

РАЗВИТИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ НА СИСТЕМИТЕ НА КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ В ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ

Изложени са моделите на корпоративното управление в Европейския съюз и тяхното развитие през последните години. Различните модели са разгледани чрез таксономия, основана на характеристики, свързани с нормативни, институционални и културни фактори, специфични за отделните страни. Относително по-голямо внимание е отделено на източноевропейския модел, тъй като в сравнение с останалите модели той възниква по-късно и е по-малко познат.¹

JEL: G34; G38

Анализът на причините за финансовата криза от 2008 г. и последвалата икономическа криза показва, че те са предизвикани наред с други фактори и от редица проблеми в областта на корпоративното управление (КУ). Това поставя на дневен ред в Европейския съюз необходимостта от нормативни промени в тази сфера. Но в страните-членки има различни системи на КУ, които са традиционно установени. Как те са еволюирали във времето? Какви промени търпят в последно време и кои от тях пораждаат проблеми? При тези промени конвергират ли различните системи, както би трябвало да се очаква с оглед стремежа към задълбочаване на интеграцията в Съюза? Доколко ефективни могат да бъдат нормативните промени на европейско равнище и как евентуално да бъдат осъществени? Това са основните въпроси, които са разгледани в това изследване.

* Стефан Петранов - Стопански факултет на СУ "Св. Климент Охридски", spetranov@yahoo.com; Милена Ангелова - Институт за икономически изследвания на БАН и Асоциация на индустриалния капитал в България; m.angelova@bica-bg.org.

¹ Associate Professor Stefan Petranov, PhD, Milena Angelova, PhD. DEVELOPMENT AND PROSPECTS OF THE CORPORATE MANAGEMENT SYSTEMS IN THE EUROPEAN UNION. *Summary:* The EU Corporate Management Models and their development over the recent years are focused. The various models are studied by means of a Taxonomy, based on characteristics, referring to the regulatory, institutional and cultural country specific factors. More attention is paid to the Eastern European Model, because it is less known and emerged later than the other models.

Статията е допълнително разширен вариант на доклад, предназначен за Работна група на Европейския икономически и социален съвет. Групата е създадена, за да се формира становище на Съвета по отношение инициативата на Европейската комисия за подобряване на корпоративното управление в ЕС, изложена в "Рамка на Европейския съюз за корпоративно управление (Зелена книга)". Становището на Съвета е гласувано и прието през ноември 2011 г.. Д-р М. Ангелова е докладчик по становището на Съвета, а доц. д-р С. Петранов е експерт на Съвета за това становище, като то може да бъде намерено в "Официален вестник на Европейския съюз" от 28.01.2012 г.

Развитие на системите за корпоративно управление в Европейския съюз

През периода след Втората световна война корпоративното управление в Европа преминава през две ясно разграничени фази на развитие. Първата, започваща от края на войната и продължаваща докъм средата на 90-те години, се характеризира със специфичните режими на КУ, които исторически се установяват в развитите страни от Западна Европа. Тези традиционни системи се класифицират в академичната литература в три основни групи:² *англо-саксонски модел* на КУ (характерен за САЩ, а в Европа – за Великобритания и Ирландия); *германски модел* (представен от Германия, Холандия, Швейцария, Швеция, Австрия, Дания, Норвегия, Финландия) и *латински модел* (разпространен във Франция, Италия, Испания и Белгия). Режимите на КУ във всяка група могат да се отграничат въз основа на редица характеристики, например: преобладаваща концепция за фирмата; предимство на интересите на акционерите или на заинтересувани лица; предимство на капиталовия пазар или на банките за мобилизиране на финансов ресурс; присъствие или отсъствие на външен пазар за корпоративен контрол; структура на собствеността.

Тези системи са резултат от историческото развитие още от началото на ХХ век, а и отпреди това. Различните страни са развивали такива модели на КУ, които съответстват на националните им специфики и приоритети. Не е имало международна интеграция, почти не са съществували транснационални компании и съответно не са стояли въпросите за предимствата и недостатъците на различните системи, за евентуална тяхна естествена или нормативна конвергенция. Относително дълго време тези модели са били ясно разграничени.

