



ПРОБЛЕМЪТ „АДМИНИСТРАТИВНО ЛИСТВАНЕ“

Красимира НАЙДЕНОВА¹

¹ Катедра Финанси, Икономически университет – Варна, България. E-mail: krassy_naydenova@ue-varna.bg

JEL G100

Резюме

В края на XX век българското правителство се опитва да създаде условия за търговия с акциите, които гражданите и приватизационните фондове са придобили в процеса на масова приватизация, чрез промени в нормативната база. Според специалните текстове, всички дружества, предмет на масова приватизация и приватизационните фондове, се листват задължително на Българска Фондова Борса София АД. В резултат голяма част от вече частните предприятия стават публични дружества, без да преминат по волята на акционерите си процеса „going public“. В същото време правилата за защита на инвеститорите все още не са на необходимото ниво и в повечето случаи собствеността е концентрирана. Последващото отписване на компании от регистъра на публичните дружества преди да е налице уредбата, изискваща отправяне на търгово предложение, поставя голяма част от новите акционери в положение да не могат да продадат собствеността си. Останалите компании започват бърз процес на окупняване на пакети, при което придобиват контрол и акциите на миноритарни акционери вече не представляват интерес за тях. В резултат административното листване създава условия собственост на над 2,5 млн. акционери, с номинална стойност в границите 2-3 млрд. лв., да остане „спяща“ и да не генерира доходи за собствениците си.

Ключови думи:

административно листване, български капиталов пазар, публични дружества, листване, масова приватизация, фонд за управление на инвестиционни активи, „спящи“ акции, свободен търгуем обем, концентрация на собствеността.

Административното листване е причина за създаването на огромен за мащабите на националната икономика, но неактивен фондов пазар, позволява задълбочаване на проблема „концентрация на собствеността“, формира огромна „спяща“ акционерна собственост и множество незаинтересовани акционери. Последствията са ниска пазарна ликвидност и висока концентрация на собствеността – характеристики, които го определят като непривлекателен за инвеститорите. В този си вид националният фондов пазар не е полезен за българската икономика. Всичко посочено изисква разглеждане на различните аспекти на проблема в опит за решението му.

© 2018 Икономически университет – Варна

Цитиране: НАЙДЕНОВА, К. (2018) Проблемът „административно листване“. *Известия. Списание на Икономически университет – Варна.* 62 (2). с. 128 - 151.

Въведение

Добрата финансова система, според Rousseau и Sylla (2003), притежава пет ключови компонента, сред които естествено е и добре функциониращият пазар на ценни книжа. Ползността на финансовата система, съответно на капиталовия пазар, се състои в мобилизирането на капитал за проектите на компаниите, които способстват за икономическото развитие и растежа на националната икономика.

След 1990 г. икономиките в преход от източна Европа създават фондови пазари с цел да стимулират и поддържат дългосрочен растеж. Durnev, Li, Mørck и Yeung (2003) установяват, че самото съществуване на пазар за финансови инструменти не е достатъчно да стимулира бързото развитие. Според тях, възникващите пазари не увеличават качеството на капиталовата алокация поради няколко причини, сред които са опортюнистичното поведение и абсолютният тренд на цените поради шум, търговия с цел ликвидност или Keynesian animal spirits [1]. Посочените дефекти, според авторите, възникват поради политически rent-seeking от лица, които нямат интерес от подобряване на условията, защото в новите не биха били конкурентни. Резултатът е слабият растеж – икономически и на производителността.

България също е сред страните в преход, чиито правителства опитват намеса при създаването на капиталов пазар. Всъщност националният ни капиталов пазар започва съществуването си два пъти. Първият е в началото на XX век, през 1907 г. На него се търгуват 21 компании преди Голямата депресия и 30 преди закриването му през 1947г. [2]. Вторият старт е възможен през 1991 г., след приемането на Търговския закон. Първоначално пазарът на ценни книжа и първите дружества, които предлагат акции на инвеститорите, възникват спонтанно, без специално законодателство, единствено на основата на Търговския закон. Хиперинфлацията от 1996 г. – 1997 г. слага край на романтичното начало. Рестартът е с държавна намеса, чрез промяна в нормативната база, според която всички дружества, обект на масова приватизация, стават публични. Регулираната търговия с ценни книжа става факт едва през 1995 г., след приемането на първата специална нормативна база [3].

В резултат на проведената през 1996 г. – 1997 г. първа вълна на масовата приватизация, повечето от пълнолетните български граждани получават безплатни акции от предприятията, в които работят, както и бонови книжки с 25 000 инвестиционни бона. Тези бонове дават право за участие в търговете от масовата приватизация, както и възможност срещу тях да се придобият акции от новоучредените приватизационни фондове.

Приключването на първата вълна разкрива множество проблеми, свързани с правата на придобитите акции. Повечето от уставите на компаниите, вече с множество акционери, не предвиждат свободно прехвърляне на акциите. В допълнение няма изградена пазарна инфраструктура, която да опосредства сделките.

Решението на посочените сериозни проблеми пред разпореждането с ценните книжа, обект на масовата приватизация, действащото тогава правителство вижда в листването на всички дружества, чиито акции са били придобити чрез инвестиционни бонове или като безплатни, поради трудовия стаж на работниците и служителите. Това се отнася и до приватизационните фондове. В резултат стартираният капиталов пазар се захранва с множество публични емисии и милиони акционери – според повечето източници, обект на масовата приватизация са 1080 дружества, а техните акции, както и акциите в приватизационните фондове, вече се притежават от над 2,5 млн. акционера.

Статутът „публично дружество” се дава на компаниите чрез промяна във вече отменения закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества и те се листват административно [4]. В този момент се решават няколко важни проблема:

- законът премахва винкулираността на акциите и те могат да се прехвърлят свободно, което позволява сделките с тези ценни книжа;
- акционерите получават възможност да продадат книгата си;
- възниква пазар и се създава минималната изисквана инфраструктура, опосредстваща сделките;
- вече е възможно не само да се продадат притежаваните ценни книжа, но и да се купуват акции от всички дружества, търгувани на регулирания пазар;
- приватизационните фондове могат да прехвърлят притежаваните от тях пакети и да купуват нови акции, с което окрупняват участията си.

Решенията чрез административното листване проблеми създават базата за възникването на активна търговия с акциите на дружествата, обект на масовата приватизация, както и с притежаваните от гражданите акции в приватизационните фондове и другите дружества, обект на масова приватизация. В същото време се появяват и условията, които да произведат бъдещите сериозни проблеми на българския капиталов пазар – ниска пазарна ликвидност, концентрация на собствеността, огромна (но „мъртва”) пазарна капитализация, множество акционери, които не са способни да се грижат за собствеността си, с което задълбочават проблема с опортюнистичното поведение и концентрацията на собствеността.

