

## ИНВЕСТИЦИОННО БАНКИРАНЕ – ЕВОЛЮЦИОННИ АСПЕКТИ

Стефан Христов Стефанов  
Задочен докторант  
Катедра” Финанси и кредит”  
С.А. “Димитър А. Ценов” гр. Свищов

Появата на инвестиционното банкиране като дейност свързана с финансово посредничество е резултат от естествената еволюция, развитие и усъвършенстване на финансовата система на обществото. Неговата поява е логично следствие от развитието на традиционното финансово посредничество в лицето на търговските банки и традиционното банкиране.

Инвестиционното банкиране като дейност обаче няма за свой корен традиционното банкиране, най-малкото защото исторически то се появява след традиционното банково дело, а това изключва възможността неговото възникването да е пряко свързано с появата и развитието на капиталистическата форма на организация на икономиката както е при търговските банки. Логично е развитието на инвестиционното банкиране и появата на инвестиционните банки да се свързва с капиталистическата форма на организация на икономиката, но тази връзка не е пряка, а косвена, защото предпоставките за появата на дейностите като инвестиционното банкиране не се намират във формата и начина на организация на икономиката, а в еволюцията на нейната финансова система и по-точно в наличието на определени недостатъци по-отношение на традиционните схеми за финансиране на икономическите субекти. Катализатор на процеса е създаването и институционализирането на нов субект на финансовия пазар – фондовата борса. Поради това връзката между появата на инвестиционното банкиране като дейност с начина на организация на икономическите отношения е косвена, а не пряка, за разлика от търговското банкиране.

Първите инвестиционни банкови институции се появяват в страни с англосаксонска форма на организация на икономиката и обществото – САЩ и Великобритания. Този факт свидетелства за наличието на определени благоприятстващи предпоставки предимно от социално-икономическо естество. Те могат да бъдат формулирани по следния начин:

Първо: В англо-саксонските страни демократичните и либералните принципи на управлението имат най-дълга история и ...”правата на собствеността са останали неизменни в продължение

на столетия”<sup>1</sup>. Тоест обществените отношения и настроения са естествено насочени към гарантирането на частната собственост и нейното съхраняване във всичките ѝ форми на съществуване.

Второ: В страните с англосаксонски начин на организация на икономиката принципите на либерализма и свободното пазарно стопанство са основополагащи и считани за основен фундамент на икономическото развитие, което предразполага към проявление на основните движещи сили на икономиката – търсенето и предлагането, личния интерес, предприемчивостта и склонността към поемане на риск в чист вид, а по този начин и създаване на условия за обществено просперитане.

Трето: Страните с англосаксонска форма на организация на икономиката са с най-развита икономическа система и се радват на високо обществено благосъстояние. Това е исторически обусловено, в резултат на горните две предпоставки, и представлява основния фундамент, катализатор на развитието на индустриалната и финансовата система на капиталистическото общество, защото голямото благосъстояние на обществото е явно свидетелство за повишените му и ефективни възможности да създава, натрупва, разпределя и преразпределя капитал, като по този начин създава условия за допълнителното му нарастване и нарастването на съвкупното обществено благосъстояние.

Наред с обществено-икономическите предпоставки съществуват и предпоставки свързващи се с развитието на самия финансов пазар, неговите институции и съставни елементи, а именно:

Първо: Появата на фондовата борса и търговията с дългосрочни ценни книжа (акции и облигации) е свидетелство за развитието на съвкупния финансов пазар и извършеното му качествено окончателно разделяне на краткосрочен (паричен) и дългосрочен (капиталов).

Второ: Съществува институционална форма на организация на дейностите свързани с търговията с дългосрочни ценни книжа с всичките положителни следствия от това като правила за влизане и излизане от организирания пазар<sup>2</sup>, за регистриране на различните ценни книжа в подходяща независима институция, осигуряване на ефективно уреждане на собственическите взаимоотношения между участниците в търговията с ценни книжа<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Георгиев, Л., Банкови системи, Стено, 2001, с.27

<sup>2</sup> През 1853 нийоркската борса публикува своите правила за листване и изисквания относно финансовото състояние на компаниите чиито ценни книжа са търгувани на нея. Източник: <http://www.nyse.com/about/history/>

<sup>3</sup> През 1892 г. нийоркската борса създава клирингова къща

Трето: Популярността на търговията с ценни книжа е достатъчна, за да привлече достатъчно желаещи субекти, които да участват в нея<sup>4</sup>.