Втората фаза започва през втората половина на 90-те години на миналия век. Тя се характеризира с процеса на започнала трансформация на моделите на КУ в Европа в контекста на глобалната финансова либерализация, конкурентния натиск и все по-нарастващото присъствие на европейските пазари на глобални институционални инвеститори (предимно от британски или американски произход), които налагат ценности и практики, типични за англо-саксонския модел на КУ. В резултат от това в края на 90-те години на миналия и в началото на новия век има отчетлива тенденция към известно приближаване на другите модели към англо-саксонския чрез възприемане на някои от неговите черти, преди всичко ориентацията към пазарното финансиране и към акционерите.

Тези процеси естествено привличат вниманието на научните и обществените среди към проблемите, свързани с различните системи на КУ. През

² Weimer, J., J. Pape. A Taxonomy of Systems of Corporate Governance, Theory Papers in Corporate Governance. Blackwell Publishers, April 1999, Vol 7 (2), p. 153.

този период те дават началото и на възникването на поредица от широко дебатирані въпроси - дали континентално-европейските модели (германски и латински) ще конвергират към англо-саксонския; дали той от своя страна ще остане ясно обособен модел на КУ, или ще премине в някаква "хибридна" форма, комбинираща аспекти на няколко модела.

Но глобалната финансова криза, започнала през 2007 г. в САЩ, която скоро след това се разпростира и в Европа, поставя под съмнение предполагаемите предимства на англо-саксонския пред останалите модели и дава нов тласък на национални, наднационални³ и глобални инициативи към ререгулация на глобалните финансови пазари и на практиките по корпоративно управление.⁴

Друга основна черта на втората фаза на развитие на КУ в Европа е възникването и институционализирането на негови практики в постсоциалистическите държави от Източна Европа. Това се извършва донякъде спонтанно-хаотично поради наличието на други неотложни приоритети и поради липсата на опит и институционална инфраструктура в тези страни. Според редица изследователи⁵ установяването на рамката на КУ е протекло под влиянието и на публични, и на частни институции, като по този начин възникналият модел инкорпорира аспекти и от континентално-европейските, и от англо-саксонския модели.

Все пак какво е сегашното състояние в страните от ЕС от гледна точка на КУ? Какви са процесите и проблемите, пораждани от съществуването на принципно различни системи в среда, в която се развиват процеси на глобализация, в която има необходимост от по-силна европейска интеграция, а непреминаващите още финансова и икономическа криза експонират редица слабости на КУ?

Един много важен процес, който се развива сега, е породен от две тенденции - нарастващото присъствие на новите глобални институционални инвеститори и по-голямата роля на капиталовите пазари за сметка на банковото финансиране при мобилизирането на финансов ресурс за компаниите. Тези тенденции допринасят за разкъсване на връзките между компаниите и крайните инвеститори. В резултат от това сега част от инвеститорите имат индиректни връзки с компаниите, съответно интересите им обикновено са краткосрочни и по-слаби от тези на инвеститорите с дългосрочен хоризонт с всички произтичащи от това последствия. Процесът на разкъсване на връзката между инвеститори и компании води до редица

³ Например The EU Corporate Governance Framework (Green Book). European Commission, Brussels, 2011.

⁴ Clarke, T. and J. Chanlat. European corporate governance: readings and perspectives. Routledge, 2009, p. 2.

⁵ Вж. например Vliegenthart, A. Transnational actors and the converging corporate governance regulation in ECE. The 4th Convention of the Central and East European International Studies Association (CEEISA). University of Tartu, Estonia, 25-27 June 2006.