Закъснялата промяна на нормативната база в посока допълнителна защита на правата на собственост на акционерите позволява около 700 от общо листваните 1080 дружества да се разделят със статута си на публично дружество без задължение за отправяне на търгово предложение. До 2001 г. акционерите на тези дружества вече не притежават акции, които могат да предложат за продажба на регулиран пазар и да осребрят собствеността си, тъй като емисиите са делиствани. Отписването позволява на мениджмънта на тези компании отново да въведе винкулираност на книгата, както и да се възползва от множество сделки, чрез които да се намали стойността им. Такива са увеличението на капитала под условие, сделки със свързани лица без надзор на регулатор и санкция на общото събрание, липса на мониторинг от страна на институционален инвеститор. Този факт също пречатства развитието на българския капиталов пазар.

Посочените по-горе проблеми са актуални за българския капиталов пазар по няколко причини:

- пазарната ликвидност е изключително ниска;
- концентрацията на собствеността е твърде висока;
- регистрира се опортюнистично поведение;
- посочените по-горе характеристики на българския капиталов пазар го определят като неатрактивен за инвеститорите, поради което той не е полезен за националната икономика;
- акционерите на публичните дружества не могат да се разпоредят със собствеността си поради ниските пазарни цени, високите транзакционни разходи и липсата на търсене за книгата;
- акционерна собственост за 2-3 млрд. лв. по номинална стойност, притежавана от над 2,5 млн. граждани, не се управлява ефективно и не генерира доходи.

Проблемите изискват анализ и преценка на последствията от подхода „административно листване“, както и предлагане на варианти за решения. Обект на изследването е българският капиталов пазар, а предмет – усложненията, които създава административното листване на дружествата от масовата приватизация. Целта е да се разгледат проблемите, породени от административното листване, а именно високата концентрация на собствеността, ниската пазарна ликвидност и „спящата“ акционерна собственост, както и да се установят причините за тях и да се потърсят решения. Поставените задачи на изследването са:

- разкриване на проблемите поради административното листване и причините за тях;

- установяване на състоянието на българския капиталов пазар в аспекта на административното листване;
- опит за идентифициране на решения на проблемите.

Иконометричният инструментариум включва обработка на хронологични редове, както периодни (борсов оборот, брутен вътрешен продукт, брой публични емисии, свободен търгуем обем, пазарна активност), така и моментни (пазарна капитализация). Използвана е методологията на сравнителния анализ на агрегирани данни за българския и множество чуждестранни пазари, с цел логични заключения за причините и следствията от предприетите действия.

1. Административното листване създава огромен за мащабите на националната икономика, но неактивен фондов пазар

Въпреки масовото отписване от регистъра на публичните дружества, много от компаниите не предприемат или не могат да предприемат тази стъпка. Като резултат в момента България се нарежда сред държавите с голям брой публични емисии, особено ако този брой се разгледа като относителна величина, в сравнение с мощта на националната икономика.

Актуалният брой на публично търгуваните емисии на българския капиталов пазар е 409 (таблица 1). Въпреки стабилната тенденция към намаление, този брой е твърде висок. За сравнение капиталовият пазар на Германия се представя от 450 емисии, този на Франция – от 465, а този на Италия – от 290. В същото време икономиката на Германия формира почти 5% от световната, тази на Франция – над 3%, а на Италия се дължат почти 2,50%. Към края на 2017 г. на България се падат 0,07% от световния брутен продукт. Люксембург разполага с измерим брутен продукт като обща сума, но публично търгуваните емисии там са едва 28.

Сравнението с други бивши социалистически страни потвърждава несъответствието. Чехия и Румъния произвеждат около четири пъти по-висок продукт от България, но броят на публичните емисии при тях е далеч по-нисък – 15 за Чехия и 86 за Румъния. В Словакия и Словения се търгуват съответно по 67 и 35 емисии.

Таблица 1

**Сравнителни данни за брутния продукт, броя публични дружества
и пазарната капитализация**

Държава	БВП, млн USD	Брой публични дружества	% на националния БВП от световния	% на броя публични дружества от общия брой	% МС/GDP
България	53 238 USD	409 [5]	0,07%	0,95%	14,37
Чехия	195 305 USD	15	0,26%	0,03%	17,36
Германия	3 477 796 USD	450	4,58%	1,05%	49,34
Испания	1 237 255 USD	3 110	1,63%	7,23%	56,94
ЕС	16 491 323 USD	5 893	21,74%	13,69%	52,44
Франция	2 465 454 USD	465	3,25%	1,08%	87,57
Обединено Кралство	2 650 850 USD	1 858	3,49%	4,32%	64,63
Гърция	192 691 USD	196	0,25%	0,46%	19,29
Хърватска	50 715 USD	155	0,07%	0,36%	39,79
Унгария	125 817 USD	41	0,17%	0,10%	17,93
Ирландия	304 819 USD	41	0,40%	0,10%	39,31
Италия	1 859 384 USD	290	2,45%	0,67%	27,29
Люксембург	58 631 USD	28	0,08%	0,07%	103,89
Черна гора	4 374 USD	112	0,01%	0,26%	92,65
Норвегия	371 075 USD	180	0,49%	0,42%	62,32
Полша	471 364 USD	861	0,62%	2,00%	29,42
Португалия	205 184 USD	43	0,27%	0,10%	27,90
Румъния	187 592 USD	86	0,25%	0,20%	7,57
Русия	1 283 163 USD	230	1,69%	0,53%	48,48
Словакия	89 769 USD	67	0,12%	0,16%	4,88
Словения	44 709 USD	35	0,06%	0,08%	11,77
Турция	863 712 USD	374	1,14%	0,87%	19,89
САЩ	18 624 475 USD	4 336	24,55%	10,07%	146,86
Свят	75 871 742 USD	43 039			

Източник: Световна банка, <https://data.worldbank.org>. Данните за публичните компании в България за 2017 г. са от БФБ София АД, www.bse-sofia.bg. Използвани са последните известни данни за всяка от страните в таблицата.

Броят на търгуваните емисии на регулиран пазар не разкрива цялата картина. През годините множество дружества успяват да се разделят със статута си на публично дружество, но се листват и нови компании. В момента повечето от търгуваните на основен пазар дружества са публични, в резултат на решение на общото събрание на акционерите си, след като са изпълнили всички нормативни изисквания за разкриване на информация. За алтернативен пазар броят на доброволно листваните емисии все още е под половината. Много от новите компании са дружества със специална инвестиционна цел, при които първичното публично предлагане е задължително.

