотечната криза		
	година	метод	структура		година	метод	структура
търговска банка	1993	лизинг на газ в рамките на ОНД	универсална банка	AB Bankas SNORAS	2008	създаване на дъщерно дружество по управление на инвестиции	универсална банка
търговска банка	1996	интегриране на дейностите в Англия и Северна Ирландия	компания майка-дъщерни дружества	Allied Irish Banks Plc	2008	навлиза в Балтийския регион чрез придобиване на ипотечната дейност от AmCredit	компания майка-дъщерни дружества
търговска банка	1993	съвместно с ЕБВР създава банки в Източна Европа	универсална банка	Alpha Bank AE	2009	държавна подкрепа за стимулиране на националната икономика и ограничаване на кредитирането в Румъния	универсална банка
специализирана банка	1982	губи изключителното право да предлага експортно финансиране и предприема сливане между местни банки	универсална банка	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	2009	споразумение за сътрудничество с Inter-American Development Bank за предлагане на комбинирани услуги в латиноамериканските държави	универсална банка
търговска банка	1991	стратегическо партньорство с две застрахователни групи	универсална банка	Banco Comercial Portugues SA	2009	отделен субпортфейл за дейностите в Ангола и Мозамбик	универсална банка
търговска банка	1999	сливане между местни банки	универсална банка	Banco Santander SA *	2008	купува Sovereign Bancorp (най-голямата банка в САЩ по банкиране на дребно)	универсална банка
търговска банка	1990	създаване на холдингова компания, включваща банкиране и застраховане	холдингова компания	Bank of Cyprus Group	2009	купува банки в ОНД, свързани с автомобилостроенето	универсална банка
търговска банка	1985	сливане между Barclays UK и Barclays International	холдингова компания	Barclays Group	2008	купува Lehman Brothers и привлича акционер от Катар	холдингова компания
областна банка	1972	сливане между местни банки по искане на спестовните банки в областта	компания майка-дъщерни дружества	Bayern LB			компания майка-дъщерни дружества
търговска банка	1987	национална програма по приватизация	универсална банка	BNP Paribas *	2009	купува Fortis Bank	универсална банка
търговска банка	1990	премества централата във Франкфурт за монетарна, икономическа и социална интеграция с бившата ГДР	универсална банка	Commerzbank AG *	2009	купува Dresdner Bank	универсална банка
кооперативна банка	2001	консолидация на местни банки	компания майка-дъщерни дружества	Credit Agricole Group *	2007	купува Emporiki Bank of Greece	компания майка-дъщерни дружества
компания майка-дъщерни дружества	1990	сливане между местни банки	компания майка-дъщерни дружества	Danske Bank A/S	2008	изписване на загубите от ирландското дъщерно дружество за недвижими имоти (National Irish Bank)	компания майка-дъщерни дружества

\* включена в Партньорската оценка за водещи практики

Таблица 1. Структуриране и реструктуриране на финансови групи (продължение).

Реструктуриране			Банкови групи	Корпоративна структура след ипотечната криза		
година	метод	структура		година	метод	структура
1989	сливане между местни банки	инвестиционна банка	Deutsche Bank AG *	2008	купува Postbank	универсална банка
1996	сливане между Креди Локал, Франция и Креди Комюнал, Белгия	компания майка-дъщерни дружества	Dexia *	2008	продава германската банка Depfa	компания майка-дъщерни дружества
1994	придобиване на банка в Люксембург	универсална банка	EFG Eurobank Ergasias SA			универсална банка
1997	сливане на спестовни банки за експанзия в Източна Европа	инвестиционна банка	Erste Group Bank *	2008	трансформиране от "федерация от банки" в "реална" група	холдингова компания
1992	премества централата си от Хонг Конг в Лондон като условие за изпълнение за да придобие Midland Bank	универсална банка	HSBC Holdings Plc	2009	закрива на дъщерни дружества в САЩ и клонове в офшорни зони; сливане на банките си в Швейцария; купуване на водещия банкашорънс във Виетнам	холдингова компания
1991	сливане между Nationale-Nederlanden (застраховане) и NMB Postbank Group (банкиране)	универсална банка	ING Groep NV *	2009	back to basics - намаляване на сложността чрез действие поотделно на банка и застраховане в една група (продава застрахователния бизнес извън еврозоната)	универсална банка
2007	сливане между местни банкови групи	компания майка-дъщерни дружества	Intesa Sao Paolo *		изкупува остатъка от собствеността в застрахователни дружества Intesa Vita (50%), съвместно дружество с Generali Group, и Centrovita Assicurazioni (51%), съвместно дружество с Cardif Assurance (BNP Paribas Group)	универсална банка
1998	сливане със застрахователна компания	компания майка-дъщерни дружества	KBC Group *			универсална банка
2009	придобиване на Bank of Scotland plc, включително Halifax Estate Agencies	компания майка-дъщерни дружества	Lloyds Banking Group	2009	продажба на дъщерното си дружество за недвижими имоти (Halifax Estate Agencies)	компания майка-дъщерни дружества
2006	сливане между местни банки	холдингова група	Marfin Popular Bank Group Public Co Ltd	2009	продажба на застрахователния бизнес	холдингова компания
1994	пререгистриране на клоновете в Кипър в дъщерни дружества	компания майка-дъщерни дружества	National Bank of Greece SA *	2009	емитира нови акции за стратегическа гъвкавост	компания майка-дъщерни дружества
2000	сливане на банки от Швеция, Финландия, Дания и Норвегия	холдингова компания	Nordea Bank AB *	2008	продава дейността си за глобални клиенти	Европейско дружество (SE)

тньорската оценка за водещи практики

Таблица 1. Структуриране и пресструктуриране на финансови групи (продължение).

Начална структура	Пресструктуриране			Банкови групи	Корпоративна структура след ипотечната криза		
	година	метод	структура		година	метод	структура
търговска банка	1995	приватизация	компания майка-дъщерни дружества	OTP Bank Plc	2008	получава кредит от ЕБВР за дъщерната банка в Украйна и продава застрахователния си бизнес	универсална банка
кооперативна банка	1996	федерация от местни кредитни съюзи	компания майка-дъщерни дружества	Rabobank Group	2009	Стратегия: "Толкова голяма, колкото е необходимо, толкова малка, колкото е възможно"	компания майка-дъщерни дружества
кооперативна банка	1985	сливане на местни банки	компания майка-дъщерни дружества	Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG *			компания майка-дъщерни дружества
търговска банка	1992	купува дружества по инвестиционно банкиране след финансовата криза в Северна Европа	универсална банка	Skandinaviska Enskilda Banken AB *	2008		компания майка-дъщерни дружества
търговска банка	1987	приватизация	универсална банка	Societe Generale *			универсална банка
търговска банка	1990	разширяване на дейността по време на банковата криза в Швеция	универсална банка	Svenska Handelsbanken	2009	децентрализация на дейностите	универсална банка
спестовна банка	1992	сливане на местни спестовни банки	универсална банка	Swedbank AB			универсална банка
търговска банка	1994	поемане на директните услуги на банката по застраховане	компания майка-дъщерни дружества	The Governor and Company of the Bank of Ireland	2009	държавна инвестиция срещу оттегляне от ипотечна дейност и продажба на застрахователната дейност	универсална банка
търговска банка	2000	изкупува National Westminster Bank	холдингова компания	The Royal Bank of Scotland Group *	2008	национализация	холдингова компания
търговска банка	1998	сливане между местни банки след приватизация	холдингова компания	Unicredit SpA *		Бизнес модел за многонационален пазар чрез местни банки	холдингова компания
кооперативна банка	1991	търговска банка	холдингова компания	Volksbank AG	2008	връщане на местните пазари	компания майка-дъщерни дружества

\* включена в Партньорската оценка за водещи практики

От 2008 г. се забелязва динамика по реструктуриране на групите. Основните лица са самите групи, национални и европейски програми за справяне с кризата. Независимо от политиката, повечето групи запазват структурата си. Някои групи се трансформират от търговски банки до универсални банки („Deutsche Bank”), други групи започват като застраховател и се реструктурират на универсални банки („ING Groep NV”), трети случай са на пререгистриране като „европейско дружество” („Nordea Bank” AB).

Най-голяма промяна има при „Deutsche Bank”, която започва като търговска банка, чрез сливане на германски банки създава банкова група за инвестиционни услуги. След кризата, с прилагането на националната програма за купуване на най-голямата германска банка за банкиране на дребно „Postbank”, „Deutsche Bank” прави трета трансформация към модела „универсална банка”. За период, по-малък от 20 години, разглежданата банка променя структурата си поради национални програми за конкурентоспособност (сливане на местни банки през 1989 г.) и за справяне с кризата (купуване на губещи банки през 2008 г.)<sup>330</sup>. Дейността зад граница се извършва чрез дъщерни дружества, а в сектора на застраховането – на договорна основа със застрахователи.

Вторият казус касае структурата на холандската група „ING Groep NV”. Започнала като застраховател, групата възниква от сливане с банка в национален мащаб. Предприетата стратегия за купуване на фалирала банки води до извършване на дейност и зад граница. Така през 1995 г. придобива английската „Barings Bank” и по-късно белгийската „Bank Brussels Lambert”. Дейността по банкиране и необходимостта от асимилиране на придобитите банки се оказват фатални за групата. През 2009 г. Европейската комисия изразява готовност да предостави финансова помощ на групата при условие, че тя преустанови дейността си по застраховане. Предприетата стратегия от страна на групата я трансформира до универсална банка. Стратегията „Връщане към корените” (Back to Basics) се

---

<sup>330</sup> „Решенията за едно сливане обикновено се вземат само от финансова гледна точка – те са част от надпреварата за власт и много пари и се смятат за защита срещу (реална или въображаема) заплахата на конкуренцията. Хората, които вземат тези решения, рядко се замислят за оперативните проблеми, които възникват в новосформирани хибридни организации. Сливанията и поглъщанията вътре в самите държави имат история на съмнителен успех, а транснационалните съвместни предприятия са с още по-малък шанс за успех”. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 202.

изразява в намаляване на сложността на групата чрез действие поотделно на банкиране и застраховане. Банковата дейност се фокусира на местния и източноевропейския пазар. Застраховането е фокусирано на животозастраховане и пенсионни фондове, като мениджмънтът ще бъде регионален. Инвестиционната дейност, включително недвижими имоти, се съсредоточава в една компания с цел синергия от дейности и дистрибуция. Трите дейности са под един чадър, на групата. Стратегията Back to Basics има за цел да се подобри фокуса върху клиента. Отделните дружества са структурирани по клиентски групи.

Третият казус от Таблица 1 обхваща преструктурирането на шведската „Nordea Bank” AB. За конкурентоспособност на скандинавския регион се приема мащабно сливане между банки от Дания, Норвегия, Швеция и Финландия. Новата структура на холдингова група улеснява изнасяне на дейности зад граница, основно чрез клонове в балтийските републики. Кредитната експанзия и последвалата ипотечна криза в Северна Европа оказва значително влияние върху структурата на „Nordea Bank” AB. През 2007 г. групата се пререгистрира като европейско дружество (SE) за да се възползва от възможностите за функциониране при различни юрисдикции и надзорни режими. През 2008 г. продава своето подразделение за инвестиционни услуги („Nordic Central Securities Depository”) и се фокусира върху търговското банкиране.

В Таблица 2 са посочени годините на навлизане в друг сектор и друга държава, както и присъствие на 36-те банкови групи в България.

В допълнение на анализа от Таблица 1 (преобладаващото число групи започват като търговска банка), данните в Таблица 2 посочват възникване на междусекторните групи чрез навлизане в застраховането. Началото на трансгранична група се извършва в съседни държави и на следващ етап – в държави в Източна Европа, съгласно реда на приемането им в ЕС. Обобщени данни от двете таблици фиксират три периода на създаване на група: 1992 г. – създаване на общ пазар; 1999 г. – приемане на еврото за единна валута; 2000 г. – разширяване на ЕС на изток.

Таблица 2. Създаване на междусекторни и трансгранични групи.

Създаване на междусекторна група		Създаване на трансгранична група		Банкови групи	Присъствие в България
1992	инвестиционно банкиране	1993	Балтийския регион	AB Bankas SNORAS	-
1985	застраховане	1996	Полша	Allied Irish Banks Plc	2008 Българо-американска кредитна банка АД (49.99%)
2004	застраховане	1993	Румъния	Alpha Bank AE	1994 Алфа банка - клон България
2006	застраховане	1995	Латинска Америка	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	-
1987	застраховане	1998	Полша	Banco Comercial Portugues SA	-
2005	застраховане	2004	Великобритания	Banco Santander SA *	-
2001	застраховане	1991	Гърция	Bank of Cyprus Group	+
2002	застраховане	2005	Балтийския регион	Barclays Group	+
1989	инвестиционно банкиране	2007	Унгария	Bayern LB	-
1993	застраховане	1997	Белгия и Нидерландия	BNP Paribas *	1999 БНП Париба С. А. - клон София
1990	инвестиционно банкиране	1992	Белгия	Commerzbank AG *	2001 ПроКредит Банк (19.71%)
1986	застраховане	1989	Италия	Credit Agricole Group *	Емпорики банк - България ЕАД (100%)
1995	застраховане	1999	Норвегия	Danske Bank A/S	+
1989	инвестиционно банкиране	1989	Великобритания	Deutsche Bank AG *	+
2001	застраховане	1996	Франция	Dexia *	2005 Дексия Комуналкредит България
1994	инвестиционно банкиране	1994	Люксембург	EFG Eurobank Ergasias SA	2002 Юробанк И Еф Джи България АД (EFG New Europe Holding B.V., Нидерландия 54.11%; EFG Eurobank Ergasias S.A., Гърция 34.56%)
2008	застраховане	1998	Унгария	Erste Group Bank *	+
2002	застраховане	2000	Франция	HSBC Holdings Plc	+

\* включена в Партньорската оценка за водещи практики

- без дейност в България

+ кредитни институции, лицензирани в страни от ЕС, с уведомление за извършване на дейност на територията на Република България

Таблица 2. Създаване на междусекторни и трансгранични групи (продължение).

Създаване на междусекторна група		Създаване на трансгранична група		Банкови групи	Присъствие в България	
1994	инвестиционно банкиране	1991	Чехия	ING Groep NV *	1994	ИНГ Банк Н. В. - клон София
2006	застраховане	2003	Унгария	Intesa Sao Paolo *		-
1998	застраховане	1999	Чехия и Словакия	KBC Group *	2007	СИБАНК (81.69%), ЗПАД ДЗИ (100%)
1995	застраховане	2003	Австралия и Нова Зеландия	Lloyds Banking Group		+
1995	застраховане	1992	Гърция	Marfin Popular Bank Group Public Co Ltd		+
1998	застраховане	1994	Кипър	National Bank of Greece SA *	2000	Обединена българска банка (99.9%)
2001	застраховане	1995	Естония	Nordea Bank AB *		+
1993	инвестиционно банкиране	1995	Източна Европа	OTP Bank Plc	2003	Банка ДСК (100%)
1990	застраховане	1996	Белгия	Rabobank Group		+
2006	застраховане	1987	Унгария	Raiffeisen Zentralbank Oesterrreich AG *	1994	Райфайзенбанк (България) ЕАД (100%)
1992	застраховане	1994	Норвегия	Skandinaviska Enskilda Banken AB *		-
1998	инвестиционно банкиране	1999	Румъния	Societe Generale *	1999	Сосиете Женерал Експресбанк АД (98.3%)
1992	застраховане	1990	Норвегия	Svenska Handelsbanken		-
1999	застраховане	1997	Балтийския регион	Swedbank AB		-
1987	застраховане	1993	САЩ	The Governor and Company of the Bank of Ireland		-
1974	застраховане	1988	САЩ	The Royal Bank of Scotland Group *		+
2000	инвестиционно банкиране	1999	Полша	Unicredit SpA *	2000	УниКредит Булбанк АД (92.1%)
2002	застраховане	1991	Чехословакия	Volksbank AG		+

\* включена в Партньорската оценка за водещи практики

- без дейност в България

+ кредитни институции, лицензирани в страни от ЕС, с уведомление за извършване на дейност на територията на Република България



За разлика от финансовите посредници в Източна Европа, банковите групи от Западна Европа притежават характерни моменти по отношение на корпоративното управление. Разглежданите групи са публични дружества. Корпоративното управление на дружества, котиран на фондова борса, се упражнява по Принципите на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие. Характерен момент е липсата на контролиращ акционер, а миноритарните акционери избират свой член в съвета. Задължително е назначаване на независими директори и контролиращи комитети. Някои от разглежданите 36 банкови групи са публични дружества на повече от една борса.

За изчерпателност на анализа ще разгледаме корпоративното управление на посочените 36 банкови групи в зависимост от предприетите мерки за справяне след началото на кризата от 2007 г. Мерките ще обобщим по четири степени на действия: от самата група (микрониво); от държавата (макрониво); на паневропейско ниво; от международни организации. Хронологически първите действия бяха предприети от самите компании. На втория етап държавата инициира действия за стабилизиране на финансовия сектор. На третия етап са действията на Европейската комисия за одобряване на действията на предните два етапа с цел конкурентоспособност на паневропейско ниво. Последният, четвърти етап, се изразява в действия на международни организации.

### 2.3.1. Действия на микрониво

С началото на кризата от 2007 г. ръководителите предприеха действия за спасяване на компаниите. Тяхната мотивация е свързана с основната им функция да увеличат благосъстоянието на акционерите и със собствената им цел – да увеличат мащаба на компанията<sup>331</sup>. Действията на финансовите групи по реструктуриране се изразяват в привличане на нови акционери; вливане между финансови компании; прекратяване на дейности по сектори и по държави.

Британската банка „HSBC” е създадена в Хонконг през 1865 г. След връщане на независимостта на колонията, през 2003 г. банката се пререгистрира в Лондон. Целта на ръководителите е банката да се върне в Хонконг през 2010 г.

---

331 Marris, R. The Economic Theory of Managerial Capitalism. Free Press, New York, 1964.

„HSBC” първа констатира началото на ипотечната криза в САЩ и успява да продаде американската си дъщерна компания „HSBC Finance Corporation”. През 2008 г. започва преговори с конкурента си „Royal Bank of Scotland” за придобиването на дейността ѝ на азиатските пазари, чиито ексклузивни права за дейности в Азия изтекоха.

Шотландската банка „Royal Bank of Scotland” купува фалиралата „National Westminster Bank” през 2000 г. и холандската „ABN AMRO” през 2007 г. Усилията на ръководителите по стабилизиране на новата структура не дадоха резултат и през 2008 г. тя бе спасена с финансовата помощ на правителството. След получаване на помощта, банковата група се оказва под натиска на Европейската комисия да продаде две застрахователни подразделения „Churchill” и „Green Flag”, за да изпълни изискванията за получаване на държавна помощ.

През 2009 г. „Royal Bank of Scotland” се опита да прехвърли токсичните си активи в Ирландия чрез дъщерната си банка „Ulster Bank”. Целта е да участва в мрежата за сигурност: централната банка като кредитор от последна инстанция и депозитно гарантиране. Съгласно "джентълменско споразумение" между надзорните органи на двете държави банките ще участват в правителствената програма за защита на активите само на своя територия.

Ръководителите започнаха да извършват дейности в друг сектор и в друга държава на договорна основа. Австрийската „Erste Group” подписа споразумение за обмен на акции с испанската „Criteria Caixa Corp.”. Споразумението запазва юридическата самостоятелност на двете групи и дава достъп до данните на клиентите на партньора на локалните пазари. Това ще позволи на „Criteria Caixa Corp.” да работи със свои клиенти, които имат интерес към пазарите на Източна Европа, като в замяна „Erste Group” ще получи достъп до испанския пазар.

Дейността по застраховане на „Erste Group” се извършва чрез договор за дистрибуция с „Vienna Insurance Group”. Договорът предвижда застраховането в Австрия да се извършва от „Vienna Insurance Group” и за страните от Източна Европа – от дъщерното дружество „Wiener Stadtische Versicherung”.

Ръководителите предприеха действия по преобразуване на дъщерно дружество в клон. Целта е да се намалят разходите. Германската „Deutsche Bank” планира да

преобразува дъщерното си дружество „Berliner Bank” в клон. Мярката щяла да позволи да бъдат ликвидирани звената за рисков мениджмънт и правния отдел на „Berliner Bank”, която „Deutsche Bank” купи през 2006 г.

В други случаи се предприема закриване на клонове. Британската банкова група Lloyds Banking Group PLC закрива клоновата си мрежа в Ирландия. Преструктурирането се провежда след сливането през 2008 г. с HBOS, разпродавайки част от активите си във връзка с изискването на европейските регулатори.

Френската група „Societe Generale” планира да издаде нови акции, с които да финансира връщането на задълженията си към правителството. Друга част от парите ще помогнат за придобиването на оставащите 20% в банката „Credit du Nord”, които в момента са собственост на „Dexia”.

„Societe Generale” обединява неликвидните си активи в ново подразделение. Активите се управляват от дъщерно дружество в Ню Йорк за понижаване на данъците и рисковете.

В някои случаи заздравяването на банковите групи бе извършено чрез реструктуриране. Гръцката „EFG Group” приема нова структура „Branch in the Branch” за разделяне на дейностите в зависимост от клиентите. Испанската „Banco Santander” SA се структурира на две нива: основно (географско) и вторично (по тип дейност). Френската „БНП Париба” придобива италианската банка „BNL” и създава „втори домашен пазар” в страна с близки исторически и културни традиции.

Испанската група „Santander” предложи на борсата акциите на дъщерното си дружество в Бразилия. Целта е набиране на финансови средства за компенсиране на слабите страни на вътрешния пазар. През следващите години смята да повтори стратегията с дъщерните си дружества в САЩ и Великобритания.

Компанията-майка „Raiffeisen Zentralbank” обмисля сливане със своето дъщерно дружество „Raiffeisen International”, което е публична компания. Причината е спад на нетната си печалба поради обезценяването на валутата в някои пазари в Източна Европа, в които извършва дейност.

Германската банка "Дойче Банк" е въвела пълзяща скала за допълнителните възнаграждения на ръководителите. Тя предвижда допълнителните възнаграждения да се отсрочват във времето получаването на по-голяма част от определените им суми. Ръководителите трябвало да получават със закъснение поне 25% от допълнителните възнаграждения над този праг, като тази ставка може да нарасне до 90%, като премиите преминават през поредица от "прагове". Около 75% от тези суми ще са под формата на акции, а останалите - в брой, изплатени съответно след почти четири години и след три години.

Финансовата криза от 2007 г. допълни националните практики по корпоративно управление.

В някои случаи ръководителите изпълняваха нареждане на надзорен орган за разпореждане на права, надхвърлящи тяхната обикновена дейност. С цел запазване стабилността на финансовата система, на ръководството на „Fortis” бе дадено право да планира продажбата на групата. Сделката предвиждаше отделните дейности да се продадат на приемащите държави, включително правото на глас на акционерите: банковата и застрахователната дейност на Франция, инвестиционната дейност - на Белгия.

В други случаи ръководителите искаха съгласие на надзорния орган за извършване на дейности, надхвърлящи тяхната обикновена дейност. За оптимизиране на дейността ръководителите на „Credit Agricole” и „Societe Generale” създадоха обща компания за управление на активи. С цел навлизане в друг финансов сектор ръководителите на „Eureko” и „ING” сключиха договор за дистрибуция, с което се създаде както междусекторна група, така и трансгранична група.

Държавните банки „Landesbanken” и „IKB” отписаха много загуби през 2008 г.<sup>332</sup>. Надзорните съвети на тези банки нямали възможност да отговорят на променения бизнес модел, тъй като получават висок рейтинг заради гаранция от държавата. От 2005 г. тези гаранции са използвани да се принудят банките да носят повече доход. Като резултат чуждестранно деноминирани активи се увеличават в баланса. „IKB” създава собствено инвестиционно дружество, „Rhineland Funding”, което е спасено през 2007 г. от държавната банка „Kreditanstalt für Wiederaufbau”.

---

332 Ladipo, D. et al. Board profile, structure and practice in large European banks. Nestor Advisors, London, 2008.

Членовете на съвета са местни политици, които нямат опит в бързопроменящата се среда, за да променят техния бизнес модел и предприемат нови рискове<sup>333</sup>. Акционерите на „ИКВ” не освобождават от отговорност надзорния съвет.

