

СОФИЙСКИ УНИВЕРСИТЕТ „СВ. КЛИМЕНТ ОХРИДСКИ“

ЮРИДИЧЕСКИ ФАКУЛТЕТ

Катедра „Гражданскоправни науки“

---

АЛЕКСАНДЪР ДУХОМИРОВ МИНЕВ

„Отношенията между органите в акционерното дружество“

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за придобиване на образователна и научна степен „Доктор“ по  
научна специалност 3.6.

(Гражданско и семейно право – Търговско право)

Научен консултант:

Проф. д-р Огнян Герджиков



София • 2016 г.



---

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита от Катедра „ГРАЖДАНСКОПРАВНИ НАУКИ“, Юридически факултет към софийски университет „Св. Климент Охридски“.

Дисертационният труд „Отношенията между органите в акционерното дружество“ съдържа 341 страници. Използваната литература включва 49 източника на български език и 146 източника на английски и немски език.

Защитата на дисертацията „Отношенията между органите в акционерното дружество“ пред научното жури ще се проведе на .....2016 г. в СУ „Св. Кл. Охридски“, бул. „Цар Освободител“ № 15

Председател на научното жури:

Проф. д-р Ангел Калайджиев

Членове на научното жури:

Проф. д-р Огнян Стефанов Герджиков

Проф. д-р Георги Стефанов Иванов

Доц. д-р Таня Николова Йосифова

Доц. д-р Вълчин Здравков Даскалов

Публичната защита на дисертационния труд ще се състои на

..... 2016 г. от часа в ..... СУ „Св. Кл. Охридски“, бул. „Цар Освободител“ № 15.



---

# **I.    Обща характеристика на дисертационния труд**

## **1.    Актуалност на темата. Теоретична и практическа значимост на изследването**

Акционерното дружество е правната форма най-вече на големите икономически предприятия и представлява изключително сложна икономическа и правна структура. Вътре в самата нея съществува забележителен брой различни, противоречащи си интереси. Като различни полюси на власт си противоборстват акционерите и служителите, а всички те опитват да вкоренят в политиката на управление собствените си интереси и икономически и социални нужди.

През последните десетилетия усилено се води дебат коя структура на управление е най-рационална и подходяща за постигане целите на едно акционерно дружество. Основен въпрос остава ефективният контрол над директорите (мениджърите), които в крайна сметка трябва да обслужват чужди интереси. В много ситуации те могат да бъдат изкушени да предприемат действия, благоприятни най-вече за самите тях, а не за акционерите, които са им предоставили средствата за работа на акционерното дружество. Стига се до дълбок конфликт на интереси. Не представлява предмет на настоящето изследване обаче и без това решеният проблем относно това, какъв е правният характер на взаимоотношенията между отделните органи, най-вече между Общото събрание и Управителния съвет / Борда на директорите.

Контролът и механизмите за надзора в едно акционерно дружество представляват изключително сериозна тема, която не е задълбочено изследвана в България. Централни въпроси на настоящата работа са правомощията на отделните органи, взаимният контрол и различните им правомощия в двете системи, както и инструментите за налагане на тяхната воля. Останалите аспекти на работата на тези органи са без особена важност за практиката.



---

През последните години, след поредната финансова и икономическа криза, на международно ниво се заговори много сериозно за преразглеждане и на модела на функциониране и контрол в акционерните дружества. Фалитът на банката Леман Брадърс повдигна и този въпрос, тъй като тя беше и акционерно дружество. Явно надзорът в това дружества тотално се е провалил, с оглед всички станали известни факти. След този фалит станаха известни много други акционерни дружества, които обявиха несъстоятелност или бяха на ръба на несъстоятелността, държавите трябваше да се намесват и да спасяват големи корпорации, банки и други дружества.

Няма съмнение, от друга страна, че акционерното дружество е правната форма, която е с най-сериозно влияние върху обществената и стопанския живот в международен аспект.

През 2013 година събитията около една от най-големите банки у нас, която беше публично акционерно дружество и емитент на ценни книжа, представляваше поднадзорно лице на Българската народна банка и на Комисията за финансов надзор, показаха нуждата от спешна реформа и на разпоредбите за акционерните дружества.

Областта на компетенциите на органите в акционерното дружества, възможните конфликти между тях и решението им, сравнението на законодателството ни с най-напредналите и установяване на законовите пропуски на тази база, представляват почти напълно неизследвана тема. Не се намират никакви актуални подробни изследвания. Изключително бързото развитие на регулациите на акционерните дружества в международен план, присъединяването на България към Европейския съюз и напредналата глобализация поставят уредбата за акционерните дружества във фокуса на изследователския интерес.

Остарялата ни и повърхностна правна рамка (макар и само на 25 години), както и липсата на богата съдебна практика по изброените проблеми, прави настоящата работа особено актуална, теоретически и практически значима.

## **2. Предмет, цел и задачи на изследването**

### **а) Методологическа основа на изследването**



---

В изследването е използван симетричният подход в съчетание с историческия и сравнителноправния метод. При тълкуването на закона се прилагат в съвкупност всички познати способности. Историческият и сравнителният метод спомагат за изясняване на развитието на института. Чрез критико-аналитичния метод се търсят слабостите на правната рамка и се предоставят предложения за нейното усъвършенстване.

Основните използвани научноизследователски методи са:

- методът на дедуктивния анализ;
- методът на индуктивния анализ;
- методът на диалектическия анализ;
- методът на сравнителноправния анализ;
- методът на правно-догматичния анализ;
- методът на историко-правния анализ=

б) Обем и структура на дисертационния труд

Дисертационният труд се състои от 341 страници.

Структурата на дисертационния труд включва увод, шест глави (параграф) и изводи и обобщение. Всяка глава се разделя на множество подточки (логическата подредба на отделните глави се организира до седем поднива на изложението).

Използвани са 49 заглавия на български език и 146 на чужди езици.

Обемът и структурата на дисертационния труд, разпределени по страници, са както следва:

<b><u>Съдържание</u></b>	<b><u>Страници</u></b>
Увод	8–14
§1. Исторически преглед на развитието на отношенията между органите в акционерното дружество	14–54
§2. Разпределение на правомощията при едностепенната система на управление	54–127
§3. Конфликтни точки при едностепенния модел на управление	127–209
§4. Разпределение на правомощията при двустепенната система на управление	209–239
§5. Конфликтни точки при двустепенния модел на управление ВМОРО	239–302
§6. Отношение между органите на Società europea	302–312
§7. Изводи и обобщение	312–327

## **II. Съдържание на дисертационния труд**

1. В Увода се описват актуалността и значимостта на изследвания проблем – основен проблем за акционерните дружества е, че тези, които ги финансират, не ги управляват, а тези, които го управляват, може и да нямат акции в него.