Прегледът на сделките на българския регулиран пазар показва, че най-ликвидните компании в дългосрочен план са Софарма АД, ТБ ЦКБ АД, ИХБ АД, Доверие Обединен Холдинг АД, ТБ ПИБ АД, Монбат АД, М+С Хидравлик АД, Албена АД, Химимпорт АД, Трейс Груп Холд АД, БФБ София АД. Към тях могат да се прибавят и ФНИБ АДСИЦ, Адванс Терафонд АДСИЦ, Холдинг Варна АД, Неохим АД. Седем от изброените дружества са част от административно листваните в резултат на масовата приватизация. Останалите осем са нови компании, преминали доброволно цялата процедура на придобиването на статута на публично дружество. Общият брой 15 изглежда напълно нормален, сравнен с броя на публичните дружества в Унгария и Чехия, както и на база на потенциала на националната икономика.

Петнадесет активно търгувани компании изглеждат адекватен брой, но са твърде малко като процент от общо листваните 409 емисии. Административното листване формира широк фондов пазар, с огромна за размерите на националната икономика пазарна капитализация. Към 11 май 2018 г. стойността на показателя е 23 890 048 578 лв., от които близо 15 млрд. лв. се дължат на напълно неликвидните компании от алтернативен пазар [6]. Капитализацията на дружествата от основен пазар е малко над 9 млрд. лв., а на тези от сегмент „Премиум“ – около 2,25 млрд. лв. Ако прибавим към тях капитализацията на дружествата от сегмент „дружества със специална инвестиционна цел“ на основен пазар, то цифрата ще достигне почти 3 млрд. лв. за активно търгуваните компании.

Таблица 2 представя данни за дела на пазарната капитализация от брутния вътрешен продукт на България и други страни. Сравнението на пазарната капитализация със стойността на националния брутен вътрешен продукт (98 631 000 000 лв. за 2017 г.) за България води до следните изводи:

- общата пазарна капитализация към БВП за 2017 г. в размер на 24,22% поставя България близо до страни като Гърция, Италия, Полша, Португалия и Турция; подобно място би било логично за малка, но стара пазарна икономика;

- пазарната капитализация на дружествата от основен пазар (сравнително ликвидни компании) към БВП е със стойност 9,24% и този показател ни нарежда близо до Румъния и Словения; тези държави са със сходна история и подобно класиране изглежда логично;
- пазарната капитализация на дружествата от сегмент „Премиум” е 2,28%;
- пазарна капитализация на дружествата от сегмент „Премиум” и на дружествата от сегмент „дружества със специална инвестиционна цел” от основен пазар е 2,99%;
- посочените по-горе два показателя съответстват на нивото на Словакия, което също изглежда логично място за възникващ фондов пазар.

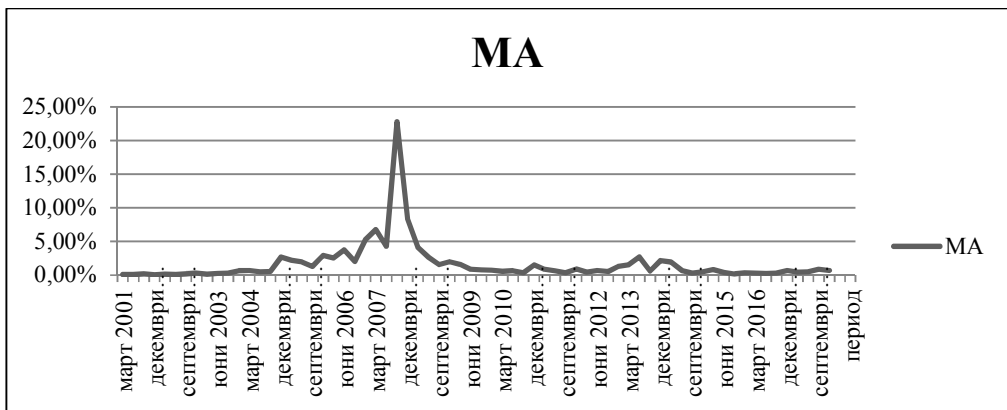
Таблица 2

**Данни за пазарната капитализация като дял
от brutния вътрешен продукт**

Държава	Последни данни %
Германия	49,34
Испания	56,94
ЕС	52,44
Франция	87,57
Гърция	19,29
Хърватия	39,79
Унгария	17,93
Ирландия	39,31
Италия	27,30
Люксембург	103,89
Норвегия	62,32
Полша	29,42
Португалия	27,90
Румъния	7,57
Русия	48,48
Словакия	4,88
Словения	11,77
Турция	19,89
United States	146,86
средно за света	98,21

Източник: сайта на Световната банка, www.worldbank.org.

Създаденият широк фондов пазар, с множество публични емисии и висока пазарна капитализация, не е ликвиден. Фигура 1 представя историческото развитие на стойността на показателя „пазарна активност”, изчислен като отношение на регистрирания оборот на регулиран пазар и брутния продукт, на тримесечна база. Показателят бележи по-високи стойности в периода 2006 - 2007 г., но през останалото време, включително в момента, стойностите са близо до нула. Сравнението на няколко агрегирани показатели за ликвидност поставя България преди Словакия, но тя постига това с едва 67 публични емисии и дял на пазарната капитализация от БВП в размер на 4,88%.



Източник: собствени изчисления на база данни от БФБ София АД.

Фиг. 1. Стойности на показателя пазарна активност (МА) [7]

В обобщение, административното листване създава огромен мащаб и степен на развитие на българската икономическа капиталов пазар. Този пазар е неликвиден. Пазарната ликвидност влияе на ефективността на позиционирането на цените спрямо нова информация (Easley, O'Hara, 1992), тъй като процесът се осъществява чрез сделките и изисква висок обем на търговия. Процесите на генериране на възвръщаемостта и на отговора на цените на новата информация текат постоянно и не са разделени един от друг (Easley, Hvidkjaer, O'Hara, 2002). Според изследователите, дългосрочното отрицателно отклонение на пазарната цена от фундаменталната стойност в резултат на ниската пазарна ефективност (тя самата, резултат от ниската пазарна ликвидност), представлява разход и съответно капиталова загуба, поради което пазарът на собствен капитал губи възможност да опосредства инвестиционните проекти на компаниите. В допълнение пазарната

ликвидност пряко определя полезността на фондовия пазар чрез условията, които предоставя на националната икономика да расте по-бързо.