Финансовата криза принуди банките да се обърнат по-скоро към вътрешните си пазари, отколкото да се ангажират със задгранични дейности. Пазарният дял на дъщерни дружества или клонове на банки от други страни намалява в рамките на евросъюза от 20.5% през 2007 г. до 18.8% през 2008 г.

Действията на финансовите компании включват реструктуриране на контролираните им дружества. За Източна Европа най-големи финансови помощи получиха дъщерните дружества по застрахователния сектор в Румъния от техните банки-майки. Размерът на задграничната помощ за тази държава е над 420 млн. евро през първата година от кризата. Чуждестранните акционери са отделили повече средства за румънските застрахователни компании, отколкото за собствените им банки в изпращащата държава - 325 млн. евро. Детайлното разглеждане на финансовата помощ показва най-голям дял, 271 млн. евро (65%), е извършена от Франция. Фактът може да се обясни с влагане на средства в дъщерни дружества по животозастраховане от Groupama и Société Générale като алтернатива на депозитното банкиране.

### 2.3.2. Действия на макрониво

Вторият етап от анализа обхваща действията на държавата. Тяхната цел е стабилност на финансовата система. Една от държавните стратегии е намаляване мащаба на финансовия сектор и оттук намаляване на систематичния риск. Държавата предоставя финансови средства, като кредитор от последна инстанция, и придобива дял от акциите на финансови групи. В качеството ѝ на акционер, държавата определя дневния ред на провеждане на общо събрание; номинирането на ръководители и тяхното възнаграждение; налага временна забрана за разпределяне на дивидент. Политиците в Европа дълго време отхвърляха заплащането на ръководителите като социален фактор<sup>334</sup>.

---

333 Hau, H., J. Steinbrecher, M. Thum. Board (in)competence and the subprime crisis. 2009.

334 Organisation for Economic Co-Operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

Финансовата група „Fortis” погълна холандската „ABN AMRO” и бе разделена на две банкови дъщерни дружества, собственост на белгийското правителство и на нидерландското правителство<sup>335</sup>. Ефектът от разделянето бе негативен и акциите на групата отбелязват значителен спад. Някои големи институционални инвеститори често са акционери в няколко компании, което е важно при придобиване (т.н. „празно гласуване”). При придобиването на „ABN AMRO” от „Fortis” няколко хедж фонда са били акционери в двете компании<sup>336</sup>.

Белгийското правителство създаде нов участник в корпоративното управление: „съвет от експерти”. Неговата функция е да проучи разделянето на дейностите по банкови и застрахователни услуги. Съветът бе създаден от съдебните власти в белгийската столица, които блокираха приключването на продажбата на двете дружества на френската „BNP Paribas”. Апелативният съд в Брюксел наложи възбрана върху разформироването на „Fortis”, защото то не бе одобрено от акционерите на групата.

Решението на акционерите да продадат дъщерните дружества получи противоположни решения на съда в Белгия и в Нидерландия. Мотивът на белгийския съд е дисперсираност на белгийските акционери и трудности при упражняването им правото на глас. Предложението за продажба на белгийската част от групата на френската „BNP Paribas” бе отхвърлено с аргумента, че интересите на белгийските акционери не са добре защитени<sup>337</sup>.

През 2008 г. нидерландската група „ING Group” приема финансова помощ от правителството си. Планът за спасяване на групата дава права на държавата като контролиращ акционер, да налага вето над основните действия и инвестиции. За упражняване на контрол, държавата назначава двама съветника в надзорния съвет. През 2009 г. групата предприе продажба на дружествата по банкиране на дребно извън ЕС и застрахователната дейност в Северна Америка.

През 2009 г. британската „Royal Bank of Scotland” приема плана на правителството срещу продажба на 312 нейни клона в Англия и Уелс. Това се

---

335 Hertig, G. Government in Corporate Governance. European Corporate Governance Institute. Research Newsletter, Volume 7 / Winter. 2009.

336 Organisation for Economic Co-Operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

337 Organisation for Economic Co-operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

налага, за да бъде одобрена държавната финансова помощ. Банката има право да продаде част от клоновете си единствено на банка-конкурент или на фонд за дялово инвестиране.

Британското правителство планира да насърчи данъкоплатците да купуват дялове в банки, които са били частично национализирани по време на финансовата криза. Въпросните банки са „Royal Bank of Scotland”, в която правителството има дял 84%, и „Lloyds”, където държавното участие е 41%. Планът предвижда да се даде възможност на гражданите да стават акционери в държавни банки при облекчени условия, като се дава предимство на по-младите хора и на тези с по-ниски доходи.

Преди кризата от 2007 г. „Dexia” бе основен кредитор на правителства Франция, Белгия и Люксембург. Тези дългосрочни заеми бяха финансирани от краткосрочни заеми на паричните пазари. През 2009 г. групата получи финансова помощ от трите държави, като се ангажира да продаде около 35% от балансовите си активи за компенсиране на конкурентните предимства, придобити от държавни субсидии и гаранции.

Трансформацията на компанията през следващите няколко години ще се състои в разширяване на дейностите на дребно като дял от общите приходи и търговското банкиране. Като част от сделката с ЕС, „Dexia” ще продаде своето италианско звено „Credior”, дела си в испанското съвместно предприятие с „Banco Sabadell” SA и едно звено за обслужване на дребно в Словакия. В допълнение, „Dexia” ще се откаже от своята застрахователна дейност в Турция, но ще запази бързоразвиващата се банка на дребно там – „Denizbank”. Банката вече продаде своя облигационен застраховател „FSA” в САЩ, излезе от повечето международните пазари и съсредоточи усилията си върху своята основна дейност – обслужване на правителствата и търговия на дребно. „Dexia” няма да има право на нови придобивания, както и на плащане на дивиденди за следващите две години – стандартно изискване на регулаторите за субсидирани от държавата банки.

След държавната намеса европейските банки превъзможнаха кризата. Тяхната структура се промени качествено. Държавното финансиране направи банките по-големи, отколкото преди кризата. Те вече са заплаха за европейската икономика. Най-големите (15) европейски банки след кризата имат активи, по-големи от

брутния вътрешен продукт на страните, в които са регистрирани (броят на тези банки преди кризата бе 10). Френската „BNP Paribas”, британската „Barclays” и испанската „Banco Santander” са сред европейските банки, които най-много са увеличили своите активи от началото на кризата. Най-големите банки във Великобритания („HSBC”, „Barclays”, „Royal Bank of Scotland”, „Lloyds” и „Standard Chartered”), притежават активи, равняващи се на 400% от брутния вътрешен продукт на страната. Френската „BNP Paribas” увеличи балансовите си активи с 59% и достигна 117% от брутния вътрешен продукт на Франция. Испанската група „Banco Santander” след кризата има активи, приблизително равно на размера на брутния вътрешен продукт на Испания.

### 2.3.3. Действия на паневропейско ниво

Основен участник в реструктуриране на финансовите групи е Европейската комисия, по-конкретно Генералната дирекция „Конкуренция”. За запазване на конкуренцията, Европейската комисия изисква всички групи, които получават финансова помощ, да намалят разходите си, както и да се разделят с някои контролирани дружества.

Белгийската група „KBC Group” получи финансова помощ от белгийското правителство и от фламандското местно самоуправление. Плановете за спасяване бяха одобрени от Европейската комисия при условие, че банката ще представи план за реструктуриране. Той предвижда „KBC Group” да продаде на фондовата борса по 40% от чешката банка „CSOB” и унгарската „K&H Bank”. Финансовата компания ще се освободи от „KBL European Private Bankers”, „Centea” NV, „Fidea” NV, а впоследствие и от банкови подразделения в Сърбия и Русия. Основните ангажименти, поети от „KBC Group”, касаят акционерите: да не придобиват нови активи през следващите три години и плащането на дивиденди да бъде възстановено през 2011 г.

Планът на британското правителство предвижда двете банкови групи, получили финансова помощ („Royal Bank of Scotland” и „Lloyds Banking Group”), да бъдат реструктурирани чрез разделяне на три нови големи банки. Целта е Европейската комисия да одобри държавната помощ. В правителствения план е



отразена позицията на държавата, като акционер с контролиращи позиции, да не се позволи продаването им на други британски търговски банки.

Европейската комисия поиска от „Lloyds Banking Group” да намали дела си в банковия пазар. Структурата на групата следва да се промени като се продаде ипотечното ѝ подразделение „Halifax”, придобито през 2008 г. Освен това „Lloyds” ще трябва да разпродаде и 600 клона в Обединеното кралство, дъщерното дружество за предоставяне на банкови услуги в Интернет и дъщерната банка „Cheltenham & Gloucester”.

Германската група Commerzbank трябва да промени структурата си за да отговори на изискванията на Европейската комисия за получаване на правителствена помощ. Увеличаването на капитала с държавни средства нарушава конкуренция в Европа. „Commerzbank” трябва да се отдели ипотечното си дружество „Eurohypo”, да продаде участието си в Източна Европа и своето дружество по управление на активи „Kleinwort Benson”.

#### 2.3.4. Действия на международни организации

В края на 2009 г. Европейската комисия, Международният валутен фонд, Европейската банка за възстановяване и развитие, Европейската инвестиционна банка, Световната банка и Европейската централна банка проведоха среща с 15-те системно важни банки-майки, регистрирани в ЕС, за бъдещето на техните дъщерни банки в Източна Европа. В отговор на кризата бе създадена „Европейска инициатива за банково сътрудничество” (Виенска инициатива)<sup>338</sup>. Инициативата включва съвместни действия от банките-майка и от държавите. Наддържавното участие от МВФ, ЕБВР и ЕС, в размер на 52 млрд. евро, бе определено за Унгария, Латвия, Румъния, Сърбия и Босна и Херцеговина. От своя страна банковите групи се ангажират да запазят присъствието си в региона.

Участието на международните организации в корпоративното управление е в структуриране и преструктуриране на финансови групи. Приемането на пазарните принципи и практиките по корпоративно управление в Източна Европа се дължат отчасти именно на международните организации.

---

338 European Commission. European Bank Coordination Meeting: international coordination helped avert a systemic bank crisis in Central and Eastern Europe. Brussels, IP/09/1359, 2009.

Европейската банка за възстановяване и развитие предоставя финансови средства за кредитиране на компании в държави с преходна икономика срещу реформи в корпоративното управление. ЕБВР придоби значителна собственост в банки от Източна Европа за да участва в тяхното реструктуриране, както и в реструктуриране на техните кредитополучатели. През 1999 г. ЕБВР приема 10 принципа за корпоративното управление в развиващите се пазари<sup>339</sup>.

След началото на кризата от 2007 г. Европейската банка за възстановяване и развитие участва в корпоративното управление с нова стратегия. Тя включва финансова помощ срещу реструктуриране.

През 2000 г. гръцката група „National Bank of Greece”, съвместно с Европейската банка за възстановяване и развитие, започва разширяване на дейността си в Югоизточна Европа. Основната стратегия е участие в приватизация на търговски банки. „National Bank of Greece” придобива през 2000 г. „Обединена българска банка”, македонската „Stopanska Banka”; румънската „Banca Romaneasca in Romania” (2003 г.), турската „Finansbank” и сръбската „Vojvodjanska Banka” (2006 г.). В края на 2009 г. съвместното действие с ЕБВР разширява дейността на „National Bank of Greece” в 15 държави, контролира 8 банки и притежава 64 други компании.

Освен „National Bank of Greece”, друга гръцка група, „Alpha Group”, попада в анализа поради разширяване на дейността си в Югоизточна Европа със съучастието на Европейската банка за възстановяване и развитие. Към края на 2009 г. „Alpha Group” извършва дейност чрез дъщерни дружества в Кипър, Румъния, Сърбия, Украйна, Македония; чрез клонова мрежа в България (120 клона) и Албания (47 клона).

През 2006 г. Световната банка и МВФ извършват „Програма за оценка на финансовия сектор” за Гърция. В заключение на оценката се посочва слабост в нивото на сътрудничество между надзорните органи на Гърция и държавите от Югоизточна Европа. Между надзорните органи не е било уточнено кой орган изпълнява ролята на кредитор от последна инстанция за гръцките клонове,

---

339 European Bank for Reconstruction and Development. Core Principles of a Corporate Governance Framework (CGF). EBRD, 1999.

извършващи дейност в тези държави<sup>340</sup>. Съществуващите разлики на регулаторните рамки в региона са довели до „регулаторен арбитраж“.

След началото на кризата от 2007 г. австрийската група „Raiffeisen Zentralbank Austria“ бе финансирана от Европейската инвестиционна банка и Световната банка. Финансовият пакет от 1 млрд. евро бе предоставен на банковия холдинг „Raiffeisen International“ за подкрепа на дъщерните банки в Украйна, Румъния и Русия. Пакетът е предназначен за необслужвани кредити в Украйна и Русия, отпуснати в щатски долари.

Унгарската група „OTP Group“ бе приватизирана през 1995 г. и започна разширяване само в Източна Европа. След началото на кризата от 2007 г. групата получи финансова помощ от ЕБВР срещу акции. През 2008 г. „OTP Group“ продава дъщерната компания по застраховане и сключва стратегическо споразумение с френския застраховател „Groupama S.A.“ за извършване на комбинирани услуги по банкиране и застраховане.

Извършеният опит за анализ на 36-те банкови групи показва преобладаващ дял на структурата универсална банка пред предприятие майка-дъщерно дружество и холдингова група. Универсалните банки извършват дейност чрез клонова мрежа в собствената държава и холдинг от дъщерни дружества извън еврозоната. Тенденцията е преминаване от дъщерни дружества към клонова мрежа поради държавните програми за финансова помощ само на националните пазари. Поради разлики в риска Обединена Европа се раздели на два сектора: в центъра са държави от еврозоната и в периферията са държави-членки на ЕС, но извън еврозоната.

След правителствените програми за спасяване на финансови групи възниква въпроса за статуса им: на държавен институт или на търговец. Държавата има дилема: да регулира ръководителите или да управлява собствеността. Чрез придобиване на контрол в собствеността държавата контролира акционери, ръководители, експерт-счетоводители.

---

340 Čihák, M., A. Tieman. Quality of Financial Sector Regulation and Supervision Around the World. IMF Working Paper WP/08/190. 2008.

Структурата на групите се промени след кризата. Йерархията на приоритетите се води от политиката за конкурентоспособност пред стабилност. Нивата на действия се промениха от микро-макро-паневропейско ниво на макро-паневропейско-микро ниво. Функцията на корпоративното управление за увеличаване благосъстоянието на акционерите даде предимство на държавна политика, която в дългосрочен аспект защитава благосъстоянието на обществото. Намесата на държавата в собствеността не е ирационална – още при лицензирането се заявява за цел защита интересите на клиентите и интересите на финансовата система. Стабилността на финансовия сектор стана екзогенна, а интеграцията за единен пазар – регулируема.

Деконструкцията на финансовата структура се оказва конструктивна. Държавите и наддържавните организации са единствено способни да преодолеят кризата. Те са основните инициатори за създаване на финансова група. Пак те реструктурираха финансовата система. Но след кризата финансовите групи се оказаха зависими от държавата. Вместо да регулира финансовите групи, на съвременния етап държавата управлява финансовите групи. Раздробяването на финансовите групи ги лиши от основната им функция в националната икономика – да кредитират реалния сектор.

Участието на държавата в корпоративното управление се измести от пасивно наблюдение до активно управление. Но тя винаги е реактивна. Намесата на държавата за справяне с кризата може да се сравни с управление на проекти, като недостатъкът на проекта е неясният жизнен цикъл и краткият срок от една година за притежаване на акции. Предприетите мерки се ограничават до ръководства, които могат да се използват по-скоро за обучение, отколкото за оценка. Намесата ненужно усили кризата като стимулира допълнително предприемане на риск за сметка на държавата. Прокламираното от държавата поведение за защита на обществото в крайна сметка не бе спазено.

Акционерите трябва активно да участват, включително като упражняват правото си на контрол при гласуване. Практиката показва малка разлика между концентрирана и дисперсирана собственост, ако миноритарните акционери не се възползват от правата си. Ролята им на инвеститори бе компрометирана.

Ръководителите се превърнаха в държавни чиновници. Договорните им отношения с акционерите бяха подложени на контрол за възнаграденията и

предприемането на риск. Система за възнаграждение трябва да стимулира за дългосрочни резултати (т.е. ex post отчетност)<sup>341</sup>.

Експерт-счетоводителите извършват информационна и сигнална функция. След началото на кризата от 2007 г. им бе наложен надзор, подобно на останалите участници в корпоративното управление.

Надзорните органи имат за основна цел предотвратяване на надзорен арбитраж, включително данъчни преференции. Неокейнсианството замести неолиберализма. През 2009 г. инициатива на ЕС започна изграждане на обща надзорна култура. Тя включва колегии от надзорни органи за всеки сектор и държава. За ЕС колегията определя като особено важни за финансовия сектор 36 банкови групи, от които 17 групи имат водещи практики.

В генезиса на 36-те групи са търговски банки, които след 1990-те г. започват вливане в национален мащаб, между отделни юридически лица от един сектор. С приемането на еврото като единна валута, групите разширяват дейността си зад граница, но в същия сектор на дейност. В началото на кризата от 2007 г. голямата част от групите са се реструктурирали като универсални банки.

Създаването на междусекторна дейност е чрез навлизане на банки в сектора на застраховането. Началото на дейност зад граница се извършва в съседни държави и на следващ етап – в държави в Източна Европа съгласно реда на приемането им в ЕС.

Действията на микрониво са основно на ръководителите. Действията по реструктуриране се изразяват в привличане на нови акционери; вливане между финансови компании; прекратяване на дейности по сектори и в държави. Финансовата криза принуди банките да се обърнат по-скоро към вътрешните си пазари, отколкото да се ангажират със задгранични дейности.

Действията на макрониво са на държавата. Тяхната цел е стабилност на финансовата система. Една от държавните стратегии е намаляване мащаба на финансовия сектор и оттук намаляване на систематичния риск. Държавата предоставя финансови средства, като кредитор от последна инстанция, и придобива дял от акциите на финансови групи. В качеството ѝ на акционер, държавата контролира акционери, ръководители, експерт-счетоводители.

---

341 Organisation for Economic Co-Operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

Действия на паневропейско ниво са на Европейската комисия. За запазване на конкуренцията, Европейската комисия изисква всички групи, които получават финансова помощ, да намалят разходите си, както и да се разделят с някои контролирани дружества.

Действия на международни организации са основно на Европейската банка за възстановяване и развитие. Нейното участие в корпоративното управление е в структуриране и преструктуриране на финансови групи. Приемането на пазарните принципи и практиките по корпоративно управление в Източна Европа се дължат отчасти именно на международните организации.

\* \* \*

Политиките за финансова стабилност и конкурентоспособност на Европейското икономическо пространство определят практиките на Европейския съюз по корпоративно управление на финансови групи. Политиките се явяват външен стимул за финансовите групи и водят до вътрешна реакция чрез промяна на структурата: извършване на дейност в друг сектор и държава.

Междусекторните групи са разгледани на национално ниво. Определящ критерий е извършване на дейност в повече от един финансов сектор. Различията между финансовите сектори водят до икономия от обхвата.

Акционерите имат вътрешни и външни мотиви за създаване на междусекторна група. Те са свързани с агентски проблеми от корпоративното управление и с капиталовите изисквания на надзорния режим: увеличаването на благосъстоянието води до увеличаване на конкуренцията.

Ръководителите имат мотиви за създаване на междусекторна група поради корпоративното управление (агентски проблеми) и надзорните изисквания (секторни практики). Изискването на надзорния орган за сертифициране на ръководителите води до диверсификация на дейностите и оптимизация на структурата на управление.

Експерт-счетоводителите при заверка на консолидирания отчет посочват спазване на законите и управление на рискове за отделните сектори. Сигналната им функция е да посочват дисбаланса между отделните сектори.

Надзорът на междусекторна група бива три типа: секторен, консолидиран и допълнителен. Основният инструмент на надзорния орган е капиталовата адекватност на отделната бизнес структурна единица по секторните правила. Финансовата криза от 2007 г. промени надзорните практики към нарастване ролята на ad hoc срещи.

Инструментите на междусекторна група обхващат изравняване на интересите на дружествата на група, породени от корпоративното управление и от надзорния режим по сектори. Кръговата отбрана при междусекторни групи изисква регистриране на застраховател като отделно юридическо лице. Целта е да се ограничи риска в застрахователния сектор от загуби в останалите сектори.

Трансграничните групи са разгледани на наднационално ниво. Структурата им включва финансови дейности в повече от една държава-членка. Възникват вследствие на политиките за конкурентоспособност и приемане на нови държави членки от Източна Европа. Наднационалните политики за корпоративно управление на финансови групи са насочени към конкурентоспособност на паневропейско ниво.

Трансграничните групи поставят предизвикателства както за ръководителите, така и за надзорните органи: увеличаването на мащаба на групата в рамките на една държава увеличава сложността на дейността ѝ и води до извършване на задгранична дейност

За разлика от междусекторните групи, мотивите за създаване на трансгранични групи са външни

Акционерите имат мотиви от надзорния режим. Различията в данъчните ставки, правната защита на собствеността и разумният надзор, са основните мотиви. Агентският проблем при трансгранична група е разминаване между интересите на мажоритарните акционери, от една държава, и на миноритарните акционери, от друга държава.

Ръководителите на трансгранична група се характеризират със субординираност между контролирано дружество, в една държава, и контролиращо предприятие, от друга държава. Действията на ръководителите на контролирано дружество следва да се мотивират само и единствено в интерес на дружеството, следователно в интерес на групата.

Експерт-счетоводителите следват разширяването на финансовите групи зад граница. Глобализацията усложни структурата на одиторските компании.

Надзорните органи имат за задача да създадат условия за интегриране на националните капиталови пазари в рамките на ЕС. Надзорният орган на приемащата държава потвърждава избора на ръководители на контролирано дружество, извършен от контролиращото предприятие в изпращащата държава. Глобалната експанзия на основните одиторски компании наложи необходимостта надзорните органи да бъдат уверени в качеството на одита.

Инструментът при корпоративно управление на трансгранична група е прилагане на подхода „кръгова отбрана“ за ограничаване на транзакциите между компании в и извън Европейското икономическо пространство. Директивата за финансовите конгломерати изисква контролирани дружества, регистрирани в държави извън Европейското икономическо пространство, да се обединят в холдингова група, регистрирана в Европейското икономическо пространство.

Европейските практики по корпоративно управление се определят от държавната политика по сливания в национален мащаб и от пан-европейската политика по извършване на дейност зад граница. В частност динамиката на финансова група е теорията за жизнения цикъл. Жизненият цикъл определя финансовите компании с корпоративна история да създават финансови групи поради свободни финансови средства и мотивиране на ръководителите да реинвестират печалбата пред изплащане на дивиденди<sup>342</sup>.

Глобализацията промени практиките по управление на риска и на надзор. Намесата на държавата след 2007 г. прекрати модела на либерализъм<sup>343</sup>. Държавата от надзорен орган стана инвеститор. Финансовата дейност все повече зависи от външни оценки и най-вече от акционери<sup>344</sup>. Въвлечеността на акционерите в корпоративното управление е права задължения по дружественото право, отколкото по надзорно право<sup>345</sup>.

---

342 Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 1986, p. 328.

343 Beffa J.-L., X. Ragot. *La fin du modele liberal-financier. Commentaire, P.*, 2008, № 122, p. 457.

344 Hoyer, C. *Rapport annuel de la Commission bancaire pour 2006*.

345 3L3 Task Force on Internal Governance (TFIG). *Cross-sectoral stock-take and analysis of internal governance requirements*. CESR/09-1176, CEBS 2009 299 CEIOPS-3L3-19-09. 2009.



Докладът на ОИСР от май 2009 г. посочва четири области от корпоративното управление, които се смятат за свързани с кризата<sup>346</sup>: системи по възнаграждение; практики по управление на риска; постигнати резултати от ръководителите; упражняването на правата на акционерите.

