

Българският капиталов пазар в контекста на присъединяването на България към Европейския съюз: състояние и проблеми

СТЕФАН ПЕТРАНОВ

доцент, Стопански факултет, Софийски университет „Климент
Охридски“, член на Управителния съвет на Инвестиционно
дружество „Златен лев“ АД

ДЖЕФРИ МИЛЪР

професор, Факултет по бизнес и икономика
Университет „Делауер“

ЦЕНТЪР ЗА ИЗСЛЕДВАНЕ НА ДЕМОКРАЦИЯТА

1999



Публикувано със съдействието на Делегацията на Европейската комисия в България

CSD АНАЛИЗИ/REPORTS:

1. България и структурните фондове на Европейския съюз. С., 1999.
ISBN 954-477-050-X
2. Структурните фондове на Европейския съюз: кратко ръководство. С., 1999.
ISBN 954-477-036-4
3. Социални проблеми на присъединяването на България към Европейския съюз. С., 1999.
ISBN 954-477-052-6
4. Подготовка за преговори за членство на България в Европейския съюз. С., 1999.
ISBN 954-477-056-9
5. Присъединяването на България към Европейския съюз: ролята на политическите партии. С., 1999.
ISBN 954-477-054-2
6. **Българският капиталов пазар в контекста на присъединяването на България към Европейския съюз: състояние и проблеми. С., 1999.**
ISBN 954-477-058-5

Редакционен съвет:

Бойко Тодоров
Огнян Шентов
Мария Йорданова
Александър Стоянов

ISBN 954-477-058-5

Център за изследване на демокрацията

ул. „Лазар Станев“ 1, 1113 София
тел. (+ 359 2) 971 3000, факс (+ 359 2) 971 2233
www.csd.bg, csd@online.bg

Bulgaria's Capital Markets in the Context of EU Accession

Copyright © 1999 by The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank
1818 H Street, N.W., Washington, D.C. 20433, U.S.A.

**Българският капиталов пазар в контекста на присъединяването
на България към Европейския съюз**

Copyright © 1999 by The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank
1818 H Street, N.W., Washington, D.C. 20433, U.S.A.

This Work, prepared in 1999 in the English language as Bulgaria's Capital Markets in the Context of EU Accession, is copyrighted by the World Bank and will be published formally by the World Bank. This Bulgarian language translation is not an official World Bank translation. The World Bank does not guarantee the accuracy of the translation and accepts no responsibility whatsoever for any consequence of its interpretation or use.

The World Bank does not guarantee the accuracy of the data included in this publication and accepts no responsibility whatsoever for any consequence of their use. The boundaries, colors, denominations, and other information shown on any map in this volume do not imply on the part of the World Bank Group any judgment on the legal status of any territory or the endorsement or acceptance of such boundaries.

Центърът за изследване на демокрацията благодари за бележките и предложенията на:

Бистра Боева, член на Държавната комисия по ценните книжа

Весела Станчева, адвокат

Джингов, Гугински, Кючуков и Величков

Джеймс Стюарт, съветник, Министерство на финансите

Камен Колчев, изпълнителен директор, Елана АД

Любомир Филипов, бивш управител на Българската народна банка

Маню Моравенов, директор, Дирекция „Емисии, членство и надзор“, Българска фондова борса – София

СЪДЪРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	9
I. УВОД	14
1. МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА	14
2. СТРУКТУРНИ ПРОМЕНИ В БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА	15
3. ПЛАН НА ДОКЛАДА	17
II. РАЗВИТИЕ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ	18
1. ПЪРВАТА ВЪЛНА НА МАСОВА ПРИВАТИЗАЦИЯ.....	18
2. ВТОРАТА ВЪЛНА НА МАСОВА ПРИВАТИЗАЦИЯ.....	22
3. НЯКОИ ПОСЛЕДИЦИ НА МАСОВАТА ПРИВАТИЗАЦИЯ ЗА ФУНКЦИОНИРАНЕТО НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР	24
III. ПАЗАРЪТ НА АКЦИОНЕРЕН КАПИТАЛ.....	26
1. ОБЩ АНАЛИЗ.....	26
2. КОНЦЕНТРАЦИЯ НА СОБСТВЕНОСТТА	31
3. ПРИВАТИЗАЦИОННИ ФОНДОВЕ, ХОЛДИНГОВИ ДРУЖЕСТВА И ИНВЕСТИЦИОННИ ДРУЖЕСТВА	34
IV. ИНСТИТУЦИИ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР	36
1. БЪЛГАРСКА ФОНДОВА БОРСА – СОФИЯ	36
2. ИНВЕСТИЦИОННИ ПОСРЕДНИЦИ	43
3. ЦЕНТРАЛЕН ДЕПОЗИТАР.....	44
4. ДЪРЖАВНА КОМИСИЯ ПО ЦЕННИТЕ КНИЖА (ДКЦК)	45
V. ЗАКОНОДАТЕЛСТВО В ОБЛАСТТА НА ЦЕННИТЕ КНИЖА	46
1. ОСНОВНИ НОРМАТИВНИ АКТОВЕ, РЕГУЛИРАЩИ КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ	46
2. РАЗКРИВАНЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И СЧЕТОВОДНИ СТАНДАРТИ	47
VI. КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ И КОНТРОЛ НА ДРУЖЕСТВАТА	49
1. ОГРАНИЧЕНИЯ НА ПРАВОМОЩИЯТА НА АКЦИОНЕРИТЕ.....	50
2. ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА УПРАВИТЕЛНИТЕ ОРГАНИ.....	51
3. ДОПЪЛНИТЕЛНА ЗАЩИТА НА МИНОРИТАРНИТЕ АКЦИОНЕРИ.....	51
4. ПРАВОПРИЛАГАНЕ.....	52
VII. ДРУГИ ИНСТИТУЦИОННИ ИНВЕСТИТОРИ.....	54
1. ЗАСТРАХОВАТЕЛНИ ДРУЖЕСТВА.....	54
2. ПЕНСИОННИ ФОНДОВЕ	55

VIII. ПРЕПОРЪКИ ВЪВ ВРЪЗКА С БЪДЕЩАТА ПОЛИТИКА.....	57
IX. ЗАКЛЮЧЕНИЯ	60
БИБЛИОГРАФИЯ	62
ПРИЛОЖЕНИЕ А. НОРМАТИВНА УРЕДБА НА БЪЛГАРСКИТЕ КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ – СРАВНЕНИЕ С ОПИТА В ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ И ЧЕШКАТА РЕПУБЛИКА.....	63
ПРИЛОЖЕНИЕ В. СТАТИСТИЧЕСКИ ТАБЛИЦИ	99

ПАРИЧНИ ЕДИНИЦИ И ТЯХНАТА РАВНОСТОЙНОСТ

Парична единица = български лев (лв.)

След 1 юли 1999 г.: 1 германска марка = 1 лв. (фиксиран обменен курс в рамките на валутен борд)

До 1 юли 1999 г.: 1 германска марка = 1000 стари лв. (фиксиран обменен курс в рамките на валутен борд)

В съответствие със статистическата и счетоводната практика и изданията в страната всички номинални стойности в този доклад са изразени в стари левове, тъй като се разглежда период преди деноминацията на лева.

АКРОНИМИ И СЪКРАЩЕНИЯ

БНБ	Българска народна банка
БВП	Брутен вътрешен продукт
ДАОН	Държавна агенция за осигурителен надзор
ДКЦК	Държавна комисия по ценните книжа
ЕИО	Европейска икономическа общност
ЕС	Европейски съюз
БФБ–София	Българска фондова борса – София
ЗДПО	Закон за допълнително доброволно пенсионно осигуряване
ЗППЦК	Закон за публично предлагане на ценни книжа
ЗЦКФБИД	Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества
ЗУНК	Закон за уреждане на необслужваните кредити
РМД	Работническо-мениджърски дружества
КЦКФБ	Комисия по ценните книжа и фондовите борси
ПКИПЦК	Предприятия за колективни инвестиции в прехвърлими ценни книжа
ОИСР	Организация за икономическо сътрудничество и развитие
МФ	Министерство на финансите
СИВ	Съвет за икономическа взаимопомощ
ЦД	Централен депозитар
ЦМП	Център за масова приватизация

СПИСЪК НА ТАБЛИЦИТЕ

Таблица 1	Основни икономически показатели
Таблица 2	Разпределение на дружествата според частта от капитала, предложена за масова приватизация
Таблица 3	Участие на населението в масовата приватизация
Таблица 4	Размер на приватизационните фондове според вида на учредителите
Таблица 5	Резултати от централизираните публични търгове, миноритарни участия
Таблица 6	Резултати от централизираните публични търгове, мажоритарни участия
Таблица 7	Търговия на БФБ–София
Таблица 8	Сравнение на търговията на БФБ–София и неборсовата търговия
Таблица 9	Показатели на пазарите на акционерен капитал, 1998 г.
Таблица 10	Преизчисляване на пазарната капитализация
Таблица 11	Разпределение на дружествата според броя сделки на БФБ–София през периода 21.10.1997–15.06.1999 г.
Таблица 12	Концентрация на собствеността в публичните дружества
Таблица 13	Инвестиционни портфейли на най-големите фондове
Таблица 14	Стандарти за приемане за търговия на официалния пазар на БФБ–София