проблеми, свързани с КУ в континентална Европа, които до този момент не са били от съществено значение.⁶

Един такъв проблем например е мотивацията на мениджърите на активите на институционалните инвеститори. Възможно е тук да възникне, а и на практика възниква конфликт на интереси, тъй като инвестиционният хоризонт на мениджърите (обикновено краткосрочен) и този на институционалните инвеститори (обикновено дългосрочен, например при пенсионните фондове) може да влязат в противоречие. Друг проблем, свързан с разкъсаната връзка между крайния инвеститор и компанията, е трудната и често невъзможна комуникация между тях, а и между самите крайни инвеститори. Това от своя страна води до слабо влияние на акционерите и съответно непропорционално силно влияние на мениджмънта в делата на компанията. Част от разрешението на този проблем е да се използват специализирани упълномощени представители (или съветници)⁷, които да представляват крайните инвеститори, но е възможно при тях също да се породе конфликт на интереси.

Първи период (след Втората световна война до средата на 90-те години). Традиционните модели

Англо-саксонски модел

В Европа този модел е представен от практиките по КУ в Англия и Ирландия. Той се характеризира със специфична концепция за това коя е основната цел на компаниите – т. нар. стойност за акционерите. Други важни характеристики на модела са едностепенната система на управление, голямото значение на фондовия пазар и на пазарното финансиране на фирмите, наличието на външен пазар на корпоративен контрол, ниската концентрация на собствеността и краткосрочният инвестиционен хоризонт.

Концепцията “стойност за акционерите” се изразява в приоритетното защитаване на интересите на акционерите чрез максимизирането на тяхното богатство.⁸ Символичният индикатор за “стойността за акционерите” е икономическата добавена стойност, чиято максимизация е главният критерий за успешно управление на фирмите.

⁶ Много от въпросите, поставени в “Рамка на Европейския съюз за корпоративно управление (Зелена книга)”, са резултат от проблемите, породени именно от този процес.

⁷ В Европейските документи се говори за упълномощени съветници. Това е по-широко понятие от представители и отразява едно относително ново явление. Ролята на такива съветници (физически и юридически лица) включва и консултиране на акционерите какво поведение да имат и как да гласуват при провеждане на общо събрание на акционерите. В типичен стил европейските документи говорят също за необходимост от регламентиране и регулиране на тяхната дейност.

⁸ Aglietta, M., and A. Reberlioux. Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value. The Saint Gobain Centre for Economic Studies, 2005, p. 9.

При КУ в този модел фондовият пазар играе по-голяма роля, отколкото при другите системи. Установеният индикатор за важността на капиталовите пазари е пазарната капитализация на местните компании, съотнесена като процент от БВП.⁹ През 1990-1995 г. пазарната капитализация във Великобритания нараства от 93.6 до 121.7% (за сравнение същият индикатор за Германия за този период нараства от 21.7 до 22.9%)¹⁰.

Отличителна характеристика на англо-саксонския модел на КУ е наличието на активен външен пазар за корпоративен контрол - т. нар. пазар на превземанията. Това е дисциплиниращ механизъм, осигуряващ трансфера на корпоративен контрол от неефективни към ефективни управленски групи, като по този начин се хармонизират интересите на мениджмънта и акционерите. В този модел на КУ превземанията се смятат за една от основните функции на фондовите пазари, тъй като именно там става възможно осъществяването им.

Нуждата от пазар за корпоративен контрол кореспондира със структурата на собствеността, характеризираща модела, която е с много ниски нива на концентрация. Такава дисперсия на собствеността пречи на развитието на директни механизми за контрол над мениджмънта като гласуване при общите събрания на акционерите, неформални диалози и т.н. Затова в този случай толкова голямо значение има фондовият пазар и неговата ликвидност като външен механизъм на корпоративен контрол. Същевременно необходимостта от пазарно финансиране, ниската концентрация на собствеността, развитият фондов пазар и неговата висока ликвидност дават възможност за инвестиционна активност, вкл. и спекулативна, и предполагат краткосрочна ориентация на инвеститорите.