Разбира се съществуват и предпоставки свързани с цялостното развитие на обществото и неговия научен прогрес като откриването на телеграфа през 1844 година и разпространението на масовия печат и идващото с тях улеснение на комуникациите между икономическите субекти.

Смесването на всички горепосочени предпоставки предопределя възникването през 19-ти век на организирания бизнес с ценни книжа именно в англосаксонските страни и по-специално САЩ<sup>5</sup>.

Инвестиционните банки израстват и се развиват на базата на фирми и организации специализирани именно в емисията, поемането и пласирането на ценни книжа на публични капиталови пазари<sup>6</sup>. Основните етапи през които преминава развитието на инвестиционното банкиране като индустрия в САЩ, а по късно и в света са следните<sup>7</sup>:

- ✓ Ранен етап ( до 1929 г.);
- ✓ Разделяне на инвестиционното от търговското банкиране (1929 г. – 1970 г.);
- ✓ Поява и развитие на съвременното инвестиционно банкиране (1970 г. -1996 г.);
- ✓ Консолидация и реструктуриране на инвестиционната банкова индустрия (1996 г. – 2002 г.);
- ✓ Съвременен етап в развитието на инвестиционната банкова индустрия ( след 2002 г.).

Началото на ранния етап е трудно да бъде дефинирано, въпреки, че може да бъде счетено, че дейностите свързани с консултиране и емисия на ценни книжа са започнали още със стартирането на борсовата търговия с акции още в зародиша на развитието на капиталовия пазар. Що се отнася до САЩ<sup>8</sup>, то за фирми, в чиято дейност влизат услугите свързани търговия и емисия

<sup>4</sup> За период от 69 години до 1886 г. броят на търгуваните акции на борсата в Ню Йорк достигат 1 млн.

<sup>5</sup> Настоящото изследване разглежда еволюцията на индустрията свързана с инвестиционното банкиране предимно от гледна точка на развитието ѝ в англо-саксонските страни и предимно САЩ поради факта, че там в най-чиста степен се проявяват нейните основни етапи и тенденции в развитието.

<sup>6</sup> Handbook of the Economics of Finance, Elsevier Science B.V. Vol. 1, 2003  
р. 257-259.

<sup>7</sup> Източник: проучване на автора.

<sup>8</sup> За началото на развитието на инвестиционния пазар в САЩ се счита емисията на т.нар военен дълг в размер на 80 млн. долара емитиран под формата на облигации, които са публично търгувани през 1790 г. Източник: интернет сайт на нийоркската фондова борса <http://www.nyse.com/about/history/>

на ценни книжа се говори още в периода преди 1870.<sup>9</sup>, когато за разстояние от 32 години броя на търгуваните емисии на акции и ценни книжа нараства от 5 до 380 хил.<sup>10</sup>. В този начален период търгуваните финансови инструменти са предимно на новоосновани застрахователни компании и банки<sup>11</sup>. Характерно за този период от развитието на инвестиционното банкиране е, че организациите които развиват тази дейност са частни дружества (дружествени фирми)<sup>12</sup> разполагащи с ограничена капиталова база. Поради изискванията за определена капиталова адекватност при поемането на емисиите<sup>13</sup> от ценни книжа, често явление е обединението (синдикирането) на няколко фирми с цел изпълнението на законовите изисквания. Този период от развитието на инвестиционното банкиране е считан за едни от златните години в неговото съществуване дължащо се на зараждащата се индустрия и възходящото търсене както на възможности за финансиране. Основните лидери на инвестиционния пазар се оформят постепенно в резултат на промените в инвестиционния климат. През този период лидери на инвестиционния пазар са банките основани от Дж. П. Морган (JP Morgan) и преобразувалата се през 1865 г. в National City Bank City Bank of New York основана от Чарлс Мичел. Тласък на инвестиционната индустрия дават и основаните от през 1892 от Е. Смит Edward V. Smith & Co. и образуваната от Артур, Хърбърт и Перси Саломон през 1910 г. Salomon Brothers & Co. Характерна черта на споменатите банки лидери образували се през 19-ти век, е че те възникват предимно като търговски банки и едва след откриването на възможностите за печалба предлагани от фондовите пазари те създават свои поделения за извършване на услуги свързани с инвестиционно консултиране и емисия на ценни книжа, докато банките създадени след началото на 20-ти век се включват в бизнеса със ценни книжа още от самото начало на своето съществуване. Друга характерна черта от този период на развитие на инвестиционното банкиране е липсата на диференциране между инвестиционно и търговско банкиране т.е. дейностите свързани с

