
ПРЕСТРУКТУРИРАНЕ НА ПУБЛИЧНИТЕ ДРУЖЕСТВА И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕД РАЗВИТИЕТО НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ

*Веселин Минчев¹
Милена Ангелова²*

1. Реструктуриране на публичните дружества

Две основни групи фактори влияят върху промените в българския корпоративен сектор. Условно те могат да бъдат определени като вътрешни и външни.

Вътрешните фактори се „рамкират“ от процесите на концентрация на собствеността, от състава и представителността на управителните органи и т.н., а външните – от инвестиционната среда и възможности, от корпоративните практики и действия.

Констатациите и препоръките, които се правят в този раздел, се основават на резултати от представително анкетно проучване сред публичните дружества в страната, проведено през март-април 2006 г. от екип на Икономическия и Социологическия институт на Българската академия на науките. Изследването е подкрепено от Асоциацията на индустриалния капитал в България.

Резултатите показват, че в общи линии процесите на разпределение на собствеността в корпоративния сектор завършват. В 57% от случаите се сочи, че е достигнат оптимумът и по-нататъшна концентрация на собствеността не е необходима. Все пак в 1/5 от анкетираните дружества се изтъква, че равнището на концентрация би могло да се повиши. Едва 6% от респондентите смятат, че концентрацията на собствеността в техните дружества трябва да се повиши значително.

По отношение на основните стейкхолдери - заинтересувани лица, личи сравнително балансираният характер на българския корпоративен модел. Собственици на над 24% от собствеността са български предприятия и

¹ Ст.н.с. д-р Веселин Минчев е зам.-директор на Икономическия институт на Българската академия на науките.

² Н.с. д-р Милена Ангелова работи в Икономическия институт на Българската академия на науките.

холдинги; почти толкова са акциите, притежавани от мениджърите; близо 20% от собствеността се „държи“ от чуждестранни инвеститори. Физическите лица, в т.ч. бивши и настоящи работници в съответните дружества, и държавата притежават по около 13-14% от капитала. Очевидно дилемата „аутсайдерски – инсайдерски“ модел се изживява. Налице са предпоставки за стимулиране на корпоративния сектор, в т.ч. от гледна точка на по-ясното разграничаване на собственост от мениджмънт.

Що се отнася до състава, структурата и т.н. на управителните органи, резултатите потвърждават направените вече в литературата констатации за преобладаването на 3-членните съвети на директорите и надзорни съвети. Такива са управителните органи в повече от половината от анкетираните дружества. В тях преобладават представители на мениджмънта, едрите акционери, чуждестранните инвеститори (в надзорните съвети). Представителите на персонала и държавата, общо взето, тук са под равнището на притежаваната от тях собственост. В малко на брой случаи се наблюдава подмяната на състава на управителните органи. В близо половината от дружествата съставът им не е променян през последните три години. Позитивно е обвързването в над 1/3 от анкетираните предприятия на възнаграждението на мениджмънта с постигнатите резултати. Ролята на независимите директори се възприема благоприятно в повече от 1/4 от дружествата. Констатацията за стабилизирането на корпоративния модел в страната се налага от само себе си. Немалко детайли обаче в корпоративното законодателство се нуждаят от по-нататъшно прецизиране с оглед повишаване атрактивността на статута „публично дружество“.

Що се отнася до втората група фактори, условно определени като външни – инвестиционна и корпоративна среда и практики, налагат се следните няколко констатации и произтичащите от тях препоръки.