Възнагражденията на ръководителите бяха обвързани с постигнатите резултати. Стимулите бяха насочени към разширяване на дейността в други сектори и зад граница. Публикуването на тримесечни отчети доведе до краткосрочни цели, в повечето случаи свързани с висок риск. Практиките по управлението на риска бяха второстепенни по отношение на печалбата. Участието на външни директори и дейността на контролни комитети в корпоративното управление бяха символични за да се спазят надзорните изисквания. Акционерите изпълняваха пасивна роля при контрола над ръководителите и в повечето случаи не участваха в общи събрания.

След началото на кризата от 2007 г. бяха предприети решителни действия за преформулиране на корпоративното управление. Възнагражденията на ръководителите вече се определят от дългосрочни резултати, като една голяма част от стимула ще се изплаща след определен период от време. Прилагането на Базел II предостави на ръководителите сами да определят провизии в зависимост от предприетите рискове, което ограничи апетита им за разширяване на дейности. Част от загубите бяха поети от самите акционери, което ги стимулира за активно участие в корпоративното управление чрез упражняване на правото на глас в общото събрание. Британската банкова група „Barclays” наложи мораториум върху изплащането на бонуси на ръководителите си до 2013 г. Във Франция изплащат допълнителен дивидент или дават право на повече гласове за акционери, с дългосрочно участие в компанията като акционер<sup>347</sup>.

Новата надзорна рамка на ЕС е за макроразумен надзор<sup>348</sup>. Той включва наблюдение и оценка на потенциалните заплахи за финансовата стабилност, които възникват от макроикономическото развитие и развитие на финансовата система като цяло. Функционирането на система за ранно предупреждение е поверено на Европейската централна банка и на националните надзорни органи.

---

346 Organisation for Economic Co-operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

347 Organisation for Economic Co-Operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

348 Commission of the European Communities. European financial supervision. COM(2009) 252 final. Brussels, 2009.

Частичното сътрудничество с чуждестранен партньор е най-разумният начин за излизане на световния пазар<sup>349</sup>. Положителен пример Програма „Еврика”, финансирана от ЕО, за свързване на партньори от различни европейски държави за противопоставяне на японската и американската конкуренция, която през 1989 г. включва 300 проекта.

---

349 Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 319.

## Глава трета. Перспективи за България за корпоративно управление на финансови групи

Перспективите за корпоративно управление се определят от ролята на регулирането от всяка държава, прилагано спрямо финансовите групи. Присъствието на чуждестранни групи, основно от дъщерни дружества и клонове, определят субординирана роля на корпоративното управление в България. Решението за създаване на контролирано дружество възниква с отчитане на „ефекта от задграничен трансфер на активи”. При подобни случаи надзорният орган от изпращащата държава разрешава на контролиращото предприятие да прехвърли активи към контролираното дружество и упражнява надзор над контролираното дружество на консолидирана основа. Възниква риск за управлението на активите, характерен за държави от Източна Европа<sup>350</sup>.

Съществува и противоположна тенденция: субординираните дружества да влияят върху решението на контролиращото предприятие за създаване на група. Директивата за допълнителен надзор определя риска в контролирано дружество в зависимост от участието на контролиращото предприятие. При увеличаване на участието, рискът на контролираното дружество се повишава.

Перспективите на корпоративното управление се определят от политиките на държавата. Перспективите за България са определени от ключови моменти в икономическото развитие: преход към пазарна икономика; сключване на Споразумение за паричен съвет; пълноправно членство в ЕС; бъдещо членство в Европейското икономическо пространство.

В основата на политиките е икономическа интеграция в рамките на ЕС. Икономическата интеграция се определя от „закона за еднаквата цена”<sup>351</sup>. Съгласно закона икономическа интеграция е налице, ако еднакви стоки и услуги в различни икономики имат еднакви или приблизително еднакви цени. В сектора на финансовото посредничество показва голямо разминаване между ставките по кредитиране поради субординираността на контролираните банки и високия риск, характерен за държави извън еврозоната.

---

350 Goldberg, L., R. Sweeney, C. Wihlborg. From Subsidiary to Branch Organization of International Banks: New Challenges and Opportunities for Regulators. 2005, p. 1.

351 Гилпин, Р. Глобална политикономия. Издателство „Дамян Яков”, С., 2003, с. 445.

В България практиката следва опита на Европейския съюз: преход от секторен надзор през консолидиран към допълнителен. Членството на България в Европейския съюз и прилагане на Директивата за финансови конгломерати в крайна сметка оформи финансовата система. Отделянето на контролирани дружества, регистрирани извън Европейското икономическо пространство, в холдингова група поради евентуално пренасяне на риск в Пространството, определи субординираността на корпоративното управление. Моделите на корпоративно управление за всеки финансов посредник, в зависимост от контролиращото дружество в Европейското икономическо пространство, допълнително увеличи палитрата от перспективи.

Независимо от прилагане на чужди практики, българската перспектива остава уникална: *Чрез копиране ние се приближаваме в някои отношения до европейския напредък без да можем да пренесем чуждите пазари*<sup>352</sup>. В българската практика пренасянето на чужд опит се извършва механично без отчитане на спецификите на региона. Копирането на модели, както показва историята, без промяна на националната среда, е обречено на неуспех.

В България основните финансови компании не са регистрирани на фондовата борса. Развитието на корпоративното управление на непублични компании е сходно на фамилни компании<sup>353</sup>. То се основава на четири момента. Първо, прилагането на принципа „one-size-fits-all” имаше неочаквани ефекти на преливане върху непубличните компании. Проектите за кодекси по корпоративно не отчетоха тези ефекти. Второ, управлението на непублични компании е близко до управлението на съвместно предприятие. При тяхното корпоративно управление предварително се уточнява кой упражнява контрол и кой назначава ръководители, което увеличава транзакционните разходи. Трето, в основата на всяка икономика са фамилните компании. Типичният им жизнен цикъл, съгласно модела на А. Маршал, достига пик на третото поколение. Продължават своето съществуване само компании с добър мениджмънт. Четвърто, непубличните компании са зависими от банковите кредити, за което се изискват добри резултати.

---

352 Хаджийски, И. Моралната карта на България. Издателство „Захарий Стоянов”, С., 2008, с. 113.

353 McCahery, J., E. Vermeulen. Corporate Governance of Non-Listed Companies. Oxford University Press, 2008.

Правните реформи доведоха до хибридни модели на корпоративно управление на непублични компании. Авторите J. McCahery и E. Vermeulen предлагат тристранен подход при корпоративното управление на непублични компании: контролиращи акционери, миноритарни акционери, ръководители. В основата са действията на ръководителите по прозрачност и разкриване на информация и защита правата на миноритарните акционери при избора на ръководители.

Препоръките са за обучение на ръководителите и на акционерите на непублични компании. Въвеждане на препоръки за обучение на белгийския комитет Buysse и на Европейската асоциация на съвместен капитал. Европейската асоциация на съвместен капитал въведе незадължителни ръководства за непублични компании.

Кризата от 2007 г. не оказва съществена промяна в собствеността на българския финансов сектор (Графика 8.). Над 77% от банковия сектор е представен от дъщерни кредитни институции на групи от ЕС<sup>354</sup>. Преобладаваща остава чуждестранната собственост в застрахователния сектор: 65% от животозастраховането и 32% от общото застраховане са под прекия контрол на чуждестранни компании. Присъствието на финансови компании от държави-членки на ЕС бе извършено в предприєдинителния период и се запазва във времето<sup>355</sup>.

В края на 2009 г. банковата система увеличи външния си дълг по два показателя на задължение. Основният показател е привлечените депозити от чужденци. Те са привлечени от високите лихви по депозитите у нас спрямо тези в страните от еврозоната. Вторият показател е преки чуждестранни инвестиции под формата на вътрешнофирмено кредитиране между компаниите майки и дъщерните им дружества у нас.

Като показател за значението на банковия сектор за икономиката е прието съотношението на сумата на кредити към БНП. За Западна Европа съотношението е 80%, а за новопретите държави – 60%.

Като показател за значението на застрахователния сектор за икономиката е приет застрахователното проникване. Той отразява съотношението между БВП и

---

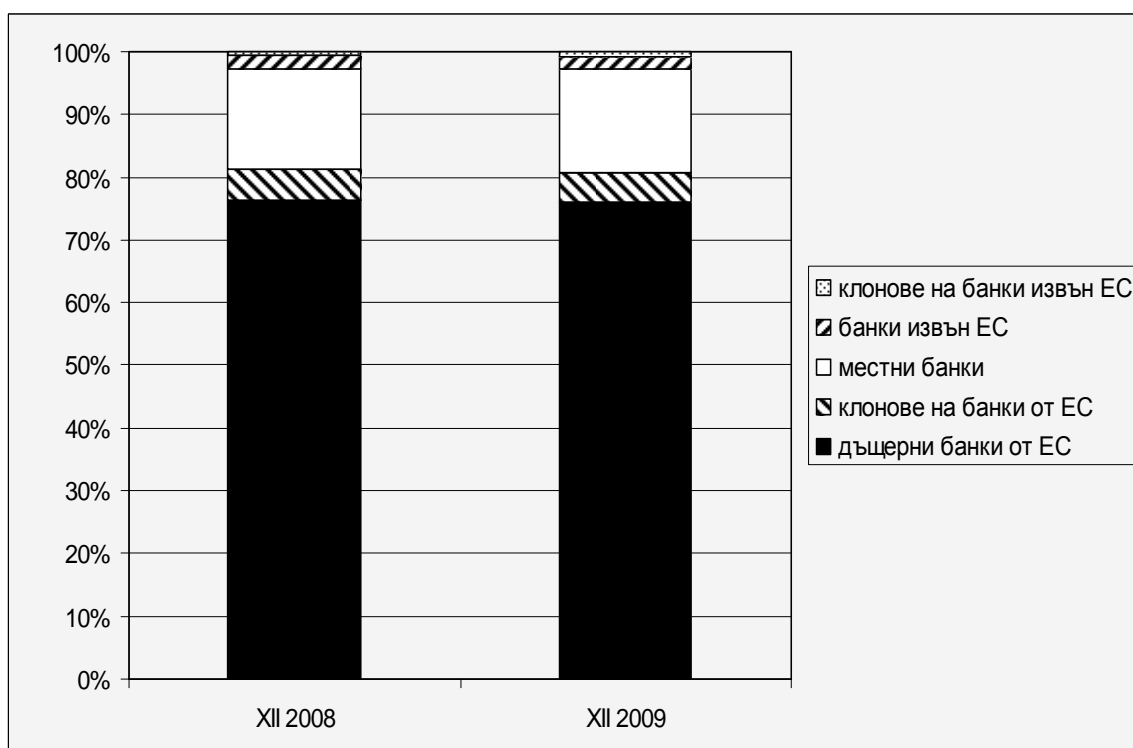
354 „Една нова колония винаги трябва известно време да изпитва по-голям недостиг на капитал пропорционално на размерите на нейната територия и по-голям недостиг на население пропорционално на размерите на нейния капитал от повечето други страни.” Смит, А. Богатството на народите. Изследване на неговата природа и причини. “Партиздат”, София, 1983, с. 94.

355 „Преди откриването на испанска Западна Индия обичайната норма на лихвите в по-голямата част от Европа е била, изглежда, 10 процента. Оттогава тя е паднала в различните страни на 6, 5, 4 и 3 процента.” Смит, А. Богатството на народите. Изследване на неговата природа и причини. “Партиздат”, София, 1983, с. 343.

премиен приход на компаниите. За България застрахователното проникване е 2.54%. Най-висок показател има Франция – 11%.

Националните субгрупи запазват мащаба и обхвата. Инвестициите на банки в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия, се запазва през 2008 и 2009 гг.: 130 млн. лв.

Графика 8. България: пазарен дял на местни и чуждестранни банки<sup>356</sup>.



### 3.1. Прилагане на европейските практики на национално ниво

В България финансовите групи присъстват чрез контролирани дружества: дъщерни дружества и клонове. Характерен момент е регистриране на дъщерно дружество на дъщерно дружество (чрез банка-мост, например „МКБ Юнионбанк”, дъщерно дружество на „МКБ”, Будапеща, което от своя страна е дъщерно дружество на „Байерише Ландесбанк”, Мюнхен) и клон на дъщерно дружество („Банк Леуми”, клон София.бе контролирано дружество на „Банк Леуми”, Букурещ, което от своя страна е дъщерно дружество на „Банк Леуми”, Тел Авив).

<sup>356</sup> Българска народна банка. Банките в България април-юни 2009. БНБ, С., 2009.

Основните финансови компании са чуждестранни, еднолично притежавани контролирани дружества. Контролиращите предприятия са основно от Европейското икономическо пространство. Навлизането в местния пазар е мотивирано от прехода към пазарна икономика, процесът на приватизация и следствие от приемането на България за член на ЕС. Подобно на развитието на финансовата система в ЕС, у нас групите извършват дейност извършва трансгранично, но не и междусекторно.

С развитието на пазарната икономика се увеличи концентрацията на собственост, подобно на фамилната собственост, и намали прозрачността. Отделяне на контрола от собствеността промени модела „принципал-агент” и свързания с него агентски проблем. Основният конфликт е между мажоритарни и миноритарни акционери. Международната общност констатира неефикасност на механизмите на корпоративното управление за защита на миноритарните акционери<sup>357</sup>.

Контролираните дружества, като агенти на контролиращото предприятие, вземат субоптимални решения от гледна точка на акционерите на контролиращото предприятие<sup>358</sup>. Възникват отношения кредитор-акционер и акционер-ръководител<sup>359</sup>. Контролиращото предприятие делегира определени в устава права за вземане на решение на ръководителите на контролирано дружество. Множеството от принципали при корпоративното управление на контролирано дружество води до гратисчийство при контрол над поведението на агента. Агентските разходи на контролирано дружество са по-високи, особено когато то е регистрирано зад граница<sup>360</sup>.

В съвременното корпоративно управление акционерите са предимно чуждестранни собственици. Динамиката на акционерите във финансовия сектор бележи два етапа.

На първия етап мотивите на чуждестранните акционери са свързани с процеса на приватизация, продажба и прихващане на външен дълг („Минералбанк”,

---

357 Европейска банка за възстановяване и развитие. Стратегия за България. ЕБВР, 2008.

358 Nohria, N., S. Ghoshal. Differentiated Fit and Shared Values: Alternatives for Managing Headquarters Subsidiary Relationships. *Strategic Management Journal*, 1994, № 15, p. 491.

359 O'Donnell, S. Headquarters Use of Monitoring, Incentives and Normative Control in the Foreign Subsidiary: The Role of International Interdependence in an Agency Theory Framework. University of South Carolina. 1997.

360 Lee, K., C. Kwok. Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 1988, №19, p. 195.

„Стопанска банка”<sup>361</sup>). Навлизането на чуждестранна собственост не доведе до единен модел на корпоративно управление, а всеки мажоритарен акционер наложи типа на управление на своето контролиращо предприятие<sup>362</sup>.

На втория етап, след приемането на България за пълноправен член на ЕС, мотивите се определят от очакванията за икономически растеж и свързаните с него печалби. Консолидирането на националния сектор следва извършените вливания в ЕС.

При определяне на акционерния състав основно място заема надзорният орган. С въвеждане на изисквания за прозрачност на акционерите с над 10% от капитала, БНБ промени коренно акционерите на „Корпоративна търговска банка” и „Хебросбанк”. С въвеждането за изискване за финансов потенциал, надзорният орган доведе до приемане за акционери на международни организации, като Европейската банка за възстановяване и развитие (20% в „БНП Париба”, „Първа инвестиционна банка”, „Прокредитбанк”; 15% в „Юнионбанк”, 10% в „Обединена българска банка”).

Динамиката на акционерния състав най-добре може да бъде проследен след разглеждане на промените в законодателството. Законите ще разделим на три етапа: начало на пазарна икономика; Споразумение за паричен съвет; пълноправно членство в ЕС.

В началото на пазарната икономика, съгласно Закона за банките и кредитното дело (1992 г.), банка може да се учреди като акционерно дружество или кооперация. Единствено „Централна кооперативна банка” към момента на влизане на закона в сила бе на кооперативен принцип и се пререгистрирана като акционерно дружество след като „Булбанк” придоби 35% от собствеността ѝ. Акционерните права не са надеждно защитени: законът допуска емитирани на акции без право на глас. От

---

361 Междуправителствено споразумение от 2000 г. държавният дълг на „Стопанска банка” и „Минералбанк” към Италия, в размер 124 млн. герм. марки, бе договорено с италианската „Агенция за експортно застраховане” (САЧЕ). Схемата е "дълг срещу собственост". „Стопанска банка” стана част от „СИБанк”, а „Минералбанк” – от „Булбанк”.

362 „Ключовите личности се изместват от хора на корпорацията. В други случаи ключовите личности сами напускат още преди да се стигне до този момент. Чуждестранните поглъщания често водят до разрушаване на човешкия капитал, а в крайна сметка – до разрушаване на финансов капитал. ... Проблемът е, че решенията относно поглъщанията обикновено се вземат от финансови експерти, които смятат, че са решили проблема с определянето на подходяща цена”. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 317.



друга страна, за прозрачност на акционерния състав, законът изисква предоставяне на информация на БНБ за акционери с 10% от правото на глас. На етапа на лицензиране Централната банка може да откаже да издаде лиценз, ако акционери с над 10% могат да навредят на надеждността или сигурността на банката.

Със Закона за банките (1997 г.) акциите на банките са поименни, като всяка акция дава право на един глас в общото събрание на акционерите. Увеличаване защитата на акционерите бе съпроводено с намаляване на тяхната възможност да увеличат дела: за придобиване на акции над 5% от капитала се изисква писмено разрешение от БНБ. В застрахователния сектор нормативното ограничение за притежаване на повече от 5% от акциите на застраховател бе обявено за противоконституционно през 1997 г. Подобно на банковия закон, Законът за застраховането (1996 г.) изисква при придобиване на акции над 5% от капитала на застраховател да се иска писмено разрешение от Националния съвет по застраховане към Министерство на финансите.

Законът за кредитните институции (2006 г.) приближава банките до публичните дружества с изискването акциите да са безналични. Собствеността на акциите се поддържа в Централния депозитар, който е под надзора на Комисията за финансов надзор. Увеличават се възможностите за концентриране на собствеността: прагът за изискване на писмено разрешение от надзорния орган при придобиване на акции е повишен на 20%.

Акционерната структура на банка заема основно място в надзорния режим. „Основните принципи на лицензионната политика на БНБ”, 2007 г., предвиждат получаване на лиценз на акционери, доказали възможностите да управляват финансови активи и да обслужват успешно задълженията си. Останалите кандидат-акционери биват насочвани от Централната банка към придобиване на дял в лицензирани банки, в които чрез влиянието си върху управлението и дейността на съответната банка да докажат своята надеждност и отговорност при управлението на чужди финансови средства.

След началото на кризата от 2007 г. надзорните органи разпоредиха да не се разпределя дивидент. Основният мотив е стабилизиране на финансовата система чрез капитализация на печалбите за допълнителен резерв<sup>363</sup>.

---

363 Неделчев, М. Корпоративно управление и дивидентна политика. Издателство „АВ Дизайн Груп”, София, 2007.

Ръководителите в съвременната практика на България се определят от приетата френска правна доктрина. Тя предвижда диспозитивна норма между двустепенна и едностепенна управленска структура. В края на 2009 г. финансовите компании са предимно с двустепенна система, с изключение на финансовите компании с гръцки капитал, които са с едностепенна структура.

След началото на реформите от 1989 г., в институционален вакуум, ръководителите на държавни банки вземат ролята на принципал и смятат себе си за собственик на банката, която управляват<sup>364</sup>. Препоръките за институционалните акционери са за отделяне на управлението на активи от собствеността на активи<sup>365</sup>.

Подобно на континенталната практика, в България ръководителите се избират от общото събрание на акционерите и се одобряват от надзорния орган. Концентрацията на собствеността доведе до верижни ръководители. Надзорният орган прилага тестове за пригодност.

След въведеното Споразумение за паричен съвет, ръководителите следва да бъдат сертифицирани от БНБ. Изискването за ръководен стаж образува тесен кръг от ръководители и изгради бариера пред навлизането на нови мениджъри от страната. Новите мениджъри са предимно бивши директори от надзорния орган. Новите мениджъри са предимно бивши директори от надзорния орган. Теорията за оптималния договор разглежда конкурентен пазар на ръководители<sup>366</sup>.

С приемането на България за член на ЕС сертификатът за ръководителите бе заменен с одобрение и се въведоха изискване за директорите на клон и сертификат за прокуристите<sup>367</sup>.

---

364 Dilova-Kirkowa, S. Corporate Governance in Bulgarian State-owned Banks, 1992-1997. Post-Communist Economies, Vol. 11, No. 2, 1999, p. 253.

365 Organisation for Economic Co-Operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

366 Bebchuk, L., J. Fried. Pay without performance: the unfilled promise of executive compensation. Harvard, 2004.

367 Комисията за финансов надзор отказа да одобри Андреас Шобервалтер за член на управителния съвет и изпълнителен директор на „Застрахователна компания Български имоти“ АД, независимо от факта, че е бил прокурист на „Ейч Ви Би Банк Биохим“ АД и на „Хеброс Банк“ АД, а също и управител на „Уникредит Застрахователен Брокер“ ООД. Мотивите на КФН са липса на необходим стаж от пет години на ръководна позиция и несъизмеримост на премийния приход на застрахователния посредник и на застрахователя. Комисия за финансов надзор. Решение № 445 – ОЗ от 19 май 2009 г. КФН, 2009.

При корпоративното управление на контролирани дружества възнагражденията на ръководителите се коригират с рейтинга на приемащата държава. Съгласно принципите на Базел II, преобладаващото число дъщерни дружества в България получават рейтинг от тяхната приемаща държава, а не на държавата, където е разположено контролиращото предприятие<sup>368</sup>.

От 2009 г. БНБ прие „Ръководни принципи на политиката по възнагражденията”. Съгласно европейската практика, контролираните дружества в България трябва да създадат комитет по възнагражденията или друг подобен комитет, който се отчита пред надзорния съвет или съвета на директорите. Обект на комитета е висшия ръководен персонал, служителите, които поемат риск и лицата изпълняващи контролни функции. Спрямо лицата заети с контролни функции се предвиждат адекватни възнаграждения, които позволяват привличането и задържането на квалифицирани кадри.

Нов момент в българската практика е банковите ръководители да разширяват групата в друг финансов сектор, различен от инвестиции и застраховане. Техният мотив е създаване на контролирано дружество, гарантиращо постоянни, законово-изискуеми вноски. Създадоха се финансови подгрупи, заместващи традиционното банкиране по влогонабиране. Например регистриране на здравноосигурително дружество и пенсионноосигурително дружество. Друг пример е регистриране на животозастрахователно дружество, като алтернатива на банковия депозит, поради данъчни преференции.

От своя страна, българските подгрупи изискват сливане на ръководния състав. Част от ръководителите на групи, станаха верижни директори: член на надзорния съвет в компании от строителството и недвижими имоти, в които значими вложения. Въвеждане на нови условия за всички новоотпуснати жилищни кредити - заемите вече са придружени от задължителна застраховка "Живот и безработица", която ще се предлага в партньорство със застраховател.

Поради засилване активността на банките по изнасянето на дейност, включително на трансгранична основа, както и свързаната с това необходимост от

---

368 Basel Committee on Banking Supervision. The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability. Bank for International Settlements, Basel, BIS Papers №4, 2001.

ефективен и разумен надзор, Комисията на европейските банкови надзорници въведе указания за изнасяне на дейности, с цел хармонизиране на различните подходи в националните правни рамки на държавите-членки. От 2009 г., съгласно приетото от БНБ „Указание за изнасяне на дейности”, отговорността за правилното управление на рисковете, свързани с изнесените дейности или с процеса по изнасянето им е задължение на ръководните лица на кредитната институция.

Общото събрание на акционерите на контролиращото предприятие избира водещ експерт-счетоводител за заверка годишния отчет на всички дружества от групата. Експерт-счетоводителите на контролирано дружество съвпадат с експерт-счетоводителите на контролиращото предприятие. Консолидираният отчет и самостоятелните финансови отчети на дружество, както и финансови отчети на самостоятелна основа на контролирано дружество, се проверяват и заверяват от контролиращото предприятие.