Описват се основните стълбове на изследването, методологията и стъпките на работа. Изяснява се, че трудът има за цел, на базата на сравнително-правния анализ на българската правна рамка с тази на най-развитите законодателства за всяка от двете корпоративни системи (едностепенна и двустепенна), да анализира релевантните българските правни актове за техните слаби и силни страни. Това следва да стане чрез сравнение на



---

правомощията на органите в акционерното дружество, пропуските в тяхното регламентиране, проблемите във взаимоотношенията между органите и възприетите механизми за решението им.

2. В *първата глава* на дисертационния труд се разглеждат първоизточниците на акционерното дружество и неговото историческо развитие.

Проследява се историята на акционерното дружество от древността до наши дни. Отделя се повече внимание на развитието на акционерното дружество в Новото време и на търговските компании от началото на 17 век, предимно в Холандия и Англия, които са били дружества със собствена правосубектност, на които са били прехвърляни публично-правни суверенни права. Най-старите от тях са британската Източноиндийска компания (1600 г.) и холандската Източноиндийска компания (1602 г.).

Разглеждат се основните цели тези две дружества (експлоатиране на новите отвъдморски колонии като Източна Индия и Америка), както и тяхната вътрешна структура.

За тяхното учредяване се е изисквало държавно оправомощаване (Octroi) чрез специален акт, документ. Едновременно този документ много често е регулирал и вътрешната организация. С това в началото тези компании са имали публично-частен характер. Техният вътрешен ред почти винаги е отразявал законовия модел на мястото, където е била учредена компанията. Може да се твърди, че системата на октроиране (Octroi) е било нещо като специален закон за отделния случай.

Управителите на изследваните компании са били натоварени с върховни държавни функции в отвъдморските територии – имали са право да определят данъци, да извършват съдебни разпореждания, да водят войни и т. н. Държавата е надзиравала издаването на акции, вътрешната организации и е оказвала сериозно влияние върху управлението им. Все пак компаниите са можели сами да определят големината на капитала си, както и принципите на изплащане на печалба и на счетоводство.

По-нататък в изложението се обсъжда „демократизирането“ на акционерните дружества през 17-ти век във Франция чрез Code de Commerce (1807) това всъщност е първият търговски закон. Code de Commerce поставя началото на развитието на акционерното



---

право като такава – в неговия чл. 33 като отличителен знак на societate anonume се намира разпоредбата, че съдружниците могат да претърпят загуба само до размера на техния дял. С това Code de Commerce не измисля акционерното дружество, а го въвежда като ясна дружествена форма в закона. Акционерното дружество обаче все още е подлежало на сериозен държавен надзор. Code de commerce става образец за европейските законодателства и особено за разпоредбите относно акционерните дружества.

На следващо място се разглежда изключително интензивното развитие на акционерното дружества в Германския райх. Неговите етапи могат да се разделят както следва:

- Акционерното дружество е инструмент на общата държавна и финансова икономика. Вътрешната организация е проблем на отделните Устави. По правило в тях са властвали политически и икономически силните и влиятелните.
- През първата половина на 19-ти век акционерните дружества са под държавен контрол. Вътрешната организация е формална и в действителност най-често имали един орган за управление. До промените през 1884 акционерното дружество (до 1874 контролирано и разрешавано от държавата) се е ръководело според собствения си Устав; управлението е било право на Управляващия (Управителен) съвет;
- От 1884 до 1937 Общото събрание е върховен орган на управлението на акционерното дружество; управлението се изпълнява от Управителния съвет.
- След 1937 Управителният съвет ръководи дружеството самостоятелно.

След историята на двустепенната форма на управление, дисертационният труд обръща внимание на развитието на едностепенната форма на управление, а именно на развитието на акционерното дружество и на отношенията между органите в него в англо-американския свят (Common Law World). В англо-американския свят развитието поема по различен от германския път. Обобщаващо може да се заключи, че там решават да осъществяват контрола над директорите по различен начин: свободен пазар на акции; лесно продаване/придобиване на акции от недоволни акционери; възможности за придобиване на цели акционерни дружества на пазара; съдебен контрол чрез улеснени възможности за акционерите да търсят правата си по съдебен път. Тук предоставят контрола на отделния акционер (чрез съда) и на пазара, а не на закона. Предоставя се много





---

по-голяма свобода на предприемачите/акционерите. Уставът на отделните дружества решава всички отношения в акционерното дружество, в отделните щати има различни ограничения, но щатът с най-малко ограничения (Делауер) става водещ за учредяване на акционерни дружества.

В края на главата се описва развитието на акционерното дружество в България (което е сравнително кратко) и на отношенията между органите в него. След Освобождението, в стремежа в най-кратки срокове да се приеме ново законодателство, в България се приема Търговски закон, който е смесица от няколко различни чуждестранни Търговски закони. Поради липса на време не е постигнат хармоничен, последователен закон, а се формира правна регулация с множество пропуски.

Отношенията между органите са непълно регламентирани. Законодателят е дал големи правомощия на Общото събрание, на практика Управителният съвет е управлявал дружеството почти самостоятелно, тъй като Общото събрание не е било в състояние да следи внимателно неговата работа. Опитът за надзор над Управителния съвет от страна на Проверителния съвет също е неуспешен. Създава се един затворен кръг – Проверителния съвет докладва за нередности в дейността на Управителния съвет на Общото събрание, което решава какво да се предприеме. Много често обаче мнозинство в Общото събрание са имали акционерите, избрали Управителния съвет или самите членове на Управителния съвет, които също са били акционери. Т. е. относно това дали Управителният съвет си спазва задълженията или не, в голям брой случаи е трябвало да решава самият УС. Следователно голяма част от акционерните дружества са били подвластни на група големи акционери, избиращи Управителния съвет и решаващи относно правилността на неговите действия. Проверителният съвет на практика е бил орган без почти никакво влияние. Отделният, миноритарен акционер е разполагал с най-базисните права – на глас и дивидент. В редки случаи е можел да потърси справедливост от съда. Това донякъде се променя след реформата от 1943 г.

