

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Ивайло Николов
Център за икономическо развитие

18 октомври 2004 г.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Съдържание

Използвани съкращения.....	3
Списък на таблици и графики.....	4
1. Място на капиталовия пазар.....	5
Дефиниране.....	5
Роли на капиталовия пазар в прехода.....	6
Слаборазвит финансов сектор в Централна и Източна Европа.....	7
Незначителен размер на капиталовия пазар в България.....	7
2. Кратка история на капиталовия пазар.....	9
Ранната история на капиталовия пазар.....	9
Възстановяване на капиталовия пазар и държавна подкрепа.....	9
По-важни събития в периода 1997 – 2003 г.	11
3. Тенденции на капиталовия пазар.....	15
Подем след 2001 година.....	15
Възможни обяснения за подема на капиталовия пазар.....	17
Възможни обяснения за слабото развитие на капиталовия пазар.....	18
4. Перспективи пред капиталовия пазар в България.....	22
Обобщаващи характеристики.....	22
Капиталовият пазар в контекста на присъединяването към ЕС.....	24
Перспективи с оглед развитието на Единния пазар на финансови услуги в ЕС..	25
Перспективи пред борсите от ЦИЕ.....	26
Общи сценарии за развитие на “Българска фондова борса – София” АД.....	27
5. Използвана и допълнителна литература.....	29

Докладът е подготвен за кръглата маса “Публични политики във финансовия сектор”, организирана в София на 18 октомври 2004 година от Института за икономика и международни отношения и Регионалното бюро-София на Фондация “Фридрих Еберт”.

Коментарите, изводите и препоръките са изцяло на автора и не отразяват непременно позицията на институциите, с които той е свързан.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Използвани съкращения

АИАП	Агенция за икономически анализи и прогнози
БВП	Брутен вътрешен продукт
БНБ	Българска народна банка
БФБ	Българска фондова борса – София АД
ДКЦК	Държавна комисия по ценните книжа
ЕК	Европейска комисия
ЕС	Европейски съюз
ЗППЦК	Закон за публичното предлагане на ценни книжа
КЦКФБ	Комисия по ценните книжа и фондовите борси
КФН	Комисия за финансов надзор
МСП	Малки и средни предприятия
ЦИЕ	Централна и източна Европа

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Списък на таблици и графики

- Таблица 1. Общо активи на финансовия сектор, % от БВП
- Таблица 2. Някои показатели за дълбочина на финансовото посредничество в България, % (края на периода)
- Таблица 3. Пазарна капитализация в страни от ЕС и в България (млрд. евро)
- Таблица 4. По-важни събития от историята на капиталовия пазар в периода 1997–2003 г.
- Таблица 5. Показатели за търговията на “Българска фондова борса – София” АД
- Таблица 6. Защо капиталовият пазар не е привлекателен за българските дружества?
- Графика 1. Движение на SOFIX (23 октомври 2000г. – 15 октомври 2004г.)
- Графика 2. Пазарна капитализация (млн. лева)

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Ивайло Николов

Настоящият материал няма претенции да бъде изчерпателен относно представяне на развитието, състоянието и перспективите на капиталовия пазар в България. Извън предмета на изследването остават много теми и проблеми, някои от които са развити подробно в заглавия от списъка на използваната литература. Главната цел на материала е да послужи като една от възможните аналитични основи за активизиране на публичните дискусии по различни аспекти на развитието на капиталовия пазар в България.

1. Място на капиталовия пазар

Дефиниране

Една възможна обща дефиниция на финансовата система от гледна точка на структурата на националната икономика може да изглежда по следния начин. Финансовата система се отъждествява със сектора на финансово посредничество, където се разпределят и трансформират ресурси от онези, които разполагат с тях (спестители) към онези, които се нуждаят от тях (заемополучатели). Общо финансовата система може да се разглежда и като съпътстваща развитието на реалния сектор (реалната икономика), доколкото предприятията от последния са най-често онези, които предлагат и управляват проектите, за които се търсят свободните ресурси. Между спестителите и заемополучателите (а понякога и в техните роли) като основен елемент на финансовата система се явяват финансовите посредници.

Според типа на посредниците понякога се разграничават двата основни подсектора: този на банковата и на небанковата финансова система. Както от финансовата теория, така и според практиката от българския преход обаче се вижда, че границите и функциите в рамките на финансовия сектор се менят. Така например банките могат да бъдат участници – като емитенти, посредници или инвеститори – на пазара на ценни книжа, при което функционалните разграничения в рамките на финансовата система се размиват.

Ето защо очертаването на работната дефиниция за капиталовия пазар в България е свързано с известни условности. За удобство се възприема традиционната дефиниция за капиталовия пазар като пазар на финансови инструменти с матуритет от една година и повече. Съвременната история на българския капиталов пазар допълнително наложи възприемането му преди всичко като пазар на акции¹. Не на

¹ И в много по-малка степен – на корпоративни облигации. В по-новата история, някои непарични платежни средства като компенсаторните инструменти и инвестиционните бонове също се разглеждат в перспективата на капиталовия пазар.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

последно място, вторичният капиталов пазар у нас често се отъждествява със самата фондова борса.

Роли на капиталовия пазар в прехода

Що се отнася до ролята на капиталовия пазар за България в допълнение към общите теоретични функции като един от каналите за финансово посредничество, през 1990-те години под различна форма бяха коментирани и три важни за преходните условия характеристики. В края на десетилетието например се изтъкваше, че е възможно капиталовият ни пазар да постигне три важни макроикономически цели²:

- През него свободната парична маса да се насочва директно към финансиране на реалния сектор.
- Там да бъдат създадени условия за реструктуриране на предприятията в следприватизационния период.
- Фондовата ни борса да стане привлекателен център за навлизане на чуждестранни инвестиции.

По определени причини (някои от тях подробно представени по-долу) капиталовият пазар не постигна в задоволителна степен нито една от тези три цели. Първо, наличните спестявания продължават да бъдат акумулирани и разпределяни главно чрез банковата система. Второ, следприватизационното реструктуриране на предприятията в масовия случай се реализира извън капиталовия пазар по простата причина, че методите на приватизация обикновено бяха подминали фондовата борса. Дори в случаи на приватизация по линия на първата вълна на “масовата” приватизация или чрез публично предлагане през борсата, стремежът на мажоритарните собственици за “отписване” на дружествата от борсата и за промяна на техния “публичен” статут не позволи ефективно реструктуриране на собствеността с помощта именно на фондовата борса³. Трето, капиталовият пазар така и не можа да привлече чуждестранни портфейлни инвестиции, които да са съизмерими с привлечените в България чуждестранни преки инвестиции. Последното обстоятелство, както ще бъде коментирано по-нататък, е важно за очертаване на перспективите пред капиталовия пазар на фона на прогнозите за общото икономическо развитие и привлекателността на икономиката ни за чуждестранни инвеститори в близките години.

Може да се обобщи, че до настоящия момент капиталовият пазар в България не изпълнява пълноценно специфичните (свързани най-вече с хода на икономическите реформи) цели, които му бяха отредени допреди няколко години. Ето защо е интересно да се погледне и друго – доколко капиталовият ни пазар изпълнява изобщо функциите, които са му присъщи в развитите пазарни икономики. Такива функции далеч надхвърлят хоризонта на средносрочните икономически ефекти, като например се съсредоточават върху следното – по-пълно, по-ефективно и по-

² Николов, Ив. (2006). Пълният списък на използваната и допълнителната литература е представен в края на настоящия материал.

³ Известно изключение представлява извършеното реструктуриране в посока на концентрация на собствеността при публичните дружества, коментирано по-долу.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

демократично упражняване на правата на собственост⁴, разширяване на инвестиционните възможности, по-лесно реализиране на свободата на избор при извършване или прекратяване на инвестиции, по-добро управление на риска и не на последно място съкращаване на разходите по откриване и достъп до рентабилни проекти. Многобройни изследвания доказват и по-общото значение на развитата финансова система за икономическия растеж на една икономика⁵.

Слаборазвит финансов сектор в Централна и Източна Европа

За да бъде по-добре преценено мястото на капиталовия пазар в рамките на финансовата система на България е уместно да се посочат някои общовалидни характеристики за страните от Централна и Източна Европа. Тези страни (някои от които вече членове на Европейския съюз) само допреди малко повече от десетилетие практически не разполагаха с финансов сектор във вида, в който той е характерен за развитите икономики. Дори днес “дълбочината” на финансовия сектор дори в най-напредналите страни от нашия регион остава неколкостранно под тази от (досегашните страни от) Европейския съюз. Таблица 1 илюстрира тази относителна разлика, но разликата в абсолютно измерение е още по-голяма (в края на 2002 година общо активите на финансовия сектор в новоприетите в Европейския съюз осем страни от региона възлизат на 463 млрд. щ. долара, докато в тогавашния Европейски съюз те са достигали общо 47 787 млрд. щ. долара⁶).