Еволюцията на експерт-счетоводителите започва с приемането на Закона за счетоводството. От 1992 г. Законът за банките и кредитното дело изисква заверка на годишния отчет от двама експерт-счетоводители. Поради социалните функции на банките, при участието на експерт-счетоводителите в корпоративното управление е наложено ограничение: общото събрание на акционерите избира експерт-счетоводители от списъка на БНБ (около 18 фирми бяха посочени от Централната банка за одит). Експерт-счетоводителите са длъжни да уведомяват БНБ за нарушения при нормалното функциониране на одитираната банка. Законът за застраховането, 1996 г., въведе аналогично изискване за застрахователите: заверка на годишния отчет от двама експерт-счетоводители измежду дипломираните експерт-счетоводители, утвърдени от Държавен застрахователен надзор. Експерт-счетоводителите са длъжни да уведомяват надзорния орган при нарушение на закона от одитирания застраховател.

С приемането на Споразумение за паричен съвет, се разреши на чуждестранни експерт-счетоводители да извършват одит на местни банки. Всички експерт-счетоводители, резиденти и нерезиденти, трябва да бъдат специализирано предприятие, т.е. юридическо лице.

С подготовката за членство в ЕС бяха въведени нови изисквания относно експерт-счетоводителите. Те трябва да уведомяват надзорния орган за действия на

ръководители, причиняващи вреди на застрахователя и на потребителите на услуги. Банките са длъжни предварително да съгласуват с БНБ избора на експерт-счетоводител. Допълнителен момент от подготовката за членство бе замената на Националните счетоводни стандарти с Международните счетоводни стандарти<sup>369</sup>. Моментът даде възможност българските финансови компании да бъдат оценявани от международна гледна точка. Разликата между двата счетоводни стандарти може да бъде наблюдавана в Годишния отчет на „Булбанк“ АД за 2001 г. (Приложение 4.1, 4.2.). В зависимост от счетоводните стандарти нетната печалба на банката варира от 179 млн. лв. до 63 млн. лв., съответно по националните и международните счетоводни стандарти.

Съществени промени в статуса на експерт-счетоводителите бяха предприети след приемане на България за член на ЕС. Прилагането на европейските директиви<sup>370</sup> премести напред във времето заверката на годишни отчети с около месец поради тяхната субординираност. В Международен счетоводен стандарт С27 “Консолидирани и самостоятелни финансови отчети” датите на самостоятелния финансов отчет на контролирано дружество трябва да съвпадат с отчетната дата, на която е изготвен консолидирания финансов отчет на контролиращото предприятие.

Датата на изготвяне и заверка на годишни отчети е от ключово значение на корпоративното управление. До момента на изготвяне на консолидираните финансови отчети се определят акционерите, които упражняват контрол. Финансовите отчети на самостоятелна основа се представят на надзорния орган до 30 март следващата година, а консолидираните отчети за застрахователни групи – до 30 юни. Банките и банковите групи представят на БНБ финансови отчети, които отразяват финансовото им състояние както поотделно, така и на консолидирана основа. Банките, които са дъщерни дружества в банкова група, финансов холдинг или холдинг със смесена дейност, представят на БНБ консолидираните финансови

---

369 „Зад символите, героите и ритуалите в счетоводството стоят ценностите. Колкото по-малко една дейност е обусловена от техническа необходимост, толкова повече тя се ръководи от ценностите и се влияе от културните различия. Счетоводството е поле, в което техническите задължителности са слаби – историческите условности са по-важни за него от природните закони. Така е логично счетоводните системи и начините, по които се използват, да зависят от националната култура.” Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 219.

370 Директива 86/635/ЕИО на Съвета относно годишните финансови отчети и консолидираните финансови отчети на банки и други финансови институции и Директива 91/674/ЕИО на Съвета относно годишните финансови отчети и консолидираните финансови отчети на застрахователните предприятия.

отчети на групата или холдинга, в които участват. За по-голяма прозрачност банките публикуват на всеки 6 месеца най-малко в един централен ежедневник счетоводен баланс и отчет за приходите и разходите, които за разлика от годишните отчети може да не са заверени от експерт-счетоводители.

Съгласно европейската практика, в България едно и също лице не може да извършва одит на една и съща банка за период, надхвърлящ 5 последователни години. Ротацията на експерт-счетоводителите има за цел повишаване прозрачността на взаимоотношенията между финансови компании и експерт-счетоводители.

На експерт-счетоводителите бяха вменени нови сигнални функции. Те трябва да информират незабавно и в писмена форма БНБ за всички обстоятелства, които са им станали известни в хода на проверката и които: представляват нарушение на законите, подзаконовите нормативни актове и актовете на БНБ, които регулират банковата дейност; засягат или могат да доведат до засягане нормалното функциониране на банката; водят или биха могли да доведат до ситуация, при която банката няма да е в състояние да изпълнява своите парични задължения; са свързани с действия на администратор на банката, които причиняват или могат да причинят значителни вреди на банката или на нейни клиенти; са свързани с неверни или непълни данни в отчетите и докладите, които банките редовно представят в БНБ.

Създаването на Комисията за публичен надзор над регистрираните одитори. Обновяването на нормативния акт се налага заради приемането на Директива 2006/43/ЕО, чиято цел е да се уеднаквят минималните задължителни изисквания за извършване на независимия финансов одит. Комисията за публичен надзор над регистрираните одитори включва едно лице, предложено от управителя на Българската народна банка и едно лице, предложено от председателя на Комисията за финансов надзор.

От друга страна, на експерт-счетоводителите бяха дадени правни възможности да извършват професионално дейността си. Те не носят отговорност за нарушаване на съответните законови или договорни условия за запазване на конфиденциалност в случаите, когато по реда на този закон добросъвестно са предоставили информация на БНБ.

В правната теория бе предвиден частен случай: независим одит по нареждане на надзорния орган. При осъществяване на надзорните правомощия БНБ може да назначи извършването на оценка на активите на банката от независими експерти и да

изиска от банката да отрази резултатите от оценката във финансовите или надзорните си отчети.

Надзорните органи са Българската народна банка и Комисията за финансов надзор. Към надзорните органи следва да се отнася Постоянната комисия, създадена между БНБ и КФН, за надзор върху междусекторни групи. Разделението на отговорностите между тези два регулаторни органа е определено в Меморандум за разбирателство, подписан през 2003 г., и общото разбиране е, че те добре координират своите дейности една с друга.

Допълнителни надзорни органи се определят от конкретна ситуация, предвидена в законите. Към тях се отнасят: Комисия за защита на конкуренцията, Агенция за следприватизационен контрол, съдебни органи.

Целите на надзорния орган са многоаспектни, както на микрониво, така и на макрониво. Те могат да се групират в защита на клиентите и в защита на финансовата система. В Закона за Българската народна банка, 1991 г., целите на надзора са поддържане на стабилността на банковата система. Няколко години по-късно, от 1997 г., действията на БНБ са в съответствие с принципа на отворената пазарна икономика, при свободна конкуренция, като подкрепя ефективното разпределение на ресурсите. Подобни цели са заложили за КФН в Кодекса за застраховане, 2005 г., за стабилен, прозрачен и ефективен застрахователен пазар.

Надзорният орган определя корпоративното управление на финансови компании. Той следва да се разглежда като алтернатива на корпоративното управление, а не като допълнение.

Надзорният орган конституира и контролира участниците в корпоративното управление. На етапа на лицензиране надзорният орган следва да се убеди, че акционери с над 5% не застрашават надеждността и сигурността на банка. Друго влияние, което надзорният орган оказва върху акционерите, е чрез временна забрана за разпределяне на дивидент и нареждане на акционер с над 10% да прехвърли акции. По отношение на ръководния състав, надзорният орган одобрява лицата, избрани от общото събрание на акционерите. При рискови действия и застрашаване надеждността и сигурността на банка, надзорният орган има право да освободи

ръководител. Освен това надзорният орган може да иска назначаване на външен одитор, като разходите за допълнителния одит са за сметка на дружеството.

Освен финансовите компании, лицензирани у нас, БНБ упражнява надзор върху дейността на клонове на чуждестранни банки. По отношение на банки, банкови групи, финансови холдинги, БНБ упражнява консолидиран надзор.

В рамките на ЕС извършването на дейност зад граница се извършва чрез: взаимно признаване на лиценз, издаден в ЕС; право на установяване (клон); при условията на свободата на предоставяне на услуги.

От гледна точка на надзора капиталовата структура на финансова група е огледало на капиталовата структура на нейните контролирани дружества. Капиталът се влага отгоре-надолу по структурата, а надзорът се извършва отдолу-нагоре.

Съгласно европейската практика надзорът на дъщерни банки се извършва от приемащата държава, а на дъщерно застрахователно дружество – от изпращащата държава. Основните банки и застрахователи в България са дъщерни дружества на значими европейски компании. Втора Банкова директива дава право на надзорния орган на дъщерно дружество да осъществява контрол, допълнителен към надзорния орган на контролиращото предприятие само в обществен интерес при неплатежоспособност. По критериите на Базел II общият капитал на мажоритарно-притежавано или дъщерно дружество от застрахователния сектор се разглежда на групова основа. При своята дейност надзорният орган разглежда дъщерни дружества от застрахователния сектор отделно от останалите дъщерни дружества. Целта на надзорния орган при подобно третиране е ограничаване на рискове от загуби на контролиращо предприятие от банковия сектор<sup>371</sup>. Основанието на надзорните органи за отделно регистриране по секторните правила е да се избегне „ефекта на зараза“: проблемите от една структурна бизнес единица (сектор/държава) да се прехвърлят в друга<sup>372</sup>.

---

371 Half, C. *Evolving Trends in the Supervision of Financial Conglomerates: A Comparative Investigation of Responses to the Challenges of Cross-Sectoral Supervision in the United States, European Union, and United Kingdom*. Harvard Law School. 2002.

372 Tripartite Group. *The Supervision of Financial Conglomerates: a Report by the Tripartite Group of bank, securities and insurance regulators*. Bank for International Settlements, Basel, BIS Banking paper №20, 1995.



В новата реалност функциите на надзорния орган се разшириха. При регистриране на дъщерно дружество се провеждат предварителни консултации между надзорните органи на изпращащата държава и на приемащата държава. В рамката на консултациите са включени въпроси за мажоритарните акционери на контролиращото предприятие, както и за репутацията и опита на ръководителите.

В България дейността на финансов холдинг или на холдинг със смесена дейност, който има банка за контролирано дружество, е обект на надзор на консолидирана основа, извършван от БНБ. Финансовите холдинги трябва да притежават адекватен собствен капитал в съответствие с изискванията, приложими за техните дъщерни дружества.

На допълнителен надзор подлежи застрахователно акционерно дружество, чието контролиращо предприятие е застрахователен холдинг или е застрахователен холдинг със смесена дейност. Дейността на финансов холдинг или на холдинг със смесена дейност, който има банка за дъщерно дружество, е обект на надзор на консолидирана основа, извършван от БНБ.

БНБ може да окаже влияние върху структурата на група<sup>373</sup>. На етапа на учредяване на банка, част от група или холдинг, БНБ трябва да бъде убедена, че това няма да затрудни осъществяването на надзор върху дейността ѝ. Изискват се данни за структурата на групировката, като тази информация ще включва описания на организационната и корпоративната структура на групата, както и на разпределението на акционерните участия в нея и на дъщерните ѝ дружества капитал.

В случай на непрозрачност на груповата структура, надзорният орган отказва издаване на лиценз.

Надзорът на застрахователи бе качествено променен от 2005 г. с приемане на Кодекса за застраховане. Надзорният орган отказва да издаде лиценз ако акционер с над 10% от собствеността, с дейността си или влиянието си върху вземането на

---

<sup>373</sup> При изключителни случаи, за спазване на нормативните изисквания, може да се насрочат повече от една дата за провеждане на общо събрание на акционерите. Например при вливането на „Хебросбанк“ в ТБ „Биохим“ бяха насрочени две възможни дати за общо събрание на акционерите на „Хебросбанк“: на 3-ти и 15-ти февруари 2005 г. Точната дата зависеше от хода на процедурата по одобрение на сделката от Комисията за защита на конкуренцията, БНБ и Австрийската централна банка. До месец Хеброс Банк сменя собственика си. Вестник „Монитор“, 27 Януари, 2005.

решение, може да навреди на дейността на застраховател. Създаването на групи, к непрозрачна и сложна структурата, се оценяват на етапа на лицензиране за свързаност на застрахователя с други лица, които затрудняват надзора. Между надзорните органи се извършва обмен на информация относно пригодността на акционерите, както и относно репутацията и професионалния опит на членовете на управителните и контролните органи в рамката на групата.

Създаването на групи чрез клон е основната стратегия за извършване на застрахователна дейност зад граница. Комисията за финансов надзор отказва да издаде лиценз за клон зад граница, ако предлаганата организационна структура на клона не осигурява неговото надеждно и стабилно управление. За управител на клон зад граница се прилагат същите изисквания, както при ръководителите на застраховател<sup>374</sup>.

Действията на надзорния орган създават „пазар на надзор”. Пазарът се изразява в конкуренция между отделните надзорни режими за свобода при избора на държава за регистрация и за подходяща структура<sup>375</sup>.

При своята дейност националните надзорни органи имат опортюнистично поведение. Мотивите им са увеличаване на капиталовите изисквания за контролирано дружество и деление на разходите по капитал с друга държава. В стремежа си за създаване на конкурентни позиции за националните финансови компании, действията на надзорните органи водят до ситуация за надпревара по занижаване на капиталовите изисквания, която влияе върху поведението на контролиращото предприятие<sup>376</sup>.

При извършване на надзор на финансова група се вземат предвид вътрешните модели на управление. За разумен надзор се сключва меморандум за разбирателство между надзорните органи. Подобна е практиката в България на основа на приетата „Политика на БНБ за междунадзорното сътрудничество между консолидиращия и приемащите надзорни органи”. Независимо от конкретния случай, отговорността за надзора е в консолидиращия орган. Рамката за сътрудничество следва да бъде

---

374 „Местните мениджъри приемат по-авторитарно управленско поведение в клоновете, дори ако началниците им на международно ниво имат стил, който разчита на равното участие на всички”. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 202.

375 Kane, E. Implications of superhero metaphors for the issue of banking powers. *Journal of Banking and Finance*. Volume 23, Number 2, February 1999, p. 663.

376 Dell’Ariccia, G., R. Marquez. Competition between Regulators and Credit Market Integration. University of Maryland. 2003.

неутрална, така че да не подтикват съществуващите групи към преструктуриране. Тази правна и регулаторна рамка има за цел да гарантира, че структурата на групите е прозрачна, което позволява, от една страна, на пазарните участници да установят и оценят взаимовръзките вътре в групата и, от друга страна, самите компании от групата да заемат адекватна пазарна експозиция и да имат реална представа за връзките в групата.

Надзорният орган, в определени случаи, е инициатор за създаване на холдингова компания. При предприятия майки в трети държави (извън ЕС и извън България) Българската народна банка или Комисията за финансов надзор, когато някоя от тях е координатор, прилага методи, осигуряващи ефективен допълнителен надзор върху поднадзорните лица във финансовия конгломерат. В тези случаи надзорният орган координатор може да поиска учредяването на финансов холдинг със смесена дейност със седалище в държава членка на ЕС и да приложи своите компетенции по отношение на поднадзорните лица във финансовия конгломерат, начело на който е този финансов холдинг.

За справяне с кризата, в края 2008 г. БНБ намали задължителните резерви на банките на няколко стъпки, с което им освободи финансови средства за 3 млрд. лв. Мотивът на надзорния орган била за насърчаване доверието във финансовата система и за облекчаване на ликвидността ѝ. Очакванията за използване на тези средства за кредитиране на националната икономика не се сбъднаха. На практика средствата бяха използвани за погасяване на задължения към чуждестранните банки-майки, предоставени след приемането на България за член на ЕС, за финансиране на дейността им у нас и формирания се риск за националния пазар, който остава извън еврозоната (Таблица 3).

Таблица 3. Риск за България от пренасяне на финансови проблеми от държави кредиторки<sup>377</sup>

Австрия			Германия			Италия			Франция		
Чехия	Румъния	Хърватска	Русия	Полша	Унгария	Полша	Хърватска	Унгария	Чехия	Русия	Румъния
62,5	54,6	43,5	2,9	2,8	2,0	25,4	15,7	13,0	2,8	2,8	1,8

Забележка 1: държавите от първия ред са държави-кредиторки;

Забележка 2: държавите от втория ред са държави с най-големи инвестиции;

Забележка 3: като риск от пренасяне на проблеми е приет иск.

377 Árvai, Z., K. Driessen, I. Ötker-Robe. Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe. IMF Working Paper WP/09/6. 2009.

Основният инструмент е създаване на защитна стена между отделните сектори за предпазване от пренасяне на риск между тях. Законът за застраховането, 1996 г., изисква правно разделение между застраховане и животозастраховане, което доведе до регистриране на две отделни акционерни дружества на една компания-майка. Търговските банки и застрахователните дружества започнаха предлагане на комбинирани услуги на договорна основа, като запазиха юридическата си самостоятелност. Съгласно нормативната уредба, инвестираните средства, придобити по застрахователни договори, както и собствените средства, се инвестират в страната. Мотивите за финансова стабилност допълнително усложни корпоративното управление в сектора. Чуждестранните застрахователи започнаха да извършват дейност в България чрез клон, а българските застрахователи се реструктурираха в холдингови групи: холдингова компания по общо застраховане и дъщерни дружества по животозастраховане.

Подобна ситуация, преобладаващо присъствие на холдингови групи, се констатира в банковия сектор от началото на прехода. За консолидиране, реструктуриране и приватизация, бе създадена „Банковата консолидационна компания“. Нейната структура е обикновен холдинг, т.е. упражнява правата на собственост от името на държавата, но без да участва в управлението на банките. Тъй като създаването на БКК е след създаването на банките, тя се определя като вторично дружество спрямо банките, за разлика от европейската практика където първо се създава холдингова компания и се създават дъщерни дружества за разпределяне на риска. Основният резултат от дейността на БКК е сливане на специализирани банки с търговски и обединяване между регионални търговски банки. БКК успя да консолидира и приватизира търговските банки, но не успя да ги реструктурира, което определи корпоративното управление на българските банки с чуждестранна собственост. Практиката отчете добри резултати от консолидацията по регионален принцип, докато секторният подход пренесе финансовите затруднения върху новосъздадените банки и необходимост от тяхната приватизация на чуждестранни инвеститори. По този начин в българската практика бе имплементирано корпоративното управление на чуждестранното контролиращо предприятие и критериите за надзор на изпращащата държава. В качеството на пример трябва да се посочи подготовката и реализацията на приватизация на

Държавната спестовна каса, при която държавата гарантира за финансовата компания за период от три години в нарушение на пазарните принципи.

С приемането на България за член на ЕС бе приет нов инструмент: за взаимно признаване на агенция за външна кредитна оценка. Съгласно Директива 2006/48/ЕО ако дадена агенция за външна кредитна оценка бъде призната за приемлива от компетентните власти на дадена държава-членка, компетентните власти на други държави-членки могат да признаят тази за приемлива, без да извършват свой собствен процес на оценка.

Всяко предприятие, извършващо дейност от обществен интерес, създава одитен комитет. Той се избира от общото събрание или от едноличния собственик на капитала на предприятието, извършващо дейност от обществен интерес. Общото събрание или едноличният собственик на капитала определя мандата и броя на членовете на одитния комитет. За членове на одитния комитет не могат да бъдат избирани членове на управителни органи. "Предприятия, извършващи дейност от обществен интерес" са: кредитни институции; застрахователи, презастрахователи, здравноосигурителни и пенсионноосигурителни дружества.

### 3.2. Прилагане на националните практики на ниво Европейски съюз

Еволюцията на корпоративното управление на финансови групи се счита като еднопосочна. Контролиращите предприятия от държави с пазарна икономика създаваха дъщерни дружества и клонове в държави с икономики в преход. Практиките по корпоративно управление следваха структурата на групите.

Международната търговска камара проведе през 2007 г. кръгла маса за корпоративното управление в Източна Европа<sup>378</sup>. В първата половина на 1990-те години капиталовият пазар на Източна Европа се характеризира с липса на опит, както за ръководители, така и за миноритарни акционери. Спазването на принципите е доброволно и не се прилага, тъй като не е в интерес на компаниите.

---

378 International Chamber of Commerce. ICC 4th Corporate Governance Roundtable, 18 April 2007, Prague.

Концентрираната собственост в региона е затруднение за инвеститорите. Ръководителите играят с принципите, но без да ги спазват, подобно на box-ticking.

Корпоративното управление на непублични компании не зависи само от дейността, но и от държавата, за да се възползва от икономии от мащаба. Въпросът е как се упражнява контрол над ръководители и акционери със слаби резултати. Контролиращите акционери си запазват правото да назначават и освобождават ръководителите без да е ясен механизмът за номиниране. При непублични компании ръководството е дългосрочно на основата на системата „един човек-цялата власт“.

Държавите от Източна Европа копираха практиката на ЕС, но като цяло субординираността е решаваща. Банките са по-активни при навлизане в други сектори, което доведе до национални банкови субгрупи. Управленската структура е основно двустепенна структура, като членовете на надзорния съвет са лица от контролиращото дружество. Верижните директори бяха обосновани с необходимостта от повторно сертифициране в приемащата държава и и.от икономия на ръководни ресурси. В задължителен елемент се превърна наличието на комитет по одита.

След приемането на нови членки в ЕС еднопосочността се замени с двупосочност. Основните фактори са законната уредба и надзорният режим. Интеракцията доведе до динамика в практиките по корпоративно управление в държави, които са разположили контролирани дружества зад граница.

Държавите от ЕС-15 са представени в новоприсъединените държави предимно чрез дъщерни дружества, отколкото с клонова мрежа, поради четири фактора<sup>379</sup>. Първият фактор е свързан с придобиване на собственост по програми за приватизация. Второ, предпочитанията за инвестиции и реструктуриране на неефективни местни финансови компании пред създаване на нови структурни бизнес единици, които да се конкурират с местните компании<sup>380</sup>. Трето, дейността в новоприсъединените държави е насочена към банкиране на дребно и търговско банкиране, които изискват познания за местния маркетинг. Четвърто, местните изисквания имат незначително влияние поради процеса по единна политика за надзор.

---

379 Baudino, P., G. Caviglia, E. Dorrucchi, G. Pineau. Financial FDI to the EU Accession Countries. Directorate General International and European Relations. 2004.

380 Focarelli, D., A. Pozzolo. The Determinants of Cross-Border Bank Shareholdings: an Analysis with Bank-Level Data from OECD Countries. Banca d'Italia, № 381, 2000.

В зависимост от решенията за регистриране на контролирано дружество, контролиращите предприятия биват две категории. Глобални компании, които определят новоприетите държави като важен сегмент на тяхната международна дейност поради естеството им на икономики в преход и бъдещи членове на еврозоната (например Германия и Полша по стратегията „следвай клиента“). Втората категория са компании от съседни държави, търсещи разширяване в новоприетите държави като естествено разширяване на своя пазар (Австрия и Вишеградските държави - Чехия, Унгария, Полша и Словакия).

Корпоративното управление в Източна Европа приема германския модел на универсална банка поради историческото развитие на сектора. След процеса на приватизация на банките само те имаха капацитета да уредят старите кредити от държавните предприятия като собственици и кредитори чрез участие в надзорния съвет на кредитополучателите<sup>381</sup>. Преходът от централното планиране към пазарна икономика определи универсалните банки като единствения начин да се стимулира спестяването и дългосрочното кредитиране. Директният надзор в Източна Европа даде възможност за регистриране на застрахователната дейност в отделно дъщерно дружество<sup>382</sup>.

С пълноправно членство в ЕС, държавите от Източна Европа започнаха да оказват влияние върху корпоративното управление на Западна Европа. Правителствата на предприятия-майки изработиха правила за спасяване на финансовия сектор и наложиха ограничения, средствата да не бъдат използвани за подпомагане на задгранични дъщерни дружества. Ограниченията понижиха доверието към предприятията-майки.