Видно е, че отношенията между органите в акционерното дружество в България през първите почти 50 години от съществуването на Търговския ни закон са се намирали в

съвсем начална фаза, през която акционерните дружества са били доминирани и еднолично управлявани от големите акционери. В такава еднолична структура не може да се говори за отношения в истинския смисъл на думата, а за почти едностранно налагане на интереси.

3. Във *втората глава* на дисертационния труд се разглежда разпределението на правомощията при едностепенната система на управление, която е типична за англо-американския правен свят, нейните органи и разпределението на правомощията между тях.

След това се изследва и уредбата на едностепенната система на управление, уредена в българския Търговски закон.

Изводът е, че законът и съдебната практика в Англия дефинират само най-базисните права и задължения на двата формални органа на акционерното дружество в едностепенната форма на управление – борда на директорите и общото събрание на акционерите. Законът също така казва много малко относно състава, структурата и функциите на Борда на директорите и Общото събрание. Бордът на директорите има седем широко формулирани основни задължения, при нарушения на които неговите членове могат да бъдат съдени от името на дружеството. Отделният акционер почти няма права, освен най-базисните – право на глас и на дивидент, и то само ако видът притежавани акции позволяват това.

Бордът на директорите управлява акционерното дружество с огромна свобода и по свое усмотрение. Общото събрание има малко на брой правомощия, най-вече относно най-фундаменталните въпроси за дружеството. Богата съдебна практика е избистрила в подробности правата и задълженията на двата органа.

Относно големите акционерни дружества с акции на борсата, законът е допълнен от The Stewardship Code и Corporate Governance Code. Двата кодекса разчитат най-вече на прозрачност, т. е. АД публично да обявяват най-важните подробности за тях, търсейки по този начин прозрачност и сигурност на капиталовия пазар.



---

Правната уредба на корпоративното управление в САЩ е много сходна с тази в Англия. И в двете държави законът не регулира подробно отношенията между органите в акционерното дружество, а само поставя минимални изисквания. Чрез устава му/bylaws е оставена сравнително голяма свобода всяко акционерно дружество да регулира по-подробно тези взаимоотношения между двата органа на управление.

И в двете системи Бордът на директорите има определени задължения в ролята им на попечители. В Англия тези задължения са малко повече и по-конкретизирани. В САЩ базисните задължения се припокриват в голяма степен с тези в Англия.

Правата на общото събрание на акционерите и на отделния акционер и в двете страни са минимални. ОС има компетентност да решава единствено няколко фундаментални за дружеството въпроси. Да се дават на директорите директни указания е невъзможно. Все пак в ръцете на ОС е силният инструмент да отстранява директори по всяко време и без причина. Това е друг начин за контрол от страна на акционерите над директорите. ОС и отделният акционер имат право да заведат съдебен иск срещу дружеството или директори, ако са накърнени интересите на дружеството или на отделния акционер.

Основният начин за контрол над директорите е прозрачност на ръководството на дружеството. Поради това те имат множество задължения за публичност на действията и финансите на ръководените от тях дружества.

Друг начин за контрол е пазарът. Ако АД има лоши резултати, то вероятно то ще бъде придобито от друго дружество/нови акционери и директорите сменени. Така всеки директор би бил сериозно мотивиран да постига високи резултати на дружеството, за да запази поста си.

Друг, външен начин за контрол са възможностите за съдебен иск от страна на ОС или акционер за нарушения на задълженията. В Англия това е най-слабият начин за контрол, защото съдилищата не смятат, че директорите трябва да бъдат съдени лесно поради широко формулираните директорски задължения, които отварят вратата за злоупотреби от страна на акционери да завеждат съдебни иски по всякакви причини.



---

В САЩ са по-улеснени процедурите за съдебните иски срещу директорите, но тяхната свобода за вземане на решения се гарантира в голяма степен от business judgement rule. Явно е, че двете страни са избрали различен подход към гарантиране на мениджърска свобода, за да се избегне и опасността от нежелание да се поемат подобни постове.

И в двете страни част от борда на директорите, т. нар. външни директори, следят и контролират изпълнителните директори да изпълняват качествено и лоялно задълженията си и да не вредят на акционерното дружество

Типично и за двете страни е, че законът е допълнен и изпълнен със съдържание посредством многобройни съдебни решения от последните 100–150 години. Тези решения са допринесли за повече яснота при тълкуване на законите и дефинират ясни права и задължения на органите на акционерното дружество.

След 2007 година в САЩ императивно се поставят множество задължения за големите акционерни дружества с акции на борсата. В Англия, където също съществуват множество задължения за АД-та, подходът е малко по-различен, но тези дружества имат възможност да не спазват всички. В такъв случай обаче трябва да обяснят подробно поради каква причина не спазват всички стандарти за публичност и контрол.

Българският Търговски закон съдържа общи правила за двете системи на управление и специфични особености за всяка една от тях.

Едностепенната форма на управление, по англо-американски модел, е слабо регламентирана, за нея има само един специален член в ТЗ, а ЗППЦК дори не съдържа никакви разпоредби, специално регламентиращи дружества с едностепенна система на управление.

Законът у нас сравнително подробно регламентира фундаменталните права на ОС, които не могат да бъдат дерогирани от устава на отделното дружество. Разпоредбите на ТЗ в голямата си част са императивни. Уставите имат право най-често да допълват тези правила, но не и да ги ограничават. Любопитна е и общата компетентност на ОС да може да



---

разглежда и въпроси, които не са изрично упоменати в устава и закона, и не са от правомощията на някой друг орган. Това е сериозна разлика в сравнение със системите в Common-law света. В българския закон са предвидени правила за отмяна на решения на ОС, отделният акционер има право да заведе директен иск срещу решение на орган на АД, което нарушава членството му като съвкупност от права или негови отделни права, които влизат в съдържанието му. И у нас е предвиден т. нар. деривативен иск, който позволява на отделен акционер или акционери, притежаващи най-малко 5/10 на сто от акциите на дружеството, да заведат съдебен иск от името на дружеството срещу членове на съвета на директорите за причинени от тях вреди на дружеството.

От състава на Съвета на директорите се избират мениджъри, чиито основни задачи са управление и представителство. За виновно нанесени вреди на АД те отговарят солидарно и неограничено. За съжаление, у нас липсва сериозна съдебна практика в областта на правото на акционерните дружества, която да допълва пропуските на закона.