Таблица 1. Общо активи на финансовия сектор, % от БВП

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ЕС-8	0.90	0.92	1.01	1.04	1.13	1.10	1.17
ЕС-15	3.90	4.26	4.87	5.13	5.54	5.42	5.58

ЕС-8: новоприетите в ЕС през май 2004 година осем страни от Централна и Източна Европа.

ЕС-15: доскорощният състав на ЕС.

Източник: Bakker, M., Gross, A. (2004).

Незначителен размер на капиталовия пазар в България

Въпреки известните различия в степента на еволюция на отделните сегменти във финансовата система на различните централно- и източноевропейски страни, България се вписва в общата картина на относително слаборазвит финансов сектор. Характерно за България обаче е и това, че дори при тази ниска основа делът специално на капиталовия пазар е доста малък. Таблица 2 показва актуална картина на истинската значимост на капиталовия пазар в рамките на финансовото посредничество на България.

⁴ Тази е и една от основните цели на доброто “корпоративно управление” – което самото обаче е сред ограничителните характеристики на нашия капиталов пазар.

⁵ Например едно ново и много подробно обзорно изследване по темата е Levine, R. (2004).

⁶ По данни от Bakker, M., Gross, A. (2004).

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Таблица 2. Някои показатели за дълбочина на финансовото посредничество в България, % (края на периода)

	2001	2002	2003	2004 ³
Активи на банковата система ¹	41.13	45.02	50.34	55.32
Привлечени в пенс. фондове и управлявани от пенсионноосиг. дружества активи ²	0.63	1.03	1.48	1.62
Брутен премиен приход на застрахователните дружества ²	1.61	1.91	1.94	0.98
Общо пазарна капитализация на БФБ ¹	3.72	4.25	7.91	8.78

⁽¹⁾ данните за 2004 г. са към края на август.

⁽²⁾ данните за 2004 г. са към края на юни.

⁽³⁾ по прогнозни данни за годишния БВП с източник АИАП (2004).

Източник: БНБ, КФН, БФБ и собствени изчисления.

Таблица 2 ясно показва, че банковата система доминира във финансовия сектор на България, а относителният размер на капиталовия пазар (измерен чрез отношението на общата борсова капитализация към БВП) е незначителен. Тук следва да се подчертае и това, че формалните показатели за пазарна капитализация на дружествата, търгувани на БФБ, надценяват истинската картина, тъй като реално свободният обем (т.нар. free float) на търгуваните емисии е обикновено много малък като процент от капитала.

Следователно, капиталовият пазар остава непопулярен алтернативен канал за финансовото посредничество в България. За този извод могат да бъдат приведени и още данни – той например е валиден при сравнение със страните от ЕС, включително новоприетите. По абсолютен размер България сериозно изостава (единствено Латвия има по-слаб показател, Таблица 3). Това състояние на капиталовия пазар не се обяснява толкова с непосредствените перспективи пред българската икономика като цяло, колкото с обстоятелството, че механизмите на финансиране чрез тази алтернативна небанкова среда остават непознати или непредпочитани дори при наличието на добри инвестиционни проекти. Дори при продължаващо положително макроикономическо развитие или развитие в отделни отрасли или предприятия, ефектите върху капиталовия пазар могат да бъдат незначителни или да се проявят с огромно закъснение.

Таблица 3. Пазарна капитализация в страни от ЕС и в България (млрд. евро)¹

Еврозона-12, общо	3929	Литва	4.8
ЕС-15, общо	6302.1	Малта	2
ЕС-25, общо	6403.4	Полша	35.5
България	1.7	Словакия	2.6
Естония	3.5	Словения	6.6
Кипър	3.7	Унгария	17.1
Латвия	1	Чехия	24.5

⁽¹⁾ Данните за България са към края на август, а за останалите страни – към края на юли 2004 г.

Източник: Евростат, “Българска фондова борса – София” АД.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Обобщено може да се каже че, на първо място, финансовият сектор в страните от ЦИЕ е много по-малък от този в ЕС. На второ място, капиталовият пазар заема подчинено място в структурата на финансовото посредничество в България. На трето място, малкият размер на капиталовия пазар на България изпъква и при сравнението с новоприетите в ЕС страни. Така първият голям извод за капиталовия пазар в България е че въпреки потенциално значителната му роля в една развита пазарна икономика, и въпреки някои очаквания⁷ за постигането на определени макроикономически цели преди години, мястото на капиталовия пазар остава ограничено.

Основните събития и фактори, свързани с досегашната история, с настоящите тенденции и с непосредствените перспективи на капиталовия пазар у нас, са представени съответно по-долу.

2. Кратка история на капиталовия пазар

Ранната история на капиталовия пазар

Историята на българския капиталов пазар в действителност датира от почти един век⁸. Първият временен Закон за борсите, приет през 1907 година, регулира структурата и функциите на фондовата и на стоковата борса. На 15 април 1915 година е издаден Указ за откриване на специализирана фондова борса, но поради Първата световна война тя не може да започне дейност. След несполучлив втори опит през 1918 година, борсата е възстановена през 1920 година, като извършва повече валутни сделки отколкото операции с ценни книжа. Поради валутната нестабилност и спекулативните сделки, през 1923 година борсата е принудена да прекрати валутните сделки и остават само фондовите операции. На 1 ноември 1925 година борсата е закрыта поради липса на достатъчно сделки. По-късно, по инициатива на държавата, борсата възстановява сесиите за сделки с ценни книжа на 15 септември 1928 година⁹. Софийската фондова борса е закрыта през 1947 година.

Възстановяване на капиталовия пазар и държавна подкрепа

През 1991 година с приемането на Търговския закон бяха създадени предпоставки за възстановяване на капиталовия пазар. Първа българска фондова борса бе учредена на 8 ноември 1991 година и започна да действа през май 1992 година. През същата година бе основана втора фондова борса (Софийска фондова борса), последвана и от други в цялата страна. За периода 1992-1995 година по някои оценки в страната публично се предлагаха и търгуваха акции на около осемдесет дружества¹⁰.

⁷ Както и въпреки определени, макар и ограничени, инициативи за държавна подкрепа (описани по-долу).

⁸ Тази част на прегледа на историята на капиталовия пазар е основана на по-подробния обзор в Николов, Ив. (2006).

⁹ Според Хаджиев, Ал. *Търговски енциклопедичен речник*. С., 1930.

¹⁰ Подробно представяне на историята на капиталовия пазар през първата половина на 1990-те години се съдържа в Моравенов, М. (2004).

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Този нерегулиран период завърши с приемането на Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества в средата на 1995 година. По този закон се конституира новият регулативен орган на капиталовия пазар – Комисията по ценните книжа и фондовите борси¹¹. Новият закон стимулира процеса на борсова консолидация първоначално около Първа българска фондова борса с учредяването през декември 1995 година на т.нар. Българска фондова борса.

“Масовата” приватизация в нейната първа вълна даде решителен тласък за развитието на капиталовия пазар в България по отношение на нормативна уредба, регулация, институции и първоначално балансиране откъм страната на предлагането. Същевременно новосъздадената КЦКФБ издаде правила, на основата на които бе прекратена търговията на всички борси в страната, считано от 23 октомври 1996 година. През 1997 година новото (служебно) правителство реши да организира т.нар. Национална фондова борса, което принуди Българска фондова борса и Софийска фондова борса да започнат преговори за сливане. Новата борса получи лиценз от КЦКФБ през октомври 1997 година и на 21 октомври 1997 година бяха възстановени редовните борсови сесии.

В този кратък преглед на историята на капиталовия пазар трябва да се подчертае, че от самото начало на “новото възраждане” на пазара през втората половина на 1990-те години държавата оказва специфична подкрепа за неговото развитие. Освен чрез създаването на първата нормативна уредба и регулация, тази подкрепа се реализираше по три направления:

- Стимулиране на консолидацията при сливането на съществуващите дотогава разпокъсани тържища.
- Концентрация, най-вече посредством законовите изменения от пролетта на 1998 година, с които търговията се съсредоточи единствено в БФБ¹².
- Капиталова подкрепа чрез апортната вноска в капитала на новата борса (с която в момента на лицензирането на борсата през 1997 година държавата се оказва с 49 на сто участие в капитала¹³).

Държавната подкрепа за капиталовия пазар се аргументираше принципно по следния начин. Държавата се яви като ключов фактор при първоначалното стимулиране на нововъзникващия български пазар, където развитието (след 1997 година) се предшестваше от “масово” прехвърляне на държавната собственост към частните собственици¹⁴ и от създаване на адекватна държавна регулация. “Масовата” приватизация доведе до появата на критична маса от разпръсната собственост в много на брой предприятия (около 1050) у над 3.5 млн. български граждани. Следователно държавата, първо, вече се беше доказала като първостепенен фактор за стимулиране на пазара. Второ, като активна страна при

¹¹ От началото на 2000 година, по силата на законовите промени тогава, преименувана на Държавна комисия по ценните книжа, а от началото на 2003 г. – заменена от новия интегриран регулатор на небанковия финансов сектор, Комисията за финансов надзор.