2. Административното листване позволява задълбочаване на проблема „концентрация на собствеността”

При концентрацията на собственост един или повече големи свързани акционери притежават значителна част от капитала на търгуваното дружество и съответстващите във връзка с това възможности да разполагат с информация за емисията, недостъпна или все още неразкрита на останалите акционери с по-малък или незначителен дял в капитала и могат да налагат решения на общото събрание на акционерите и на борда на компанията. Държателите на големи пакети акции обикновено са мажоритарни акционери, професионални или институционални инвеститори, които поради притежаваната от тях квалификация, контакти, канали за достъп до информация и възможности за обработката ѝ, реализират икономии от мащаба при събирането и боравенето с информация относно емисията. Концентрацията на собствеността се определя като вграден защитен механизъм на инвеститорите в среда на ниско доверие и ограничена прозрачност (La Porta, Lopez-de-Silanes, Vishny, 1997), характерна за възникващите пазари, на които регулаторната база за защита на инвеститорите не е достатъчно ефективна.

Концентрацията на собственост е важен фактор за развитието на капиталовия пазар и за неговата полезност за националната икономика. Мажоритарното участие има съществено значение, защото дава възможност на контролиращите акционери да експроприират чрез злоупотреба с вътрешна информация и/или чрез сделки със свързани и заинтересовани лица (Rösch, Kaserer, 2010). Опортюнистичното поведение е потенциална възможност за злоупотреби, резултатно от концентрацията на собственост. То се проявява като решения, които мажоритарните акционери вземат в своя полза и във вреда на миноритарните акционери. Допълнителен проблем произтича от информационната асиметрия, която нараства при мажоритарните участия. Тя повишава опасността от злоупотреби и поради възможностите за инсайдрска търговия. Трети проблем е на практика неограничената възможност за сделки със свързани лица или за прикрити такива сделки.

Значението на концентрацията на собствеността следва и от съдържанието на правилата за листване на много развити фондови пазари – обикновено се изисква определен минимален свободно търгуем обем (free float), за да получи компанията достъп до висок борсов сегмент.

Освен възможностите за опортюнистично поведение, концентрацията на собствеността е мощен фактор за ниската пазарна ликвидност, която е постоянен проблем на българския фондов пазар. Според Nefflin и Shaw (2010), ефектът на концентрираната собственост върху ликвидността е безспорен и отрицателен. Demsetz (1968) установява, че разпръснатата акционерна собственост, измерена чрез броя акционери, е положително корелирана с ликвидността на книгата на компанията. Kothare (1997) изследва проявлението на фактора при публичното предлагане на емисии на първичен или вторичен пазар и достига до извода, че и в тези случаи концентрацията на собственост води до нарастване на загубите поради неликвидност (liquidity costs).

Високата концентрация на собственост влияе на ликвидността в още няколко аспекта. Amihud и Mendelson (1986) установяват по-висока изискуема възвръщаемост от неликвидните книжа. На пазарите с неефективна защита на миноритарните акционери намерението на инвеститорите да придобият дял в компания с мажоритарен акционер се реализира при много ниски цени на активите, съответно се изисква висока възвръщаемост, както поради премията за неликвидност, така и поради опасността от експроприация. В резултат сделките с подобни емисии замират и интересът се възстановява при сривове в цените, т.е. при неефективен пазар. Вторият аспект е свързан с възможностите на институционалните и портфейлните инвеститори да реализират превземане на компаниите с лошо управление или подценени акции, които при висока концентрация на собствеността не са опция. Тези два канала повишават пазарната ликвидност тогава, когато възможностите за високи капиталови печалби са налични, но критично я снижават при липсата на перспективи. Така основният инструмент за капиталов контрол на развитите фондови пазари не е достъпен и това както ограничава печалбите (съответно интереса) на институционалните инвеститори, така и срива възможностите за ефективно пазарно отсяване на качествените активи за инвестиране.

Не винаги концентрацията на собствеността е отрицателен фактор. На добре функциониращите пазари стратегическите инвеститори не злоупотребяват с притежаваната от тях вътрешна информация, тъй като инвестициите им са дългосрочни, а не портфейлни и реномето им и бизнесът им са пряко свързани с компанията. Те осигуряват и допълнителни ползи чрез по-ефективен мениджмънт. В случаите, в които контролът се държи от голям броят институционални инвеститори, никой не притежава мажоритарен дял и спредът между котировките “купува-продава” е нисък, съответно ликвидността нараства. Позитивното влияние се отчита основно тогава, когато държателите са взаимни фондове,

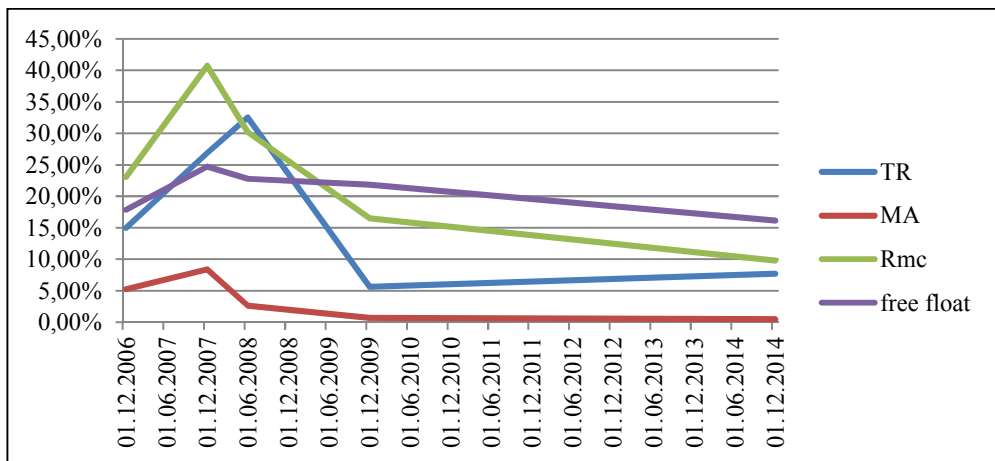
докато в случаите на търговски банки, пенсионни и застрахователни фондове и инвестиционни мениджъри връзката е незначителна (Ginglinger и Hamon, 2004). Обяснението е, че взаимните фондове търсят книжа с ниски разходи по ликвидността и са ограничени от правила, разписани при учредяването на фонда и определящи стратегията им на инвестиране. Допълнително е установено, че в дружествата с мажоритарно участие ефективността на мениджмънта е по-висока, което пък се отразява положително върху цените на акциите. В този смисъл, според Schleifer и Vishny (1986), присъствието и влиянието на големите акционери върху управлението смекчават конфликта „агент-принципал” и се реализират ползи от това тяхно участие – споделени ползи от контрола (shared benefits of control), от които естествено се възползват всички акционери (проявление на теорията за „пътника без билет”).