ЗППЦК налага някои допълнителни задължения за директорите и разширява частично правата на акционерите в публичните акционерни дружества. Най-важни са правата на акционерите при специфични сделки с голяма стойност или с дружества, свързани с директори, както и възможността за допълнителен деривативен иск, освен предвидения в ТЗ.

Осъждат се правомощията на КФН, която е компетентна за стабилността и прозрачността на капиталовия пазар у нас, като законът предвижда за нея сравнително широки правомощия.

Националният кодекс за корпоративно управление е задължителен само за дружества, чиито акции са най-висок клас. Той не съдържа множество правила, които да се различават от закона. Неговите разпоредби за комитетите и за разкриване на информация ясно показват желанието за съгласуваност с принципите от англо-американския свят, но Кодексът е все още непълен.

4. В *третата глава* от дисертационния труд са обособени конфликтните точки при едностепенния модел на управление.



---

Поради многократно по-дългата история на англо-американската правна система в сравнение с българската, първо се разглежда с какви проблеми в отношенията между органите на акционерното дружество са се сблъскали там и съответно какви решения са намерени. След това се проучва дали в България има място за тези проблеми и дали в нашата правна уредба съществуват и други, специфични проблеми, като се излагат и решения за набеязаните проблеми.

Обобщава се, че четирите фундаментални принципа за управление са: прозрачност, отчетност, лоялност и отговорност.

Изследването се съсредоточава върху проблемите, пред които са изправени участниците в едностепенната форма на корпоративно управление в англо-американския правен свят и как се търси баланс между:

- защита на акционерите и техни инвестиции;
- ефикасно управление, което може да взема бързо и свободно важни решения за постигане на максимална печалба на акционерното дружество;
- контрол над управлението.

От една страна, налице е задължение на мениджърите да изпълняват задълженията си в интерес на дружеството, което ги мотивира с възнаграждение и отговорност. От друга – потребен е контрол над мениджърите, който се реализира по няколко начина. Настоящата работа доказва, че никой от механизмите за контрол, според сегашната му правна рамка, в едностепенната система в САЩ и Англия не се оказва достатъчно надежден и ефикасен.

С оглед на разгледаните най-основни проблеми между органите в акционерното дружество в едностепенната система на управление могат да се изброят следните основни изисквания, за да може тази система да функционира ефикасно :

- независима институция, която има правомощието да приема правила в сферата на счетоводството за акционерните дружества и да ги актуализира според нуждите;
- законова отговорност за счетоводители и одитори за вярност на финансовите изявление на дружествата;



- 
- правила, гарантиращи реално независими директори;
  - наказателна отговорност за директорите (вкл. независимите), рейтинговите агенции, одиторите и надзорните държавни и частни (борсови) агенции;
  - сериозна законова отговорност за измами на борсата, вкл. неправилно/ подвеждащо оценяване на акции;
  - фондова борса с ефикасни и модерни правила за емитиране на акции, най-вече тяхното прилагане при нужда, вкл. отстраняване от борсова търговия на дружества, които нарушават правилата на отчетност/прозрачност;
  - законови норми, предвиждащи отговорност за компании и лица за грешни или подвеждащи финансови отчети;
  - правила за пазарна прозрачност: в най-кратки срокове време, количество и цена на сделките трябва да бъдат достъпни за инвеститори;
  - криминална отговорност за лица от дружество, умишлено подвело инвеститори.

Всички тези основни предпоставки на хартия са нужни, но недостатъчни. Решаващо е качествено изпълнение на изброените условия.

Изключително важен проблем са независимите директори. Липсва начин да се гарантира тяхната обективност, информираност и квалификация, както и да се измисли начин за оценка на тяхната работа.

Изводът е, че монистичната система предразполага към огромна свобода на изпълнителните директори за водене на стопанската политика на дружеството. Същевременно липсват ефикасни методи за контрол. Тази система за корпоративно управление все още страда от дълбоки малформации и нуждата от задълбочена реформа е очевидна.

В България са типични акционерни дружества с концентрирана собственост на акциите (много често у едно лице), със собственици без ясно регламентирани контакти с финансови и кредитни институции, липса на сериозен външен контрол и лобистки, политически намеси, от което следва и основният проблем пред българското корпоративно управление – конфликт между големите, вътрешни акционери (вкл. мениджъри) и слабите външни Съпътстващи проблеми на тези факти са: слаб корпоративен пазар, най-малкото



---

неефективна съдебна система, основно вътрешни източници на финансиране. Липсват публични дружества със силно разпокъсана собственост, типични за САЩ и Англия.

Нашият капиталов пазар е слабо развит. Това води след себе си до това банките да са единственият източник на капитали за корпоративния пазар (крайно нетипично и нелогично за монистичната система).

Неликвидният пазар ограничава друго основно право на акционера – да продава акцията си. Институционалните инвеститори в България са единствено пенсионноосигурителните и застрахователните дружества, които са ограничен брой. Саморегулирането е непознат пазарен механизъм у нас. Големият брой подзаконови актове, които биват често променяни от всяко ново правителство, води до липса на стабилност, яснота за инвеститорите. Задълженията на директорите са много общо формулирани, с неясни граници, а кодифицираните са прекалено малко и това води до една зона на „безнаказаност и пълно самоуправство“. Нужно е да се обмисли въвеждане на наказателна отговорност за някои нарушения от страна на членове на СД, като например на правилата за конфликт на интерес.

Основните проблеми, които стоят пред българския корпоративен модел, са:

- регламентация на взаимоотношенията между големи и малки акционери ;
- регламентация на взаимоотношенията между изпълнителните и външните директори;
- регламентация на взаимоотношенията между СД и ОС;
- ограничен брой акции на големи и атрактивни дружества;
- проблемна съдебна система;
- преобладаващи вътрешни източници на финансиране.

Основната причина за тази ситуация е законовият модел, възприет у нас, който не съдържа решения на фундаменталните проблеми при едностепенното корпоративно управление. Обосновава се, че нито правомощията между органите са добро разделени, нито инструментите за контрол са ефикасни. Изисква се задълбочена реформа, за да може монистичната система на управление да бъде добър избор както за акционерите,





---

така и за директорите. Сегашната правна рамка съдържа норми и принципи, които са повърхностни, непълни, остарели, неотговарящи на особеностите както на едностепенната корпоративна форма, така и на специфичната ситуация в България, като с лекота могат да бъдат заобиколени. Това води до „бомба със закъснител“ в корпоративния сектор у нас, на която спешно трябва да се обърне внимание.