Акционерите започнаха да придобиват собственост в Източна Европа поради очаквания ръст в икономиките след присъединяването им към ЕС (Графика 9). Трансграничната собственост на активи се диверсифицира и се стабилизират

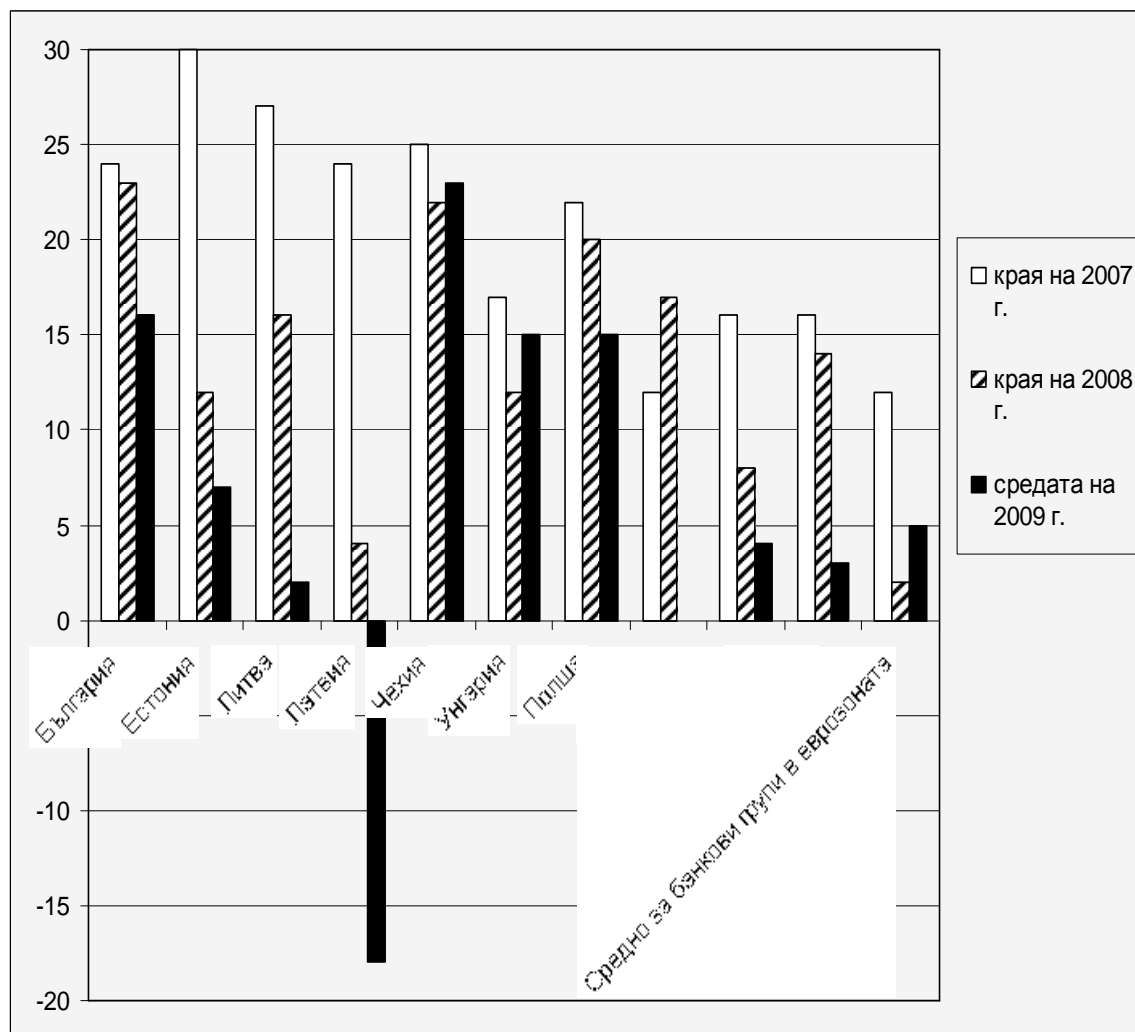
---

381 Rostowski, J. Banking reform in Central Europe and the Former Soviet Union. Central European University Press, 1995, Budapest, p. 28.

382 Boot, A., S van Wijnbergen. Banking Reform and Regulatory Design Issues in Eastern Europe. University of Amsterdam. 1994.

приходите от асиметрични шокове<sup>383</sup>. За увеличаване благосъстоянието на акционерите може да се съди по увеличеното съотношение кредити-депозити в Източна Европа от края на 2007 г.

Графика 9. Възвръщаемост на собствения капитал в банковия сектор на новите държави членки на ЕС<sup>384</sup>.



Контролиращите акционери са оценявани по техните действия за задгранично дъщерно дружество. Чуждестранната собственост освен положителните страни, като увеличаване на конкуренцията, има и недостатъци. Един от тях е зависимостта на националната икономика от чуждестранни шокове. Ще разгледаме външното въздействие върху финансовата система на България чрез три международно приети критерии.

383 Galesi, A., S. Sgherri. Regional Financial Spillovers Across Europe: A Global VAR Analysis. IMF Working Paper WP/09/23. 2009.

384 European Central Bank. Financial Stability Review. ECB, December 2009.



Привлекателността на държавите за придобиване на собственост се определя с индекса „EM20” на „PricewaterhouseCoopers”<sup>385</sup>. България се нарежда на пета позиция сред най-привлекателните пазари от развиващите се страни за инвестиции в сектора на услугите. Според индекса „златният триъгълник“ за чуждите инвеститори се определя от потенциала на България, Сърбия и Румъния.

Паралелно с навлизането на чуждестранна собственост, се формира зависимост на националната финансова система от външно влияние. Според „Standard & Poor’s” чуждите банки са канал, по който могат да се "внесат" външни шокове и кризи. България е сред най-заstraшените от криза заради големия процент на чужда собственост в банковата си система, със степен на защита едва 18%. По-слабо защитена от България е само Сърбия (7%). Най-големи буфери имат икономиките на Естония (54%), Чехия (54%) и Литва (41%).

Международната практика изисква от мажоритарния акционер да гарантира чуждестранно дъщерно дружество с финансова подкрепа. Тя се определя с рейтинга „Подкрепа” на агенция „Fitch”. Скалата на рейтинга „Подкрепа” е от 1 до 5 като 1 е най-висок, за гаранции и финансови ангажименти при криза.

При дефицит в контролирано дружество, основно правило е задължението да се поеме от контролиращо предприятие. Характерно за корпоративното управление на контролирано дружество е наличието на гаранция под формата на договор, с която контролиращо предприятие гарантира пред трети лица за платежеспособността на контролирано дружество (Keerwell Agreement). Пред надзорен орган на чужда държава контролиращо предприятие потвърждава чрез писмо за подкрепа (Comfort Letter). Надзорният орган следи при прехвърляне на капитал (all-round capital) от един сектор в друг да не се нарушава капиталовата адекватност.

Практиките по корпоративно управление на държавите от Източна Европа промени акционерния състав на контролиращите предприятия. В контролирано дружество има две нива на агентски проблем между акционерите на контролиращото предприятие и на контролираното дружество<sup>386</sup>. От гледна точка на агентския проблем се взема решение за еднолично притежавано дружество и

---

385 Balancing Risk & Reward. The PricewaterhouseCoopers EM20 Index. June 2008.

386 Baek, H. Parent-Affiliate Agency Conflicts and Foreign Entry Mode Choice. *Multinational Business Review*, 2003, Fall.

съвместно предприятие. За държави в преход формата на съвместно предприятие се прилага за придобиване на опит от пазара на приемащата държава<sup>387</sup>.

Модернизацията на банковия сектор в Полша бе извършена чрез приватизация. Контролиращите акционери са големи западноевропейски банки, но националните дъщерни банки запазиха публичния си характер на фондовата борса<sup>388</sup>. Централните банки на Чехия и Словакия преди приватизация извършиха одит чрез 6-те големи одитни компании и постигна стимулиране със западни банки.

След приемане на България в ЕС надзорните органи контролират подходящността на мажоритарните акционери.

С началото на кризата от 2007 г. БНБ получи писмените уверения на контролиращите предприятия, че последните ще продължат да финансират българските си контролирани дружества. В средата на 2008 г. БНБ отказа лиценз за регистриране на нова банка, „Финансия банк”, с аргумент за липса на мажоритарен акционер-голяма банка, лицензирана в страна от Европейския съюз.

Други държави предприеха мерки по увеличаване капитала на дъщерни дружества чрез привличане за акционери на международни организации. Европейските банки с дъщерни дружества в Румъния потвърдиха ангажименти да запазят присъствието си в страната и да увеличат капитала на своите клонове. За целта Румъния получи кредит от 20 милиарда евро от МВФ, ЕС, СБ и Европейската банка за възстановяване и развитие.

Ръководителите балансират интересите на акционерите на контролирано дружество и на акционерите на контролиращо предприятие. За целта ръководителите на контролиращо предприятие разработват политика за координация в междусекторна група. Разумна политика на надзорния орган позволява на ръководителите на контролиращо предприятие да приемат подобна политика.

---

387 Hennart, J. The Transaction Costs Theory of Joint Ventures: An Empirical Study of Japanese Subsidiaries in the United States. *Management Science*, 1991, № 37, p. 483.

388 Bednarski, P., J. Osinski. *Financial Sector Issues in Poland*. European Central Bank, Frankfurt am Main, July 2002, P. 176.

Надзорът потвърждава избора на ръководители на контролираното дружество, извършен от акционерите на контролиращото предприятие. За целта надзорният орган извършва тест за пригодност: компетентност да изпълняват задълженията и степента на интегрираност. Тестовете се прилагат за ръководители на други лица в група, ако упражняват значимо или контролно въздействие на оперативността на регулираните лица. Тези тестове се отнасят за надзорния съвет и за директорите при едностепенна система. Тестовете се прилагат за останалите ръководители (управителен съвет, изпълнителни директори от съвета на директори), само ако имат значимо влияние при дейността на регулирани лица.

Субординираността на ръководителите на контролирано дружество води до насрещна реакция. Ръководният състав на контролиращо предприятие се разширява като включва мениджъри, които са специалисти по даден сектор или държава.

Нов момент в корпоративното управление е интегрирана мениджърска структура. Ръководители от Източна Европа заемат ключова позиция в компаниимайка с познанията си по рисковете и надзорни изисквания.

В България субгрупите включват голям брой дружества поради необходимостта от различни лицензи. Например от 2008 г. здравните компании са задължени да се лицензират като застрахователни компании.

Субординираността на Източна Европа определя ограничена роля на експерт-счетоводителите в корпоративното управление. Контролиращото предприятие в Западна Европа избира ключов одитор за цялата група. Заверката на годишните отчети се извършва на единична основа от местен клон на ключовия одитор, а консолидирания отчет – от ключовия одитор.

След приемане на България в ЕС отпадна списъка на одобрените одитори от БНБ. Независимо от този факт, голяма част от одиторите са местни филиали на Голямата четворка („КПМГ”, „Прайсуотърхаускупърс”, „Ърнст и Янг”, „Делойт”). Някои автори препоръчват на одиторските компании да се разширяват зад граница чрез клонове поради ограничен културен риск<sup>389</sup>.

---

389 „Културата на клоната ще съдържа национални елементи (ценности) и корпоративни елементи (практики)”. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 316.

Членството на България в ЕС дава възможност за участие при определяне на надзорния режим на паневропейско ниво. Министрите на Икономическия и социален комитет предприеха дискусии с националните надзорни органи преди въвеждане на Платежоспособност II. В процеса на дискусиите бе отчетена позицията на България за запазване правомощията на местните надзорни органи по отношение на контролираните дружества и ограничаване размера на груповата подкрепа.

Надзорните органи разделят действията си и поделят отговорността си върху трансгранична дейност. Надзорните органи на контролирано дружество извършват надзор на самостоятелна основа за капиталова адекватност в приемащата държава по секторни правила. Те упражняват своите функции в зависимост от дела на собственост на контролиращото предприятие. При упражняване на контрол над 20% надзорът се извършва на самостоятелна основа от надзорния орган по регистрация и на консолидирана основа от надзорния орган на контролиращото предприятие<sup>390</sup>. В първия случай надзорният орган проверява нерегулирано контролиращо предприятие за възможностите му да обслужва финансови задължения на контролирано дружество<sup>391</sup>.

Националните надзорни органи оказват влияние върху надзорните органи на останалите държави от ЕС. В „Политика на БНБ за междунадзорното сътрудничество между консолидиращия и приемащите надзорни органи“ националният надзорен орган посочва необходимост от по-нататъшно развитие на цялостен, рисково-базиран и координиран подход към надзорния процес. Мотивът за новото развитие е в отговор на динамичното развитие на финансовите пазари през последните години и променящата се структура на банковите групи и системи в Европейското икономическо пространство. Нарастващата централизация на управлението на риска, определя участието на надзорните органи на паневропейско ниво.

За оценка уместността и адекватността на организационната структура на дадена банкова група и на нейните акционери се прилагат директно Общите

---

390 Basel Committee on Banking Supervision. Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors: A Survey. Basel, 2002.

391 Basel Committee on Banking Supervision. Supervision of financial conglomerates. Consultation documents. Basel, 1998.

принципи за трансгранично сътрудничество и в пълна степен винаги когато БНБ и друг надзорен орган извършват надзор на дружества от трансгранична група.

В основата на трансграничния надзор са насоки за трансгранично междунадзорно сътрудничество за надзорни органи на международни групи от Базелския комитет по банков надзор<sup>392</sup>. Директивата за капиталовите изисквания разширява базелските принципи, като ясно определя правата и задълженията на консолидиращия и приемащите надзорни органи по отношение на дъщерните дружества и клоновете.

Споразуменията за сътрудничество относно надзорния процес върху банковите групи трябва да: са прозрачни за групата, обект на надзор. Консолидиращият надзорен орган е отговорен за информирането на компетентните ръководни лица на групата относно цялостните споразумения за надзор над групата. Същевременно приемащите надзорни органи информират своите лица за контакт за въпросите, засягащи дружествата, обект на надзор; са неутрални по отношение на бизнес модела и структурата на банковата група;

За разлика от международните рейтинги, европейските директиви определят финансовото състояние на контролиращите дружества от икономическите показатели на приемащата държава. Съгласно Споразумението Базел II дъщерните дружества получават рейтинга на тяхната приемаща държава, а не на държавата на контролиращото предприятие<sup>393</sup>. С членството в ЕС България може да оказва значително влияние върху структурата и корпоративното управление на трансграничните групи.

Последствията от кризата доведоха до оттегляне на задгранични дейности. Показателен е случая с Исландия. Исландските банки „Kaupthing“, „Landsbanki“ и „Glitnir“ извършваха дейност чрез клонове във Великобритания и Нидерландия под надзора на исландската централна банка. Законодателството на Великобритания и Нидерландия гарантираше индивидуални влогове, съответно до 50 хил. и 100 хил.

---

392 Българска народна банка. Основни принципи за трансгранично въвеждане на новото споразумение (август 2003) и Принципи за признаване на капитала от изпращащите и приемащите надзорни органи при използване на усъвършенствани подходи за измерване на операционен риск (януари 2004). БНБ, С., 2009.

393 Basel Committee on Banking Supervision. The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability. Basel, BIS Papers №4, 2001.

евро, вместо до 20 хил. евро, сумата, фиксирана в исландското и европейското законодателство.

След кризата правителството на Исландия поема пълен контрол над банковия сектор. Правомощията на правителството включват национализация на банките, принудително сливане, сменя на водещите им ръководители и определяне на граници за работните им заплати. Първата предприета стъпка е продажба на задгранични клонове.

Друга стъпка на правителството е молба за членство в еврозоната. Целта е замяна на националната парична единица срещу финансова помощ за стабилизиране на националната икономика. Отговорът на Европейската комисия е еднозначен: членство в еврозоната е възможно само след членство в ЕС. От 1994 г. Исландия има подписано споразумение с ЕС за Европейско икономическо пространство, което даде възможност за достъп до единния европейски пазар без членство в ЕС. Опасенията на Исландия от пълноправно членство в ЕС са загуба на контрол над риболова.

Освен правителството на Исландия, друг основен участник в реструктурирането на финансовите групи са пенсионните фондове. Качеството им на контролиращи акционери в банките ги мотивира да настояват за присъединяване към еврозоната. Профсъюзната Асоциация на пенсионните фондове е заявила пред правителството, че пенсионните фондове са готови да преместят финансите си от чужбина обратно в исландски банки.

Оттеглянето на исландските банки от задгранична дейност създаде предпоставки на други финансови компании да запълнят дейността. Например българската „Централна кооперативна банка” смята да придобие македонската „Статер Банка” от сегашния собственик - исландската „Milestone EHF”. Към края на 2009 г. ЦКБ притежава дялове в македонските „Силекс банка” и „Пощенска банка”, придобити чрез изкупуване.

Инструмент за привличане на чуждестранна собственост е намаляване на данъчната тежест. През 2008 г. кипърският презастраховател „Дженерали” (съвместно предприятие като холдинг между италианската „Assicurazioni Generali” и чешката „PPF Group”) се пререгистрира в България.

Трансграничната дейност има необходимост от допълнителна информация за акционери и структури под чуждо законодателство. Всеки национален надзорен орган поддържа списък и отразява промени в него за лицата под надзор. Той се подава и актуализира от ръководителите на контролиращо предприятие. За икономия на подаваната информация, данните се обменят между надзорните органи.

\* \* \*

Ролята на всяка държава във финансовите групи определят перспективите за корпоративно управление. България има субординирана роля, което определя присъствието на чуждестранни групи чрез дъщерни дружества и клонове. Перспективите за България са определени от ключови моменти в икономическото развитие: преход към пазарна икономика; сключване на Споразумение за паричен съвет; пълноправно членство в ЕС; бъдещо членство в Европейското икономическо пространство.

Противоположната тенденция е субординираните дружества от Източна Европа да влияят върху контролиращото предприятие от Западна Европа. Рискът на контролиращото предприятие се определя в зависимост от участието в контролирано дружество. При увеличаване на участието, рискът на контролираното дружество се повишава.

Еволюцията на корпоративното управление на финансови групи в България има три специфични черти: етатизъм; протекционизъм; прилагане на германска практика на българска почва.

Основните финансови компании са чуждестранни, еднолично притежавани контролирани дружества. Контролиращите предприятия са основно от Европейското икономическо пространство. Навлизането в местния пазар е мотивирано от прехода към пазарна икономика, процесът на приватизация и следствие от приемането на България за член на ЕС.

С развитието на пазарната икономика се увеличи концентрацията на собственост, подобно на фамилната собственост, и намали прозрачността. Отделяне на контрола от собствеността промени модела „принципал-агент” и свързания с него агентски проблем. Основният конфликт е между мажоритарни и миноритарни

акционери. Международната общност констатира неефикасност на механизмите на корпоративното управление за защита на миноритарните акционери<sup>394</sup>.

Акционерите са предимно чуждестранни собственици. Динамиката на акционерите във финансовия сектор бележи два етапа. На първия етап мотивите на чуждестранните акционери са свързани с процеса на приватизация, продажба и прихващане на външен дълг. На втория етап, след приемането на България за пълноправен член на ЕС, мотивите се определят от очакванията за икономически растеж и свързаните с него печалби. Динамиката на акционерния състав се определя от промените в законодателството.

Ръководителите се определят от приетата френска правна доктрина. Тя предвижда диспозитивна норма между двустепенна и едностепенна управленска структура. В края на 2009 г. финансовите компании са предимно с двустепенна система. Нов момент в българската практика е банковите ръководители да разширяват групата в друг финансов сектор, различен от инвестиции и застраховане. Техният мотив е създаване на контролирано дружество, гарантиращо постоянни, законово-изискуеми вноски. Създадоха се финансови подгрупи, заместващи традиционното банкиране по влогонабиране.

Експерт-счетоводителите на контролирано дружество съвпадат с експерт-счетоводителите на контролиращото предприятие. Общото събрание на акционерите на контролиращото предприятие избира водещ експерт-счетоводител за заверка годишния отчет на всички дружества от групата. Създаването на Комисията за публичен надзор над регистрираните одитори към КФН.

Надзорният орган следва да се разглежда като алтернатива на корпоративното управление, а не като допълнение. Надзорният орган конституира и контролира участниците в корпоративното управление.

Инструментът е създаване на защитна стена между отделните сектори за предпазване от пренасяне на риск между тях. Законът изисква правно разделение между застраховане и животозастраховане.

Еволюцията на корпоративното управление на финансови групи е еднопосочна. Контролиращите предприятия от държави с пазарна икономика създаваха дъщерни дружества и клонове в държави с икономики в преход. Практиките по корпоративно

---

394 Европейска банка за възстановяване и развитие. Стратегия за България. ЕБВР, 2008.



управление следваха структурата на групите. Държавите от Източна Европа копираха практиката на ЕС, но като цяло субординираността е решаваща. Управленската структура е основно двустепенна структура, като членовете на надзорния съвет са лица от контролиращото дружество.

След приемането на нови членки в ЕС еднопосочността се замени с двупосочност. Основните фактори са законовата уредба и надзорният режим. Интеракцията доведе до динамика в практиките по корпоративно управление в държави, които са разположили контролирани дружества зад граница.

Корпоративното управление в Източна Европа приема германския модел на универсална банка поради историческото развитие на сектора. С пълноправно членство в ЕС, държавите от Източна Европа започнаха да оказват влияние върху корпоративното управление на Западна Европа.

Стратегията за създаване на контролирано дружество се прилага в страните от Източна Европа поради държавни програми за приватизация и стабилизиране на националната финансова система. Финансовите компании на държави в преход бяха придобити от контролиращи или мажоритарни акционери от „центъра”. В държавите от „периферията” се пренесоха видовете корпоративно управление на предприятията майки и техните експерт-счетоводители<sup>395</sup>. За държавите от периферията акционерните дружества са водещи при приемане на пазарната икономика и на принципите на корпоративно управление<sup>396</sup>.

Структурата на група е препоръчителна за новите членки на ЕС, тъй като в дългосрочен аспект дава възможност да се създадат значителни предимства при конкурентоспособност и адаптиране към променящите се икономически условия<sup>397</sup>. За целта, в краткосрочен аспект е необходим надзор за предотвратяване на структури, трудни за реструктуриране, и за защита интересите на акционери и

---

395 „Структурата център/периферия се обяснява чрез взаимодействие на икономическите сили и историческо развитие.” Krugman, P., M. Obstfeld. *International Economics: Theory and Policy*. HarperCollins, New York, 1994, p. 184.

396 „Без акционерно дело България ще бъде Азия в Европа”. Бочев, С. Акционерното дело в България. Съюз на акционерните дружества, С., 1925, публикувано в С. Бочев, *Капитализмът в България*. Издателство „Абагар”, Велико Търново, 1998, с. 397.

397 Hopt, K., K. Pistor. *Company Groups in Transition Economies: A Case for Regulatory Intervention?* Max-Planck-Institute. 2003.

инвеститори чрез изисквания за разкриване на информация за структурата и за правата на акционерите<sup>398</sup>.

Приемането на добрите практики по корпоративно управление ще направи икономиките на Източна Европа по-малко уязвими от компаниите-майка в Западна Европа<sup>399</sup>.

Специалисти на Европейската централна банка за новите страни на Евросъюза подчертават, че поради общата хармонизация на банковото законодателство вътре в Евросъюза води до преобразуване на дъщерни банки в клонове, особено в малки държави<sup>400</sup>. След началото на кризата от 2007 г. най-уязвими от ефекта на преливане се оказаха държавите от Източна Европа поради оттегляне на чуждестранните инвестиции.

Европейските практики по корпоративно управление изискват създаване на базов холдинг за контролирани дружества извън Европейската икономическа зона. Структурата на холдингова компания е приложима в Източна Европа поради възможностите ѝ за отделяне на рисковете между отделните държави. Съгласно Директивата за финансови групи надзорните органи следва да изискват създаване на холдингова компания, субординирана на финансова група. В състава на холдинга се включват контролирани дружества от държави извън Европейското икономическо пространство, а в състава на групата – контролирани дружества от държави членки на Европейското икономическо пространство. Чрез тази структура рисковите дейности се изнасят извън Европейското икономическо пространство, а холдинговата компания само управлява дейността на контролираните дружества, без да носи отговорност за предприетите рискове<sup>401</sup>.

---

398 „България бе най-независимата в стопанско отношение страна на Балканите преди войната. Днес тя е най-зависимата”. Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929, с. 325.