¹² Значението на концентрацията на пазара и първоначалните проблеми около нея са подробно представени в Николов, Ив. (2000б).

¹³ Впоследствие този дял намаля малко.

¹⁴ Това е и един от двата основни модела на възникване на пазара и в други страни от региона, вж. Claessens, S. (2003).

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

провеждането на тази приватизация, особено на фона на институционалния и вакуум и липсата на традиции и познания, държавата би следвало да има освен всичко и определен ангажимент към последващата защита на правата на новите собственици.

Най-големите очаквания по отношения на държавната подкрепа обаче и до днес идват по едно допълнително направление – борсовата приватизация, на която винаги се е разчитало да генерира онази минимална ликвидност и обем на търговия, без които устойчивото съществуване на капиталовия пазар би било силно затруднено. Темите за ролята на държавата и за значението на приватизацията през фондовата борса са разгледани по-нататък.

По-важни събития в периода 1997 – 2003 г.

След 1997 година вече в голяма степен историята на българския капиталов пазар се отъждествява и оценява чрез търговията на “Българска фондова борса – София” АД. Някои от ключовите моменти и етапи в развитието на търговията, на институциите и нормативната уредба до края на 2003 година са представени в Таблица 4.

Таблица 4. По-важни събития от историята на капиталовия пазар в периода 1997–2003 г.

Дата/период	Събитие/документ	Подробности
октомври 1997г.	БФБ получава лиценз за извършване на дейност и се възстановяват редовните борсови сесии	Лицензирането първоначално бе забавено главно поради затрудненията на борсата да разработи документите (най-вече правилника за работа), необходими за ефективно функциониране според новото законодателство. В същото време бе налице огромен публичен интерес от стартирането на борсовата търговия, главно поради изтичане на забранителния период за вторично прехвърляне на придобитите от “масовата” приватизация акции.
14 април 1998г.	Обнародвани са промени в Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества.	Определя се статутът на публичните дружества в България. Преобладаващият брой дружества от първата вълна на масовата приватизация и бившите приватизационни фондове биват превърнати в публични дружества.
19 май 1998г.	На свободния пазар на БФБ са приети за търговия всички нерегистрирани дотогава дружества от първата вълна на масовата приватизация.	Според БФБ промените в закона превръщат всички дружества от първата вълна на масовата приватизация в публични. Според КЦКФБ новите законови разпоредби превръщат в публични само онези дружества, акции от които са предлагани при определени условия.
май 1998г.	Съветът по структурна реформа към Министерския съвет приема “Стратегия за развитие на капиталовия пазар в България”.	Един от акцентите на стратегията е “усъвършенстване” на уредбата на публичните дружества. Друг от акцентите е по-голямо използване на възможности за приватизация през фондовата борса.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

16 юни 1998г.	БФБ спира от търговия 57 от приетите през май дружества на свободния пазар.	Решението е взето под натиска на КЦКФБ, която излиза със свое становище кои от дружествата всъщност са публични. Реакцията на инвеститорите е негативна, доверието в законовата уредба е нарушено.
февруари-април 1999г.	БФБ спира от търговия още дружества, неотговарящи на критериите за публичност. КЦКФБ регистрира в регистъра на публичните дружества дори едно работническо-мениджърско дружество.	Наред с продължаващото нарушаване на правата на миноритарните акционери, самата уредба на статута на публичните дружества е подложена на критика и недоверието в капиталовия пазар се засилва.
януари 2000г.	Влиза в сила новият Закон за публичното предлагане на ценни книжа, отменящ стария Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества.	По-пълна уредба на публичните дружества. Остават възможности за увеличаване на капитала под условие. Създават се облекчени условия за отписване на публичните дружества от регистъра на ДКЦК (преименуваната КЦКФБ). Започва масово отписване на дружествата.
16 ноември 2001г.	Обнародван е новият Закон за счетоводството.	От 1 януари 2003 година публичните дружества се задължават да изготвят и представят годишните си финансови отчети на основата на Международните счетоводни стандарти.
март 2002г.	Министерството на икономиката приема “Програма за развитие и стимулиране на капиталовия пазар в България”.	Един от акцентите в приложения към програмата план за действие е “придобиване на статут на публичност на предприятията от списъка за приватизация през борсата”, но едва с промените в Закона за приватизация и следприватизационен контрол година по-късно се прави конкретна стъпка в тази посока.
21 юни 2002г.	Обнародвани са важни промени в Закона за публичното предлагане на ценни книжа.	Още по-пълна уредба на публичните дружества. При увеличаване на капитала задължително се издават търгуеми права. Налагат се допълнителни условия за отписване на публичните дружества от регистъра на ДКЦК ¹⁵ .
юли 2002г.	Министерският съвет приема годишен списък от 1073 дружества с държавно участие, дялове от които могат да бъдат продавани (чрез различни приватизационни методи, включително публично предлагане през фондовата борса) срещу компенсаторни инструменти и инвестиционни бонове.	Заедно с това са приети и някои от подзаконовите актове, уреждащи издаването и сделките с компенсаторни инструменти.
28 август 2002г.	Съветът на директорите на БФБ АД взема решение за регистрация на	Малко след това ръководството на борсата издава и подробна инструкция за търговия с компенсаторни инструменти. Там например

¹⁵ Подробно представяне на промените в ЗППЦК и на мотивите към тях се съдържа в проекта на Закон за изменение и допълнение на ЗППЦК, внесен в Народното събрание в края на 2001 г.

Текстът на този проект е достъпен на адрес:

<http://www1.parliament.bg/infocenter/zakonoproekti/102-01-36.pdf>

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР
В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

	компенсаторните инструменти на борсата (на "Неофициален пазар", сегмент "Пазар на компенсаторни инструменти").	се уточнява, че въвеждането на поръчки и сключването на сделки ще се извършва като за единична цена се посочва процент от номиналната стойност.
2 септември 2002г.	На БФБ стартира търговията с компенсаторни инструменти.	Това всъщност представлява възобновяване на временно преустановената вторична търговия с тези инструменти, но вече търговията се концентрира единствено на БФБ.
декември 2002г.	На БФБ е проведен първият аукцион за продажба на права.	Това са неизползвани права за нова емисия на "Свилоса" АД - първото публично дружество, което увеличи капитала си чрез емитиране на търгуеми права. Задължителното условие за емитирането на права при увеличение на капитала беше предвидено в измененията на Закона за публичното предлагане на ценни книжа от лятото на 2002 година
24 февруари 2003г.	Съветът на директорите на БФБ одобрява правила за регистрация и работа със системата за електронно подаване на поръчки чрез интернет от клиенти на членовете на борсата.	На 4 март с.г. е официалният старт на т.нар. "система COBOS" (client order-book online system).
Март 2003	Народното събрание избира членовете на Комисията за финансов надзор и тя започва да функционира.	Конституирането на КФН става по силата на приетия в края на 2002г. Закон за Комисията за финансов надзор. Така се извършва обединение на надзора над небанковия финансов сектор в България - капиталов пазар, застраховане и социално осигуряване от капиталопокривен тип. Обособеното в новата комисия управление "Надзор на инвестиционната дейност" практически поема функциите и структурата на дотогавашната ДКЦК.
4 април 2003г.	Обнародвани са промени в Закона за приватизация и следприватизационен контрол.	Акции, за които е взето решение да бъдат предложени за приватизация чрез публично предлагане на фондовата борса, се вписват служебно в регистъра на КФН по инициатива на Агенцията за приватизация. След това вписване въпросните дружества на практика стават публични.
20 май 2003г.	Обнародван е Законът за дружествата със специална инвестиционна цел.	Смята се, че именно с този закон се въвеждат основополагащи за България норми на секюритизацията на активи. Създаването на инвестиционни алтернативи и насърчаването на колективните инвестиционни схеми бяха сред допълнителните очаквани ефекти от този нов закон. Първите такива дружества бяха лицензирани от КФН след няколко месеца.
12 август 2003г.	Обнародвани са промени в Закона за сделките с компенсаторни инструменти. С една от промените се открива възможността "Българска фондова борса -	Новата възможност е използвана на борсата за пръв път в началото на 2004г., след като в края на октомври Съветът на директорите на борсата прие новото Приложение №8 към правилника, с което се определят условията и реда за изпълнение на т.нар.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

	София” АД да осъществява технически (след възлагане по договор от АП) централизираните публични търгове за продажба на акции, собственост на държавата и общините, както и публичните търгове за продажба на дялове в дружества с ограничена отговорност, собственост на държавата и общините.	“неприсъсвени публични търгове” за продажба на дялове в дружества с ограничена отговорност, собственост на държавата и общините. Също с цел изпълнение на възложени с договор от АП търгове, но този път за продажба на акции в държавни и общински дружества, в началото на октомври Съветът на директорите на борсата прие новото “Приложение №9 към правилника, с което се определят условията и реда за т.нар. “централизиран публични търгове”.
ноември 2003г.	Съветът на директорите на БФБ приема промени в правилата за търговия, според които към компенсаторните инструменти са добавени и инвестиционните бонове.	По-късно на борсата са регистрирани 134 132 876 броя инвестиционни бонове с номинал 1 лев. Първите борсови сделки с този инструмент се сключват на 24 ноември 2003г.