5. Разпределение на правомощията при двустепенната система на управление са темата на *четвъртата глава* от дисертационния труд.

В тази глава по-конкретно се описва разпределението на правомощията между органите в дуалистичната система в Германия и в България.

Германия е родното място на двустепенната форма на управление. Законодателят е преценил, че чрез детайлни, императивни норми трябва да се регулират отношенията между трите органа в акционерното дружество. Уставът на отделно акционерно дружество може да съдържа отклоняващи се разпоредби в много малко, в закона предвидени, случаи.

Немският закон не предвижда никаква йерархия или зависимост между различните органи, предвижда един орган за акционерите, един за управление и един за контрол. Отделният орган за контрол трябва да гарантира пълна независимост на контрола. В управителния съвет няма вътрешни и външни директори, всички са вътрешни и биват контролирани от специален орган – надзорен съвет. В големите акционерни дружества се наблюдава типичната за Германия особеност – работниците имат свои представители в надзорния (и управителния) съвет, което води до двоен контрол над управлението – надзорният съвет и работниците.

Във Федералната република залагат на контрол от страна на закона, който да защитава интересите на различните страни, а не те сами да търсят правата си по съдебен път поради широко формулираните компетентности на борда на директорите, както е в САЩ и Англия. Държавната служба за надзор на капиталовия пазар има широки правомощия, за да се гарантира сигурността на пазара.



---

Немският Corporate Governance Kodex има препоръчителен характер и за разлика от САЩ и Англия възпроизвежда напълно законовата рамка и не предвижда нови задължения или права за някой от органите в публичните дружества.

В тази система не се залага на механизмите за контрол от едностепенната система. Поради сериозната регулация капиталовият пазар в Германия е по-муден, но за сметка на това по-сигурен откъм спекулации и други опасности. Вследствие на това той не може да играе сериозната контролна функция, която се очаква той да има в англо-американската корпоративна система. На акционерите са отредени по-малко правомощия във връзка с това да търсят съдебна отговорност от членовете на УС (и НС) за лоши търговски решение, но това се компенсира от специално създадения орган за контрол. Видно е, че се залага на превенцията, а не на последващо търсене на отговорност за вече допуснати грешки или нарушения.

Двустепенният модел на корпоративно управление в България е заимстван от този в Германия. Съществува една голяма разлика, касаеща състава на органите на управление, а именно че в България работниците в съответното дружество нямат законово регламентирано право да излъчат свои представител в УС и НС.

Българският закон се задоволява с правила, които важат и за двете системи на управление. В някои случаи, това изглежда оправдано, в други със сигурност е несполучливо решение – поради фундаментални разлики в състава, правомощията и ролята на органите в двете системи.

Търговският закон се задоволява с регламентиране само на най-основните задължения и права на органите в двустепенната система на управление. На фона на свръхподробната регулация в немския закон, това решение на нашия законодател изглежда на пръв поглед малко учудващо. Отношенията между органите в двустепенната форма на управление не са обект на задълбочена регламентация в нашата нормативна уредба.

Българският съд не е оказал влияние върху отношенията между органите.



---

НККУ (Национален кодекс за корпоративно управление) показва по-модерно разбиране от законодателя и съдържа повече правила относно двустепенната форма на управление.

ЗППЦК почти не съдържа отделни разпоредби за тази система на управление, а само формулировки и за двете системи. Логично ЗКФН не прави разлика между акционерни дружества с различен тип управление.

6. *Пета глава* от дисертационния труд е посветена на проблемите, които възникват в отношенията между трите органа в акционерните дружества при двустепенния модел в Германия, като след това тази проблематика ще бъде разгледана и на фона на българската правна уредба.

Обсъждат се проблемите, пред които са изправени участниците в двустепенната форма на корпоративно управление и как те търсят баланс между:

- защита на акционерите и техни инвестиции;
- ефикасно управление, което може да взема бързо и свободно важни решения за постигане максимална печалба на акционерното дружество и
- контрол над управлението.

С оглед на разгледаните най-основни проблеми между органите в акционерното дружество в двустепенната система на управление могат да се изброят следните основни изисквания, за да може тази система да функционира ефикасно :

- независим и ефикасен НС;
- законова отговорност за счетоводители и одитори за верността на финансовите изявление на дружествата;
- наказателна отговорност за директорите, членовете на НС, рейтинговите агенции, одиторите и надзорните държавни и частни (борсови) агенции;
- сериозна законова отговорност за измами на борсата, вкл. неправилно/подвеждащо оценяване на акции;
- правила, гарантиращи равнопоставеност на големите и малките акционери;
- по-ясни правомощия на НС за контрол;



- 
- законови норми, предвиждащи отговорност за компании и лица за грешни или подвеждащи финансови отчети;
  - криминална отговорност за лица от дружество, умишлено подвело инвеститори.

Представителите на работниците в съветите служат като допълнителна гаранция, че изпълнителните директори няма да предприемат необосновани, сериозни рискове и действия, които да са с негативни последствия за дружеството.

Проблем типичен за Германия е гласуването чрез кредитни институти – кога и при какви условия една кредитна институция може да бъде упълномощена да упражнява правото на глас от името на акционер/и в ОС. Като се вземе предвид, че една кредитна институция може да представлява голям брой акционери, много голяма става опасността тази власт да се използва единствено в изгода на кредитния институт, а акционерите и евентуално дори самото АД да бъдат силно оцетени.

От друга страна, голямо предимство на близките отношения между акционерните дружества и банките е възможността в „лоши времена“ банките, поради дължащи се на изградени лоялност и партньорски отношения, да са в състояние да окажат финансова помощ.

Тъй като немският корпоративен модел се базира на други методи за контрол, actio pro socio няма голямо практическо значение.

ОС няма сериозни инструменти за контрол, което е в синхрон със строгото разпределение на правомощия в немските акционерни дружества. НС е създаден специално за целта да осъществява надзор над управителния съвет. Основен проблем е, че той страда от дефицити както като принципал, така и като агент.

Ефикасността на работата на НС е поставена под въпрос и поради факта, че негови членове често са представители на банки, членове на УС на други дружества, бивши членове на УС, близки на големите акционери. Дълбок конфликт на интереси е участието на УС в предложенията за членове на НС.