---

<sup>9</sup> Handbook of the Economics of Finance, Elsevier Science B.V. Vol. 1, 2003 p. 257

<sup>10</sup> <http://www.nyse.com/about/history/>

<sup>11</sup> Една от най-старите и най-големи банкови институции в САЩ – Ситигруп (Citigroup) е основана през 1812 година под името City Bank of New York. Източник: Интернет сайт на Citigroup - <http://www.citigroup.com/citigroup/corporate/history/citibank.htm>

<sup>12</sup> Private partnership, еквивалента на тази организационна форма на извършване на икономическа дейност в европейското, а и в нашето търговско законодателство е дружествени фирми нямащи акционерен характер. Характерна особеност е, че някои водещи инвестиционни банки (Морган Стенли) остават партньорства и не се превръщат в класически акционерни структури чак до 1975 година.

<sup>13</sup> За повече подробности виж Асенова, М., С. Симеонов. Фондови борси. Абагар, 2004 г.

кредитиране, набиране на депозити и емисия на ценни книжа се изпълняват в рамките на една финансова корпорация, Ритър (2003) отбелязва дори и наличието на връзки между инвестиционните фирми и определени корпорации, което е проявление на конфликт на интереси поради възможността "...инвестиционните банкери да продават непродаваеми при други обстоятелства ценни книжа на доверителни фондове управлявани от техни собствени банки...оттук инвестиционната дейност на една банка може да прави печалби за сметка на разходите на доверителните фондове... А ако непродаваемите ценни книжа са купени от самата банка, нейните вложители могат да бъдат изложени на по-висок риск от банков фалит"<sup>14</sup>. Това е заплаха за стабилността на цялата финансова система, тъй-като търговските банки оперират "преди всичко с обществен капитал"<sup>15</sup>. Наличието на това противоречие в американската банкова система в комбинация със стартирания през 1923 година възходящ тренд на пазара на ценни книжа (фондовата борса в Ню Йорк)<sup>16</sup> и възможността да бъдат ползвани кредити отпуснати от Федералната Резервна Система (ФРС) за осъществяване на спекулации на фондовия пазар са съществени предпоставки за финансовата криза от Октомври 1929 г. Тогава идеите за формата на организация на американската банкова система изповядвани от считания за баща на ФРС<sup>17</sup> сенатор Глас взимат връх в резултат на множеството констатирани нарушения на големи банки непосредствено и по времето на голямата депресия<sup>18</sup> (1929 г.- 1932 г.). След банковите фалити през периода 1930 -1933 година<sup>19</sup> приемането на закона Глас-Стийгъл<sup>20</sup> през 1933 г. слага началото на нов етап в развитието на инвестиционната банкова индустрия в САЩ – етапът на разделяне на инвестиционното от търговското банкиране.

Основните промени наложени от закона Глас-Стийгъл слагачи началото на втория етап в развитието на инвестиционното банкиране са разделянето на търговското от инвестиционното банкиране, тоест "... забранява се на търговските банки участието им в поемане на емисии и търгуване с корпоративни ценни книжа....по

---

<sup>14</sup> Mishkin, F., The economics of Money, Banking and Financial Markets. Harper Collins Publishers, 1992 p. 291

<sup>15</sup> Радков, Р. Пари и банково дело. Мартилен, 1998 с.103

<sup>16</sup> Източник: <http://www.nyse.com/about/history/>

<sup>17</sup> Федерална Резервна Система за повече подробности виж Георгиев, Л., Банкови системи, Стено, 2001

<sup>18</sup> Например фалита на Bank of United States през 1930 г. дължащ се на загубите на нейните поделения свързани с инвестиционно банкиране и търговия на ценни книжа.