Възможностите за опортюнистично поведение поради концентрираната собственост са резултат от нормативната уредба на публичните дружества, отнасяща се до защита на инвеститорите, но най-вече от прилагането на нормите, от работата на регулиращите и неформалните институции, както и от ефективността на финансовите медии. Възможната експроприация на ниво държава формира доверието в пазара и така фундаментално определя пазарната ликвидност и атрактивността на националните компании за инвеститорите.

Всичко казано по-горе за концентрацията на собствеността и наличието ѝ на българския фондов пазар, я прави сериозен проблем. Този проблем е формиран и поради административното листване, тъй като търговията с акции на регулиран пазар става възможна без наличието на адекватна регулативна база, позволяваща придобиване на мажоритарно участие при изискване за търгово предложение към миноритарните акционери. Процесът на концентриране на собствеността на българския фондов пазар е факт от десетилетия. Според Петранов (2000) публичните дружества възникват в резултат на масовата приватизация, а структурата на собствеността в тях – спонтанно. Резултатът е напълно естествен – предоставящите ресурси не са защитени, миноритарните акционери не разполагат с механизми да повлияят за увеличаване на стойността на инвестициите си и са готови да се освободят от тях относително лесно (Петранов, 2000).

Освен липсващата нормативна база, уреждаща търговското предложение при мажоритарен дял, този проблем съществува и поради липсата на изискване в борсовите правила за минимален свободно търгуем обем. Новите публични дружества, листвани поради законово изискване, стават публично търгувани без да има достатъчно ефективна защита на миноритарните акционери. Отпадат и ограниченията по закона за приватизационните фондове, след като те се задължават, след

промяна в същия закон от 1999 г., да преуредят дейността си като холдинги или инвестиционни дружества. Именно посочените ограничения в чл. 7 („никой не може да притежава пряко или чрез свързани лица повече от 10 на сто от акциите на един приватизационен фонд”) и в чл. 30 („приватизационният фонд не може да придобива повече от 34 на сто от акциите с право на глас на едно дружество”) [8], гарантират условията за ниска концентрация на собствеността след проведената приватизация на огромна по размери държавна собственост. Отпадането на тези ограничения, както и липсата на адекватни борсови правила и законово изискване за търгово предложение при придобиване на мажоритарно участие, позволяват фондовете да разменят пакети и да станат основни акционери в дружествата, в които доскоро са притежавали не повече от една трета от гласовете. Пътят към мажоритарното участие е открит и за всички други инвеститори, включително дружествата за работническо-мениджърска приватизация.



Източник: Собствени изчисления на база данни от БФБ – София АД.

Фиг. 2. Стойности на показателите равнище на оборота (TR), пазарна активност (MA), равнище на пазарната капитализация (Rmc) и „свободен търгуем обем” (free float)

Проблемът „концентрация на собствеността” характеризира качествено българския капиталов пазар и е сред причините, както за ниската пазарна ликвидност, така и за възможностите за опортюнистично поведение. Фигура 2 представя зависимостта между агрегираните показатели [9] за пазарна ликвидност и свободния

търгуем обем, изчислен като средна величина за всички публични компании. Зависимостта се вижда и е логична, тъй като фрагментираната акционерна собственост е посочвана от изследователите като важна причина за висока ликвидност.

При свободният търгуем обем е интересно сравнението между средната концентрация на собственост за българския пазар и нивото на концентрация за най-търгуваните български компании. При средна ниво на концентрация за 2017 г. 74,40%, съответно средно ниво на свободния търгуем обем 25,60% за всички публични дружества, разгледаните в таблица 3 компании регистрират средно мажоритарно участие в размер на почти 63% и среден свободен търгуем обем около 37%, т.е. с почти 45% по-висок от останалите дружества. Степента, до която разгледаните компании са ликвидни, се определя от повече фактори, но фрагментираната собственост категорично се посочва от изследователите като фактор за активна търговия и интерес от страна на миноритарните и институционалните инвеститори.

Таблица 3

Данни за свободния търгуем обем към 1.11.2017 г.

Дружество	Мажоритарна собственост	Свободен търгуем обем към 2017 г.
Инд. Холдинг България АД	56.26%	43.74%
ТБ ЦКБ АД	75.17%	24.83%
ТБ ПИБ АД	85.00%	15.00%
Химимпорт АД	72.96%	27.04%
Монбат АД	82.32%	17.68%
Софарма АД	68.11%	31.89%
Доверие Обединен Х-г АД	33.88%	66.12%
Трейс Груп Холд АД	75.97%	24.03%
Албена АД	69.41%	30.59%
БФБ София АД	50.05%	49.95%
ФНИБ АДСИЦ	19.54%	80.46%
Адванс Терафонд АДСИЦ	42.99%	57.01%
Холдинг Варна АД	64.09%	35.91%
Неохим АД	76.30%	23.70%
М+С Хидравлик АД	77.39%	22.61%
среден free float		36.70%

Източник: Централен депозитар АД, http://www.csd-bg.bg/STATISTIC/FREE_FLOAT_20171101.pdf

Концентрацията на собствеността е основна характеристика на публичните компании, листвани на фондовия пазар в България. Тя намалява до 2007 г. - най-високото ниво на показателя „свободен търгуем обем” (free float) е към 31 декември 2007 г. – 24,73%. След това отново започва тенденция към намаление на свободния търгуем обем (съответно нарастване на концентрацията на собствеността) - в края на 2009 г. показателят е със стойност 21,82%, а средната стойност за 2014 г. е 16,15% [10]. За 2017 г., по данни на БФБ София АД, свободният търгуем обем е 25,60%, което е значително повишение, в сравнение с 2014 г. Въпреки това, средният процент на мажоритарно притежавана собственост в публичните дружества е 74,40%, което е категоричен белег на висока концентрация на собствеността.