---

Стига се до извода, че типичната за двустепенната форма на управление концентрация на собственост също подобрява контрола върху мениджърите и увеличава стойността на фирмата.

BaFin (Германската комисия за финансов надзор) има широки правомощия, които спомагат за сигурността на капиталовия пазар, увеличават надзора над (публичните) акционерни дружества и допринасят за стабилността на цялата финансова и икономическа система.

В обобщение може да се каже, че германската корпоративна система насърчава политика в интерес на дружеството, кредитори и служители имат право на мнение. Тази система се основава на устойчивост, на надеждност. Съществуват стимули за всички заинтересовани страни, за да правят дългосрочни инвестиции. Участието на работниците и служителите в политиката на фирмата насърчава тяхната лоялност и е стимул за по-добри резултати.

Идеята за глобален корпоративен модел трябва да се отхвърли поради огромните разлики в съпътстващите дружественото право нормативни уредби, особеностите на икономиките, разходите, културните и социални различия, конкурентната среда, различни финансови и корпоративни системи, социални и културни мрежи, и множество други компоненти, изграждащи сложна корпоративна система, която няма нужда, а и практически и теоретически не може да бъде унифицирана. Поради това се налага схващането, че всяка държава трябва да приема свой собствен, адаптиран към нейните специфики корпоративен модел. Налице е сближаване, но няма повод да се говори за унифициране. Автоматичното приемане на методи и норми от различни икономически модели няма да създаде търсения ефект. От друга страна, няма съмнение, че и двете системи се нуждаят от реформи и нови идея за по-голяма ефективност, сигурност, прозрачност и защита.

Българската нормативна рамка не съдържа база за добро и ефективно корпоративно управление. Интересите на всички заинтересовани лица не са защитени достатъчно, което се дължи главно на факта, че законът не съдържа качествен отговор на проблемите, които трябва да реши.

---

За съжаление, по нито един от дискутираните въпроси за проблемите в двустепенния модел на управление българското законодателство не предоставя дори приблизително адекватни решения.

Правомощията на трите органа, квалификацията и регулирането на процесите на избирането на техните членове, на изпълнение на задълженията им и освобождаването им, са далеч от изискванията за модерно и пълно законодателство. Анализът обобщава, че за нашата правна система са типични неясноти и дълбоки пороци в законовата рамка.

По никакъв начин не са съобразени особеностите на двустепенната форма на управление и проблемите, пред които тя е изправена. Най-важният проблем – отношението между НС и УС – почти не е намерило отражение в закона. Съдебната практика и правната литература също са изключително бедни по темата.

В българския закон почти няма отправни точки за съдебни искове между органите на едно акционерно дружество. Това положение е крайно незадоволително и следва да се обмисли вариант за въвеждането на улесняване на контрола върху УС, било то по съдебен път, било то чрез арбитражни решения.

НККУ (Национален кодекс за корпоративно управление) също има нужда от допълнение и модернизиране.

7. В *шеста глава* от дисертационния труд се представят отношенията между органите на *Società europea*.

Първо биват представени правните характеристики на SE, начините за неговото учредяване, правомощията на органите.

Като извод се достига до констатацията, че, за съжаление, в европейските правни актове, касаещи европейските дружества, не се съдържат разпоредби относно фундаментални и изключително важни въпроси като отговорността на членовете на управителните органи за причинени вреди на дружеството (спрямо трети лица), провеждането на ОС, защита на кредиторите и миноритарните акционери, проверката и публикуването на го-



---

дишните финансови и на консолидираните отчети, прекратяването, неплатежоспособността и ликвидацията на ЕД и др. Непрекъснато се препраща към националното право. Това прави тези правни актове изключително сложни за разбиране, а европейското дружество бива регулирано от голям брой нормативни актове, което усложнява неговото управление. Вместо да внесе хармонизация и улеснение, в сегашният си вид то води до усложняване и объркване на заинтересованите лица.

Правната уредба на ЕД не решава нито един от големите проблеми, съществуващи в двете системи относно отношенията на органите помежду им. Повърхностната регламентация оставя всички (вече разгледани) проблеми без никакво решение. ЕД трябва да има за основна задача да бъде алтернатива на националните акционерни дружества с общеевропейска уредба, която обаче съдържа решения на иманентните за националните корпоративни едно- или двустепенни системи на управление проблеми. Това в момента не е действителност.

Факт е, че не съществува единна наднационална правна форма на SE. SE е европейска многоцветна правна форма и разполага с над 27 различни национални особености. Видно е, че при създаването на Регламента за SE за държавите-членки е било по-важно да ограничат правилата, различаващи се от техните национални традиции, отколкото да се разделят с ограничителните ефекти на своите национални традиции с оглед изискванията и нуждите за стимулирането и растежа на общия европейски пазар. Единственото предимство на ЕД е улесненият режим на преместване на седалището, което според някои законодателства е особено сложно. Но това не е достатъчно, за да се пренебрегне големият брой недостатъци на дружеството.

Празнотите в уредбата на европейското дружество, както и усложнената система на участие на зетите лица в него, имат нужда от сериозна и задълбочена реформа, за да има SE бъдеще.

8. В последната, *седма глава* от дисертационния труд се извеждат изводите от цялата работа, като се предприема и генерално обобщение.

В тази глава в обобщен и съкратен вариант се описват основните заключения на дисертационния труд.

Основният въпрос и пред двете системи е да се намери баланс между:

- защита на акционерите и техни инвестиции;
- ефикасно управление, което може да взема бързо и свободно важни решения за постигане на максимална печалба на акционерното дружество и
- контрол над управлението.

От историческа гледна точка в момента се използва нормативната система от средата на 19 век насам. Държавата поставя чрез закон минимални условия, при чието изпълнение дружеството се учредява, а вътрешната организация е въпрос на Устава. В България се възприема старият немски модел. Едва след 1991 г. е създаден Търговски закон.

Правната уредба на корпоративното управление в САЩ е много сходна с тази в Англия. И в двете държави законът не регулира подробно отношенията между органите в акционерното дружество, той поставя минимални изисквания. И в двете системи бордът на директорите има правомощията на попечители. Общото събрание разполага с минимални правомощия, касаещи най-вече някои фундаментални за дружеството въпроси. Основният начин за контрол над директорите е прозрачност на ръководството на дружеството. Поради това те имат множество задължения за публичност на действията и финансите на ръководените от тях дружества. Друг начин за контрол е пазарът (за акции, за кадри и т. н). Типично и за двете страни е, че законът е допълнен и изпълнен със съдържание посредством многобройни съдебни решения от последните 100–150 години. Тези решения са допринесли за повече яснота при тълкуване на законите и дефинират ясни права и задължения на органите на акционерното дружество.