Две важни уточнения е необходимо да бъдат направени към Таблица 4. На първо място, представените събития и документи съвсем не изчерпват развитието на нормативната уредба. Освен изброените законови промени например, след средата на 2003 година се активизира приемането и на нова подзаконова нормативна уредба в сферата на капиталовия пазар. Комисията за финансов надзор прие няколко изцяло нови (заменящи досегашните аналогични) наредби. Това бяха: Наредба за изискванията към дейността на инвестиционните посредници; Наредба за проспектите при публичното предлагане на ценни книжа и за разкриването на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа; Наредбата за капиталовата адекватност и ликвидността на инвестиционните посредници; Наредбата за разрешенията за извършване на дейност като фондова борса, организатор на Неофициален пазар на ценни книжа, инвестиционен посредник, инвестиционно дружество, управляващо дружество и дружество със специална инвестиционна цел; Наредба за изискванията, на които трябва да отговарят физическите лица, които по договор непосредствено извършват сделки с ценни книжа и инвестиционни консултации относно ценни книжа, както и реда за придобиване и отнемане на правото да упражняват такава дейност; Наредбата за централния депозитар за ценни книжа; Наредбата за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции. През 2004 година КФН продължи работата по развитие на нормативната уредба. През годината беше обнародвана и Наредба за условията и реда за извършване на маржин покупки, къси продажби и заем на ценни книжа. Експерти от комисията вече разработиха и предложиха за публично обсъждане проект на Закон за изменение и допълнение на ЗППЦК.

На второ място, извън предмета на Таблица 4 остават няколко случая на особено важни за развитието на пазара продажби на държавни дялове през борсата. Макар и борсовата приватизация винаги да е била по-ограничена, отколкото са били преобладаващите инвеститорски и експертни очаквания, практиката от приватизационния сегмент на БФБ и от централизираните и неприсъствените публични търгове там потвърждава успеха на този приватизационен метод. Примерите с успешните продажби на остатъчните държавни дялове от “Булгартабак холдинг”, “ДЗИ”, “Проучване и добив на нефт и газ”, “Златни

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

пясъци”, “Петрол” АД, “Лукойл Нефтохим Бургас” АД, Паракходство “Българско речно плаване” АД и “Булстрад” АД се допълват с примери и за много други продажби, при които държавата (общините) едновременно са осигурили прозрачност и широк достъп на инвеститорите и са постигнали добра цена.

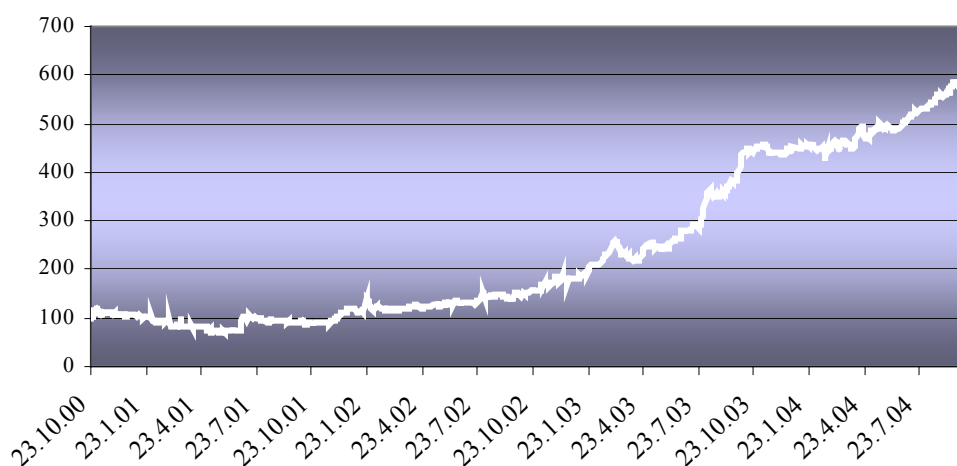
3. Тенденции на капиталовия пазар

Подем след 2001 година

В перспективата на трудностите, свързани с възраждането на капиталовия пазар през втората половина на 1990-те години, както и въпреки представената вече крайно ограничена роля на този пазар (на фона както на цялостната финансова система в България, така и спрямо страните от ЦИЕ), впечатление прави сериозният подем от последните години. Статистиката категорично доказва, че е налице тенденция на възходящо развитие. Традиционно измерван чрез показателите от “Българска фондова борса – София” АД, капиталовият пазар в последните три години бележи сериозен ръст. Последното се доказва от динамиката на оборотите, обемите, пазарната капитализация и борсовия индекс. Ликвидността също се повишава.

Може да се приеме, че 2002 година е преломна за настъпилния положителен обрат в търговията на “Българска фондова борса – София” АД. Това на първо място се вижда от движението на борсовия индекс SOFIX¹⁶ (Графика 1), който именно през 2002 година утвърди тенденцията си на възход.

Графика 1. Движение на SOFIX (23 октомври 2000г. – 15 октомври 2004г.)



Източник: “Българска фондова борса – София” АД.

¹⁶ Повече описание на този индекс на адрес:

<http://www.bse-sofia.bg/index.php?page=Index+description>

На 4 октомври 2004 г. индексът достигна исторически връх - 598.51. По време на търговската сесия същия ден индексът дори премина нивото от 600 пункта.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Възходящото развитие на борсовата търговия се доказва и от някои от най-важните показатели – оборот, обем, ликвидност и пазарна капитализация (Таблица 5).

Таблица 5. Показатели за търговията на “Българска фондова борса – София” АД

	1999	2000	% ръст 2000/1999	2001	% ръст 2001/2000	2002	% ръст 2002/2001	2003	% ръст 2003/2002
Пазари на облигации общо ¹									
брой емисии	1	3	200	7	133	10	43	19	90
обща номинална стойност (млн.лв)	0.27	4.08	1411	14.65	259	44.73	205	109.76	145
оборот (млн.лв)	0	3.34	-	1.1	-67	19.52	1675	67.5	246
ликвидност ²	0	82	-	8	-	44	-	61	-
Пазари на акции общо ³									
брой емисии	861	508	-41	399	-21	356	-11	338	-5
оборот	50.4	32.2	-36	42.2	31	83.99	99	180.89	115
капитализация	1373.1	1286.5	-6	1104	-14	1375.18	25	2728.73	98
ликвидност ⁴	4	3	-	4	-	6	-	7	-
Други									
блокови сделки (оборот млн. лв)	82.6	91.1	10	114.9	26	244.7	113	151.17	-38
приватизационни сделки в млн. лева	0.8	6.7	738	3.9	-42	0.79	-80	16.49	1987
приватизационни сделки в непарични с-ства	0	0	-	0	-	0.04	-	284.06	710050

(1) официален пазар корпоративни облигации, неофициален пазар облигации и официален пазар общински облигации.

(2) измерена като съотношение оборот/обща номинална стойност, %.

(3) официален и неофициален пазар на акции.

(4) измерена като съотношение оборот/капитализация, %.

Източник: “Българска фондова борса – София” АД¹⁷ и собствени изчисления.

Прегледът на Таблица 5 разкрива някои интересни тенденции. Броят на облигационните емисии расте, но остава много ограничен. Същото може да се каже и по отношение на оборотите и общата номинална стойност при облигациите. Като се вземе предвид и обстоятелството, че сделките с облигации не са много, показателят за ликвидността при облигационните пазари също трябва да бъде оценен предпазливо.