399 „Депресията от 1929 до 1934 година показва, че българската банкова система не е национална и зависи от чуждестранен капитал.” Чакалов, А. Банково дело. Издателство „Лито-печать”, С., 1940, с. 109.

400 European Central Bank. Banking structures in the New EU Member States. ECB, 2005.

401 „Разнообразието в средата, в която работи една фирма, трябва да отговаря на съответно вътрешно разнообразие”. Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001, с. 321.

След началото на кризата от 2007 г. се забелязва паралелен процес: връщане към корените. Контролиращите дружества от Западна Европа изтеглят капиталите от контролираните дружества в Източна Европа. В други случаи междусекторни групи, създадени през последното десетилетие по държавни програми, се реструктурират чрез отделяне на новите дейности и концентриране към традиционния сектор на финансова дейност. Сред аргументите в полза на подобен подход е фактът, че това ще позволи по-добро познаване на пазара и по-близки отношения с регулаторните органи. Не на последно място е и възможността в бъдеще банките да се възползват по-пълноценно от евентуални спасителни програми, когато това се наложи.

След началото на кризата от 2007 г. се забелязва и паралелен процес: връщане към корените. Процесът се изразява в реструктуриране на финансовите групи към първоначалните им дейности и държави. Контролиращите дружества от Западна Европа изтеглят капиталите от контролираните дружества в Източна Европа. В други случаи междусекторни групи, създадени през последното десетилетие по държавни програми, се реструктурират чрез отделяне на новите дейности и концентриране към традиционния сектор на финансова дейност. Сред аргументите в полза на подобен подход е фактът, че това ще позволи по-добро познаване на пазара и по-близки отношения с регулаторните органи. Не на последно място е и възможността в бъдеще банките да се възползват по-пълноценно от евентуални спасителни програми, когато това се наложи.

## Заклучение

Разгледаният период 1992-2009 г. е ключов за ЕС. По ирония на икономическата история, подобно на съпадението във времето на Декларацията за независимостта на САЩ и основоположният труд на А. Смит (1776 г.), през 2007 г. влезе в сила Директивата за финансовите конгломерати и започна финансовата криза. В същата година България бе приета за пълноправен член на ЕС.

Направеният анализ на тенденциите в корпоративното управление на финансови групи в ЕС и постигнатите резултати дават основание за следните обобщени изводи:

1. Целта на корпоративното управление се ограничава до постигането на нарастване на благосъстоянието на акционера. Кризата от 2007 г. уточни времевия отрязък: увеличаването благосъстоянието на акционера трябва да се разглежда в дългосрочен аспект. Краткосрочният хоризонт на инвестиционния избор се прилагаше при значителен риск. Голяма част от загубите бяха понесени от акционерите, с мотива за пасивното им участие при упражняване на правото си на глас при контрол над ръководителите. Новите изисквания към ръководителите потвърдиха ролята им за управление на акционерния капитал, но дългосрочно.

Корпоративното управление на финансови групи се определя от тяхната сложност и свързаност. Корпоративното управление на финансовите компании е различно поради тяхната функция на финансов посредник. Увеличаването на благосъстоянието на акционера може да навреди на благосъстоянието на обществото. Надзорният орган единствено има правомощия да намери баланса и да се намеси. Той е заместител на корпоративното управление, а не допълнение. Съществува важно съвременно взаимодействие между надзорен орган и финансови групи: развитието на финансови групи води до динамика на надзорните практики. За намаляване на агентския проблем и разходите по надзор, теорията изисква консолидиран надзор, огледален на структурата на финансовите групи.

При корпоративното управление на финансова група участват ограничен брой лица и се използват определен набор от инструменти (метода АРЕНИ). Всеки участник има мотиви за създаване на финансова група. Акционерите срещат

допълнителен агентски проблем между мажоритарни и миноритарни акционери, който се заключава в отклонение между правото на собственост и правото на контрол. Ръководителите имат мотиви за подобряване на увеличаване и са инициатори за създаване на финансова група чрез увеличаване мащаба на групата вместо увеличаване благосъстоянието на акционера. Експерт-счетоводителите, освен основната роля да намаляват информационната асиметрия, се явяват основен източник за резултатите по дейностите в различни сектори и държави. Надзорните органи одобряват структурата на групата за прозрачност на организационната структура. Инструментите имат за цел да се избегне “ефекта на доминото”: финансовата „зараза” да се прехвърли в друг сектор, съответно в друга държава.

Основният мотив за структуриране на финансова група е по схемата „външен стимул-вътрешна реакция”: извършване на дейност в друг сектор и държава. Външен участник в корпоративното управление е държавата, в лицето на надзорния орган. Международният опит е ноу-хау за прехода и повишаване конкурентоспособността на националната икономика.

Кризата възникна и се придоби глобален характер поради недостатъци на корпоративното управление. За разлика от кризата през 2003 г., която бе поради слабости в одита, и дефицитите на независимостта на корпоративния одит и липсата на еднообразни счетоводните стандарти в глобален мащаб, то кризата от 2007 г. посочи като недостатъци на корпоративното управление предприемане на голям риск от ръководителите, прилагане на високи възнаграждения въз основа на краткосрочни резултати и слаба активност на акционерите. Либерализацията от последните 20 години, дала почва за възникване на финансовите групи, бе заменена с пререгулация.

2. В ЕС създаването на финансови групи е провокирано от държавни и паневропейски програми. Политиките за финансова стабилност и конкурентоспособност на Европейското икономическо пространство определят практиките на Европейския съюз по корпоративно управление на финансови групи.

Анализът позволява да се охарактеризират три етапа на утвърждаване на европейската концепция за финансовите групи във връзка със: създаването на Общ пазар, въвеждането на единна валута, разширяването на ЕС на Изток. Основен участник в прилагания европейски модел на корпоративното управление е държавата в лицето на надзорния орган. Независимо от етапа на европейска

интеграция, държавните органи и паневропейските органи са основни инициатори за създаване на междусекторни и презгранични групи.

Основен участник в корпоративното управление е надзорният орган. Неговата функция е балансиране между интересите на компанията и на обществото. При дисбаланс, надзорният орган прилага принципа „поправи, измени или отхвърли“ към корпоративното управление на финансови групи. Компаниите използват европейския принцип „спазвай ИЛИ обяснявай“ за прилагане на добрите практики по корпоративно управление. Наличието на съюза „или“ доведе до превес на интересите на компаниите над интересите на обществото. Конкретно за финансовите компании принципите за добри практики по корпоративно управление трябва да бъдат заменени с нов принцип: „спазвай И обяснявай“. Доброволните правила за разкриване на информация не са ефективни<sup>402</sup>. Единствено този нови принцип гарантира прилагането на добрите практики и намирането на баланс между интересите на компаниите и на обществото. Финансовите групи трябва да спазват и да обяснят как спазват добрите практики по корпоративно управление.

Агентският проблем при трансгранична група е разминаване между интересите на мажоритарните акционери, от една държава, и на миноритарните акционери, от друга държава. Ръководителите на трансгранична група се характеризират със субординираност между контролирано дружество, в една държава, и контролиращо предприятие, от друга държава. Експерт-счетоводителите следват разширяването на финансовите групи зад граница и усложнената им структура изисква надзор. Надзорните органи имат за задача да създадат условия за интегриране на националните капиталови пазари в рамките на ЕС. Инструментът при корпоративно управление на презгранична група е прилагане на подхода „кръгова отбрана“ за ограничаване на трансакциите между компании извън Европейското икономическо пространство.

Глобализацията промени практиките по управление на риска и на надзор. Намесата на държавата след 2007 г. прекрати модела на либерализъм. Държавата от надзорен орган стана инвеститор. Финансовата дейност все повече зависи от външни оценки и най-вече от акционери. Въвлечеността на акционерите в корпоративното управление са по-скоро права и задължения по дружественото право, отколкото по надзорното право.

---

402 Organisation for Economic Co-Operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009.

Държавните и паневропейските органи стимулират в течение на последните две десетилетия структурирането на финансови групи. В основата на техните действия е постигането на конкурентоспособност на финансовите посредници на европейския финансов пазар. Но бяха нарушени интересите на обществото.

Използваните методи позволяват изследване на корпоративното управление на финансови групи да се извърши индуктивно при анализ на международния опит по корпоративно управление и дедуктивно при прилагане в националната практика.

Извършеният опит за анализ на 36-те банкови групи показва преобладаващ дял на структурата универсална банка пред предприятие майка-дъщерно дружество и холдингова група. Универсалните банки извършват дейност чрез клонова мрежа в собствената държава и холдинг от дъщерни дружества извън еврозоната. Тенденцията е преминаване от дъщерни дружества към клонова мрежа поради държавните програми за финансова помощ на националните пазари. Поради разлики в риска Обединена Европа се раздели на два ешелона: в центъра са държави от еврозоната и в периферията са държави-членки на ЕС, но извън еврозоната.

Структурата на групите се промени след кризата. Йерархията на приоритетите се води от политиката за конкурентоспособност пред стабилност. Нивата на действия се промени от микро-макро-паневропейско на макро-паневропейско-микро. Функцията на корпоративното управление за увеличаване благосъстоянието на акционерите даде предимство на държавна политика, която в дългосрочен аспект защитава благосъстоянието на обществото. Намесата на държавата в собствеността не е ирационална – още при лицензирането се заявява за цел защита интересите на клиентите и интересите на финансовата система. Стабилността на финансовия сектор стана екзогенен фактор, а интеграцията за единен пазар – регулируема.

Акционерите се компрометираха като инвеститори и трябва активно да участват в корпоративното управление, включително като упражняват правото си на контрол. Ръководителите се превърнаха на държавни чиновници като договорните им отношения с акционерите бяха подложени на контрол за възнагражденията и предприемането на риск. Експерт-счетоводителите им бяха наложени изисквания за извършване на дейност в ЕС и надзор, подобно на останалите участници в корпоративното управление. Надзорните органи имат за основна цел предотвратяване на надзорен арбитраж чрез изграждане на обща надзорна култура, включително колегии.

Създаването на междусекторна дейност е чрез навлизане на банки в сектора на застраховането. Началото на дейност зад граница се извършва в съседни държави и на следващ етап – в държави в Източна Европа съгласно реда на приемането им в ЕС.

3. Перспективите за България в областта на функционирането на финансови групи са свързани с практиките на ЕС. Основен фактор при формиране на практиките по корпоративното управление са чуждестранните инвеститори. За корпоративното управление на финансови групи в България анализът в позволява да се очертаят три етапа: преход към пазарна икономика в началото на 90-те години, процес на приватизация (свързан и с навлизането на чуждестранни инвеститори), членство в ЕС и постигане на съответствие с правото на ЕС в областта на корпоративното управление.

Ролята на всяка държава във финансовите групи определя нейните перспективи за корпоративно управление. България има субординирана роля поради присъствието на чуждестранни групи чрез дъщерни дружества и клонове. След приемането на България в ЕС, посоката на въздействие става двупосочна и се забелязва взаимодействие между контролиращо предприятие и контролирано дружество. Икономическите предпочитания за създаване в България на дъщерни дружества се промениха на пререгистрация в клонова мрежа поради държавни програми за спасяване на „националните шампиони” в ЕС.

Основните финансови компании са чуждестранни, еднолично притежавани контролирани дружества. Контролиращите предприятия са от еврозоната. Навлизането в местния пазар е мотивирано от прехода към пазарна икономика, процесът на приватизация и следствие от приемането на България за член на ЕС. С развитието на пазарната икономика се увеличи концентрацията на собственост, подобно на фамилната собственост, и намали прозрачността. Отделяне на контрола от собствеността промени модела „принципал-агент” и свързания с него агентски проблем. Основният конфликт е между мажоритарни акционери от еврозоната и миноритарни акционери извън еврозоната.

Акционери са предимно чуждестранни собственици. Техният мотив за инвестиции в България се определя от промените в законодателството, свързани с процеса на въвеждане института на частната собственост чрез приватизация, продажба и прихващане на външен дълг, на по-късен етап мотивите се определят от



очакванията за икономически растеж. Ръководителите започнаха да създават финансови подгрупи в България, гарантиращи постоянни, законово-изискуеми вноски. Експерт-счетоводителите на българските финансови компании съвпадат с експерт-счетоводителите на контролиращото предприятие от Западна Европа. Надзорният орган определя чуждестранните акционери, одобрява избора на ръководители от контролиращото предприятие, участва в избора на експерт-счетоводител. Инструментът е създаване на защитна стена между отделните сектори за предпазване от пренасяне на риск между тях.

Нова тенденция е субординираните дружества от Източна Европа да влияят върху контролиращите предприятия от Западна Европа. Рискът на контролиращото предприятие се определя в зависимост от участието в контролирано дружество. При увеличаване на участието, рискът на контролираното дружество се повишава.

Еволюцията на корпоративното управление на финансови групи от гледна точка на географска насоченост и местоустановяване в трансграничен аспект е еднопосочна. Контролиращите предприятия от държави с пазарна икономика създаваха дъщерни дружества и клонове в държави с икономики в преход. Практиките по корпоративно управление следваха структурата на групите. Държавите от Източна Европа копираха практиката на ЕС, но като цяло субординираността е решаваща. Управленската структура е основно двустепенна структура, като членовете на надзорния съвет са лица от контролиращото дружество.

Стратегията за създаване на контролирано дружество се приложи в страните от Източна Европа поради държавни програми за приватизация и стабилизиране на националната финансова система. Финансовите компании на държави в преход бяха придобити от акционери от „центъра”. В държавите от „периферията” се пренесоха видовете корпоративно управление на контролиращите предприятия и техните експерт-счетоводители. За държавите от периферията акционерните дружества са водещи при приемане на пазарната икономика и на принципите за добри практики по корпоративно управление.

Структурата на финансова група е препоръчителна за новите членки на ЕС, тъй като в дългосрочен аспект дава възможност да се създадат значителни предимства при конкурентоспособност и адаптиране към променящите се икономически условия. За целта, в краткосрочен аспект е необходим надзор за предотвратяване на структури, трудни за реструктуриране, и за защита интересите на акционери и

инвеститори чрез изисквания за разкриване на информация за структурата и за правата на акционерите.

Европейските практики по корпоративно управление изискват създаване на базов холдинг за контролирани дружества извън Европейската икономическа зона. Структурата на холдингова компания е приложима в Източна Европа поради възможностите ѝ за отделяне на рисковете между отделните държави.

След приемането на нови членки в ЕС еднопосочността се замени с двупосочност. Основните фактори са законовата уредба и надзорният режим. Интеракцията доведе до динамика в практиките по корпоративно управление в държави, които са разположили контролирани дружества зад граница.

След началото на кризата от 2007 г. се забелязва паралелен процес: връщане към корените. Контролиращите дружества от Западна Европа изтеглят капиталите от контролираните дружества в Източна Европа. В други случаи, междусекторни групи, създадени през последното десетилетие по държавни програми, се реструктурират чрез отделяне на новите дейности и концентриране към традиционния сектор на финансова дейност. Сред аргументите в полза на подобен подход е фактът, че това ще позволи по-добро познаване на пазара и по-близки отношения с регулаторните органи. Не на последно място е и възможността финансовите групи да се възползват по-пълноценно от държавни спасителни програми.

След началото на кризата от 2007 г. най-уязвими от ефекта на преливане се оказаха държавите от Източна Европа поради оттегляне на чуждестранните инвестиции. Приемането на добрите практики по корпоративно управление ще направи икономиките на Източна Европа по-малко уязвими от предприятията майка от Западна Европа.

# Corporate governance of financial groups

(comply and explain)

by Miroslav Nedelchev, PhD

## Summary

The major function of corporate governance is to increase shareholder's wealth. Observing the principle "comply or explain" by the financial companies has led to imbalance between shareholder's wealth and the interests of society. Good practices in corporate governance of financial groups should be implemented to entirely new principle: "comply and explain".

The role of each country in the financial groups determines its practices in corporate governance. Bulgaria has subordinated role due to the presentation of foreign groups of subsidiaries and branches. Following the EU membership the direction of impact is bilateral and an interaction between the controlling entity and controlled entity occurred. With the development of the market economy the concentration of ownership has increased, like the family ownership, and the transparency has reduced. The separation between the control and the ownership changed the principle "principal-agent" and the related agency problem. The main conflict is between the majority shareholders from the Euro zone and the minor shareholders outside the Euro zone.

The financial group structure is recommendable for the new EU members, since in long-term aspect it shall provide an opportunity to create significant advantages in terms of competitive power and adaptation to the constantly changing economic conditions. For this purpose, in short-term aspect supervision is required to prevent structures difficult to restructure and to protect the interests of shareholders and investors by requiring disclosure of information about the structure and shareholder rights.

After the 2007 crises a parallel process have been observed: return to the main core of the activity. The controlling entities from Western Europe withdraw their funds from the controlled entities in Eastern Europe. In other cases, cross-sector groups established during the last decade under government programmes are restructured by outsourcing the new activities and focusing on the traditional sector of financial activity. Among the arguments in favor of such approach is the fact that this will allow better understanding of market and close relationship with regulatory authorities. Last but not least, is the possibility of financial groups to benefit more from the government rescue programmes. The adoption of

good practices in corporate governance will make the economies of Eastern Europe less vulnerable from Western Europe parent companies.

## Приложения

### Приложение 1. Корпоративно управление на финансови групи: сравнение на международно приети принципи<sup>403</sup>

	Банки	Застрахователи	Търговия с ценни книжа
Корпоративно управление	<p>Въведение Надзорните органи ще стимулират пазарната дисциплина чрез добро корпоративно управление (чрез подходяща структура и система от отговорности за банковите ръководители) и подобряване на пазарната прозрачност.</p> <p>Основен принцип 14 Дружественото или банково право определя отговорностите на банковите ръководители относно принципите на корпоративното управление за да се убедят в наличие на ефективен контрол над всеки аспект от управлението на риска.</p>	<p>Основен принцип 4 Препоръчително е стандартите да бъдат заложи в законите, които касаят корпоративното управление. Където надзорният орган има задължението да изискванията за корпоративното управление, надзорният орган трябва да постави изисквания, насочени към ролята и отговорностите на ръководителите.</p> <p>Надзорният орган има правото да изисква от ръководителите да формулират ясно своите отговорности при заемане на поста и ангажимент към специфичните практики по корпоративно управление на техните компании.</p>	<p>Основен принцип 23 Пазарните посредници трябва да спазват стандартите за вътрешна организация и оперативно поведение, което да помогне при защита интересите на клиента.</p> <p>Основен принцип 12 Детайлите на вътрешната организация могат да се променят в зависимост от размера на компанията, от нейните дейности и рисковете, които поема.</p>
Лицензиране	<p>Основен принцип 3 Лицензиращият орган трябва да има право да определя критерии и да отхвърля кандидатури за създаване на банка когато не са спазени критериите. Процесът на лицензиране, като минимум, трябва да включва оценка на акционерната структура, ръководители, планът за действие и вътрешен контрол, и техните планове за развитие, включително капиталовата им база.</p> <p>Основен принцип 4 Банковите надзорни органи трябва да имат разглеждат и да отхвърлят всяко предложение за прехвърляне на значима собственост или контролиращи интереси на съществуващи банки към други страни.</p>	<p>Основен принцип 2 Лицензиращият орган трябва да оцени подходящността на собствениците, ръководителите, здравината на бизнес плана, което включва преглед на финансовите отчети, капиталовият план и планираните граници на платежоспособност.</p> <p>Компания, лицензирана да извършва дейност като застраховател, не следва да бъде лицензирана като презастраховател, и обратно, даже и ако има финансовите средства, изисквани от надзорния орган.</p>	<p>Основен принцип 21 Лицензирането и надзора на пазарните посредници трябва да изготви минимални стандарти за пазарните участници. Ако инвестиционен консултант извършва дейност в полза на клиенти, капиталовият и оперативният контрол, приложими за други пазарни посредници, се прилагат и за консултантите.</p> <p>Процесът на лицензиране трябва да изисква оценка на кандидата и всички, които заемат позиция да контролират или материално влияние над кандидата. Промени в контрола или материалното влияние трябва да бъде известно на надзорния орган, за да се убедят, че неговата оценка за посредника остава валидна.</p>

403 Joint Forum. Core Principles. Cross-Sectoral Comparison. 2001.

Приложение 1. Корпоративно управление на финансови групи: сравнение на международно приети принципи (продължение)

	Банки	Застрахователи	Търговия с ценни книжа
Сътрудничество при лицензиране	<p>Основен принцип 3</p> <p>Когато предложеният собственик или предприятие майка е чуждестранна банка, трябва да се получи предварително съгласие от надзорния орган на изпращащата държава.</p>	<p>Основен принцип 15</p> <p>Надзорният орган трябва да се убеди че: всеки чуждестранен застраховател е обхванат от надзор; всички юридически лица от международни застрахователни групи са субект на ефективен надзор; създаването на трансгранично застрахователно лице е субект на консултации между надзорните органи на изпращащата и приемащата държава; и чуждестранни застрахователи, предоставящи застраховане на трансгранични услуги са субект на ефективен надзор.</p>	<p>Основен принцип 27</p> <p>Регулаторният орган има възможността да обменя информация с други регулаторни органи, например от банковия и застрахователен сектор, както на национално ниво, така и на международно.</p>
Сътрудничество и обмен на информация при трансграничен надзор	<p>ЕС 11</p> <p>Съществува система за сътрудничество и обмен на информация между всички местни органи, отговорни за стабилността на финансовата система.</p>	<p>Основен принцип 2</p> <p>Когато застрахователен надзор орган има правомощието да дава лиценз, надзорният орган при позволяване на достъп до местния пазар, може да избере да работи заедно със застрахователен надзорен орган под друга юрисдикция, ако разумните правила на двете юрисдикции са еквивалентни.</p>	<p>Основен принцип 12</p> <p>Регулаторните органи трябва да създадат механизми за обмен на публична и непублична информация с местни и чуждестранни партньори.</p>
Надзор на групи	<p>Основен принцип 18</p> <p>Банковите надзорни органи трябва да имат средства за събиране, преглед и анализиране на доклади на банки на единична основа и на консолидирана основа.</p>	<p>Основен принцип 12</p> <p>Надзорният орган има правомощието да изисква компаниите да предоставят информация както на единична основа, така и на консолидирана основа, за тяхното финансово състояние и резултати.</p>	<p>Основен принцип 11</p> <p>Бързото развитие на финансови конгломерати, които комбинират дейности на компании от различни сектори увеличи необходимостта да се подобрят усилията за сътрудничество с цел подобряване на ефективността на надзорните методи и подходи. Без съответстващо сътрудничество между регулаторните органи е трудно да се оценят всички дейности на група. Това сътрудничество е особено важно когато групата извършва дейности при различни юрисдикции.</p>

Приложение 1. Корпоративно управление на финансови групи: сравнение на международно приети принципи (продължение)

	Банки	Застрахователи	Търговия с ценни книжа
<b>А</b> акционери	Основен принцип 3 Лицензиращият орган определя подходящността на основните акционери, прозрачността на акционерната структура и източника на първоначалния капитал.	Основен принцип 3 Надзорният орган определя критериите при промяна на собствеността, която включително подходящността на новия акционер.	Основен принцип 14 За защита при честно и еднакво третиране на акционерите, регулаторният орган трябва да изисква разкриване на ценни книжа, притежавани от ръководителите и от тези лица, които имат значителен бенефициран интерес в собствеността на компанията.
<b>Р</b> ъководители	Основен принцип 3 Лицензиращият орган оценява предложените ръководители за експертност и интегрираност.	Основен принцип 11 Надзорният орган изисква от застрахователите да имат ръководители, които са и остават подходящи за заеманата роля.	Основен принцип 24 Някои законодателства имат критерии за образование и опит на ръководителите преди лицензиране. Тези критерии имат за цел защита на инвеститора.
<b>Е</b> ксперт-счетоводители	Основен принцип 19 Експерт-счетоводителите имат правното задължение да докладват на надзорния орган за въпроси от материално значение, например неспазване на банковите закони или нарушаване на изискванията при лицензиране.	Основен принцип 12 Надзорният орган има правото да изисква застраховател да наеме, за собствена сметка, независим експерт-счетоводител или актюер за преглед на всички или специфични въпроси на финансовия отчет.	Основен принцип 6 Регулаторният режим ще използва саморегулиращи се организации, които имат директна надзорна отговорност за техните области на компетентност, съответстващ на мащаба и сложността на пазарите.
<b>Н</b> адзорен орган	Въведение Основната цел на надзора е да поддържа стабилност и доверие във финансовата система, като намалява риска от загуби за вложители и други кредитори.	Основи Да поддържа ефективни, честни, надеждни и стабилни застрахователни пазари в полза и защита на застрахованите лица.	Основен принцип 18 Предоставя правила за управление съгласно нормативната уредба и структура на колективни инвестиционни схеми, и отделяне и защита на активите на клиента.
<b>И</b> нструменти	Основен принцип 14 Банковите надзорни органи трябва да се убедят, че банките имат приложени вътрешен контрол, който съответства на естеството и мащаба на тяхната дейност. Те трябва да включват ясни ангажименти за делегиращите органи и отговорности; отделяне на функциите които ангажират банките, изплащат свои средства и осчетоводяване на нейните активи и пасиви.	Основен принцип 5 Надзорният орган трябва да има възможност да преглежда вътрешния контрол, избран и приложен от ръководителите, и да изисква подобряване на вътрешния контрол, когато е необходимо; и да изисква от ръководителите да извършват разумен надзор чрез прилагане на стандарти за отписване на рискове и прилагане на количествени и качествени стандарти за инвестиции и управление на ликвидността.	Основен принцип 23 Пазарните посредници трябва да приложат стандарти за вътрешна организация и условия за действие, които помагат за защита интересите на клиентите, удостоверяват разумно управление на риска, и съгласно които ръководителите на посредниците приемат отговорности за тези въпроси.