„Относително лесното освобождаване”, според Петранов (2000), за съжаление отдавна не е възможно. Докато в първите години след административното листване миноритарните акционери могат много лесно, без транзакционни разходи, но на много ниска цена да продадат акциите си, то в момента транзакционните разходи са повече от стойността на акциите им. На първо място, това се дължи на факта, че мажоритарните контролиращи участия са вече формирани и няма необходимост от придобиването на допълнителни книжа. На второ място, огромната част от лицата-собственици на книжата, не разполагат с валидни документи за тях. Продажбата им изисква депозитарна разписка, а издаването на дубликат – разходи, приблизително равни на стойността на книжата. На трето място, огромна част от акциите вече са притежание на наследниците на първоначалните собственици. Процедурите по делба и нови депозитарни разписки надвишават стойността на книжата в пъти. Посочените причини предопределят съдбата на сметките в Централен депозитар – те ще останат без движение, а книжата по тях – с права, които никога няма да бъдат упражнени.

В обобщение, административното листване, в комбинация със закъснялата промяна на регулациите, защитаващи правата на миноритарните акционери и липсващите изисквания за минимален свободен търгуем обем в борсовите правила, води до висока концентрация на собствеността. Този проблем е причина за ниската пазарна ликвидност и наличието на опортюнистично поведение.

3. Проблемът „спящи акции”

В резултат от административното листване и последващата концентрация на собствеността, в България от години съществува проблем, наречен от пазарните участници „спящи акции”. Това са ценни книжа с номинална стойност около 2 - 3 млрд. лв., собственост на близо 2,5 млн. акционери, държани в лични

сметки в регистър „А” [11]. Около 60% от тези сметки съдържат по 25 акции от бивш приватизационен фонд, останалите са с 50 до 100 акции и се отнасят до случаите, в които членовете на семейството са се възползвали от правото си да прехвърлят инвестиционните си бонове на друг роднина. Част от сметките съдържат и безплатни акции, които работниците и служителите в държавните навремето предприятия получават въз основа на трудовия си стаж в предприятието. Прехвърлянията с подобни инструменти представляват под 0,001% от регистрираните на дневна база. Истинският проблем на „спящите” акции е фактът, че те представляват 26% от акциите на публичните дружества [12] и неизвестно какъв процент от вече делишваните, но качествени компании, като например „Солвей Соди” АД.

Въз основа на посочените по-горе данни Централен Депозитар АД иницира създаването на фонд, който да поеме и управлява „спящите” акции, а лицата, собственици на акциите, да получат дялове от този фонд. Предложението е фондът да е публично дружество. Инициаторите посочват, че подобна схема на управление действа в Румъния чрез Fondul Proprietatea с активи за 3,1 млрд. евро и се управлява от Franklin Templeton Investment Management, а от средата на миналата година се търгува на Лондонската фондова борса. Предварителните изчисления сочат, че подобен фонд в България ще е с пазарна капитализация между 2 и 3 млрд. лв. и може да се управлява от известен фонд мениджър с богат международен опит.

Първият въпрос, който възниква при преглед на предложението, е свързан с правото на разпореждане с чужда собственост. Идеята на Централен Депозитар АД е да се извърши служебно прехвърляне към фонда, но и да се предвиди възможност първоначалните акционери да могат да си върнат обратно оригиналните акции, ако в бъдеще пожелаят това. Докато правните основания против подобна стъпка са много, то остава въпросът какво е основаниято да не се предприемат никакви действия повече от 20 години за разрешаването на проблема.

Основният проблем, всъщност, произтича от очакването бъдещият фонд да се окаже ключов акционер в някои дружества, предимно бивши приватизационни фондове, който ще има възможност да влияе върху управлението. Дори при ясно структурирана собственост на останалите акционери, институционалният инвеститор, контролиращ над 5% от едно публично дружество, разполага с много и разнообразни методи за защита на правата си на акционер. На първо място, институционалните инвеститори работят при по-дълъг инвестиционен хоризонт и разходите, свързани с ликвидността, не са критични за тях, поради което и предпочитат по-агресивно инвестиране. Допълнително те притежават

административен капацитет да поискат частно или публично регулаторно санкциониране при наличие на опортюнистично поведение в дружеството. Често институционалните инвеститори действат заедно, както и разчитат на акционерната подкрепа на частни лица, които иначе не могат да обърнат вота на общите събрания.

Част от мненията против се основават върху друг фундаментален проблем – по „спящите” сметки има различни книжа, някои са ликвидни и по-високо оценени, други са неликвидни, с ниски пазарни цени. Вливането на различни по стойност книжа не може да означава получаването на равностойни дялове. Важен проблем произтича и от необходимите изменения на нормативната база, които да позволят подобен фонд. От значение са и важните юридически принципи за защита на неприкосновеността на собствеността.

Въпреки проблемите около въвеждането на идеята за фонд, който да управлява „спящите” акции, тя е част от стратегията [13] за развитие на капиталовия пазар. Тази стратегия предписва информационна кампания, която да въведе собствениците на неактивните сметки в темата и във възможностите им за разпореждане, както и да провокира действие от тяхна страна.

Освен информационна кампания, стратегията предвижда и мерки за облекчаване на процедурите по разпореждане с активите, придобити в процеса на масова приватизация, както и на транзакционните разходи. Проблем в случая ще възникне от страна на инвестиционните посредници. Докато намалението на таксите на Централен депозитар е възможно да се случи поради законова намеса, то услугите на инвестиционните посредници се ценообразуват на пазарен принцип и е напълно възможно крайното понижение на транзакционните разходи да не е значително.

Проблемът със „спящите” акции всъщност е проблем на неактивните сметки, произтичащ от незаинтересованите им собственици. Проведеният вариант на масова приватизация има за резултат 2,5 млн. акционери, които не знаят това и в същото време не притежават уменията да управляват собствеността си. Оценената по номинална стойност собственост за 2 до 3 млрд. лева представлява два до три процента от brutния продукт на страната, вероятно в пъти повече, оценена по пазарни цени на активите. На практика най-бедната страна в Европейския съюз си позволява да не се интересува от собственост в подобен размер, което със сигурност не е интелигентно инвестиционно решение.

Според юристи, законното осъществяване на идеята минава през множество промени в нормативната база и сериозни промени в същността ѝ. Мненията са различни, като по-долу се извеждат някои от тях:

- Всяко разпореждане с акционерната собственост задължително изисква обосноваването на сериозен обществен интерес. Едва след това може да се премине към някаква форма на разпореждане, но прехвърлянето на собствеността на тези лица трябва да стане срещу пари, а не срещу дялове в договорен или инвестиционен фонд. Това означава, че „спящите” акции може да бъдат продадени, а сумите по тях – платени на собствениците им. Недостатъкът на това решение е, че цената на акциите зависи пряко от доброто им управление, което е цел на идеята за фонд „спящи акции” – ако те бъдат продадени преди шанса за професионално управление, стойността им ще е много ниска.