Пазарите на акции (извън приватизационните и блоковите сделки) отразяват тенденцията на “отписване” на публични дружества от капиталовия пазар¹⁸. От 2002 година натам оборотите бележат сериозен годишен темп на нарастване, но с оглед на повишението на цените вероятно по-показателно за ликвидността е изчисленото съотношение от таблицата. Тук може да се посочи, че на фона на ограничения свободен обем на търгуваните дружества реално ликвидността е висока. Така за пазарите на акции може да се обобща че в последните години е налице ръст в оборота и в ликвидността. Ръстът в пазарната капитализация

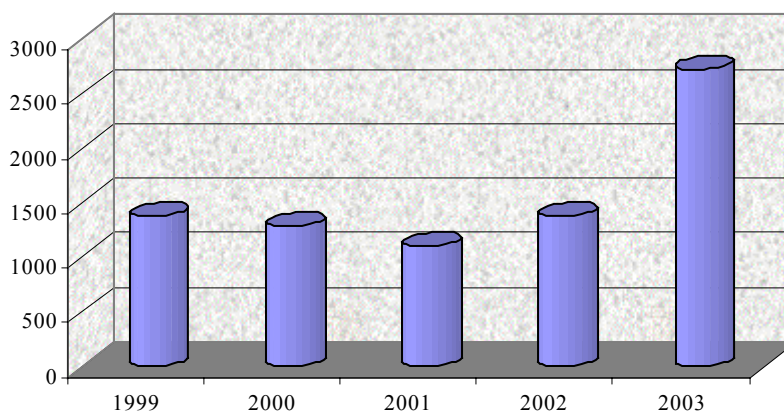
¹⁷ По данни, поместени в Моравенов, М. (2004).

¹⁸ Много подробен анализ на темата за публичните дружества и значението им за капиталовия пазар в България се намира в Николов, Ив. (2003а).

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

(Графика 2), наред с вече коментирания ръст на SOFIX, също потвърждават наблюдението, че капиталовият пазар е в подем през последните години.

Графика 2. Пазарна капитализация (млн. лева)



Източник: “Българска фондова борса – София” АД¹⁹.

Анализът на тези показатели, потвърждаващи тезата че пазарът е в подем след 2001 година, повдига обаче и въпроса дали не е налице известно противоречие с тезата, изложена в началото – а именно, че капиталовият пазар заема твърде ограничено място в България. Отговорът на този въпрос следва по-долу, а преди това могат да бъдат обобщени причините за възходящото развитие през последните няколко години.

Възможни обяснения за подема на капиталовия пазар

Възможните обяснения за причините, довели до положителните тенденции в състоянието на капиталовия пазар (състояние, разбирано и измервано традиционно чрез показателите от “Българска фондова борса – София” АД) могат да се сведат до изтъкване на четири групи от причини.

Първо, сред експертната и инвестиционната общност у нас е популярно схващането, че в действителност българските акции в началото на настоящето десетилетие са били доста подценени (като последващ ефект от стопанската криза в средата на 1990-те години, а също и поради общата липса на интерес или на доверие в капиталовия пазар). Анализът на тази хипотеза далеч надвхърля периметъра на настоящия материал, но може да се предположи, че българските акции (поне при някои от емитентите) са били подценени в сравнение с:

- техни секторни аналози от други страни от ЦИЕ;
- тяхната счетоводна стойност (или нетната стойност на активите).

Тази хипотеза обяснява резкия скок в цените с ниската изходна база. Второто популярно обяснение е свързано с усъвършенстването на нормативната уредба и най-вече с приемането на измененията в Закона за публичното предлагане на ценни книжа в средата на 2002 година. В действителност въпросните изменения бяха

¹⁹ По данни, поместени в Моравенов, М. (2004).

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

насочени основно към подобряване на корпоративното управление и контрол в публичните дружества и те в значителна степен повишиха степента на защита на правата на миноритарните акционери и прозрачността в управлението на дружествата.

На трето място, възможно обяснение за подема в капиталовия пазар може да бъде потърсено в общата стабилност и положително развитие на българската икономика, и оттам – повишаване на интереса и доверието дори към тази малка част от нея, представена на борсата.

Като една четвърта група от причини за подема могат да бъдат посочени динамиката и от двете страни на пазара – от страната на предлагането (където, макар и в ограничена степен, имаше предлагане на атрактивни пакети по линия на приватизацията през борсата) и от страната на търсенето (където, успоредно с повишаването на интереса към борсата във връзка с вече растящите цени на акциите, имаше и автономно повишаване на търсенето изобщо на нови инвестиционни продукти и възможности в България).

Въпреки положителното развитие обаче, капиталовият пазар в България остава слабо популярен. Ролята на капиталовия пазар във финансовия сектор остава малка. Освен посоченото в началото, последните данни към края на септември 2004 година показват, че общата пазарна капитализация на “Българска фондова борса – София” АД е само 9.4 на сто от актуалната прогноза за БВП²⁰ за 2004 година. Възходът на капиталовия пазар в последните години не бе достатъчен, за да го изведе до мястото и функциите, които му се полагат в една развита пазарна икономика. Ето защо прегледът на състоянието и перспективите пред капиталовия пазар не може да пропусне основните причини за състоянието на този пазар досега.

Възможни обяснения за слабото развитие на капиталовия пазар

Прегледът на основните причини и фактори за относително слабото развитие на българския капиталов пазар, представени по-долу, не претендира за изчерпателност, но има за цел да хвърли светлина върху темата. Част от възможните обяснения всъщност дават сами по себе си и някои предпоставки за непосредствените перспективи пред пазара, поради което важноста им е голяма, надхвърляща целите на позитивния анализ.

Въпреки прогреса по установяване на по-добри практики на корпоративно управление и контрол при публичните дружества (с промените в ЗППЦК, усъвършенстването на подзаконовата нормативна уредба и подобряване на надзора), състоянието през последните години бе такова, че сериозно накърни доверието в капиталовия пазар и ограничи и без това по-слабия интерес към него. В продължение на години така и не се утвърдиха практиките на корпоративно управление в интерес и в защита на миноритарния акционер. Наличието на критичната маса от акционери и инвеститори, на свободни акции от привлекателни дружества и дори на изградени механизми и институции на капиталовия пазар в края на 1990-те години не се оказаха достатъчни. За дълъг период от време

²⁰ Източник: АИАП (2004).

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

емитентите безнаказано не разкриваха изискваната дори по закон информация, регистрите на регулаторния орган и на другите пазарни структури нямаха достъпна необходимата публична информация, извънборсовите сделки правеха непрозрачен огромен обем от вторичната търговия и позволяваха злоупотреби и изкривяване на цените, а несъвършенствата на законовата уредба (или на прилагането ѝ) позволяваха ощетяване на огромни групи акционери. Казано по друг начин, не съществуваха истински “публични” дружества, в които всички акционери да бъдат равнопоставени, техните интереси - балансирано защитени, а самите дружества в лицето на своите мениджъри да бъдат заинтересовани от вниманието на потенциалните инвеститори и от представянето на цената на акциите²¹.

Свързана с корпоративното управление е темата за ролята на държавата. По-горе бе отбелязано, че държавната подкрепа бе очаквана и дори решаваща за началното развитие на пазара. Последното стана както с утвърждаване на пазарните институции (част от тях и до днес със силно пряко държавно участие), така и със създаването на съответната нормативна база и държавна регулация, и преди всичко с “масовата” приватизация и със “захранването” на вторичната борсова търговия с акции, продадени от държавата при условията на публично предлагане. Въпреки че днес очакванията към държавната политика в подкрепа на капиталовия ни пазар следва да бъдат балансирани²², в края на 1990-тите години все още беше валидно обяснението, че състоянието на пазара се обяснява с непоследователната държавна подкрепа²³.

Ако има един фактор, на който и до днес да се възлагат най-големи надежди за стимулиране на капиталовия пазар (при това отново като отговорност на държавата), това е приватизацията през фондовата борса²⁴. Въпреки решаващото значение на приватизацията за възникването на българския капиталов пазар (и някои други регионални пазари) обаче, особено от днешна перспектива анализът на очакванията в тази посока трябва да бъде крайно предпазлив. Практиката от последните години показва недвусмислено, че продажбата на държавни дялове невинаги активира вторичната търговия. Това се отнася както до ликвидността и пазарната капитализация изобщо, така и за интереса към отделни емисии.

Дългосрочен ефект в полза на ликвидността и пазарната капитализация би имало ако приватизацията водеше до създаване на по-голям свободен обем от акции на атрактивни дружества. Ако това беше така, тогава – при равни други условия - може да се очаква повишеният интерес към вторичната търговия на въпросните акции да доведе нови инвеститори на пазара като цяло. А привлекателният за инвеститори вторичен пазар е един от факторите за това, емитентите да се обърнат и към първичния пазар за набиране на капитал.

Горната логика обаче се подчинява на две условия – държавата да продава пакети от атрактивни дружества и концентрацията на собствеността да не достига степен, след която практически не съществува вторична ликвидност. За съжаление

²¹ Повече подробности: в Николов, Ив. (2003а).

²² Повече подробности: Николов, Ив. (2003б).

²³ Николов, Ив. (2000а).