Германски модел

Концепцията за компанията според германския модел е партньорство между различни пазарни участници, които са заинтересувани от дейността на фирмата - акционери, мениджъри, работници, доставчици на стоки и услуги, кредитори и клиенти. Общ интерес на тези групи от икономически субекти е просперитетът на фирмата. Такъв подход към КУ се нарича "ориентиран към заинтересуваните лица". В този случай като допълнение към максимизирането на акционерната стойност фирмите се ангажират с по-широк спектър от стратегически цели като растеж на продажбите и сигурност на работното място. Работниците например като заинтересувани лица може да имат по-голям интерес от растежа на продажбите, защото той предполага разширяване на фирмата и по този начин - по-голяма стабилност на работното място. В рамките на гер-

⁹ Weimer, J., J. Pape. Цит. съч., с.155

¹⁰ Пазарната капитализация на публично търгуваните компании може да бъде намерена на <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

манския модел техните интереси трябва да се взимат под внимание, ако влязат в конфликт с интересите на акционерите.¹¹

В този модел на КУ банковата система играе много по-важна роля при набирането на капитал за компаниите, отколкото капиталовите пазари. Немските банки по традиция поддържат дългосрочни връзки с индустриалните фирми и освен, че им предоставят заеми, те притежават и големи дялове в тях, осигуряват им пълния спектър от финансови услуги и съвети, представляват акционери в работата на корпоративните бордове и са проактивни агенти при спасяване на фирмите от корпоративен банкрут.¹²

При германския модел външен пазар за корпоративен контрол на практика почти не съществува. Общо погледнато, в държавите от тази група контролът върху взимането на решения от мениджмънта се осигурява чрез директно влияние от страна на акционерите. Това е възможно поради високата концентрация на собствеността - една от характерните черти на нейната структура при този модел.

В повечето изследвания концентрацията на собственост се определя от това дали има един или няколко контролиращи акционери. Това са акционери, които притежават повече от 20% от правата за гласуване на дадена компания.¹³ Контролиращият размер на собственост е широко разпространен и в германския, и в латинския модел на КУ. Свързани с това и също толкова характерни за континенталните модели са и "пирамидалната" и "кръстосаната собственост". Първата се наблюдава, когато акционер контролира дадена фирма чрез контрол върху поне още една публично котирана компания, а втората - когато нефинансови компании притежават взаимно свои дялове. Високото ниво на кръстосана собственост е постоянна черта на структурата на собствеността в Германия, достигащо 44% от акциите на публично котираните компании през 1995 г., като през последните години този показател е спаднал с едва около 5 процентни пункта.¹⁴

В германския модел управлението се осъществява чрез двустепенна система на базата на управителен и надзорен съвет, като в надзорния съвет колективно са представени основните заинтересувани лица, вкл. и работещите във фирмата. При него високата концентрация на собствеността, умерената роля на пазарното финансиране, липсата на външен пазар на корпоративен контрол водят до дългосрочна ориентация на инвеститорите.

¹¹ *Vitols, S.* Negotiated Shareholder Value: The German Version of an Anglo-American Practice. *Competition and Change*, 2004, 8(4), p. 1-18.

¹² *Jackson, G., A. Moerke.* Continuity and Change in Corporate Governance: Comparing Germany and Japan. Blackwell Publishing Ltd., Guest Editorial V, 12, May, 2005, p. 355.

¹³ *Enriques, L. and P. Volpin.* Corporate Governance Reforms in Continental Europe. - *Journal of Economic Perspectives*, Winter 2007, Vol. 21, (1), p. 118.

¹⁴ Federation of European Stock Exchanges. Share Ownership Survey, 2007, p. 40.

Латински модел

Тук концепцията за фирмите е между англо-саксонската и германската, но във всички случаи е по-близо до последната. Фирмите от латинския модел най-често се характеризират с притежаване на финансов дялове и кръстосана собственост, държавен и семеен контрол. Подобно на страните с германски модел (Германия, Швейцария), участията на банките в капитала на нефинансовите предприятия е съществено във Франция и Испания. За разлика от тях обаче в Италия и Белгия на банките не се разрешава да притежават акции за собствена сметка.

На капиталовите пазари в страните от латинския модел няма активен пазар за корпоративен контрол, но броят на враждебни превземания все пак е по-голям, отколкото в държавите с германски модел, а значението на капиталовия пазар за националната икономика може да бъде определено като умерено.