Кризата от 2007 година води до множество законови промени и по-конкретни задължения за дружествата, най-вече за публичност.





---

Вътрешният контрол се осъществява от другите членове на борда на директорите, външните директорите. Законите често поставят минимални изисквания, всяко АД има голяма свобода при съставяне на устава си.

Българският Търговски закон съдържа общи правила за двете системи на управление и специфични такива за всяка една от системите.

Едностепенната форма на управление е слабо регламентирана, за нея има само един специален член в ТЗ, а ЗППЦК дори не съдържа никакви специални разпоредби за тази система. Законът у нас регламентира сравнително подробно фундаменталните права на ОС, които не могат да бъдат дерогирани от устава на отделното дружество. Разпоредбите на ТЗ в голямата си част са императивни, Уставите имат право най-често да допълват тези правила, но не и да ги ограничават. Любопитна е и общата компетентност на ОС да може да разглежда и въпроси, които не са изрично упоменати в устава и закона и не са от правомощията на някой друг орган. Това е сериозна разлика в сравнение със системите в Common-law света. По модел на развитите правни системи с едностепенен модел на управление, у нас също е предвиден т. нар. деривативен иск. Този иск позволява на отделен акционер или акционери да заведат съдебен иск от името на дружеството срещу членове на съвета на директорите за причинени от тях вреди на дружеството.

ЗППЦК налага някои допълнителни задължения за директорите и разширява частично правата на акционерите в публичните акционерни дружества.

КФН е компетентна за стабилността и прозрачността на капиталовия пазар у нас, като за нея законът предвижда сравнително широки правомощия.

Националният кодекс за корпоративно управление е задължителен само за публични дружества, чиито акции са най-висок клас, но Кодексът е все още непълен.

Основните прилики с англо-американската система са двата органа, делегирането на оперативната дейност на изпълнителните директори, правомощията за фундаменталните въпроси на ОС, възможностите за съдебен контрол на решения на органите на дружеството, съществуването на Corporate Governance кодекс.



---

Най-големите разлики е по-големият брой императивни норми в българския закон и сравнително малкото свобода за устава. Това са отличителни принципи на англо-американската система, които липсват у нас. Друга основна разлика е липсата на задълбочено дефинирани задължения на директорите.

Относно проблемите между органите в едностепенната форма на управление, констатира се, че както при англо-американската, така и при българската правна система липсват решения на генерални въпроси. Четирите фундаментални принципа за управление са: прозрачност, отчетност, лоялност и отговорност. Никой от механизмите за контрол според сегашната му правна рамка в САЩ и Англия не се оказва достатъчно надежден и ефикасен.

Вътрешните механизми за контрол не са особено ефективни. В Англия съдилищата рядко признават тези искове, а в САЩ основното предизвикателство пред тях е да преодолее business judgment rule. Пазарът като контролор не е достатъчно ефикасен.

Основна предпоставка за качествен контрол си остават личностните характеристики на отделните отговорни лица, които изпълнява тази функция.

Следва да се подобри директната отчетност на директорите спрямо акционерите. Когато законът се намесва по-дълбоко в правилата за акционерните дружества на борсата – както в Германия, тогава със сигурност имаме по-голяма сигурност.

В монистичната система се забелязва огромна свобода на изпълнителните директори за водене на стопанската политика на дружеството, но липсват ефикасни методи за контрол. Тази система за корпоративно управление все още страда от дълбоки малформации и нуждата от задълбочена реформа е очевидна.

В България са типични слаб корпоративен пазар, най-малкото неефективна съдебна система, основно вътрешни източници на финансиране. Липсва регламентация на взаимоотношенията между големи и малки акционери; между изпълнителните и външните директори; между СД и ОС. У нас саморегулирането е непознат пазарен механизъм. Големите



---

мият брой подзаконови актове, които често биват променяни от всяко ново правителство, води до липса на стабилност, яснота за инвеститорите. Задълженията на директорите са много общо формулирани, с неясни граници, а кодифицираните са прекалено малко и това води до една зона на „безнаказаност и пълно самоуправство“. Нужно е да се обмисли въвеждане на наказателна отговорност за някои нарушения от страна на членове на СД, като например на правилата за конфликт на интерес.

Нивото на контрол при акционерните дружества е критично ниско, строго формалистично, закостеняло, на хартия, без реални действия от страна на надзорните органи, непрозрачно и с това представлява една огромна опасност. Изключително наложително е законодателният орган у нас да проведе дълбока реформа и да запълни огромните пропуски в законодателството в областта на акционерните дружества. Затова е най-добре да се почерпи опит от чуждестранните законодателства, но, разбира се, с поглед върху особеностите, типични за България.

Законовата рамка за акционерните дружества не е в състояние да предостави условия за добро и ефективно управление.

Немската двустепенна корпоративна система има съвсем друга подредба и разбиране от англо-американската за това как трябва да се дефинират отношенията между органите в едно акционерно дружество. Чрез детайлни, императивни норми се регулират отношенията между трите органа в акционерното дружество. Правомощията на всички органи са подробно описани в закона. Уставът на отделно акционерно дружество може да съдържа отклоняващи се разпоредби в много малко, в закона предвидени, случаи.

Типична за Германия особеност е работниците да имат свои представители в надзорния (и управителен) съвет на големите АД-та, което води до двоен контрол над управлението. В управителния съвет няма вътрешни и външни директори. ОС има последната дума за решаващи за дружеството въпроси, НС, освен да контролира УС, трябва да си сътрудничи с него.

---

Във Федералната република залагат на контрол от страна на закона, който да защитава интересите на различните страни, а не те сами да търсят правата си по съдебен път поради широко формулираните компетентности на БД, както е в САЩ и Англия. Поради сериозната регулация капиталовият пазар в Германия е по-муден, но за сметка на това по-сигурен откъм спекулации и други опасности. На акционерите са отредени по-малко правомощия във връзка с това да търсят съдебна отговорност от членовете на УС (и НС) за лоши търговски решение, но това се компенсира от специално създадения орган за контрол. Видно е, че се залага на превенцията, а не на последващо търсене на отговорност за вече допуснати грешки или нарушения.