²⁴ На настоящия етап, това включва приватизацията през приватизационния сегмент на БФБ, както и централизираните и неприсъствените публични търгове.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

неадекватната държавна политика в областта на борсовата приватизация донякъде наистина съпътстваше развитието на капиталовия пазар – въпреки всички минали или настоящи списъци за борсова приватизация, пазарът никога не е бил “захранван” в достатъчна степен с книга от големите и атрактивни държавни предприятия по линия на приватизацията. Що се отнася до степента на концентрацията на собствеността, развитието на капиталовия пазар след приключване на първата вълна на “масова” приватизация следва преди всичко логиката на окрупняване на дяловете на мажоритарните акционери. “Историята” на приватизираните дружества, злоупотребите с интересите на миноритарните акционери и в крайна сметка “отписванията” на публичните дружества имат в основата си именно стремежа към концентрация на собствеността. И ако тази концентрация е понякога оправдана с оглед подобряване на ефективността на управлението и реструктуриране на предприятията, тя несъмнено не допринася за развитието на един активен капиталов пазар.

Борсовата приватизация в България няма непременно дългосрочен положителен ефект върху интереса и към отделните дружества. Достатъчно е да се спомене историята на акциите на “Елкабел”, “Химмаш”, “Електроимпекс” или “Проучване и добив на нефт и газ” – едни от малкото останали и до днес мажоритарно приватизирани през фондовата борса дружества.

Ето защо не борсовата приватизация сама по себе си, а наличието на привлекателни за инвеститорите дружества ще определят бъдещето на капиталовия пазар. И така достигаме до едно от фундаменталните обяснения за слабото развитие на българския капиталов пазар – от всички основни участници на пазара (емитенти, посредници и инвеститори), емитентите са именно тези, без чиито естествен интерес към възможностите, предлагани от капиталовия пазар, е поставено под въпрос самото съществуване на този пазар.

Този интерес следва да бъде именно “естествен”, като противовес на многократните опити през последните години за административно “създаване” на публични дружества. Липсата на стимули за придобиване и поддържане на публичен статут логично доведе до процес на масови “отписвания” на стотици регистриране в края на 1990-те години на борсата дружества.

Липсата на достатъчен интерес у емитентите за набиране на капитал през фондовата борса остава основен проблем. И днес не достигат достатъчен свободен обем атрактивни акции от повечето емисии. Практиките на корпоративно управление и контрол се усъвършенстват главно под влияние на законови и надзорни изисквания, а не поради осъзнаване от страна на мажоритарните собственици (които според утвърдената у нас практика де факто управляват дружествата и избират управителните органи).

Причините за липсата на интерес у емитентите могат да бъдат от регулативен, свързан с разходите или дори чисто “исторически” характер²⁵. Таблица 6 прави опит за обобщение на възможните причини за липсата на интерес у емитентите.

²⁵ Подробният анализ на темата за публичните дружества и значението им за капиталовия пазар в България, включително поместената тук Таблица 6, се намира в Николов, Ив. (2003а).

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

Таблица 6. Защо капиталовият пазар не е привлекателен за българските дружества?

ВЪЗМОЖНО ОБЯСНЕНИЕ	ВЪЗМОЖНА КОНТРАТЕЗА
Публичните дружества са създадени единствено по административен път.	Вече има и примери за “доброволно” превръщане на дружества в публични. Що се отнася до преобладаващия брой настоящи или вече отписани публични дружества, държавата беше тази, която даде тласък на развитието на модерния капиталов пазар у нас чрез процесите на приватизация и чрез създаването на съответната законова рамка, следователно е оправдана държавната намеса в защита на многобройните акционери които самата държава създаде.
Капиталовият пазар е неликвиден и затова финансирането през него е затрудно и скъпо.	Борсовата приватизация, макар и недостатъчна, както и други случаи на предлагане на атрактивни пакети за продажба през фондовата борса, доказват че за отделни емисии интерес към първичното предлагане и ликвидност при вторичната търговия може да има. Освен това капиталовото (equity) финансиране може да е по-дългосрочно и въпреки това понякога – по-евтино.
Акционерната форма на сдружаване, която стои в основата на публичните дружества, е без традиции в България, където основната търговска форма за организиране на стопанската дейност и предприемачеството са дружествата с ограничена отговорност.	Дори в по-далечната стопанска история на България за определени сектори (например банковия) акционерното дружество е било преобладаващата или задължителната по закон форма. Освен това приватизацията и реструктурирането на българската икономика в последните години бяха съпроводени от преобразуването на много дружества (които и до днес са сърцевината на българската икономика) в акционерни.
В България няма достатъчно свободни капитали, които да се насочат към фондовата борса.	Устойчивият ръст на депозитите на банковата система и на активите на институционални инвеститори като пенсионните фондове доказват обратното.
Банковото финансиране е по-достъпно отколкото набирането на средства чрез емисии на капиталовия пазар.	През годините значително се облекчиха административните пречки и разходите, свързани с регистрирането на нови емисии. Инвестиционните посредници разполагат с достатъчно опит и могат да структурират разнообразни продукти, свързани с набиране на капитал.
Банковото финансиране е за предпочитане, защото с него собствеността върху дружеството се “запазва” сред досегашните акционери.	Разширяването на акционерната база не е непременно свързано със загуба на контрол.
При публичните дружества, особено ако се търгуват активно на фондовата борса, опасността от “превземане” е по-голяма.	Дори ако законовата уредба и практиката на регулативните органи у нас не са достатъчно подготвени за подобни казуси, свободният обем (free float) от търгувани акции винаги може да се регулира в приемливи граници от страна на мажоритарните собственици.
Публичното дружество трябва да спазва доста по-високи стандарти за разкриване на информация, публичност и отчитане на интересите на миноритарните акционери.	Тези стандарти се вписват в принципите на разумната търговска дейност. Това е само “цена” за поддържане на положителния образ, по-лесното намиране на нови партньори и допълнително финансиране.
Самата икономика (цели отрасли или	Подемът в банковото кредитиране доказва обратното.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

отделни предприятия) е все още в процес на реструктуриране и необходимостта от търсене на допълнително финансиране често остава на заден план.	
В България все още липсват достатъчно добри проекти, които да привлекат инвеститорите и техните свободни средства.	Подемът в банковото кредитиране доказва обратното.
Не съществуват данъчни преференции.	Вярно е само отчасти. Съществуват преференции при доходи от сделки с ценни книжа от публични дружества, осъществени на фондовата борса, което косвено може да намали цената на финансиране при нови емисии.

Въпреки, че Таблица 6 съдържа и основните контраргументи срещу “опасенията” на публичните дружества (и техните мажоритарни собственици), едни от най-силните индикатори за недоброто развитие на капиталовия пазар в България остават следните:

- И до ден днешен регистрираните на фондовата борса емитенти не са представителни за икономиката на България.
- Дори “добрите” дружества присъстват на “Българска фондова борса – София” АД с много малък свободен обем, а концентрацията на собствеността (съответно заплахите за ликвидността) продължава.
- Единици са дружествата, които реално да са се възползвали от възможностите, които борсата предлага за първично публично предлагане на ценни книжа (и съответно набиране на капитал)²⁶.

В заключение може да се каже, че подемът след 2001 година и обясненията за него, както обаче и обясненията за все още ограничената роля на капиталовия ни пазар, отправят противоречиви послания към перспективите за развитие през годините напред.

4. Перспективи пред капиталовия пазар в България

Обобщаващи характеристики

За да бъдат очертани най-общо непосредствените перспективи пред капиталовия пазар в България е необходимо първо да бъдат изведени някои от тревожните характеристики на днешното му състояние. Може да се каже, че тези характеристики обобщават всичко изложено дотук относно историята и тенденциите на капиталовия ни пазар.

- Голяма част от обемите и оборотите на “Българска фондова борса – София” АД се дължат на сделки с “нетипични” инструменти²⁷ (компенсаторни

²⁶ Всъщност към днешна дата на борсата присъства само едно такова дружество. В края на юни, след регистрацията в КФН и одобрението на проспекта за първично публично предлагане на акции от “Инвестор.БГ” АД, емисията беше регистрирана и на борсата. В края на септември КФН вписа дружеството като публично, след което борсата го регистрира за вторична търговия. Също в края на септември КФН потвърди още един проспект за първично публично предлагане – на акции на “Интерлоджик имоти” АД.

²⁷ Показатели за тази търговия не са представени в Таблица 5 горе.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

инструменти и инвестиционни бонове). Тези инструменти, въпреки огромното им значение по други причини, имат съпътстващо и временно присъствие на борсата. Интересът към търговия с тези инструменти в известна степен допринесе за повишаване на интереса и на доверието към капиталовия пазар като цяло, но перспективите им в средно- и дългосрочен план остават под въпрос, от гледна точка на жизнеспособността на българския капиталов пазар.