В този модел концентрацията на собствеността е относително висока. Делът от капитала, контролиран от петте най-големи акционери, е около 48% във Франция и 87% в Италия,¹⁵ където семейни или индустриални групи притежават контролни дялове в буквално всички от 200-те котирувани за публична търговия компании.

Според редица автори най-отличителният аспект на практиките по КУ във Франция е значителната роля на държавата.¹⁶ Генезисът на това явление е в периода след Втората световна война, когато много банки и фирми се национализират. Кулминацията на този процес е през 1981 г., когато практически е национализиран целият банков сектор и по такъв начин държавата става ключов акционер в голям брой компании. Въпреки че последващата вълна от приватизации от средата на 80-те години намалява нейното влияние в КУ, тя все пак продължава да играе ключова роля при предотвратяването на превземания, които се смятат за противоречащи на националния интерес.

В латинския модел съществуват както едностепенната, така и двустепенната система на фирмено управление, но по-често се прилага първата. Характеристиките на модела ориентират инвеститорите към дългосрочни икономически взаимоотношения.

Втори период (от средата на 90-те години досега). Нова структура на собствеността и промени при традиционните модели

В средата на 90-те години на миналия век традиционните континентални модели на КУ претърпяват драматични промени (Fichtner, 2009¹⁷) и се приближават в известна степен до англо-саксонския модел. Всичко започва

¹⁵ Вж. Weimer, J., J. Pape. Цит. съч.

¹⁶ Herrigel, G. Corporate Governance: History without Historians, Handbook of Business History. Oxford University Press, 2006.

¹⁷ Fichtner, J. Activist hedge funds and the erosion of Rhenish capitalism: The impact of impatient capital. Working Paper Series N 17 CCGES/CCEAE, 2009.

от финансовия сектор. В контекста на засилващите се процеси на дерегулация и глобализация финансовите институции в Европа все по-силно се влияят от конкурентния натиск на пазара. В резултат от това те постепенно променят поведението си. Големите банки започват да диверсифицират от дейности, свързани с даване на заеми, към много по-доходоносните дейности по инвестиционно банкиране. Наблюдава се процес на частично оттегляне на банките от положението им на по същество вътрешни лица във фирмите, които са им клиенти. Това проличава от намаленото представяне на банките в надзорните съвети на компаниите, както и от тяхното засилващо се оттегляне от длъжността председател на надзорния съвет, която те типично заемат в германския модел.¹⁸

Паралелно с процеса на разпадане на традиционния режим, основан на тесни връзки между банките и фирмите, нараства и важността на борсовите пазари за финансиране на фирмите. Увеличаващата се конкуренция в реалната икономика също дава допълнителна мотивация (а и допълнителна принуда) на европейските компании да добият необходимите размери, за да бъдат конкурентоспособни и с достатъчно влияние на пазара. По-големите мащаби са постигнати основно чрез стратегии на външен растеж (т.е. сливания и придобивания) и такива, свързани със суапиране на дялове.¹⁹ По този начин котирането на компании на борсовите пазари и/или стремежът към по-висока пазарна капитализация дават значително предимство в глобалния пазар на сливания и придобивания.

Третият аспект на нарастващата дифузия на англо-саксонски практики по КУ е увеличеното присъствие на европейските фондови пазари на чуждестранни (предимно английски и американски) институционални инвеститори - пенсионни фондове, взаимни и хедж фондове. Този тип инвеститори защитават концепцията за максимизиране на стойността за акционерите и оказват натиск върху изместването на фокуса в традиционните модели на КУ в Европа от интересите на заинтересуваните лица към интересите на акционерите.

Въпреки това едновременно с натиска към англо-саксонски модел се наблюдават и устойчиви черти на европейските континентални модели на КУ. Например в Германия все още съществува индустриалната организация и системата на работнически съвети, като по този начин се противодейства на пълното въвеждане на норми, ориентирани единствено към защита на интереса на акционерите за сметка на заинтересуваните лица. Капиталовите

¹⁸ Lane, C. Changes in Corporate Governance of German Corporations: Convergence to the Anglo-American Model? ESRC Centre for Business Research. University of Cambridge, Working Paper N 259, 2003.