- Друга идея е прехвърлянето на акциите по партидите на собствениците им, но в частните пенсионни фондове. В този случай няма разпореждане при първото прехвърляне, но е ясно, че пенсионните фондове не управляват единични портфейли, а общ.

- Алтернативно мнение е да се стъпи върху правния институт „Водене на чужда работа без възлагане”. Чл. 60 ЗЗД постановява, че „който предприеме управлението на работа, за която знае, че е чужда, без да е натоварен, длъжен е да се грижи за нея, докато заинтересуваният може да я поеме. Той е длъжен да се грижи за работата, както ако би бил упълномощен. Неговата отговорност може да бъде намалена с оглед на особените обстоятелства, при които той е поел грижата за чужда работа”. Според чл. 61 ЗЗД „ако работата е била предприета уместно и е била добре управлявана в чужд интерес, заинтересуваният е длъжен да изпълни задълженията, сключени от негово име, да обезщети управителя на работата за личните задължения, които той е поел, и да му върне необходимите и полезни разноски, заедно с лихвите от деня на изразходването им”.

Към момента фондът „спящи” акции не е инициран, не се обсъждат законодателни промени, не се дебатират върху решаването на правните проблеми с разпореждането. Над 2,5 млн. български акционери остават без реални възможности да защитят правата си поради незнание и/или високи транзакционни разходи, а националният фондов пазар продължава да съществува при ниска пазарна ликвидност и огромна, но „спяща” пазарна капитализация.

Неактивните сметки с ценни книжа представляват проблем на включването на гражданите в националната финансова система (financial inclusion). Включването на повече компании от реалния сектор и на гражданите променя състава на финансовата система чрез транзакциите, които се състоят, клиентите, които използват различните услуги, риска на пазарите, институциите, които работят на новите пазари (Hannig и Jansen, 2010). Финансовото включване, според

Hannig и Jansen (2010), може да се измери чрез възможността да се използват финансови услуги и продукти чрез наличните формални институции, потенциалните бариери за използване на услугите като цената и наличието на пункт за услуги, както и чрез променлива за качество – съответствието на финансовата услуга или продукт с потребността на клиента.

В аспекта на financial inclusion, българската финансова система не изглежда никак добре. Не е необходимо провеждането на сложни иконометрични тестове, за да се установи че:

- 2,5 млн. български граждани от около 6 млн. пълнолетни лица (над 40%) не се интересуват от собствените си инвестиционни активи;

- достъпът до инвестиционни услуги е възможен единствено в големите градове;

- разходите за извършването на сделки с ценни книжа често надвишават стойността на книгата;

- потребността на собствениците на „спящите“ акции е институционална намеса при управлението им, която няма как да бъде осъществена при актуалните условия в българската финансова система, без да се извърши нормативна промяна.

Изводът е, че включването на българските граждани в националната финансова система, що се отнася до сделките с финансови инструменти, е неуспешно. В този смисъл невключването им променя състава на тази система, като поставя важна част – капиталовият пазар – в положение на ненужен придатък.

Заклучение

Проблемите, произтекли от административното листване, формират стабилна (вече повече от 20 години) версия на българския капиталов пазар. На него са листвани твърде много компании, като повечето от тях не формират значещ борсов оборот; съответно акциите им не представляват атрактивен инвестиционен инструмент. „Спящите“ акции, обаче, са актив, работещ в полза на мажоритарните акционери, като свръхфрагментираната собственост им позволява контрол върху дружествата без да се изисква да придобиват пакети на справедливи пазарни цени. От друга страна, неликвидните емисии на зле управляваните дружества не представляват интерес за институционалните инвеститори. Друг аспект на проблема е високата концентрация на собствеността. Тя също е фактор, който отблъсква институционалните инвеститори и прави националния пазар неатрактивен, не на последно място създава и условия за задълбочаване на проблема с опортюнистичното поведение.

Действащата в момента нормативна уредба не позволява на повечето от тези дружества процедура по делистване. Те не могат да изпълнят изискванията за придобиване на необходимия процент за отписване чрез търгово предложение, точно поради неактивността и неинформираността на акционерите си. Този проблем ги поставя в една от две възможни групи – да търпят разходите на изисквания административен капацитет за изпълнение на рестрикциите и да плащат ежегодните такси към надзора, депозитарната институция и регулирания пазар или да се възползват от статута си на публично дружество чрез възможностите, предоставени от необлагането на печалбите, реализирани чрез сделки на регулиран пазар или признаване на загубите от сделки на ОТС пазара. Докато в първия случай губят дружествата и техните акционери, то във втория загубите са за сметка на приходите в държавния бюджет.

Във всички случаи, според Barth и Dan Brumbaugh Jr. (1997), пазарните участници се приспособяват към изискванията и постигат относителни конкурентни предимства. Вследствие на това става много трудно финансовите системи да бъдат променени. А за българския фондов пазар е сигурно, че в този си вид не е полезен за националната икономика.

Бележки

1. Според Кейнс част от нестабилността на пазарите се дължи на характеристиките на човешката природа. Често хората са настроени оптимистично или песимистично не поради обективни и математически измерими оценки, а поради субективен оптимизъм или песимизъм.
2. Историческите данни са от сайта на Българска фондова борса София АД, www.bse-sofia.bg.
3. Информацията е от сайта на Българска фондова борса София АД, www.bse-sofia.bg.
4. Точният текст на нормата е „Дружествата по ал. 1 (дружествата, които са били включени в програмата за приватизация чрез инвестиционни бонове по реда на глава осма от Закона за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия, както и дружествата по Закона за приватизационните фондове), са длъжни в едномесечен срок от влизане в сила на този закон да подадат заявление по образец за регистрирането им в Комисията (по ценните книжа и фондовите борси)”.
5. Броят 409 за България е от отчета за 2017 г. на БФБ София АД и представлява брой регистрирани емисии. Данните за останалите държави са за брой публични компании и са с източник базата данни на Световната банка. Данни за България в тази база данни има за по-стар период.