Наблюдава се активизиране на инвестициите в корпоративния сектор – в повече от половината дружества те са значителни през последните 2 до 3 години. В близо 40% от случаите също се сочи, че са направени инвестиции, макар и в по-малък размер. При това в повече от половината от анкетираните предприятия инвестициите са за ново оборудване и технологии. Съществен резерв са недостатъчните все още инвестиционни ангажименти в преквалификация на персонала и за опазване на околната среда. Що се отнася до самите източници на финансиране, продължават да доминират банковите кредити и собствените средства. Твърде ограничено все още се използват възможностите за набиране на капитал чрез нови емисии. Ограничена остава ролята и на институционалните инвеститори. Без да навлизаме в дискусиата относно причините за това, бихме искали да подчертаем все пак сравнително кратката корпоративна история и практика на съвременна България, както и изкуствено поддържания статут на „публичност“ на предприятия без реален потенциал да бъдат такива. Очевидно възможните решения могат да се търсят както по линия на облекчаване условията и процедурите за делистване, така и чрез допълнителна диверсификация на сегментите на капиталовия пазар.

Сред корпоративните действия, ангажирали публичните компании през последните три години, се открояват изкупуването на акции от миноритарни акционери – в над 1/3 от случаите; извънредни събрания – в над 24% от анкетираниите дружества; реорганизации (в т.ч. създаване на дъщерни фирми и обособяване; значително по-редки са случаите на сливане и консолидация) и увеличаване на капитала. Едва във всяко 10-то дружество е възниквал корпоративен спор през разглеждания период – основно между водещи акционери, от една страна, и мениджъри или миноритарни акционери, от друга. В над 60% от случаите се смята, че преговорите и намирането на взаимно приемливи решения са за предпочитане. Анкетираниите идентифицират ограниченията пред корпоративния сектор по посока към бюрократизирани процедури, високи санкции, а също и високи изисквания по отношение разкриването на информация. Същевременно немалка част от отпсалите се вече компании сочат, че при подходящи законодателни промени и облекчаване на процедурите биха били заинтересувани от публичен статут.

Положително може да се оцени нарасналият времеви хоризонт за дейността на дружествата – в 1/3 от случаите фирменото планиране обхваща 1 година; а в над 40% от анкетираниите фирми достига до 3 години. Това несъмнено е в унисон с повишената инвестиционна активност на корпоративния сектор.

В резултат от всичко това над 60% от анкетираниите дружества сочат по-високи обороти през периода; за 47% от отговорилите последиците за конкретното предприятие от встъпването ни в Европейския съюз се определят по-скоро като положителни. Все пак оптимизмът е по-голям по-отношение на очаквания благоприятен ефект върху страната като цяло, отколкото по отношение на отделните индустрии. Без съмнение това разминаване подсказва наличието на определени резерви от гледна точка на допълнителна информация; нови източници на финансиране и т.н. с оглед подготовката на корпоративния бизнес и индустрии за членството на Р България в ЕС.

Очертаващото се сравнително равномерно разпределение на собствеността между основните стейкхолдери – местни предприятия и холдинги, чуждестранни инвеститори и др., подсказва, че са налице предпоставки за стимулиране на корпоративния сектор най-вече от гледна точка на по-ясното разграничаване на „собственост“ от „мениджмънт“.

Немалко детайли в корпоративното законодателство се нуждаят от по-нататъшно прецизиране с оглед повишаване атрактивността на статута „публично дружество“ – процедури за разкриване на информация, регламент на отношенията между свързани лица и др., основно от гледна точка по-добрата координация относно конкретните срокове за удовлетворяване на законовите изисквания. На дневен ред е и обмислянето на процедури за облекчаване на делишването на нетъргувани дружества, както и за диверсификация на пода на борсата.

Съществен резерв в инвестиционната активност на публичните дружества са все още недостатъчните инвестиционни ангажименти в преквалификация на персонала и за опазване на околната среда.

Разминаването в оценките за последствията от встъпването в ЕС за страната като цяло в сравнение с оценките за отделните индустрии (по-оптимистични са общите очаквания за страната и икономиката като цяло) подсказва наличието на резерви от гледна точка необходимостта от допълнителна информация; нови източници на финансиране и др. с оглед подготовката на корпоративния бизнес и индустрии за членството на Р България в ЕС.