¹⁹ Става дума за т.нар. equity swap, т.е. емитиране на акции от една компания с цел мобилизиране на капитал за придобиване на акциите на друга компания. Вж. Goyer, M. Varieties of Institutional Investors and National Models of Capitalism: The Transformation of Corporate Governance in France and Germany. - Politics & Society, September 2006, Vol. 34, N 3, p. 399-430.

пазари, макар и с нарастващо значение, остават недоразвити в сравнение с британските (и американските) - между 2006 и 2010 г. пазарната капитализация за страните от континентална Европа намалява от 56.1 на 43.2% спрямо БВП, докато във Великобритания съответните нива за този период са 155.2 и 138.3%.

Докато големите частни банки и най-едрите blue-chip компании в крайна сметка изоставят модела на тесни връзки между тях, малките и средните фирми все още разчитат на традиционните форми на банкиране, основано на близки взаимоотношения и сътрудничество с банките.

Както се вижда от приведените факти, развитието е донякъде противоречиво. От една страна, англо-саксонските практики навлизат в КУ на континентална Европа, но от друга, продължават да се запазват много от характерните черти на традиционните германски и латински модели. Затова на този етап не може да се направи еднозначна прогноза за евентуалното бъдещо развитие на КУ в Европа.

Източноевропейски модел

Този модел включва новите членки на ЕС: Полша, Чехия, Словакия, Унгария, Естония, Литва, Латвия, Словения, България и Румъния. Интересното е, че КУ в Източна Европа не е хомогенно и включва аспекти и от континенталните, и от англо-саксонския модел. Докато в началото на прехода към пазарна икономика източноевропейските страни приемат доста различни подходи към реформирането на икономиките си, от средата на 90-те години на миналия век започва да се проявява известна тенденция към конвергиране по отношение на отделни аспекти на техните политико-икономически системи, един от които е и КУ.

Едно от съществуващите различия е свързано с концепцията за фирмата. Някои държави от района възприемат позицията на англо-саксонския модел, поставящ ударението върху "стойността за акционерите", а други се ориентират към интересите на заинтересованите лица, типична за континенталните модели. Кодексът за КУ на публично търгувани фирми в Полша от 2004 г. например е насочен към "стойност за акционерите", тъй като уеднаквява частните им интереси с общото благо: "Основната цел на компанията е да служи за общия интерес на всички акционери, т.е. да създава "стойност за акционерите".²⁰ Словашкият кодекс за КУ пък има отделна глава за заинтересуваните лица, в която се изтъква, че компаниите "трябва да признаят, че приносът на заинтересуваните лица представлява ценен ресурс за изграждането на конкурентни и рентабилни компании и техните права, защитени от закона, трябва да се уважават".²¹

²⁰ Polish Corporate Governance Code, 2004, p. 5.

²¹ Slovak Corporate Governance Code, 2002, p. 6.

Във връзка с относителната важност на фондовия пазар спрямо банковия сектор за набавянето на капитал трябва да отбележим, че в Източна Европа този пазар е все още силно недоразвит. В това отношение регионът наподобява континенталните модели. На таблицата ясно е илюстрирано продължителното забавено развитие на фондовите пазари в района - през последните пет години пазарната капитализация там много повече наподобява тази в Германия, отколкото във Великобритания, където тя е средно 5 пъти по-голяма.