- Особено след 2001 г., свидетели сме на засилване на борсовата приватизация (особено на продажбата на остатъчни и/или миноритарни пакети през “Българска фондова борса – София” АД). Макар и закъснъл (и все още ограничен, на фона на добрия потенциал на капиталовия пазар), този подход на държавата донякъде допринесе за повишаване на ликвидността и оттам – на доходността, която се реализира от капиталовия пазар. Таблица 5 доказва приносът на приватизацията за показателите на капиталовия пазар. Приватизацията обаче е процес, ограничен във времето, поради което значението ѝ от стратегическа гледна точка за пазара е ограничено.
- Последният извод би бил спорен, ако борсовата приватизация имаше повече от временен ефект върху ликвидността. Факт е обаче, че вторичната търговия се основава, в общия случай, на крайно ограничен “свободен обем” от капитала на публичните дружества. В този смисъл, както беше вече подчертано, показателите за пазарна капитализация често надценяват реалния потенциал на пазара.
- Ликвидността като цяло се подобрява, но остава съсредоточена върху малко на брой позиции. Съществуват и определени условности и ограничения при измерване на ликвидността при търговията с акции (както бе коментирано под Таблица 5 горе).

Към горния (неизчерпателен) списък могат да се добавят и наблюдения от по-общ характер:

- Капиталовият пазар (“Българска фондова борса – София” АД) остава непопулярен и/или непознат като алтернативна среда за финансиране от потенциалните емитенти на публично търгувани ценни книжа (проблем от “страната на предлагането”). По този начин много малка част от българската икономика е представена на борсата.
- Капиталовият пазар (“Българска фондова борса – София” АД) остава непопулярен и/или непознат и за потенциалните инвеститори. Това в особена степен се отнася за масовия инвеститор (спестител), който би следвало да бъде основен фактор за един жизнен пазар, но който все още търси други, макар и крайно ограничени, финансови продукти и услуги. (проблем от “страната на търсенето”) Активността на фондовата борса е разпределена предимно между ограничен кръг от институционални и професионални инвеститори.
- Капиталовият пазар (“Българска фондова борса – София” АД) е изправен пред нарастващ конкурентен натиск от страна на другите канали за финансово посредничество – най-вече банковата система, но също и други канали за разпределения на ресурси (напр. застраховане, или лизинг). Разбира се, възможен е и обратният положителен ефект (напр. банките като емитенти да са представени на борсата, или застрахователни и пенсионни

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

дружества да инвестират в публично търгувани книжа), но той засега остава ограничен.

- Капиталовият пазар (“Българска фондова борса – София” АД) следва да се развива в нарастващо конкурентна и променяща се среда поради процесите по изграждане на Единния пазар за финансови услуги в рамките на ЕС. През последните години се предприемат поредица от институционални и правни инициативи по интегрирането на финансовите пазари в Европа, но процесите на консолидация и интернационализация са обусловени и от чисто пазарни причини.

Всичко това предопредели необходимостта от разработване и последващо прилагане на специална Стратегия за развитие на капиталовия пазар до 2007 г.²⁸.

Капиталовият пазар в контекста на присъединяването към ЕС

Доколкото вече е видно, че в процеса на присъединяване на България към ЕС често се формират едни от определящите елементи на икономическата политика на България, това неизбежно се отразява и на капиталовия ни пазар. Всъщност в значителна степен именно поетите ангажименти и постигнатите договорености при преговорите за членство в ЕС формираха основата на българската нормативна и регулативна практика²⁹.

Настоящият материал далеч не може да изчерпа прегледа на хармонизирането на българското законодателство в областта на ценните книжа с европейското *acquis*. Сферата на капиталовия пазар е застъпена в най-голяма степен в Глава 3 “Свободно движение на услуги” от преговорните глави за присъединяване към ЕС. Свободното извършване на финансови услуги е сред основните свободи, на които се основава функционирането на вътрешния пазар на Европейския съюз, като конкретно в областта на ценните книжа са приети следните по-важни директиви³⁰:

- Директива 89/298/ЕЕС от 17 април 1989 г., координираща изискванията на изготвяне, проверка и разпространение на проспектите, които трябва да се публикуват при публично предлагане на прехвърляеми ценни книжа, с която се въвеждат специализирани изисквания за първоначално предлагане на ценни книжа на обществото.
- Директива 79/279/ЕЕС от 5 март 1979 г., координираща условията за официална регистрация на ценни книжа за търговия на фондова борса.
- Директивата на Съвета 85/611/ЕЕС от 20 декември 1985 г. за предприятията за колективно инвестиране в ценни книжа, която се прилага към предприятията, които имат за предмет на дейност набирането на средства от обществото и инвестирането им в ценни книжа на базата на разпределението на риска. Приложното поле на директивата включва единствено предприятията за колективно спестяване и инвестиране, които

²⁸ Разработването на такава стратегия бе възложено в началото на октомври 2004 година от “Българска фондова борса – София” на екип към Центъра за икономическо развитие.

²⁹ Друг значителен фактор за развитието на нормативната и регулативната уредба и практика след средата на 1990-те години бяха разнообразните неевропейски донорски проекти и програми за техническа помощ.

³⁰ Повече подробности и текстовете на директивите са достъпни на адрес: http://www.fese.be/statistics/european_directives/

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

- постоянно предлагат на обществото и изкупуват обратно притежаваните от инвеститорите акции или дялове от имуществото им, т. е. които са от отворен тип.
- Директива 88/627/ЕЕС за информацията, която подлежи на оповестяване при придобиване или разпореждане с дялово участие в дружество, чиито акции са приети за търговия на фондовата борса.
 - Директивата 93/22/ЕЕС за инвестиционните услуги в областта на ценните книжа от 10 май 1993 г. Тя хармонизира основните изисквания за извършване на дейност от инвестиционните фирми (посредници) на територията на Европейската общност, като едновременно с това въвежда принципа на взаимното признаване на издадените разрешения (т.нар. “единен паспорт”).
 - Директива 2001/34/ЕС, която обединява следните директиви: 79/279/ЕЕС, 80/390/ЕЕС (координираща изискванията относно съдържанието, структурата и разпространението на документите, свързани с допускането на ценни книжа на официален пазар на фондова борса), директива 82/121/ЕЕС (за информацията, която се публикува на регулярна база за компаниите, чиито ценни книжа са регистрирани на официален пазар на фондова борса) и споменатата вече директива 88/627/ЕЕС.
 - Директива 2003/71/ЕС за изискванията към изготвянето, одобрението и публикуването на проспекти в случаите на публично емитиране на ценни книжа или тяхната регистрация за търговия на регулиран пазар.
 - Директива 2003/6/ЕС от 28 януари 2003 г. за търговията с вътрешна информация и пазарните манипулации.

На 18 януари 2001 година са проведени неофициални консултации в ЕК по проекта за Позиция по Глава 3 “Свободно предоставяне на услуги”. На 25 януари 2001 година Позицията на България по Глава 3 е одобрена на заседание на Министерския съвет. На 31 януари 2001 година е официалното представяне от страна на България на Позицията по Глава 3. Главата е временно затворена на 29 ноември 2001 година.

Българското законодателство е в голяма степен хармонизирано с горните директиви. По Глава 3 България е договорила един преходен период и той засяга именно капиталовия пазар. Той е свързан с Директивата за компенсиране на инвеститорите (Директива 97/9/ЕС от 3 март 1997 г.). Преходният период е тригодишен и засяга минималното ниво на компенсиране на инвеститорите. Според Директивата всяка държава-членка трябва да осигури съществуването на един или повече компенсационни фондове и изисква всички инвестиционни фирми да членуват в такъв фонд. За разработването на нормативна уредба по тази директива и поэтапното постигане на пълно съответствие на схемите за компенсиране на инвеститорите у нас България е поискала преходен период до 31 декември 2009 година.

Перспективи с оглед развитието на Единния пазар на финансови услуги в ЕС

В контекста на присъединяването към Европейския съюз обаче за българския капиталов пазар ще бъде важно не само съобразяване с общото европейско

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

законодателство в областта, но и с други институционални или пък чисто пазарни тенденции, които са налице вътре в съюза.

От гледна точка на институциите, интеграцията на капиталовите пазари е важен елемент за постигането на един завършен вътрешен пазар в рамките на ЕС. Европейските усилия в тази посока датират още от средата на 1980-тите години³¹, въпреки че интеграцията на финансовите пазари се превърна в политически приоритет едва след Срещата на върха в Кардиф през 1998 година, където се приема т.нар. Risk Capital Action Plan³². Стремжът на ЕК да задълбочи интеграционните процеси довежда до приемането в Кьолн през 1999 година на Financial Services Action Plan (План за действие в областта на финансовите услуги)³³.

Във връзка с трудното прилагане на Плана за действие в областта на финансовите услуги, през 2000 беше даден мандат на един Комитет под ръководството на Alexandre Lamfalussy да изработи доклад по проблемите на преодоляването на сегментацията на пазарите в ЕС. Крайният доклад на този Комитет е публикуван през 2001 и той в най-голяма степен предопределя приоритетите по интегриране на финансовите пазари в рамките на съюза³⁴.