2. Предизвикателства пред развитието на капиталовия пазар в България

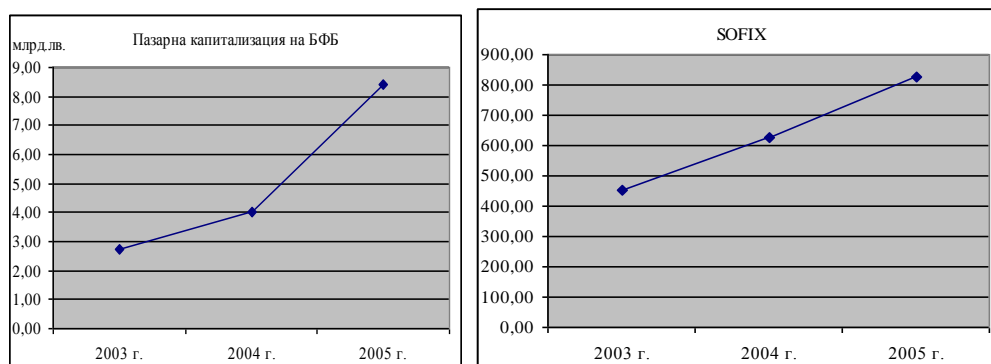
Законът за публично предлагане на ценни книжа е в сила от 31. 01. 2000 г., като в него бяха направени съществени изменения и допълнения през 2002 г. и през 2005 г. и бяха учредени редица нови институти като: директори за връзки с инвеститорите, независими директори, търгово предложение, изисквания за разкриване на информация и т.н., които отразяват най-добрите световни и европейски практики в областта на корпоративното управление. През 2003 г. беше учреден и нов орган, надзираващ дейността на публичните дружества в България – Комисия за финансов надзор.

Инвестиционната общност в страната оценява изградената инфраструктура и законодателна рамка като съвременни, позволяващи достигането на приемливо равнище на българския капиталов пазар.

Оживлението през последните три години е очевидно (Фигура 1), но според анализаторите постигнатите резултати не са достатъчно обнадеждаващи, тъй като в голяма степен се дължат на конюнктурни фактори, а не на реално и устойчиво развитие на капиталовия пазар.

Фигура 1

Развитие на капиталовия пазар в България, 2003 – 2005 г.

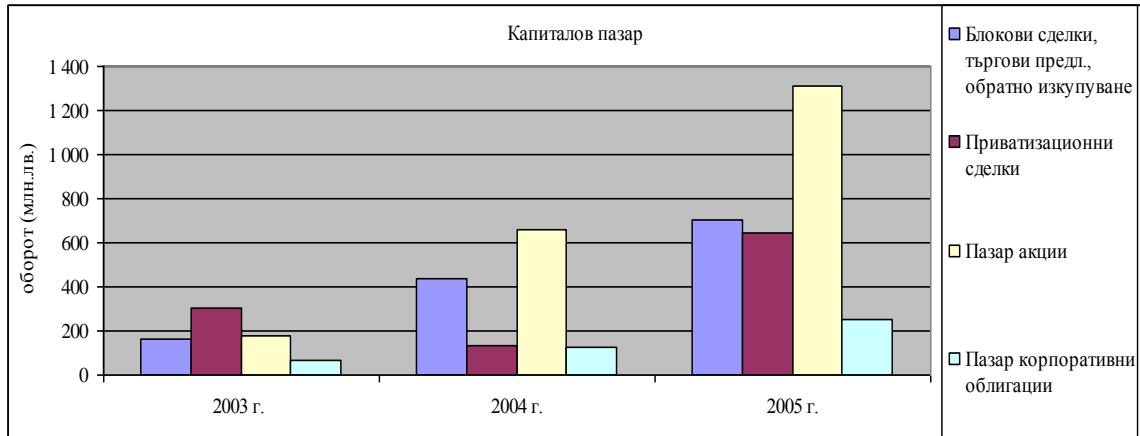


По данни на БФБ.