<sup>19</sup> Mishkin, F., The economics of Money, Banking and Financial Markets. Harper Collins Publishers, 1992 p.291

<sup>20</sup> Известен в англоезичната финансова литература като Glass-Steagle Act

същия начин се забранява инвестиционните банки да се ангажират с извършване на дейности свързани с търговско банкиране<sup>21</sup>. Законното изискване заедно с приемането през 1927 година на т.нар. закон МакФадън<sup>22</sup> насочен към стимулиране на конкуренцията във финансовата система на САЩ повлиява силно банковата и финансовата индустрия на САЩ, защото премахва възможността от повторното ѝ дестабилизиране, а по-този начин застрашаването на стабилността на икономиката и обществото. Закона Глас-Стийгъл, въпреки че може да бъде третиран като намеса на държавата в пазарните процеси е основополагащ акт за развитието на инвестиционната банкова индустрия изобщо и нейното позициониране в системата на финансовия пазар. Той за пръв път по юридически начин доказва, че инвестиционното банкиране е органически различна дейност от традиционното банкиране и то трябва да намери нова институционална форма на организация, тъй-като очевидно гравитирането на дейностите свързани с инвестиционно банкиране под шапката на една финансова институция не е ефективно нито за отделната финансова институция, нито за финансовата система, а по този начин и за икономиката.

В резултат на вече законното изискване за разделянето на инвестиционното от търговското банкиране се създават и нови инвестиционни институции като Морган Стенли (Morgan Stanley) 1935 г.<sup>23</sup> и реструктуриране на дейността на съществуващите дотогава JP Morgan, First Boston и промяна на организационната форма на други – сливане на Charles D. Barney & Co. и Edward B. Smith & Co. в Smith Barney & Co.

В годините до периода 1950-1960 г. основната дейност на разгледаните компании са свързани с укрепването на дейността им на вътрешния пазар и затвърждаването на доверието на инвеститорите в дейността на инвестиционните банки. В годините след 1950 дейността на инвестиционните банки е насочена към международна експанзия<sup>24</sup>, който процес завършва в началото на седемдесетте години на 20-ти век.

Седемдесетте години на миналия век са динамичен период от развитието на световните финансови пазари. Установява се нова валутна система след конференцията в Кингстън, Ямайка през 1976

---

<sup>21</sup> Mishkin, F., The economics of Money, Banking and Financial Markets. Harper Collins Publishers, 1992 p.291

<sup>22</sup> Известен в англоезичната финансова литература като McFadden Act

<sup>23</sup>Източник:официален интернет сайт на Морган Стенли  
<http://www.morganstanley.com/about/inside/history.html>

<sup>24</sup> Мерилин Линч откриват свой клон в Лондон през 1960 г, а Морган Стенли през 1967 г. откриват свое поделение в Париж.

г<sup>25</sup>. Започва търговия с дериватни финансови инструменти (опции) на борсата в Чикагската опционна борса<sup>26</sup>, увеличаващата се популярност на инвестициите на фондовата борса и същевременно увеличаващата се конкуренция в областта на финансовото посредничество подтикват инвестиционните банки към предлагане на все по-широк кръг от финансови услуги като: финансово консултиране; проектно финансиране; проучване и анализ; търговия с ценни книжа и управление на активи под един покрив заедно с дейностите по инвестиционно банкиране. Така дотогавашните инвестиционни банки са принудени от променящите се пазарни условия да се откъснат от предлагането на услуги свързани само с емисии на ценни книжа. Това е първата стъпка от процеса на превръщането на инвестиционните банки във финансови конгломерати, на който сме свидетели днес. По време на този период от своето развитие инвестиционните банки в световен мащаб преминават през няколко големи финансови катаклизми. Става въпрос за финансовата криза от 1987 породена от резкия спад на нюйоркската фондова борса<sup>27</sup>, загубите претърпени от Salomon Brothers, Credit Suisse First Boston в резултат на погрешната им структурна политика и фалитите (загубите) причинени от търговия с дериватни инструменти – фалита на банка Baring Brothers, Kidder Peabody и загубите причинени на Bankers Trust. Посочените препятствия пред инвестиционната банкова общност заедно със зараждащия се бум във информационните технологии и големите глобални финансови кризи настъпили в края на века<sup>28</sup> подтикват индустрията към дълъг процеси на консолидация и концентриране, чрез който в резултат на стратегически съюзи банките да могат да отговорят на нарасналите изисквания към тяхната ефективност и да се защитят от заплахите пред тяхното съществуване, породено от действието на мощни пазарни сили.