Приложение 2. Корпоративно управление на финансови групи: основни понятия по секторните директиви

Директива 2002/87/ЕО на Европейския Парламент и на Съвета относно допълнителния надзор на кредитните институции, застрахователните предприятия и на инвестиционните посредници към един финансов конгломерат и за изменение на Директиви 73/239/ЕИО, 79/267/ЕИО, 92/49/ЕИО, 92/96/ЕИО, 93/6/ЕИО и 93/22/ЕИО на Съвета и Директиви 98/78/ЕО и 2000/12/ЕО на Европейския парламент и на Съвета

По смисъла на настоящата директива:

1. "кредитна институция" означава: кредитна институция по смисъла на член 1, параграф 1, втора алинея от Директива 2000/12/ЕО;

2. "застрахователно предприятие" означава: застрахователно предприятие по смисъла на член 6 от Директива 73/239/ЕИО, на член 6 от Директива 79/267/ЕИО или на член 1, буква б) от Директива 98/78/ЕО;

3. "инвестиционен посредник" означава: инвестиционен посредник по смисъла на член 1, параграф 2 от Директива 93/22/ЕИО; настоящата дефиниция обхваща всички предприятия, посочени в член 2, параграф 4 на Директива 93/6/ЕИО;

7. "секторни правила" означава: законодателството на Общността, свързано с разумния надзор на регулираните образувания, така както е уредено по-специално в Директиви 73/239/ЕИО, 79/267/ЕИО, 98/78/ЕО, 93/6/ЕИО, 93/22/ЕИО и 2000/12/ЕО;

8. "финансов сектор" означава сектор, състоящ се от една или няколко от следните структури:

а) кредитна институция, финансова институция, или предприятие за допълнителни банкови услуги по смисъла на член 1, параграфи 5 и 23 от Директива 2000/12/ЕО (банков сектор);

б) застрахователно предприятие, презастрахователно предприятие или холдингово застрахователно дружество по смисъла на член 1, буква и) от Директива 98/78/ЕО (застрахователен сектор);

в) инвестиционен посредник или финансова институция по смисъла на член 2, параграф 7 от Директива 93/6/ЕИО (сектор на инвестиционните услуги);

г) смесена финансова холдингова компания;

9. "предприятие-майка" означава предприятие-майка по смисъла на член 1 от Седма Директива 83/349/ЕИО на Съвета от 13 юни 1983 г. относно консолидираните



счетоводни отчети или всяко предприятие, което според мнението на компетентните органи упражнява ефективно господстващо влияние върху друго предприятие;

10. "дъщерно предприятие" означава: дъщерно предприятие по смисъла на член 1 от Директива 83/349/ЕИО или всяко предприятие, по отношение на което, според мнението на компетентните органи, предприятие-майка упражнява ефективно господстващо влияние; всички дъщерни дружества на едно дъщерно дружество също се считат за дъщерни дружества на предприятието-майка;

14. "финансов конгломерат" означава: групировка, която, когато са налице условията на член 3, отговаря на следните условия:

а) регулирано образувание по смисъла на член 1 е начело на групировката или поне едно от дъщерните дружества на групировката е регулирано образувание по смисъла на член 1;

б) когато регулирано образувание по смисъла на член 1 е начело на групировка, става въпрос или за предприятието-майка на структура от финансовия сектор, или за образувание, което притежава участие в структура от финансовия сектор, или за образувание, свързано с образувание от финансовия сектор посредством отношение по смисъла на член 12, параграф 1 от Директива 83/349/ЕИО;

в) когато няма регулирано образувание по смисъла на член 1 начело на групировката, дейностите ѝ се осъществяват главно във финансовия сектор по смисъла на член 3, параграф 1;

г) поне една от образуванията на групировката спада към застрахователния сектор и поне една спада към банковия сектор или към сектора на инвестиционните услуги;

д) консолидираните и/или присъединени дейности на структурите на групировката в застрахователния сектор и консолидираните и/или присъединени дейности на образуванията в банковия сектор и в този на инвестиционните услуги са значителни, по смисъла на член 3, параграф 2 или параграф 3.

Всяка подгрупа на групировката по смисъла на точка 12, която отговаря на критериите, включени в настоящата точка, се счита за финансов конгломерат;

16. "компетентни органи" означава: националните органи на държавите-членки, овластени със закон или с подзаконов акт да упражняват надзор над кредитните институции и/или застрахователните предприятия и/или инвестиционните посредници, индивидуално или на равнище на групировката;

Закон за допълнителния надзор върху финансовите конгломерати (ДВ. бр.59 от 21 Юли 2006 г.)

§ 1. По смисъла на този закон:

8. "Контрол" е налице, когато определено лице (контролиращият):

а) притежава повече от половината от гласовете в общото събрание на друго юридическо лице (дъщерно дружество), или

б) има право да определя повече от половината от членовете на управителния или контролния орган на друго юридическо лице (дъщерно дружество) и същевременно е акционер или съдружник в това лице, или

в) има право да упражнява решаващо влияние върху юридическо лице (дъщерно дружество) по силата на сключен с това лице договор или на неговия учредителен акт или устав, ако това е допустимо съгласно законодателството, приложимо към дъщерното дружество, или

г) е акционер или съдружник в дружество, и:

аа) повече от половината от членовете на управителния или контролния орган на това юридическо лице (дъщерно дружество), които са изпълнявали съответните функции през предходната и текущата финансова година и до момента на изготвяне на консолидираните финансови отчети, са определени единствено в резултат на упражняването на неговото право на глас, или

бб) което контролира самостоятелно по силата на договор с други акционери или съдружници в това юридическо лице (дъщерно дружество) повече от половината от гласовете в общото събрание на това юридическо лице, или

д) може по друг начин по преценка на компетентните органи да упражнява решаващо влияние върху вземането на решения във връзка с дейността на друго юридическо лице (дъщерно дружество).

В случаите по букви "а", "б" и "г" към гласовете на контролиращия се прибавят и гласовете на дъщерните му дружества, върху които той упражнява контрол, както и гласовете на лицата, които действат от свое име, но за негова сметка или за сметка на негово дъщерно дружество.

В случаите по букви "а", "б" и "г" гласовете на контролиращия се намаляват с гласовете по акциите, държани за сметка на лице, което не е нито контролиращият, нито негово дъщерно дружество, както и с гласовете по акциите, които са предмет на залог, ако правата по тях се упражняват по нареждане и в интерес на залогодателя.

В случаите по букви "а" и "г" гласовете на контролиращия се намаляват с гласовете по акциите, притежавани от самото дъщерно дружество чрез лице, което то контролира, или чрез лице, което действа от свое име, но за сметка на контролиращия и на дъщерното дружество.

13. "Група" е група от дружества, която се състои от:

а) контролиращо предприятие и неговите дъщерни дружества; в групата се включват и дружествата, в които контролиращото предприятие или дъщерните му дружества имат участия, или

б) дружества, които се управляват общо по силата на договор или учредителните им актове или устави, или

в) дружества, в които повече от половината от членовете на управителните или контролните им органи са едни и същи лица през съответната финансова година и до датата на изготвяне на консолидирания финансов отчет.

Приложение 3. Корпоративно управление на финансови групи: сравнение на секторните директиви<sup>404</sup>.

<b>Supervisory authorities shall (Levels 1 and 2) or should (Level 3):</b>	<b>Banking</b>	<b>Insurance</b>	<b>Securities</b>
Be required, and have the necessary powers, to monitor the entities' compliance with the legal requirements in force	<b>Level 1</b> (CRD Art. 124)	<b>Level 1</b> (SII Art. 36(1))	<b>Level 1</b> (MiFID Art. 48, Art. 50)
Be empowered to verify the system of governance and to require that the system of governance be improved and strengthened to ensure compliance with legal requirements in force	<b>Level 1</b> (CRD Art. 136)	<b>Level 1</b> (SII Art. 36(1)&(5))	-
Require entities to submit them the information which is necessary for the purposes of supervision, including elements to assess, among others, the system of governance, the risk management system and the capital structure, needs and management	-	<b>Level 1</b> (SII Art. 35(1)(a))	-
Take into account the principle of proportionality	<b>Level 1</b> (CRD Art. 124(4))	<b>Level 1</b> (SII Art. 36(6))	-

<b>Area</b>	<b>Relevant material (by activity/business)</b>		
	<b>Banking</b>	<b>Insurance</b>	<b>Securities</b>
Lines of responsibility and accountability (including supervision and monitoring arrangements)	<u>Level 1:</u> CRD: Article 22  <u>Level 3:</u> CEBS SRP: IG 1, IG 2, IG 6, IG 8, IG 10, IG 18	<u>Level 1:</u> Solvency II: Articles 40, 41(1)  <u>Level 2:</u> CEIOPS CP 33: §3.24; §3.26	<u>Level 1:</u> MiFID: Article 13(2)&(3)  <u>Level 2:</u> MiFID Implementing Directive: Articles 5, 9
Conflicts of interest	<u>Level 1:</u> CRD: Article 22  <u>Level 2:</u> CRD: Annex V, §1  <u>Level 3:</u> CEBS SRP: IG 8 CEBS Liquidity Risk: Recommendation 3 CEBS AMA/IRB: §451-461	<u>Level 1:</u> Solvency II: Article 41(1)  <u>Level 2:</u> CEIOPS CP 33: §3.25	<u>Level 1:</u> MiFID: Article 13(3)
Tasks and responsibilities of the management body	<u>Level 1:</u> CRD: Article 22  <u>Level 2:</u> CRD: Annex V, 1(§1)  <u>Level 3:</u> CEBS SRP: IG 4-IG 13	<u>Level 1:</u> Solvency II: Article 40  <u>Level 2:</u> CEIOPS CP 33: §3.24(b)	<u>Level 1:</u> MiFID: Article 9(1)  <u>Level 2:</u> MiFID Implementing Directive: Articles 5, 9

404 3L3 Task Force on Internal Governance (TFIG). Cross-sectoral stock-take and analysis of internal governance requirements. CESR/09-1176, CEBS 2009 299 CEIOPS-3L3-19-09. 2009.

Area	Relevant material (by activity/business)			
	Banking	Insurance	Securities	Financial Conglomerates
Corporate structure and organisation	<u>Level 1:</u> <b>CRD:</b> Article 73(3)  <u>Level 3:</u> <b>CEBS SRP:</b> IG 1	<u>Level 1:</u> <b>Solvency II:</b> Articles 250(1)	<u>Level 2:</u> <b>MiFID Implementing Directive:</b> Art. 22(1))	-
Risk management system	<u>Level 1:</u> <b>CRD:</b> Articles 22, 71, 73, 123  <u>Level 2:</u> <b>CRD:</b> Annex V (ICAAP), Annex X, Part 3 (3)	<u>Level 1:</u> <b>Solvency II:</b> Articles 248, 250(1)	-	<u>Level 1:</u> <b>FCD:</b> Article 9(1)&(2)

Приложение 4.1. Годишен отчет на „Булбанк“ АД за 2001 г., извършен по националните счетоводни стандарти<sup>405</sup>.

---

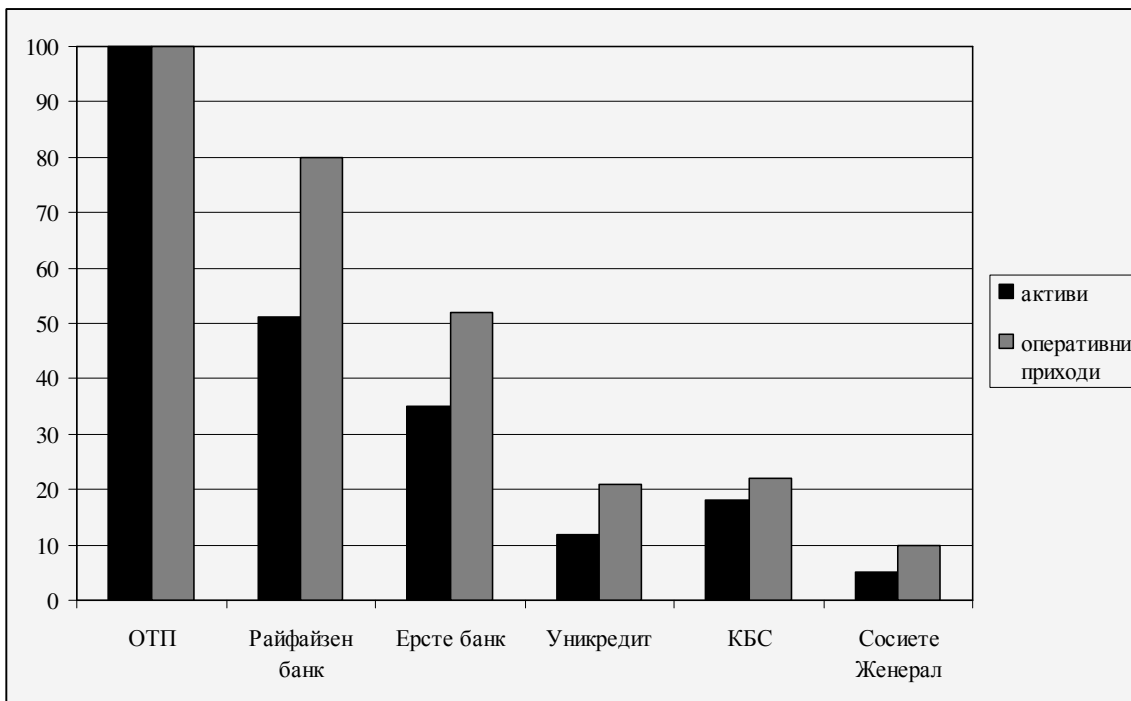
405 Булбанк АД. Годишен отчет. С., 2001.

Приложение 4.2. Годишен отчет на „Булбанк“ АД за 2001 г., извършен по международните счетоводни стандарти<sup>406</sup>.

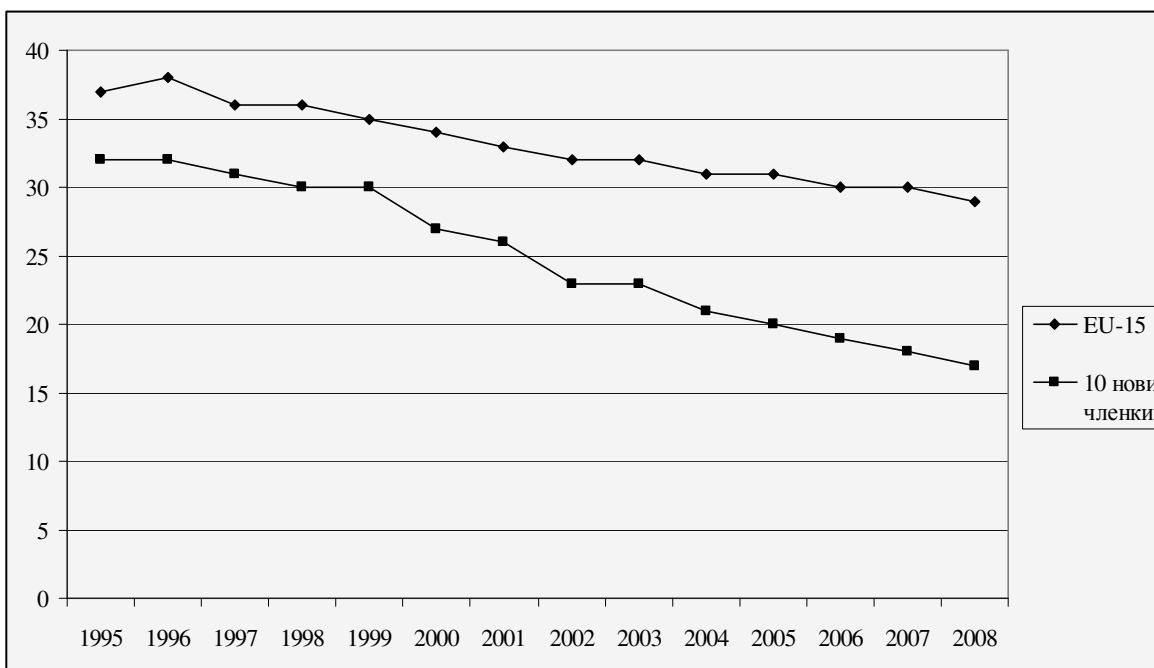
---

406 Bulbank AD. Annual Report. Sofia, 2001.

Приложение 5. Дял на Източна Европа в активите и приходите на основни западноевропейски групи, %<sup>407</sup>



Приложение 6. Корпоративно подоходно облагане, %<sup>408</sup>



407 Árvai, Z., K. Driessen, I. Ötker-Robe1. Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe. IMF Working Paper WP/09/6. 2009.

408 Piatkowski M., M. Jarmuzek. Zero Corporate Income Tax in Moldova: Tax Competition and Its Implications for Eastern Europe. IMF Working Paper WP/08/203. 2008.



## Използвана литература

### I

Базелски комитет по банков надзор. Качество на външния одит и банков надзор. 2008.

Боева, Б. Корпоративно управление. От мощните корпорации към икономиките в преход. Издателство „Принцепс”, С., 2001.

Боева, Б. Съвременни тенденции в корпоративното управление в България (или за програмите за корпоративното управление в контекста на теоретичните възгледи за отношенията принципал-агент). Доклад в Ил. Георгиев, Л. Чанкова (ред. и съст.) Предизвикателствата на корпоративното управление в България. Икономически институт на БАН, 2003.

Бочев, С. Акционерното дело в България. Съюз на акционерните дружества, С., 1925, публикувано в С. Бочев, Капитализмът в България. Издателство „Абагар”, Велико Търново, 1998.

Булбанк АД. Годишен отчет. С., 2001.

Българска народна банка. Сборник документи. IV том, 1930-1947 г. БНБ, С., 2004.

Българска народна банка. Банките в България април-юни 2009. БНБ, С., 2009.

Българска народна банка. Основни принципи за трансгранично въвеждане на новото споразумение (август 2003) и Принципи за признаване на капитала от изпращащите и приемащите надзорни органи при използване на усъвършенствани подходи за измерване на операционен риск (януари 2004). БНБ, С., 2009.

Българска народна банка. Политика на БНБ за междунадзорното сътрудничество между консолидацията и приемащите надзорни органи. БНБ, С., 2009.

Георгиев, Ил. Корпоративно управление. Съвременният формат. Издател „Асоциация на индустриалния капитал в България”, С., 2008.

Георгиев, Ил., С. Керемедчиев. Корпоративно управление на приватизираните предприятия. Българска асоциация на мениджмънта и предприемачеството, С., 1999.

Гилпин, Р. Глобална политикономия. Издателство „Дамян Яков”, С., 2003.

Гълбрайт, Д. Анатолия на властта. Издателска къща „Христо Ботев”, С., 1993.

Гълбрайт, Д. Икономическата наука в перспектива. Издателска къща „Христо Ботев”, С., 1996.

- Диков, Л. Курс по търговско право. 1935.
- Димитров, В. Въведение в банковото право. Търговската банкова дейност и нейната публичноправна уредба. Издателство „Нова звезда”, С., 1996.
- Димитров, М. (от г. ред.). Акционерната собственост в преходната икономика. Академично издателство „Марин Дринов”, С., 1994.
- До месец Хеброс Банк сменя собственика си. Вестник „Монитор”, 27 Януари, 2005.
- Европейска банка за възстановяване и развитие. Стратегия за България. ЕБВР, 2008.
- Европейска Комисия. Прилагане на правила за държавна помощ към мерки, взети във връзка с финансовите институции в контекста на настоящата световна финансова криза. Съобщение на комисията, 2008/С 270/02. 2008.
- Европейска Комисия. Рекапитализация на финансовите институции в условията на настоящата финансова криза: ограничаване на помощта до необходимите минимални равнища и предпазни мерки срещу излишното нарушаване на конкуренцията. Съобщение на Комисията, 2009/С 10/03. 2009.
- Златарева, М. Процесът за отмяна на решенията на общото събрание на корпоративни общности. Издателство „Сиела”, С., 2007.
- Игнатиев, С. Юриспруденция на Върховния касационен съд. Решение №335, 1902, II г.о. Придворна печатница, С., 1926.
- Йорданов, Д. Капиталите на българските акционерни дружества в навечерието на Балканската война. Печатница „С. М. Стайков”, С., 1914.
- Йорданов, Д. Войната и новите акционерни дружества. Издателство „Хемус”, С., 1919.
- Йорданов, Д. Преглед на българските дружества и банки, 1922. Държавна печатница, С., 1923.
- Кацаров, К. Поданството на юридическите лица. Печатница на Армейския военно-издателски фонд, С., 1925.
- Кацаров, К. Систематичен курс по българско търговско право. 1943. Четвърто фототипно издание, С., 1990.
- Кейнс, Дж. Обща теория на заетостта, лихвата и парите. Издателство „Принцепс”, С., 2001.
- Комисия на Европейските Общности. Движеща сила за възстановяването на Европа. СОМ(2009) 114 окончателен. 2009.

Комисия на Европейските Общности. Препоръка на Комисията в допълнение на Препоръки 2004/913/ЕО и 2005/162/ЕО по отношение на режима за възнагражденията на директорите в дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар, и на Препоръка на Комисията относно политиката на възнаграждения в сектора на финансовите услуги. SEC(2009)581, Брюксел, 2009.

Комисия на Европейските Общности. Рамка на ЕС за трансгранично управление на кризи в банковия сектор. COM(2009) 561 окончателен. 2009.

Контролните функции на заклетия експерт-счетоводител в акционерни дружества и в кооперациите. Печатница „П. Р. Славейков”, С., 1938.

Лазаров, Н. История на Българската народна банка и банковото дело в България. Издателство „Сиела”, С., 1997.

Ланджев, Б. Правото на членство в акционерното дружество. Издателска къща „Труд и право”, С., 2000.

Найденова, С. Политиката на Федерацията на Европейските експерт-счетоводители за увеличаване приносът на счетоводната професия към дебата относно кризата. Списание на Института на дипломираните експерт-счетоводители в България, № 1, 2009.

Неделчев, К. Паричното дело в България (1879-1940). Печатница „Книпеграф”, С., 1940.

Неделчев, М. Корпоративно управление в банковата система. Издателство „Сиела”, С., 2004.

Неделчев, М. Корпоративно управление на финансови компании. Издателство „Тракия-М”, С., 2005.

Неделчев, М. Корпоративно управление на финансови конгломерати (Juncte Et Impreg). Фондация „Буквите”, С., 2006.

Неделчев, М. Корпоративно управление и дивидентна политика. Издателство „АВ Дизайн Груп”, София, 2007.

Неделчев, М. Корпоративно управление на европейско дружество (SE). Издателство „Летера”, Пловдив, 2008.