СПИСЪК НА ДИАГРАМИТЕ

Диаграма 1	Индекс „Уорбърг 30“
Диаграма 2	Процентен дял на акциите, изтъргувани на БФБ

РЕЗЮМЕ

Този доклад е принос към обсъжданията за реформата на капиталовия пазар в България при подготовката на страната за евентуално интегриране в Европейския съюз. В доклада въпросът за присъединяването към ЕС е разгледан на две равнища – от една страна, дали съществуват нужните институции и законодателство за капиталовите пазари и, от друга страна, дали капиталовите пазари функционират така, че да подпомагат икономическия растеж и развитието.

Двигател за развитието на капиталовия пазар в България е първата вълна на програмата за масова приватизация. Тази програма наподобява програмата, приложена преди това в Чешката република. Същевременно Чехия бе от първите страни в преход, които бяха поканени да водят преговори за присъединяване с Европейския съюз. Затова е полезно да бъде сравнено развитието на капиталовите пазари в двете страни. Все пак следва да се има предвид, че поради проблемите, проявили се напоследък на чешките капиталови пазари, примерът на Чехия невинаги подсказва решения за възможните проблеми.

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА

Периодът на преход е труден за всички страни в Централна и Източна Европа, но макроикономическите показатели на българската икономика са сред най-слабите. След рязък спад в производството в началото на прехода, последван от незначително възстановяване, през 1996 и 1997 г. настъпва тежка финансова криза. В началото на 1997 г. тази криза довежда до хиперинфлация. През юли 1997 г. е въведен валутен борд, в резултат на което през 1998 г. инфлацията е само 1 на сто. За 1999 г. инфлацията продължава да е на ниско равнище – 6.2 на сто.

Чуждестранните инвестиции в България през първите години на прехода са твърде малко. През периода 1992-1998 г. общата стойност на чуждестранните инвестиции възлиза едва на около 225 щатски долара на човек. Важен фактор, допринесъл за този незадоволителен резултат, е мораториумът върху външния дълг, обявен през 1991 г. и отменен през 1994 г.

Структурните промени се осъществяват твърде бавно. Това е особено вярно за цялостния процес на приватизация. Според съществуващите оценки през периода 1992–1997 г. са приватизирани касово само между 5 и 7 на сто от активите на държавните предприятия. Други 12–14 на сто от тези активи са включени в първата вълна на масова приватизация, завършила през лятото на 1997 г. Инвестициите и реструктурирането в държавните предприятия през целия период на прехода са били силно ограничени. Освен това в тези предприятия се наблюдава твърде честа смяна на управленски кадри. Неясните перспективи и краткият хоризонт пред ръководителите на държавните предприятия често са рефлектирали в „източване“ и декапитализиране на тези предприятия. Едва в последната година, година и половина правителството определено ускори процеса и предприе по-целенасочени усилия за приватизиране на оставащите големи държавни предприятия чрез касови продажби.

ВЪЗНИКВАНЕ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР

Основната структура на първата вълна на масова приватизация много наподобява чешката програма. На гражданите се продават бонови книжки срещу неголяма такса за участие. След това боновете могат да бъдат използвани за закупуване на акции направо в предлаганите предприятия или книжките могат да се прехвърлят на приватизационни фондове.

Първата вълна завършва през юни 1997 г. На търг са предложени акции в 1050 (от общо 3701) държавни предприятия, като процентният дял на акции в дружествата, предмет на търгово предлагане, съществено се различава. При повечето големи дружества са предложени едва 25 на сто от об-

щия капитал. При по-малките дружества се предлагат до 90 на сто. Следва да се отбележи, че българската програма е много по-ограничена от чешката. В резултат на това капитализацията на българския пазар (900-950 млн. щатски долара) е далеч по-ниска от тази на чешкия пазар (14 млрд. щатски долара).

Втората вълна на масовата приватизация е организирана по съвсем различен начин. Тя все още се осъществява, но на този етап има несъществено отражение върху капиталовия пазар.

КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ

За разлика от Чехия, където надзорът върху капиталовите пазари умишлено е сведен до минимум, в България е създадена широка регулативна рамка. Тя включва Българската фондова борса – София (БФБ–София), Централен депозитар (ЦД) и Държавната комисия по ценните книжа (ДКЦК) (наименованието на ДКЦК съгласно отменения ЗЦКФБИД от 1995 г. беше Комисия по ценните книжа и фондовите борси – КЦКФБ).

За да осигури разумни равнища и прозрачност на цените, законът насърчава търговията с акции на публични дружества на БФБ–София. Сделки с голям брой акции (блокови сделки) могат да се договарят извън борсата, но трябва да бъдат регистрирани на нея. Извън борсата могат да се извършват само суапове и сделки между физически лица.

Въпреки юридическите правила, които ограничават неборсовата търговия, нейният обем е значителен, като броят на неборсовите сделки далеч надхвърля броя на сделките, сключени на БФБ–София. През периода от януари 1998 до юни 1999 г. броят на акциите, изтъргувани извън борсата, надхвърля обема на търговията на БФБ–София с 33,9 на сто. (През първото тримесечие на 1998 г. около 48 на сто от оборота на акции в Чешката република е извън борсата.)

Размерите и обемът на неборсовата търговия поражда сериозни въпроси за ценовата интегрираност на пазара. Цените по извънборсовите сделки не се регистрират и затова сравнението между двата пазара на практика е невъзможно. На този етап могат да се правят само спекулативни предположения защо такава част от търговията се осъществява извън борсата. Но ако извънборсовата търговия бъде направена по-прозрачна, това би стимулирало насочването на повече сделки към БФБ–София.

РАЗМЕРИ НА ПАЗАРА

На БФБ–София са регистрирани голям брой дружества, но на практика много от малките дружества въобще не са търгувани. Некоригираната стойност на пазарната капитализация възлиза на около 950 млн. щатски долара, като тук се включват всички инвестиционни фондове и холдингови дружества, както и всички акции в частично приватизирани дружества, които все още са държавна собственост. Действителната цифра за акциите, които не са държавна собственост и се търгуват на БФБ–София, вероятно се доближава до 425 млн. щатски долара. Това означава 121 долара на участник в програмата за масова приватизация, т.е. малко повече от една месечна работна заплата.

Пазарът се характеризира и с малък оборот. Цифри за оборота при отделни дружества съществуват само за сделките на БФБ–София. Акциите на повечето от дружествата са били търгувани едва няколко пъти от откриването на фондовия пазар досега. Акциите на само осем дружества са били търгувани на повече от половината сесии, за които са били регистрирани.

КОНЦЕНТРАЦИЯ НА СОБСТВЕНОСТТА

В българските дружества се наблюдава все по-голяма концентрация на собственост. Според данните, получени от ЦД, 614 (от 1142) дружества имат мажоритарен акционер, притежаващ повече от 50 на сто от капитала на съответното дружество. Холдинговете и инвестиционните дружества –

правоприемници на бившите приватизационни фондове – реструктурират портфейлите си по начин, който разкрива стремеж към по-голяма концентрация. Понастоящем холдинги са най-големите акционери в 393 дружества, а инвестиционни дружества са най-големите акционери в 9 дружества. Този вид концентрация не е възможен в Чешката република, където за инвестиционните фондове съществува ограничение до 20 на сто дялово участие в едно дружество.

ПРИВАТИЗАЦИОННИ ФОНДОВЕ, ХОЛДИНГОВИ И ИНВЕСТИЦИОННИ ДРУЖЕСТВА

Приватизационните фондове имаха важна роля в програмите за масова приватизация както в Чехия, така и в България. Чешките фондове нямат голям принос в корпоративното управление, а всеобщо е разбирането, че управителите на фондовете източват от тях средства за лична облага.

По-високата концентрация на собственост в портфейлите на фондовете доближава българските фондове по-скоро до традиционните холдингови дружества. Наред с това българските правила насърчават приватизационните фондове да се преобразуват в холдинги и 76 от общо 81 бивши приватизационни фонда сега са холдингови дружества. Останалите са преобразувани в инвестиционни дружества. Анализът показва, че българските приватизационни фондове (сега холдингови дружества) участват по-активно в управлението на дружествата, включени в техните портфейли, отколкото чешките си аналози.

ИНСТИТУЦИИ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР

Трите основни институции, които подкрепят капиталовия пазар, са Българска фондова борса – София, Централен депозитар и Държавна комисия по ценните книжа. Законодателството, което регулира тези институции, е добра основа. Най-сериозните трудности пред тях се създават от сили, които упражняват натиск за забавяне на развитието на открити и прозрачни пазари.