Българският капиталов пазар трябва да се впише в тези процеси. Още по-важно обаче е да се подчертае и това, че успоредно с тях в Европа протичат и консолидационни процеси на чисто пазарна основа. През последните няколко години сме свидетели на истински бум на различни форми на хоризонтална и вертикална интеграция³⁵ на националните пазари, както и на трансгранично обединение на капиталови пазари (съответните тържища)³⁶. Трудно е да се прецени какъв точно конкурентен натиск произтича от тези обединения точно за малък пазар като българския, но е ясно че са налице силни тенденции за интегриране на финансовите пазари в международен план и това трябва да се има предвид и у нас.

Перспективи пред борсите от ЦИЕ

Друга гледна точка към перспективите специално на БФБ е те да бъдат погледнати през призмата на постигнатото или на вече установените проблеми при останалите присъединяващи се (или вече присъединили се) към ЕС страни. България, особено с оглед на относително малкия размер на капиталовия пазар дори на регионален фон, едва ли може да предложи някакъв алтернативен сценарий на развитие в

³¹ Вж Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985). Документът е достъпен на адрес: <http://aei.pitt.edu/archive/00001113/>

³² Достъпен на адрес: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l24195.htm>

³³ Достъпен на адрес: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/actionen.pdf

³⁴ Повече подробности по Плана за действие в областта на финансовите услуги и по доклада на Lamfalussy се съдържат на адрес:

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/stocktaking.htm#consultation

³⁵ Хоризонтална интеграция – консолидиране на едно и също равнище, напр. на две борси; вертикална интеграция – консолидиране на различните дейности, свързани с функционирането на пазара, напр. търговската платформа и сетълмента, под егидата на една институция.

³⁶ Напр. Euronext, Virt-X, групата HEX или (неуспешния опит на) NEWEX.

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

близките години. Наскоро бяха публикувани подробни изследвания на перспективите пред страни, сходни с България³⁷.

Анализите са единодушни в един от изводите си – а именно, че самостоятелното оцеляване на източноевропейските борси ще бъде много трудно. Следователно могат да се обобщят следните възможни сценарии за развитието им:

- Опити за самостоятелно оцеляване – те ще бъдат свързани най-вече с необходимостта от съкращаване на разходите на отделните тържища и същевременно повишаване на приходите (което предполага например привличане на емитенти и повишаване на ликвидността).
- Стратегически съюзи – каквито европейската практика вече познава. Съюзите в този смисъл не предполагат сливания или обединения, а различни варианти на обмяна на информация, координиране на правилата, създаване на възможност за ползване на общи платформи за подаване на поръчки, търговия и приключване на сделките.
- Обединения – които също могат да приемат различна форма (сливания, вливания, поглъщане или капиталово участие). Европейската практика вече дава примери и за такива сценарии на развитие дори в рамките на сегашния ЕС.

Общи сценарии за развитие на “Българска фондова борса – София” АД

След всичко изложено дотук може да се обобщи, че не само настоящата роля на капиталовия пазар в рамките на финансовия сектор на страната е ограничена, но и перспективите за неговото развитие в непосредствено бъдеще са противоречиви. Някои от най-големите стратегически предизвикателства от вътрешен характер за българския фондов пазар са следните:

- Намаляващо значение на приватизацията през фондовата борса.
- Временен характер на вторичната търговия с непарични платежни средства.
- Растяща конкуренция от други канали на финансовото посредничество (най-вече банковата система).
- Недостатъчна популярност на българския капиталов пазар сред местните инвеститори и емитенти³⁸.

Към посочените предизвикателства могат да бъдат добавени и други, свързани с процеса на присъединяване към ЕС и с глобализацията на пазарите:

- Необходимост от по-нататъшно усъвършенстване и хармонизиране на нормативната уредба и на пазарната инфраструктура³⁹.

³⁷ Подробните чуждестранни разработки са посочени в списъка на използваната литература.

³⁸ Което има различни обяснения в диапазона от просто непознаване до съществуване на (реални или поне така възприемани) пречки за използване на капиталовия пазар. Наред с много по-ранни изследвания, това се потвърди и от пресните данни от разпространения на 13 октомври 2004 г. Доклад за световната конкурентоспособност на Световния икономически форум, Давос. Там по показателя “достъп до местния капиталов пазар” анкетиранияте предприемачи поставят България на 87-мо място от 104 страни.

³⁹ Като пример за това може да се даде дори иначе добре развитата българска система за клиринг и сетълмент в областта на капиталовия пазар. Тук предизвикателствата се дължат в голяма степен на съществуващите проблеми по интегрирането в рамките на самия ЕС – вж. Giovannini group final report (2003) от април 2003 г, достъпен на адрес:

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ

- Растяща конкуренция от страна на чуждестранни пазари на ценни книжа, където могат да бъдат привлечени големите български компании.
- Растяща конкуренция, породена от перспективите за по-свободно предоставяне на финансови услуги, което би довело до повече възможности за българските инвеститори да участват пряко на външните пазари.
- Растяща конкуренция за българските посредници, поради навлизането на чуждестранни посредници на местния пазар.
- Евентуален ефект на “изтласкване” на капиталовия пазар като алтернативен канал за посредничество под натиска на идващи в България средства по линия на европейски фондове или по линия на преки чуждестранни инвестиции.

Горният списък далеч не е изчерпателен, но дори той очертава необходимостта от предприемане на стратегически действия сега от страна на институциите и на участниците на българския капиталов пазар с цел постигане на устойчивост на пазара до и след 2007 година. Може да се предположи, че действията трябва да бъдат насочени накратко към:

- Укрепване на организирания капиталов пазар в лицето на БФБ чрез нови продукти и услуги (напр. дериватен пазар или поемане на определен сегмент от българския паричен пазар⁴⁰).
- Откриване на подходящи потенциални нови емитенти.
- Привличане като емитенти специално на МСП⁴¹.
- Допълнителни промени в нормативната уредба с цел стимулиране на интереса на инвеститори и емитенти.
- Форми на регионално сътрудничество или обединение.
- Установяване на стратегическо партньорство с пазар(и) от ЕС⁴².

Във всички случаи днес е необходимо да бъдат осъзнати два важни извода:

- Настоящият период на относителен подем на пазара в действителност предлага една от последните удобни възможности за планиране и прилагане на мерки от стратегически характер за бъдещето на капиталовия пазар (в частност на борсовата търговия).
- Приключването на приватизационните процеси и фактът на вече изградени институционална и нормативна среда трябва да намалят очакванията към държавата и към държавните институции⁴³ и да съсредоточат повече усилията на участниците на пазара.

http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing_settlement_arrangements140403.pdf

⁴⁰ Възможен модел за последното е представен в Моравенов, М. (2004).

⁴¹ МСП често се разглеждат като един от най-перспективните пазарни сегменти за борсите в ЦИЕ. Анализът на причините и перспективите за това е предмет на отделно изследване.

⁴² Съществуват редица силни аргументи за засилено сътрудничество специално с Атинската фондова борса.

⁴³ За разлика от 1998 г., когато бе приета (от Министерския съвет) първата “Програма за развитие на капиталовия пазар в България”, и от 2002 г., когато бе приета (от Министерството на икономиката) новата “Програма за развитие и стимулиране на капиталовия пазар в България”.

5. Използвана и допълнителна литература

АИАП. *Макроикономическа прогноза за развитието на България*, юни 2004.

Гуглева, Р. Концепцията за корпоративно управление в българското право. *Списание "Търговско право"*, бр. 4/2004.

Моравенов, М. Развитие на фондовия пазар в България и насоки за подобряване на неговата ефективност - Българският модел и други източноевропейски модели. Глобализационни процеси и мястото на България в тях. *Сиела, С.*, 2004.

Николов, Ив. Истинският проблем се нарича неадекватна икономическа политика. *вестник "Капитал"*, бр. 22/2000.

Николов, Ив. Развитие на капиталовия пазар в България. *Център за икономическо развитие, С.*, 2000.

Николов, Ив. Публичните дружества – историята на един неразвит пазар. *вестник "Пари"*, приложение, бр. 84/2003.

Николов, Ив. Българският капиталов пазар още разчита на държавна подкрепа. *вестник "Пари"*, бр. 87/2003.

Хаджиев, Ал. *Търговски енциклопедичен речник.* С., 1930.

Център за икономическо развитие. *Икономиката на България, тримесечни доклади*, 2002 – 2004.

Vakker, M., A. Gross. Development of Non-bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries. *World Bank Working Paper No.28*, February 2004.

Bures, J. The Czech Capital Market and the Single European Capital Market. *Europeum Economic and Social Programme Analysis*, September 2004.

Claessens, S. *The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries.* Corporation of London, London, 2003.

European Commission. *Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council*, 1985.

European Commission. *Risk Capital Action Plan*, 1998.

European Commission. *Financial Services Action Plan*, 1999.

European Commission. *Giovannini Group Final Report*, 2003.

Levine, R. Finance and Growth: Theory and Evidence. *National Bureau of Economic Research. Working Paper 10766*, September 2004.