Таблица

Пазарна капитализация (ПК) като процент от БВП

ПК/БВП	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
България	31.1	51.7	17.1	14.6	15.2
Румъния	26.7	26.5	10	18.8	20
Чехия	34.1	42.1	22.6	27.7	22.4
Унгария	37.2	34.6	12	22	21.2
Полша	43.6	48.7	17	31.4	40.6
Словакия	8.1	8.3	5.2	5.3	4.7
Словения	39	61	21.5	23.9	19.7
Естония	35.9	28.2	8.3	13.9	12.1
Латвия	13.6	10.8	4.8	7	5.2
Литва	33.9	25.9	7.7	12.1	15.6
Германия	56.1	63.2	30.5	39	43.2
Великобритания	155.2	137.3	69.7	128.7	138.3

Данните показват, че по отношение на фондовия пазар системите на КУ на Източна Европа са по-близки до германския модел, отколкото до англо-саксонския. В същото време по отношение на банковия сектор КУ в Източна Европа има характеристики, които не наподобяват нито един от традиционните модели на континентална Европа. Това се дължи на широкото навлизане в банковия сектор на Източна Европа на чуждестранни банки. Докъм средата на новото десетилетие банковият сектор на страните в района е почти напълно превзет от чуждестранни финансови институции. От десетте най-големи банки в Централна и Източна Европа само една все още не е в ръцете на чужденци. Това прави банковият сектор нехомогенен от гледна точка на ролята му за КУ както на финансовия, така и на реалния сектор на икономиката. Често чуждестранните банки са от държави с различни модели на КУ – както от ЕС, така и извън него.²² Това разнообразие предопределя наличието на много различни практики, дифузия на различни модели по отношение на ролята на банките в КУ.

²² Например в България банките с най-голям пазарен дял са дъщерни дружества на италиански, гръцки, унгарски, австрийски, френски банки. Но освен тях присъстват също и дъщерни банки на американски, турски, германски, японски, холандски банки.

В края на краищата практиката и проблематиката на КУ са резултат от налагането на определени източници като доминиращи за набирането на капитал за развитието на фирмите. Именно в това се състои най-същественото различие между източноевропейския модел и традиционните модели от Западна Европа. При източноевропейския модел, освен банковия сектор и фондовия пазар, също толкова важни (а в много случаи и по-важни) за набирането на капитал в района са и преките чуждестранни инвестиции. Поради недостига на спестявания, липсата на историческа практика и доскорошното отсъствие на институционални инвеститори капитал фактически се набира най-често чрез директно инвестиране от чуждестранни инвеститори, а не чрез емитиране на акции или облигации на фондовите пазари.

Още от самото начало на прехода в Източна Европа по време на приватизацията много от държавните предприятия съвсем естествено се купуват от чужденци, което обуславя масовото присъствие на чуждестранен капитал в региона. Това може да се види и от разпределението на собствеността на фирмите, търгувани на борсовите пазари в района - то показва много съществения дял на чуждестранна собственост в сравнение с другите страни-членки на ЕС. В края на 2007 г. например 73.5% от акциите, търгувани на Словашката борса, са собственост на чуждестранни инвеститори, което е най-високото ниво за целия ЕС. Следваща в тази класация е Унгария със 72%.²³

По отношение на структурата на собствеността източноевропейският модел на КУ се характеризира с голяма концентрация. В Полша и Чехия почти 50% от публично търгуваните предприятия имат основен акционер с блокиращо участие. Подобна е ситуацията в Унгария и Словакия. В Словакия мажоритарният собственик в публично търгуваните компании гласува средно с 44.7%. Аналогична е картината в България.²⁴

Представените данни показват, че страните от Източна Европа са с ниво на концентрация на собствеността, което е сравнимо с това в другите държави от континентална Европа, а в някои случаи дори и по-високо.

*

Какви заключения могат да бъдат направени от изложените факти и аргументи по отношение на въпросите, поставени в началото на това изслед-

²³ Данните са по Share Ownership Survey. FESE, 2007.

²⁴ Конкретни данни за високата степен на концентрация на собствеността в България могат да бъдат намерени в *Петранов, С.* Концентрация на капитала в публичните дружества, защита на инвеститорите и капиталов пазар в България: 1997-1999 г. - *Икономическа мисъл*, 2000, N 5. Явлението се коментира също в *Прохаска, М., П. Чилев.* Корпоративно управление и контрол в България. ЦИД, 2000. Независимо че тези изследвания са правени в началния период на развитие на капиталовия пазар, сега ситуацията не е променена. Доказателство в това отношение са многобройните отписвания на дружества от публична търговия, свързани с повишаване на концентрацията на собствеността.