Пранджева, М. Надзор на консолидирана основа. Дискусионни материали, БНБ, DP/71/2001, С., 2001.

Приложения към стенографските дневници, 20 ОНС, 1925/26.

Приложения към стенографските дневници, 22 ОНС, 1930/31.

Рикардо, Д. За принципите на политическата икономия и данъчното облагане. Издателство "Партиздат", С., 1981.

Русенов, М. (ред.) История на финансовата и кредитна система на България. II том. Издателство „Георги Бакалов”, Варна, 1983.

Смит, А. Богатството на народите. Изследване на неговата природа и причини, “Партиздат” , София, 1983.

Стефанов, И. Животоосигуряване в България. Свищов, 1944.

Стефанов, И. Национализацията на частните банки и реорганизиране на банковото дело у нас. Печатница „Братя Миладинови”, С., 1941.

Стойчев, К. Търговски дружества на капитала. Мениджмънт и неговата правна регламентация. Издателство на БАН, С., 1992.

Стоянова, И. Кратка история на застраховането в България (1878-1946). Издателство „Артман”, С., 1999.

Хаджийски, И. Моралната карта на България. Издателство „Захарий Стоянов”, С., 2008.

Хофстеде, Х. Култури и организации. Софтуер на ума. Издателство „Класика и стил”, С., 2001.

Цанков, А., Д. Мишайков, Ст. Бочев. Акционерното дело в странство и у нас. Печатница „Стопанско развитие”, С., 1929.

Чакалов, А. Банково дело. Издателство „Лито-печать”, С., 1940.

Чакалов, А. Стопанска и финансова стабилност. Печатница „Хр. Г. Данов”, С., 1941.

Чакалов, А. Форми, размер и дейност на чуждия капитал в България (1878-1944). БАН, С., 1962.

## II

3L3 Task Force on Internal Governance (TFIG). Cross-sectoral stock-take and analysis of internal governance requirements. CESR/09-1176, CEBS 2009 299 CEIOPS-3L3-19-09. 2009.

Abrams, R., M. Taylor. Issues in the Unification of Financial Sector Supervision. IMF, Working Paper № 00/213. 2000.

Árvai, Z., K. Driessen, I. Ötoker-Robe1. Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe. IMF Working Paper WP/09/6. 2009.

Axel Weber interview with Financial Times, 22 April 2009.

Baek, H. Parent-Affiliate Agency Conflicts and Foreign Entry Mode Choice. *Multinational Business Review*, Fall 2003.

Balancing Risk & Reward. The PricewaterhouseCoopers EM20 Index. June 2008.

Barth, J., G. Caprio, R. Levine. Bank Regulation and Supervision: What Works Best. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, April, 2004.

Basel Committee on Banking Supervision. Supervision of financial conglomerates. Consultation documents. Bank for International Settlements, Basel, 1998.

Basel Committee on Banking Supervision. Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors: A Survey. Bank for International Settlements, Basel, 2002.

Basel Committee on Banking Supervision. Enhancing corporate governance for banking organizations. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

Basel Committee on Banking Supervision. Home-host information sharing for effective Basel II implementation. Bank for International Settlements, Basel, 2006.

Basel Committee on Banking Supervision. Guiding principles for the replacement of IAS 39. Bank for International Settlements, Basel, 2009.

Basel Committee on Banking Supervision. Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group. Bank for International Settlements, Basel, 2009.

Baudino, P., G. Caviglia, E. Dorrucchi, G. Pineau. Financial FDI to the EU Accession Countries. Directorate General International and European Relations. 2004.

Bebchuk, L., J. Fried. Pay without performance: the unfilled promise of executive compensation. Harvard, 2004.

Bednarski, P., J. Osinski. Financial Sector Issues in Poland. European Central Bank, Frankfurt am Main, July 2002.

Beffa J.-L., X. Ragot. La fin du modele liberal-financier. *Commentaire*, P., 2008, № 122.

Berger, A., R. Demsetz, P. Strahan. The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future. *Journal of Banking and Finance*, Volume 23, 1999.

Berle, A. *Power Without Property*. Harcourt, New York, 1959.

Berle, A., G. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers, New Jersey, 1991.

Bertrand, M., S. Mullainathan. Is there discretion in wage setting? A test using takeover legislation. *Rand Journal of Economics*, 1999, №30.

Bettis, R. Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms. *Strategic Management Journal*, 1981, № 2, p. 379-394.

Blundell-Wignall, A. Structured products: Implications for Financial Markets. OECD, *Financial Market Trends*, 2007, no. 93 vol. 2007/2.

Boorman, J. The Impact of the Financial Crisis on Emerging Market Economies: The Transmission Mechanism, Policy Response and Lessons. *Emerging Markets Forum*. 2009.

Boot, A., A. Schmeits. Market Discipline and Incentive Problems in Conglomerate Firms with Applications to Banking. *Journal of Financial Intermediation*, № 9, 2000.

Boot, A., S van Wijnbergen. Banking Reform and Regulatory Design Issues in Eastern Europe. University of Amsterdam. 1994.

Bulbank AD. Annual Report. Sofia, 2001.

Calderon, T. Benchmarking corporate governance in the OECS. *Corporate Governance Journal*, Vol 3, Issue No.11, November, 2003.

Caprio, G., R. Levine. Corporate Governance of Banks: Concepts and International Observations. *Global Corporate Governance Forum, World Bank Research Network Meeting*. 2002.

Čihák, M., L. Ong. European Department and Monetary and Capital Markets Department Estimating Spillover Risk Among Large EU Banks. *IMF Working Paper WP/07/267*. 2007.

Čihák, M., A. Tieman. Quality of Financial Sector Regulation and Supervision Around the World. *IMF Working Paper WP/08/190*. 2008.

Cioffi, J. Corporate Governance Reform, Regulatory Politics, and the Foundations of Finance Capitalism in the United States and Germany. *German Law Journal*, Vol. 7, No. 06, 2006, pp. 533-562.

Claessens, S., N. van Horen. Being a Foreigner Among Domestic Banks: Asset or Liability? *IMF Working Paper WP/09/273*. 2009.

Coase. R. The Nature of the Firm. *Economica*, 1937, № 4(16), pp. 386-405.

Collis, D., C. Montgomery. Corporate strategy. Resources and the Scope of the Firm. McGraw-Will Co., 1997.

Colleges of Supervisors – 10 Common Principles. CEIOPS-SEC-54/08, CEBS 2008 124, IWCFC 08 32. 2009.

Commission of the European Communities. European financial supervision. COM(2009) 252 final. Brussels, 2009.

Commission on Financial Services and Insurance. The liberalization of trade in insurance services. International Chamber of Commerce, Paris, 2000.

Committee of European Banking Supervisors. Guidelines for Cooperation Between Consolidating Supervisors and Host Supervisors. CEBS, 2006.

Committee of European Banking Supervisors. Annual Report. 2008.

Committee of European Banking Supervisors. Colleges of Supervisors - 10 Common Principles. 2008-124. CEBS, 2008.

Committee of European Banking Supervisors. Guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increases in holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC. CEBS, 2008.

Committee of European Banking Supervisors. Proposed New International Standard on Auditing ISA 265, Communicating Deficiencies in Internal Control and Related Conforming Amendments to Other ISAs (ISA 265). CEBS, 2008.

Committee of European Banking Supervisors. High-level principles of Remuneration Policies (CP23). CEBS, 2009.

Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors. Financial Stability Report. CEIOPS, 2009.

Committee of European Securities Regulators. Impact Assessment Guidelines for EU Lamfalussy Level 3 Committees. CESR, 2008.

Dell'Araccia, G., R. Marquez. Competition between Regulators and Credit Market Integration. University of Maryland. 2003.

Desai, M. The finance function in a global corporation. Harvard Business Review, Boston, 2008, Vol. 86, № 7/8, p. 108-112.

Dierick, F. The Supervision Of Mixed Financial Services Groups In Europe. European Central Bank, Occasional Paper Series No. 20/August, 2004.

Dilova-Kirkowa, S. Corporate Governance in Bulgarian State-owned Banks, 1992-1997. Post-Communist Economies, Vol. 11, No. 2, 1999, p. 253-265.

Donaldson, L., J. Davis. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. In Tricker, B. ed. International Corporate Governance: Text, Cases and Readings. Prentice Hall, New York, 1994, pp. 124-134.

Economic and Financial Committee Report. 5 September 2007.

European Bank for Reconstruction and Development. Core Principles of a Corporate Governance Framework (CGF). EBRD, 1999.

- European Central Bank. Global Equity and Derivative Markets, Special Edition: Europe. Morgan Stanley Dean Witter Quantitative Strategies, June 1998.
- European Central Bank. Mergers and acquisitions involving the EU banking industry – Facts and implications. 2000.
- European Central Bank. Banking structures in the New EU Member States. ECB, 2005.
- European Central Bank. EU Banking Structures. ECB, 2007.
- European Central Bank. The Incentive Structure Of The ‘Originate And Distribute’ Model. ECB, 2008.
- European Central Bank. Financial Stability Review. ECB, December, 2009.
- European Commission. Case No. COMP/M.3780 – ABN AMRO/Banca Antonveneta Notification of 30.03.2005. 2005.
- European Commission. Public Consultation Paper on Amendments to Commission Decisions establishing CESR, CEBS & CEIOPS. 2008.
- European Commission. European Bank Coordination Meeting: international coordination helped avert a systemic bank crisis in Central and Eastern Europe. Brussels, IP/09/1359, 2009.
- European Council. Common Position (EC) No 52/2002 adopted by the Council on 12 September 2002.
- Fich, E. CEO compensation and turnover in mutually interlocked boards. Working Paper, Kenan-Flagler Business School, 2000.
- Financial Services Authority. The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis. FSA, London, 2009.
- Financial Stability Forum. Financial Stability Forum Issues Recommendations and Principles to Strengthen Financial Systems. 2009.
- Financial Stability Institute. Institutional arrangements for financial sector supervision. Bank for International Settlements. Occasional Paper No 7, 2007.
- Fischer, K., E. Fournier. Does corporate governance matter in deposit insurance? Deposit Insurance and moral hazard in joint stock and mutual financial intermediaries. University Laval, Quebec, Working Paper № 02-06, 2002.
- Fluck, Z., C. Mayer. Race to the top or bottom? Corporate governance, freedom of reincorporation and competition in law. *Annals of Finance*, 2005, vol. 1, issue 4.
- Focarelli, D., A. Pozzolo. The Determinants of Cross-Border Bank Shareholdings: an Analysis with Bank-Level Data from OECD Countries. Banca d’Italia, № 381, 2000.



Fohlin, C. The History of Corporate Ownership and Control in Germany. In: R. Morck (ed.). The History of Corporate Governance: The Rise and Sometimes Fall of the World's Great Mercantile Families. University of Chicago Press, 2003.

Freixas, X., G. Loranth, A. Morrison, H. Shin. Regulating Financial Conglomerates. National Bank of Belgium, Working paper №54, 2004.

Galesi, A., S. Sgherri. Regional Financial Spillovers Across Europe: A Global VAR Analysis. IMF Working Paper WP/09/23, 2009.

Geranmayer, A., J. Pourdehnad. Internal Markets. John Wiley & Son, New York, 1993.

Goldberg, L., R. Sweeney, C. Wihlborg. From Subsidiary to Branch Organization of International Banks: New Challenges and Opportunities for Regulators. 2005.

Goodhart, C., D. Schoenmaker. Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises. International Journal of Central Banking, 2009, Vol. 5, No. 1, pp. 141-165.

Gouvin, E. Of Hungry Wolves and Horizontal Conflicts: Rethinking the Justifications for Bank Holding Company Liability. University of Illinois Law Review, 1999, Vol. 3.

Grant, R. Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications. Blackwell Publishing, London, 1995.

Group of Ten. Report on consolidation in the financial sector. G-10, 2001.

Group of Thirty. Financial Reform. A Framework for Financial Stability. G-30, 2009.

Half, C. Evolving Trends in the Supervision of Financial Conglomerates: A Comparative Investigation of Responses to the Challenges of Cross-Sectoral Supervision in the United States, European Union, and United Kingdom. Harvard Law School. 2002.

Heller, R., N. Willat. The European Revenge: How the American challenge was Rebuffed. Barrie and Jenkins, L., 1975.

Hennart, J. The Transaction Costs Theory of Joint Ventures: An Empirical Study of Japanese Subsidiaries in the United States. Management Science, 1991, № 37.

Hermalin, B., M. Weisbach. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. Federal Reserve Bank of New York. Economic Policy Review, 2003, №1.

Hertig, G. Government in Corporate Governance. European Corporate Governance Institute. Research Newsletter, Volume 7 / Winter. 2009.

High Level Group of Company Law Experts. A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document. 2002.

Holmström, B. Moral hazard in teams. *Bell Journal of Economics*, 1982, 73(2), pp. 324-340.

Hopt, K., K. Pistor. *Company Groups in Transition Economies: A Case for Regulatory Intervention?* Max-Planck-Institute. 2003.

House of Commons Treasury Committee. *Proposals for European financial supervision: further report. First Report of Session 2009–10*. London, 2009.

Hoyer, C. *Rapport annuel de la Commission bancaire pour 2006*.

Hughes, J., W. Lang, L. Mester, C. Moon, M. Pagano. *Do Bankers sacrifice value to build empires? Managerial incentives, industry consolidation, and financial performance*. Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working paper № 02-2, 2002.

International Association of Insurance Supervisors. *Extract from Recommendations on Corporate Governance: Main Elements of Insurers' Corporate Governance*. IAIS, 2007.

International Association of Insurance Supervisors, Organisation for Economic Co-operation and Development. *Issues Paper on Corporate Governance*. IAIS, OECD, 2009.

International Auditing Practices Committee and the Basle Supervisors' Committee. *The relationship between bank supervisors and external auditors*. Bank for International Settlements, Basel, 1987.

International Chamber of Commerce. *ICC 4th Corporate Governance Roundtable, 18 April 2007, Prague*.

International Corporate Governance Network. *ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009)*. ICGN, London, 2009.

International Federation of Accountants. *Recommendations for the G20 Nations – Meeting of September 24 – 25, 2009*.

International Federation of Accountants. *Recommendations for Working Group 1 - Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency*. IFA, 2009.

International Monetary Fund. *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*. IMF, 2009.

International Organization of Securities Commissions. *Principles for the Supervision of Operators of CIS*. IOSCO, 1995.

Ivaschenko, I., P. Brooks. *Corporate Governance Reforms in the EU: Do They Matter and How?* IMF Working Paper WP/08/91. 2008.

Jensen, M. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. *American Economic Review*, 1986.

Jensen, M., W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, № 3, pp. 305-360.

John, K., H. Mehran, Y. Qian. Regulation, Subordinated Debt and Incentive Features of CEO Compensation in the Banking Industry. Federal Reserve Bank of Chicago, 2003.

Joint Forum on Financial Conglomerates. Core Principles. Comparison of Core Principles. Cross-sectoral comparison. Basel Committee on Banking Supervision, 2001.

Joint Forum. Risk Management Practices and Regulatory Capital, Cross-Sectoral Comparison. JF, 2001.

Kane, E. Implications of superhero metaphors for the issue of banking powers. *Journal of Banking and Finance*. Volume 23, Number 2, February 1999.

Keasey, K., S. Thompson, M. Wright. Corporate Governance: Economic and Financial Issues. Oxford University Press, 1997.

Kirkpatrick, G. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. OECD, 2008.

Klein, P., M. Saldenberg. Diversification, Organization, and Efficiency: Evidence from Bank Holding Companies. Federal Reserve Bank of New York, 1997.

Kraemer, C., P. Arosio. Court voids UniCredit unit HVB's Bank Austria sale. Reuters, Jan 31, 2008.

Krugman, P., M. Obstfeld. *International Economics: Theory and Policy*. HarperCollins, New York, 1994, pp. 184-185.

Ladipo, D. et al. Board profile, structure and practice in large European banks. Nestor Advisors, London, 2008,

Lannoo, K. European Financial System Governance. CEPS Policy Brief, No. 106/June, 2006.

Larosiere, J. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. European Commission, Brussels, 2009.

Lee, K., C. Kwok. Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 1988, №19.

Letza, S., X. Sun. Corporate governance: paradigms, dilemmas and beyond. Leeds Law School, Leeds Metropolitan University. Volume 2, Number 1, 2002.

Lyons, S. In Defense of the Corporation. The Institute of Internal Auditors, Inc., Altamonte Springs, Fla. 2009.

- Mälkönen, V. Capital adequacy regulation and financial conglomerates. Bank of Finland, Discussion Papers 10, 2004.
- Mälkönen, V. The efficiency implications of financial conglomeration. Bank of Finland, Discussion Papers, 17, 2004.
- Marris, R. *The Economic Theory of Managerial Capitalism*. Free Press, New York, 1964.
- McCahery, J., E. Vermeulen. *Corporate Governance of Non-Listed Companies*. Oxford University Press, 2008.
- McCulley, P. *Global Central Bank Focus. Comments Before the Money Marketeters Club*, New York, 2009.
- Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors. *Declaration on Further Steps to Strengthen the Financial System*. London, 4-5 September 2009.
- Miles, R., C. Snow, A. Meyer, H. Coleman. Organization strategy, structure, and process. *Academy of Management Review*, 1978, 3(4).
- Nohria, N., S. Ghoshal. Differentiated Fit and Shared Values: Alternatives for Managing Headquarters Subsidiary Relationships. *Strategic Management Journal*, 1994, № 15.
- O'Donnell, S. *Headquarters Use of Monitoring, Incentives and Normative Control in the Foreign Subsidiary: The Role of International Interdependence in an Agency Theory Framework*. University of South Carolina. 1997.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *Guidelines for Pension Fund Governance*. OECD, 2002.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *Principles of Corporate Governance*. OECD, 2004.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. OECD, 2005.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *OECD guidelines for insurers' governance*. OECD, 2005.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *Competition Assessment Toolkit*. OECD, 2007.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*. OECD, 2008.
- Organisation for Economic Co-Operation and Development. *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. OECD, Paris, 2008.

Organisation for Economic Co-operation and Development. Competition and Financial Markets. OECD, 2009.

Organisation for Economic Co-operation and Development. Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, 2009

Organisation for Economic Co-operation and Development. Applying RIA to Policy Making in the Area of Corporate Governance. OECD Governance, Volume 2009, Number 25, September 2009 , pp. 137-169(33).

Organisation for Economic Co-operation and Development. Recent Experience with Temporary Government Control or Ownership of Commercial Entities. OECD, 2009.

Perry, T. Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover. The Financial Review. Volume 38, 2003.

Piatkowski M., M. Jarmuzek. Zero Corporate Income Tax in Moldova: Tax Competition and Its Implications for Eastern Europe. IMF Working Paper WP/08/203. 2008.

Polanyi, K. The Great Transformation. The Political and Economic Origins of our Time. Beacon Press, Boston, 1944.

Renee, A., H. Mehran. Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies? Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, April, 2003.

Roll, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. Journal of Business, 1986, vol. 59, issue 2, pp. 197-216.

Rosa, J.-J. La crises des capitalismes hierarchiques. Commentaire, P., 2006/2007, Vol. 29, N 116, pp. 955-965.

Rostowski, J. Banking reform in Central Europe and the Former Soviet Union. Central European University Press, Budapest, 1995.

Schich, S. Insurance Companies and the Financial Crisis. OECD, 2009.

Slijkerman, J., D. Schoenmaker, C. de Vries. Risk Diversification by European Financial Conglomerates. Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2005-110/2, 2005.

Staikourasa, S. Business Opportunities and Market Realities in Financial Conglomerates. The Geneva Papers, Palgrave. Volume 31, № 1, January 2006.

Tabb, W. Economic governance in the age of Globalization. Columbia University Press, New York, 2004.

Thienpont, D. Corporate governance in the European Union. Selected issues in Corporate governance: Regional and country experiences. UN, 2003.

Tripartite Group. The Supervision of Financial Conglomerates: A Report by the Tripartite Group of bank, securities and insurance regulators. BIS Banking paper №20, 1995.

UniCredit removes auditor for Bank Austria deal. Austrian Times, 11.11.2008.

United Nations Conference on Trade and Development. The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies. UNCTAD, New York and Geneva, 2009.

Webb, E. Does corporate governance determine bank loan portfolio choice? Journal of Academy of Business and Economics, 2005.

Weston, J. Mergers and Acquisitions in Business Planning. Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali, April, 1970.

Williamson, O. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. The Free Press, New York, 1975.

### III

Директива 77/780/ЕИО на Съвета относно достъпа и упражняването на дейността на кредитните институции (Първа банкова директива).

Директива 85/611/ЕИО на Съвета относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа.

Директива 89/646/ЕИО на Съвета относно координацията на закони, подзаконови и административни разпоредби, отнасящи се до започване и осъществяване на дейност от кредитните институции (Втора банкова директива).

Директива 92/30/ЕИО на Съвета относно надзора върху кредитните институции на консолидирана основа.

Директива 2000/12/ЕО относно започването и упражняването на дейност от кредитни институции (Консолидирана банкова директива).

Директива 2001/24/ЕО относно оздравяването и ликвидацията на кредитни институции

Директива 2002/87/ЕС за допълнителен надзор на кредитни институции, застрахователни компании и инвестиционни фирми във финансов конгломерат.

Директива 2003/41/ЕО относно дейностите и надзора на институциите за професионално пенсионно осигуряване.

Директива 2004/25/ЕО относно предложенията за поглъщане.

Директива 2005/1/ЕО за изменение на Директиви 73/239/ЕИО, 85/611/ЕИО, 91/675/ЕИО, 92/49/ЕИО и 93/6/ЕИО на Съвета и Директиви 94/19/ЕО, 98/78/ЕО,

2000/12/ЕО, 2001/34/ЕО, 2002/83/ЕО и 2002/87/ЕО с цел въвеждане на нова организационна структура на комитетите за финансови услуги.

Директива 2006/43/ЕО относно задължителния одит на годишните счетоводни отчети и консолидираните счетоводни отчети.

Директива 2006/48/ЕО относно предприемането и осъществяването на дейност от кредитните институции.

Директива 2006/49/ЕО относно капиталовата адекватност на инвестиционните посредници и кредитните институции.

Директива 2007/44/ЕО за изменение на Директива 92/49/ЕИО на Съвета и директиви 2002/83/ЕО, 2004/39/ЕО, 2005/68/ЕО и 2006/48/ЕО по отношение на процедурните правила и критериите за оценяване за предварителната оценка на придобиванията и увеличението на участия във финансовия сектор.

Европейски икономически и социален комитет. Становище на Европейския икономически и социален комитет относно Предложение за директива на Европейския парламент и на Съвета относно започване и извършване на застрахователна и презастрахователна дейност Платежоспособност II СОМ(2007) 361 окончателен — 2007/0143 (COD). 2007.

Закон за Българската народна банка, 1997 г.

Закон за допълнителния надзор върху финансовите конгломерати, 2006 г.

Закон за кредитните институции, 2006 г.

Кодекс за застраховане, 2005 г.

Комисия за финансов надзор. Решение № 445 – ОЗ от 19 май 2009 г. КФН, 2009.

Комисия на Европейските Общности. Препоръка на Комисията в допълнение на Препоръки 2004/913/ЕО и 2005/162/ЕО по отношение на режима за възнагражденията на директорите в дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар, и на Препоръка на Комисията относно политиката на възнаграждения в сектора на финансовите услуги. SEC(2009)581, Брюксел, 2009.

Наредба № 12 на БНБ за надзор на консолидирана основа.

Наредба № 20 на БНБ за издаване на сертификати по чл. 11, ал. 3 от Закона за кредитните институции.

Решение на Комисията за създаване на Комитет на европейските банкови надзорни органи (2009/78/ЕО). 2009.

Commission Decision 2004/5/EC establishing the Committee of European Banking Supervisors.

Commission Decision 2004/6/EC establishing the Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors.

Commission Decision 2004/7/EC establishing the Committee of European Securities Regulators.

Commission Decision 2004/8/EC establishing the European Securities Committee.

Commission Decision 2004/9/EC establishing the European Insurance and Occupational Pensions Committee.

Commission Decision 2004/10/EC establishing the European Banking Committee.

Directive 92/49/EEC on non-life insurance.

Directive 92/96/EEC on life insurance.

Directive 93/22/EEC on investment services.