С процеса на концентрация и консолидация започва и следващия етап от развитието на отрасъла от финансовата система наречен инвестиционно банкиране. Разбира се големи сливания и поглъщания в инвестиционния банков сектор е имало и преди (виж таблица 1.1), но през периода 1996 -2002 реструктуриранията са както много на брой, така и големи по размер, което говори за явна тенденция и промяна в заобикалящата среда на инвестиционните банки и вътре в самите тях.

---

<sup>25</sup> Радков Р., В. Адамов, А. Захариев. Валутни и валутни системи. Абагар, 2000 г. с.580

<sup>26</sup> Chicago Board of Trade. За повече подробности Симеонов. С. Опциите – контракти, пазари, оценяване, стратегии. Абагар, 1999 г.

<sup>27</sup> Индексът Dow Jones Industrial Average спада с 508 пункта

<sup>28</sup> Автора има предвид Азиатската и Руската финансови кризи



Етап четвърти е консолидацията и концентрацията на инвестиционните банки. Основната характерна черта на развитието на отрасъла инвестиционно банкиране е свръхокрупняването му в резултат на извършване на огромни по своите мащаби сливания и поглъщания. След приключването на този процес едва 7 инвестиционни банкови институции не са претърпели процеси свързани с консолидация, сливане или поглъщане това са:

- ✓ Bear Stearns & Co. Inc.
- ✓ Goldman Sachs Co.
- ✓ Allen & Co. Inc.
- ✓ Jennifers & Co.
- ✓ Lazard Brothers & Co.
- ✓ Neuberger & Berman Inc.
- ✓ Leg Mason Wood Walker Inc.

По-важните сливания и поглъщания в сектора са представени в таблица 1.4<sup>29</sup>

Таблица 1.4.

Година	Субекти участващи в преструктурирането		Вид на преструктурирането
1988	Credit Suisse	First Boston	Поглъщане
1997	Warburg	Dillon Read	Поглъщане
1997	Smith Barney Holdings	Salomon Inc.	Сливане
1997	Morgan Stanley	Dean Witter	Сливане
1998	Societe Generale	Cowen & Co.	Поглъщане
1999	Deutsche Bank	Banker Trust	Поглъщане
2000	UBS	Warburg	Поглъщане

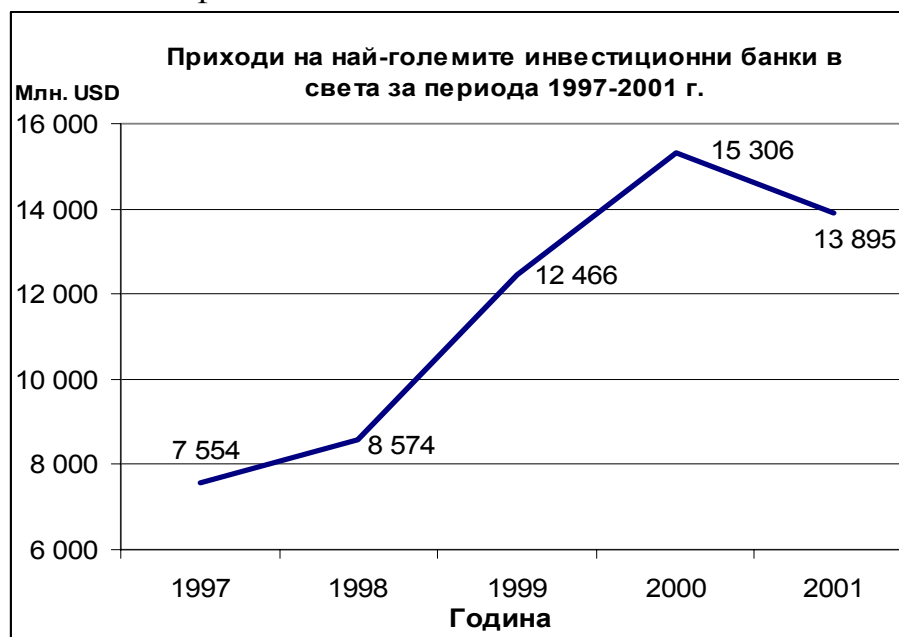
От резултатите представени в таблица 1.1 може да бъде направен и изводът, че освен вълната от сливания и поглъщания в областта на инвестиционното банкиране се наблюдава и процес на създаване на свръхголеми финансови корпорации (конгломерати) предлагащи широка гама финансови продукти – UBS Warburg, Credit Suisse First Boston, Citigroup. Предпоставка за това е отмяната на закона Глас-Стийгъл извършена през 1999 г. и влизането в действие на закона за финансовата модернизация известен като закон Грам-Лийч-Блайли<sup>30</sup>. Основната цел на формирането на подобни финансови конгломерати е предлагането на повече и по-