6. БФБ София АД разполага с два пазара – основен, за най-ликвидните дружества и алтернативен – за дружествата с епизодични сделки. Сегмент „Премиум” от основен пазар е най-представителен; на него се търгуват най-ликвидните компании, с най-висок свободен търгуем обем.
7. Единствено показателят „пазарна активност” е представен за максималния период от 2001 г. до края на 2017 г. поради факта, че не изисква данни за пазарната капитализация. Другите два агрегирани показателя за пазарна ликвидност работят с пазарната капитализация, а данни за нея са налични от септември 2009 г.
8. Текстовете са от отменения Закон за приватизационните фондове.
9. Използвани са: $Rmc = \frac{MC}{GDP}$, където Rmc е *равнището на пазарната капитализация* спрямо БВП, MC – пазарната капитализация, GDP – БВП; $MA = \frac{TVT}{GDP}$, където MA е пазарната активност (market activity), TVT – общата стойност на сделките на фондовия пазар, GDP – БВП; $TR = \frac{TVT}{MC}$, където TR е *равнището на оборота* (turnover ratio), TVT – общата стойност на сделките, MC – пазарната капитализация.
10. Данните са предоставени от БФБ София АД.
11. Регистър „А” на Централния депозитар поддържа сметки с акции, които не се администрират от инвестиционни посредници. Извършването на каквито и да е сделки с тези акции изисква прехвърлянето им по клиентска сметка в регистър „Б”, при инвестиционен посредник. Една от причините да не се постъпва по този начин е и наличието на транзакционни разходи. От учредяването на Фонда за гарантиране на инвеститорите инвестиционните посредници заплащат ежегодна такса в размер на 0,1%, отделно ДДС в размер на 20%, върху пазарната стойност на клиентските портфейли. При неликвидни емисии стойността на портфейлите се определя на база на чистата стойност на активите и често надвишава в пъти възможната пазарна цена.
12. Данните в този абзац са част от обосновката, представена от екип на ЦД АД при представяне на идеята им за фонд „спящи акции”.
13. Комисия за финансов надзор, <http://www.fsc.bg/bg/novini/savetat-za-razvitiya-na-kapitaloviya-pazar-odobri-strategiya-za-razvitiya-na-balgarskiya-kapitalov-pazar-8278.html>

Литература

1. Българска Фондова Борса София АД, www.bse-sofia.bg
2. Закон за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия
3. Закон за приватизационните фондове
4. Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества
5. Закон за задълженията и договорите
6. Комисия за финансов надзор
7. Петранов, С. (2000) Концентрация на капитала в публичните дружества, защита на инвеститорите и капиталов пазар в България. *Икономическа мисъл*. кн.5, с. 36 – 52.
8. Централен депозитар АД
9. AMIHU, Y. & MENDELSON, H. (1986) Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*. vol. 17, no. 2, pp. 223-249.
10. BARTH, J.R. & DAN BRUMBAUGH, R. (1997) Development and Evolution of National Financial Systems: An International Perspective. *Latin American Studies Association*. Meeting Guadalajara, Mexico, April 17-19, p. 11.
11. DEMSETZ, H. (1968) The Cost of Transacting. *Quarterly Journal of Economics*. 82, pp.33-52.
12. DURNEV, A. & LI K. & MORCK, R. & YEUNG, B. (2003) Capital Markets and Capital Allocation: Implications for Economies in Transition. <https://pdfs.semanticscholar.org/5685/d9694ece9a92677f085f24550cdc8a77c25e.pdf>, p.42.
13. EASLEY D. & HVIDKJAER, S. & O'HARA, M. (2002) Is the Information Risk a Determinant of Asset Returns? *The Journal of Finance*. Vol LVII No5, pp. 2185-2222.
14. EASLEY, D. & O'HARA, M. (1992) Adverse Selection and Large Trade Volume: The Implications for Market Efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27, No. 2, pp. 185-208.
15. FEHLE, F. (2004) Bid-ask spreads and institutional ownership. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Volume 22, Issue 4, pp. 275-292.
16. GINGLINGER, E. & HAMON, J. (2004) Ownership, control and market liquidity. pp.1-38. *Institut Europeen de donnees financieres*. <https://www.eurofidai.org/ginglinger.pdf>.
17. HANNIG, A. & JANSEN, S. (2010) Financial Inclusion and Financial Stability: Current Policy Issues. *ADBI Working Paper Series*. No. 259, p. 21, p. 8.

18. HEFLIN, F. & SHAW, K. W. (2000) Blockholder ownership and market liquidity. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*. 35(4), pp. 621- 633.
19. KEYNES, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London. Macmillan. pp. 161-162.
20. KOTHARE, M. (1997) The effects of equity issues on ownership structure and stock liquidity: A comparison of rights and public offerings. *Journal of Financial Economics*. 43(1), pp.131-148.
21. LA PORTA, R. & LOPEZ-DE-SILANES, F. & SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. (1997) Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*. Vol. LII, No. 3, pp. 1131-1150.
22. ROSCH, C. G. & KASERER, C. (2010) . Ownership concentration, blockholder types and stock market liquidity. *Social Science Research Network*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1761443, pp.1-41.
23. ROUSSEAU, P. & SYLLA, R. (2003) Financial Systems, Economic Growth, and Globalization. *Globalization in Historical Perspective*. p. 374 <http://www.nber.org/chapters/c9594>,
24. SCHLEIFER, A. & VISHNY, R.W. (1986) Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*. 94(3), pp. 461-488.
25. World bank, <https://data.worldbank.org>

THE PROBLEM „ADMINISTRATIVELY FORCED PROCESS “GOING PUBLIC”

Krasimira Kostadinova Naydenova

Abstract

At the end of the twentieth century the Bulgarian government tried to create conditions for trading in the shares that citizens and privatization funds had acquired in the process of mass privatization through changes in the normative base. According to the special texts, all companies subject to mass privatization and privatization funds are required to be listed on Bulgarian Stock Exchange Sofia Plc. As a result, most private companies became public companies without going through the "going public" process at the will of their shareholders. At the same time, investor protection rules are not yet at the required level, and in most cases ownership is concentrated. The subsequent delisting of companies from the public companies' register before the regulation requiring a tender offer, puts a large part of the new shareholders in a position not to sell their property. The other companies are starting a quick packet consolidation process, where they acquire control and the shares of minority shareholders are no longer of interest to them. As a result, the administratively forced listing creates conditions of ownership of more than 2.5 million shareholders, with a face value in the range of BGN 2-3 billion, to remain "dormant" and not to generate income for their owners.

The administratively forced listing is the reason for creating an enormous, but inactive stock market for the national economy, allowing deepening the problem of ownership

К. Найденова.

Проблемът „административно листване”

concentration, forming huge "dormant" shareholders' property and many uninterested shareholders. The consequences are low market liquidity and high ownership concentration - characteristics that make it unattractive to investors. As such, the national stock market is not useful for the Bulgarian economy. All mentioned requires consideration of the different aspects of the problem in an attempt to resolve it.

Key words: *“going public”, Bulgarian capital market, public companies, listing, mass privatization, asset management fund, “dormant” shares, free-float, ownership concentration.*