ване? Първо, как еволюират във времето различните системи на КУ в Европейския съюз и най-вече какви промени търпят те в последно време.

Независимо от различията си всички системи са в процес на промяна. Промените са предизвикани от такива явления като глобализирането на финансовите пазари, засилването на конкуренцията, растящата роля и пазарна сила на институционалните инвеститори, необходимостта от задълбочаване на европейската интеграция. Всички тези процеси оказват натиск върху различните системи, като посоката на влияние е такава, че се наблюдават признаци на конвергенция между тях. Силната свързаност между банките и предприятията от реалния сектор например, характерна за германския модел, все повече е обект на критика от страна и на икономическата политика, и на практиката. Макар и постепенно, тази свързаност започва да намалява. Освен това редица регулации на ниво Европейски съюз засилват ролята, значението и защитата на миноритарните акционери, което е характерно за англо-саксонския модел и с това приближават континентално-европейските модели към него. В същото време финансовата криза води до практическо приближаване на банковия модел на англо-саксонската система до този на универсалните банки, който е характерен за континентална Европа. Това се получава като резултат от сливането на много от инвестиционните банки (вкл. и тези с най-съществено пазарно присъствие) с търговски банки. Определено има и тенденция към намаляване ролята на външните (пазарни) механизми за корпоративно управление, които са характерни единствено за англо-саксонския модел. Следователно може да се заключи, че напоследък се наблюдава определена конвергенция между различните системи на КУ в ЕС. Изброените примери показват как някои черти, характерни за дадена система, се променят с времето и така я приближават към другите системи.

Много е трудно обаче да се определи как точно ще се развият в бъдеще различните системи на корпоративно управление в ЕС. От една страна, може да се очаква тенденцията към конвергиране да продължи, даже може да се твърди, че има обективна нужда от това с оглед задълбочаване на интеграцията в Съюза. Но къде ще бъде пресечната точка на такова конвергиране, по-близо до коя от системите би била тя и кога евентуално би се случило, е невъзможно да се каже. Причината е, че различните системи са много дълбоко вкоренени в нормативната база, институционалната организация, практическите процеси и културната среда на отделните страни. Те са съществували десетки или дори в някои компоненти стотици години, изграждали са се в хармония с всички останали системи на съответните страни и в крайна сметка са повече или по-малко устойчиви в националните си и регионални граници. Наблюдаваните сега промени и тенденции към конвергиране са в отделни аспекти на системите, но по-голяма степен на конвергенция може да се получи само след фундаментални промени, които изискват пренастройка на много други системи, а това не може да стане нито бързо, нито

лесно. Засега системите остават съществено различни и може да се очаква, че това ще продължи още доста време. Това прави много трудно хомогенизирането на европейско равнище на нормативната база, на практиките и на средата за стопанска дейност.

Направеният анализ води до отговора на другия важен въпрос, поставен в началото – доколко ефективни могат да бъдат нормативни промени на европейско равнище и как евентуално да бъдат извършени. Разгледаните процеси и факти недвусмислено показват, че системите на корпоративно управление, характеризиращи страните от ЕС, на този етап съдържат различия по фундаментални принципи, поради което нормативни промени на европейско равнище, направени изолирано, биха били неефективни. По-правилен подход на този етап би бил да се стимулират подобрения на национално ниво.

Големият интерес към проблемите на КУ, особено в светлината на финансовата криза от 2008 г. и последвалата икономическа криза, е напълно оправдан. Усилията на Европейската комисия да предприеме инициативи за подобряване на КУ на общоевропейско ниво са навременни и необходими, но резултатите в тази насока ще изискват сериозни усилия и много важно - комплексна работа. Поради системността на проблематиката и обвързаността на системата на КУ с други системи, действия "на парче", несъобразени със спецификите на отделните корпоративни модели, може да нямат желания ефект или дори да доведат до негативни последици.

19. IV.2012 г.