Голяма част от ръста се дължи на приватизацията на малко на брой държавни дружества на пода на борсата, на продължаващото структуриране на собствеността посредством консолидация на пакети акции, както и на търгови предложения за отписване от режим на публичност и на създаването на нови

форми на капиталови дружества (Фигура 2).

Фигура 2
Развитие по елементи на капиталовия пазар в България, 2003 – 2005 г.



По данни на БФБ.

За периода 2003 – 2005 г. са създадени 16 дружества със специална инвестиционна цел; емисии на акции и облигации са предложили 14 търговски банки и общини; 27 дружества или части от тях са били приватизирани чрез борсата. Осъществено е едно-единствено първично предлагане. За същия период са делиствани 40 компании.

Предизвикателство пред капиталовия пазар в България е утвърждаването му като алтернативен източник на финансиране. В сравнение с банковото кредитиране финансирането посредством публични емисии предлага редица предимства – гъвкавост, възможност да се решава относно степента и размера на обратното изплащане посредством дивидентната политика; по-ниска цена на финансирането. Този пазар предполага наличието на атрактивни форми за набиране на капитал. По данни на представително анкетно проучване сред публичните дружества в страната, проведено през март – април 2006 г., едва 6% от тях разчитат на емисии на акции и облигации. Голямата част - 76% от дружествата, определят вероятността в бъдеще да се финансират по този начин като много малка. За сравнение, над 50% от компаниите понастоящем ползват банков кредит. Нещо повече, 71% от дружествата ще разчитат на банков кредит през следващите години.

Немалка част от анкетиранияте публични дружества изтъкват, че посоченото се дължи най-вече на излишно (по-тяхно мнение) усложнени и бюрократизирани процедури; високи глоби и санкции; завишени изисквания за разкриване на информация и в крайна сметка – неоправдано високи разходи за поддържане на публичния статут. В резултат 42% от анкетиранияте дружества биха предприели стъпки по отписването си от регистъра, а 16% вече са направили това.

По мнението на основните стейкхолдери на капиталовия пазар публичният статут на около 150 дружества се поддържа изкуствено – резултат от нормативната уредба на процесите на масовата приватизация. Това са дружества, чиито ценни книжа не са търгувани през последните 5 - 7 години. Някои от тях са в ликвидация – няма обаче процедура, по която да бъдат отписани от публичния регистър. Това не влияе благоприятно на капиталовия пазар в страната. Наличието на търгуеми и нетъргуеми дружества на пода на борсата дезориентира потенциалните инвеститори и ограничава възможностите за интервенция на регулиращите органи.

Привличането на борсата на нови емитенти и активизирането на съществуващите може да бъде реализирано чрез повишаване привлекателността на публичния статут, както и чрез облекчаване на административните бариери и промоцията на допълнителни предимства за публичните дружества. Предлаганите промени в ЗППЦК целят реализацията именно на тези мерки. Българска фондова борса работи активно в тази насока, вкл. и при разработването на нов правилник за нейната дейност. Борсата предприема поредица от срещи с публични дружества, на които активно „промотира“ предлагането на нови емисии ценни книжа.

Очевидна е необходимостта поне от две групи мерки:

- отстраняване несъвършенствата в регулацията на капиталовия пазар, проявили се при прилагането на последните законови промени, чрез търсене на възможности за повишаване атрактивността на публичния статут за компаниите;
- действия за активизиране на съществуващите емитенти и привличане на нови.

Възможното подобряване на законовата рамка може да бъде търсено в следните няколко насоки:

- по-прецизен регламент при разкриването на информация, като се държи сметка основно за нуждата от координация на законово определените срокове, от една страна, и ограниченията, произтичащи от работата на различните ведомства, от друга;
- допълнително прецизиране на ограниченията по сделки между публични дружества и свързани лица, така че да не бъде възпрепятствано осъществяването на стопанската им дейност;
- прецизиране на задълженията, респ. санкциите по отношение на директорите за връзки с инвеститорите;
- подготовка на процедури за отписване на нетъргувани публични дружества; или на такива – в процес на ликвидация.