<sup>29</sup> Източник: проучване на автора извършено в официалните интернет сайтове на разглежданите институции

<sup>30</sup> Gramm-Leach-Bliley Act, приет на 4.11.1999 г. от американския конгрес. Източник: официална интернет страница на американския конгрес – <http://www.senate.gov> в разделът му за банково законодателство <http://banking.senate.gov/conf/>



разнообразни финансови услуги<sup>31</sup> с цел диверсификация на дейността и реализиране на икономии от мащаба. Изследване на консултантската компания Фриймън и Ко. (Freeman & Co.) проведено през октомври 2002 година показва, че сливанията нямат очаквания резултат върху техните пазарни дялове<sup>32</sup>. Бумът в първичното публично предлагане на ценни книжа (акции) породен от възникването на все повече нови интернет компании и широката гама финансови услуги предлагани от банките увеличава приходите и печалбите на инвестиционната банкова индустрия. Данни за сумарните приходи на някои от най-големите инвестиционни банки в света са дадени на фиг 1.4<sup>33</sup>



Фиг 1.4.

Годишите между 1996 и 2002, се характеризират с увеличаване на приходите на инвестиционните банки (за период от четири години най-големите инвестиционни банки са удвоили своите приходи) дължащ се на възхода на фондовите борси в света (вж. Таблица 1.5) и отчасти на т.нар. Дот-Ком бум. Характерна черта обаче е и увеличаването на броя на индустриалните фалити (вж. Фиг 1.5<sup>34</sup>)

Таблица 1.5

<sup>31</sup> Управление на богатството, управление на активи, доверителни фондове, инвестиционно банкиране, проучване и анализи, частно банкиране, корпоративни финанси, проектно финансиране и др.

<sup>32</sup> Freeman & Co., (<http://www.freeman-co.com/>). Investment banking beyond 2002, 2002, p. 12

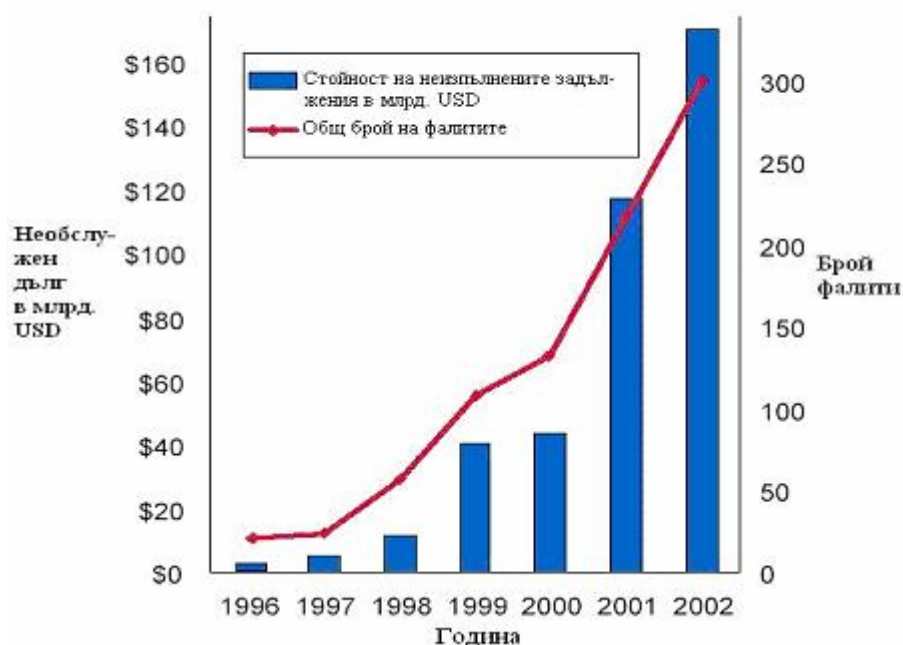
<sup>33</sup> Източник: Годишни финансови отчети на Credit Suisse First Boston, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Salomon Smith & Barney за периода 1997-2001 година.