Държавната служба за надзор на капиталовия пазар има широки правомощия, за да се гарантира сигурността на пазара.

Немският Corporate Governance Kodex има препоръчителен характер и, за разлика от САЩ и Англия, възпроизвежда напълно законовата рамка.

Двустепенният модел на корпоративно управление в България е заимстван от този в Германия. В България обаче работниците в съответното дружество нямат законово регламентирано право да излъчат свои представител в УС и НС. Българският закон се задоволява с правила, които важат и за двете системи на управление. В някои случаи това изглежда оправдано, в други със сигурност е несполучливо решение – поради фундаментални разлики в състава, правомощията и ролята на органите в двете системи. ТЗ се задоволява с регламентиране само на най-основните задължения и права на органите в двустепенната система на управление. На фона на свръхподробната регулация в немския закон, това решение на нашия законодател на пръв поглед изглежда малко учудващо. Отношенията между органите в двустепенната форма на управление не са обект на задълбочена регламентация в нашата нормативна уредба.

Българският съд не е оказал влияние върху отношенията между органите, както немският го е направил във връзка с няколко неписани фундаментални правомощия на ОС.

НККУ показва по-модерно разбиране от законодателя и съдържа повече правила относно двустепенната форма на управление.



---

ЗППЦК почти не съдържа отделни разпоредби за тази система на управление, а главно формулировки и за двете системи. Логично ЗКФН не прави разлика между акционерни дружества с различен тип управление.

Тъй като немският корпоративен модел се базира на други методи за контрол (*actio pro socio*, §§142, 147 AktG), няма голямо практическо значение. ОС няма сериозни инструменти за контрол, което е в синхрон със строгото разпределение на правомощия в немските акционерни дружества.

НС е създаден специално за да осъществява надзор. Основен проблем е, че той страда от дефицити както като принципал, така и като агент. Ефикасността на работата на НС е поставена под въпрос и поради факта, че негови членове често са представители на банки, членове на УС на други дружества, бивши членове на УС, близки на големите акционери. Дълбок конфликт на интереси е участието на УС в предложенията за членове на НС.

Типичната за двустепенната форма на управление концентрация на собственост подобрява контрола върху мениджърите и увеличава стойността на фирмата. Отношенията между акционерите следва да бъдат прецизирани и миноритарните да бъдат поставени в условия на равнопоставеност с големите.

Идеята за глобален корпоративен модел трябва да се отхвърли, поради което се налага схващането, че всяка държава трябва да приема свой собствен, адаптиран към нейните специфики корпоративен модел. Няма съмнение, че и двете системи се нуждаят от реформи и нови идея за по-голяма ефективност, сигурност, прозрачност и защита.

Българската нормативна рамка не съдържа база за добро и ефективно корпоративно управление. Интересите на всички заинтересовани лица не са достатъчно защитени. За съжаление, българското законодателство не предоставя дори приблизително адекватни решения по нито един от дискутираните въпроси.

По никакъв начин особеностите на двустепенната форма на управление не са съобразени с проблемите, пред които тя е изправена. Най-важният проблем – отношението

между НС и УС – почти не е намерило отражение в закона. Съдебната практика и правната литература по тематиката също са изключително бедни. Нужна е тотална преработка на законовата рамка, която е изключително бедна. Основният въпрос – контролът и всички начини за неговото осъществяване – е крайно недостатъчно регламентиран и изследван в правния свят.

В българският закон почти няма отправни точни за съдебни искове между органите на едно акционерно дружество. НККУ също има нужда от допълнение и модернизиране.

Относно Европейското акционерно дружество не се съдържат разпоредби относно фундаментални и изключително важни въпроси като провеждането на ОС, защита на кредиторите и миноритарните акционери и др. Непрекъснато се препраща към националното право. Вместо да внесе хармонизация и улеснение, в сегашният си вид то води до усложняване и объркване на заинтересованите лица.

Правната уредба на ЕД не решава нито един от големите проблеми, съществуващи в двете системи относно отношенията на органите помежду им. Факт е, че не съществува единна наднационална правна форма на SE. Първото впечатление за напълно единна правна форма е измамно. SE е европейска многоцветна правна форма и разполага с над 27 различни национални особености. Единственото предимство на ЕД е улесненият режим на преместване на седалището, което според някои законодателства е особено сложно. Но това не е достатъчно, за да се пренебрегне големият брой недостатъци на дружеството.

Празните в уредбата на европейското дружество имат нужда от сериозна и задълбочена реформа, за да има SE бъдеще.



### **III. Научна новост и по-важни приноси на дисертационния труд**

Преглед на библиографията показва ясно, че настоящото изследване е първото у нас на базата на сравнителноправния метод, което цели да покаже всички пропуски на законната рамка у нас относно правомощията на органите в акционерното дружество, начините за контрол над управлението и решението на конфликти между органите. С това повечето заключение в дисертационния труд биха могли да бъдат квалифицирани като научни приноси.

Подробен анализ показва слабостите на законната рамка в България относно разпоредбите за акционерните дружества, в частност как трябва да се допълни тази рамка с оглед осигуряването на по-добро управление на акционерните дружества, по-голяма сигурност за акционерите, по-ефикасен контрол над независимото управление на дружествата, тотално объркания подход при регламентацията в ТЗ на системите на управление в България. Анализира се нуждата от реформа и в работата на КФН, както и в тази на съдилищата.

Доказват се множество тези, че правните регулации, свързани с акционерните дружества, имат спешна нужда от реформи.

Темата за т. нар. Corporate governance е много нова в България и настоящата работа е първият задълбочен труд в областта от правна гледна точка. Безкрайната литература на чужди езици показва сериозността на темата, нейната постоянна актуалност и нужда от задълбочено изследване.

Дисертационният труд има сериозна практическа значимост поради идеята си да покаже слабостите и пропуските на законите у нас, с което спомага за практиката да оформи по-пълно Уставите на акционерните дружества с цел запълване споменатите празнини. Работата би могла да помогне и на съдилищата при тълкуване на правните норми, съблюдавайки регламентацията на проблема в други законодателства с много по-дълги история и опит.



---

#### **IV. Публикации по темата на дисертационния труд**

1. Минев, Александър. Защита правата на акционерите. Съдебни искиове, февруари 2016 година
2. Минев, Александър. Контрол в България над (изпълнителните) директори в акционерните дружества с едностепенна форма на управление, февруари 2016 година.