<sup>34</sup> Източник Standard & Poor's - <http://www.standardandpoors.com/>

Индекс \ Година	NIKKEI	DAX 30	FTSE 100	S&P 500
1996	-1.04%	25.70%	11.25%	19.12%
1997	-21.96%	41.72%	23.36%	28.47%
1998	-7.23%	20.53%	15.02%	26.10%
1999	32.65%	36.18%	17.14%	18.75%
2000	-28.79%	-6.08%	-9.68%	-9.32%
2001	-24.64%	-17.99%	-16.53%	-12.07%
2002	-18.49%	-49.67%	-25.85%	-23.00%

Източник: <http://finance.yahoo.com> и изчисления на автора

Индустриални фалити за периода 1996 г. - 2002 г



фиг. 1.5

с най-големи последици за финансовата система и индустрията на инвестиционното банкиране имат фалитите на компаниите Енрон и Уърлд Ком през 2002 година. Многобройните фалити и предизвикания от тях спад на фондовите борси в комбинацията с нарасналото недоверие към инвестиционните банки дължащо се на извършването от тяхна страна на дейности с очевиден конфликт на интереси като проучвания, анализи и прогнози, търговия с ценни книжа и емисии на ценни книжа довеждат до исторически спад и стагнация в развитието на инвестиционните банки. Спадът и стагнацията в дейността на инвестиционните банки слага началото на последния етап от тяхната история до наши дни, а именно етапа след 2002 г.

Етапът след 2002 година се характеризира със запазване на вече изградените структури. В сектора не се наблюдават значими консолидации, сливания или разделяния. Основните краткосрочни предизвикателства свързани на инвестиционното банкиране са свързани с възвръщането на доверието на инвеститорската общност. Проучване на Credit Suisse First Boston през 2002 година показва, че съвкупните приходи от продажби на цялата инвестиционна банкова индустрия ще достигнат нивата от периода 1999 -2000 година едва през 2006 г. Пред инвестиционните банки се очертават и нелеки промени в организационната им структура свързани с разделянето на дейностите свързани с анализ и прогнози и дейностите свързани с търговия и емисия на ценни книжа. Основните предизвикателства в дългосрочен план пред инвестиционната банкова индустрия са свързани най-вече с:

- ✓ Развитието на финансовия пазар неговото глобализиране и резултативните на това процеси на дерегулиране на банковата и финансовата система<sup>35</sup>;
- ✓ Дерегулацията и глобализацията на световния финансов пазар ще увеличат заплахите и рисковете, пред които са изправени всички финансови субекти вкл. инвестиционните банки поради възможността кризи в отделен регион или дейност да засегнат целостта и стабилността на глобалната финансова система;
- ✓ Развитието на информационните и комуникационните технологии, поставят нови изисквания към финансовите продукти предлагани от инвестиционните банки<sup>36</sup>;
- ✓ Предлагане на все по-широка гама от финансови и инвестиционни услуги с цел диверсификация на дейността и пълно задоволяване на потребностите на икономическите агенти;
- ✓ Засилване на конкуренцията между основните участници на финансовия пазар;
- ✓ Като резултат на горепосоченото тенденциите на все по-голяма концентрация на дейността, формиране на финансови суперструктури и размиване на границите между универсално и специализирано банкиране, между търговско и инвестиционно банкиране и между финансово посредничество и финансово консултиране.

---

<sup>35</sup> За повече подробности вж. Михайлов, Ем., Ж. Вълчев и др. Практически банков мениджмънт. Абагар, 2002 г., с. 15-16

<sup>36</sup> Първото поемане (гарантиране) на емисия ценни книжа чрез използване на интернет е осъществено през 2000 година от инвестиционната банка Lehman Brothers & Co. Източник: Официален интернет сайт на Lehman Brothers & Co.  
<http://www.lehman.com/who/history/2000s.htm#>