Например на БФБ–София има разминаване между стремежа за обслужване на възможно най-широк кръг клиенти и опитите за изграждане на прозрачен пазар. Много дружества, приватизирани чрез масовата приватизация, не са предоставили нужната информация, която се изисква за публични дружества съгласно българското право, и не са предприели необходимите постъпки за регистриране на борсата. Поради тази причина БФБ–София е създавала два вида пазари – официален и свободен пазар. За съжаление някои от по-големите и по-ликвидни дружества са решили да останат на свободния пазар.

Държавните ценни книжа, общинските облигации и дружествените облигации по принцип се регистрират на облигационния пазар на БФБ–София. Понастоящем обаче на борсата не се извършва търговия на държавни ценни книжа. Пречките за това са главно технически. Но изграждането на вторичен пазар на държавни ценни книжа е една реална възможност. То ще разшири кръга на сделките на БФБ–София и ще доведе до установяване на структура на лихвените равнища, която да служи за база за оценка на по-рисковите ценни книжа.

Първите дружествени облигации са емитирани през август 1999 г. Общински облигации са емитирани успешно от Столична община в Люксембург, където пазарът е по-дълбок. Два други града са подали заявления за емитиране на облигации, като неотдавна ДКЦК е одобрила емисията от облигации на Свищов.

БФБ–София използва система на непрекъсната търговия, основана на поръчки. Тъй като потокът на поръчки е малък, непрекъснатата търговия може да доведе до големи колебания в цените. Тези колебания се контролират чрез ограничения за движението на цените на ценните книжа, търгувани на БФБ–София. Поради неликвидността на пазара би било полезно

той да бъде разделен и за покупка на акциите на повечето дружества, които не се търгуват често, да се използват търгове по заявка.

ЦЕНТРАЛЕН ДЕПОЗИТАР (ЦД)

Всички публични дружества имат безналични акции и книгите на акционерите се водят от ЦД. Сделките също се изпълняват чрез ЦД. Създаването на ЦД улеснява сделките с ценни книжа и отстранява много от проблемите, възникнали в други икономики в преход.

Членството в ЦД е важно, тъй като само членовете могат пряко да взаимодействат с депозитаря при регистрирането на сделки и всяко лице, което регистрира сделка, трябва да бъде представявано от член на ЦД. Достъп до данните на ЦД имат само членовете и надлежно упълномощените лица, и то само за сделки, по които те самите са страни. Това е излишно ограничение, което затруднява получаването на важна информация.

НОРМАТИВНИ АКТОВЕ ЗА ЦЕННИТЕ КНИЖА И ДЪРЖАВНА КОМИСИЯ ПО ЦЕННИТЕ КНИЖА

С отменения ЗЦКФБИД от 1995 г. беше създадена Комисията по ценните книжа и фондовите борси (КЦКФБ), която осигурява защитата на интересите на инвеститорите и стимулира развитието на фондовия пазар. Въпреки че повечето от важните разпоредби на ЗЦКФБИД съответствуват на директивите на ЕО в тази област, някои от неговите текстове трябваше да бъдат изменени, за да бъде законът в по-голямо съзвучие със стандартите в ЕС. Народното събрание прие в края на 1999 г. нов Закон за публично предлагане на ценни книжа (обн. в ДВ бр.114/30.12.1999), който привежда българското право в областта на ценните книжа в почти пълно съответствие със стандартите и изискванията на най-важните директиви на ЕО и допринася за институционалното укрепване на регулиращия и контролиращ орган, преименуван на Държавна комисия по ценните книжа (ДКЦК).

На този етап правоприлагането е по-голямо предизвикателство от приемането на добър закон. Много разпоредби на отменения ЗЦКФБИД не се прилагат на практика. Например разкриването на информация е един такъв сериозен проблем. ЗППЦК, както и предшестваният го ЗЦКФБИД, въвежда формални изисквания за разкриване на информация пред ДКЦК и пред БФБ–София, но много дружества не ги изпълняват. Повечето дружества нямат интерес да разкриват информация, тъй като потенциалните предимства и ползи от възможността за набиране на средства на капиталовия пазар остават за тях твърде далечни.

Счетоводните процедури и стандарти са друга област, в която съществуват проблеми. Все още има значителни разлики между националните и международните счетоводни стандарти и акционерите не могат да бъдат сигурни, че одиторите във всички случаи изпълняват задълженията си добросъвестно.

КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ И КОНТРОЛ НА ДРУЖЕСТВАТА

Корпоративното управление е друга сфера, която се нуждае от усъвършенстване. Търговският закон разкрива сериозни слабости. Те могат да бъдат отстранени, а така ще бъде подобро положението на акционерите. Усъвършенстване може да се постигне, ако Търговският закон бъде приведен в съответствие с неотдавнашния доклад на ОИСП (Avilov et al., 1999) за корпоративното управление в страните в преход. Изменения могат да бъдат внесени в следните насоки: (а) улесняване на акционерите при получаването на информация за други акционери, за да е възможно противопоставяне на инициативите на ръководството; (б) намаляване на прага за свикване на общо събрание от 10 на 5 на сто от капитала; (в) изменение на правилата за гласуване в посока на въвеждане на кумулативното гласуване; (г) изрично посочване на задълженията на членовете на съвета на директорите с цел конкретизиране на правилата за поведение и за избягване на

конфликт на интереси; (д) въвеждане на разпоредби за изкупуване на акциите на „отстранените“ миноритарни акционери.

Независимо от това какви ще бъдат правните норми, сериозният проблем с правоприлагането ще продължи да съществува. Съдилищата трябва по-добре да разбират дружественото право и да го прилагат адекватно. Министерството на правосъдието трябва да предвиди за съдиите специално обучение в областта на корпоративното управление и контрол.

ЗАКЛЮЧЕНИЯ

В процеса на подготовка за интегриране в ЕС България е създавала институции и е приела нормативни актове, които до голяма степен съответствуват на правилата на ЕС. Много по-голямо предизвикателство е да бъде постигнато по-доброто им функциониране.

Въпреки усилията за усъвършенстване на регулирането на капиталовите пазари, все още има сериозни проблеми. Възможно е да бъдат създадени институции, които приличат на тези в западните страни, но не функционират ефективно. Сред основните въпроси, на които трябва да се обърне внимание, бихме посочили следните:

- Регулиране на холдинговите дружества: Чешкият опит показва, че инвестиционните фондове трябва да бъдат наблюдавани внимателно. Преобразуването на приватизационните фондове в холдинги може би е уместно с оглед на положението в България, но то създава и опасности. Холдинговите дружества трябва да бъдат третирани като финансови институции. Те трябва да подлежат на отчетността, изисквана от финансовите институции.
- Укрепване на БФБ–София: БФБ–София определено страда от ниските равнища на търговия. В тази връзка поставян е бил въпросът дали тя е жизнеспособна институция. Освен това ниската ликвидност затруднява установяването на ценова интегрираност. (а) Правителството може да подпомогне БФБ–София, като предостави повече информация за неборсовата търговия. Засега тези сделки са напълно непрозрачни. Ако ЦД периодично разпространява информация за сделките, това би намалило стремежа да се търгува извън борсата. (б) Търговският обем би се увеличил, ако търговците са убедени, че борсовата търговия им осигурява най-точно и най-изгодно изпълнение. Преминването към търгове по заявка за покупката на неликвидни акции може да бъде полезно. (в) Създаването на вторичен пазар на държавни ценни книжа също ще разшири дейността, извършвана на борсата.
- Усъвършенстване на корпоративното управление и контрол: Доброто корпоративно управление на дружествата е от основно значение за успеха на приватизационния процес. Дружественото право в страните в преход трябва да бъде по-ограничително и по-строго, отколкото в западните страни. Докладът на ОИСР, публикуван неотдавна, дава добри насоки за по-нататъшен анализ на действащите закони. Тъй като опитът с капиталовите пазари е ограничен, особено важни са програмите за обучение на работещите в регулативните органи и съдиите. Реорганизацията на съдебната система чрез създаване на специализирани съдилища би било от полза. Така на съдиите ще се помогне да натрупат опит, а процесът на обучение ще бъде улеснен.

Всички тези промени трябва да бъдат насочени към създаване на пазари, на които дружествата могат да набират капитали. Сегашното положение не е такова. Ако дружествата не възприемат капиталовите пазари като място, на което могат да набират нови финансови ресурси, те няма да имат стимул да предоставят информация и да бъдат активни участници на пазара. Дейно трябва да се подкрепя пазарът на нови емисии.

В България са създадени множество важни институции на капиталовия пазар, но самият пазар страда от сериозни слабости. Преди интеграцията в ЕС този пазар трябва да бъде укрепен и да се превърне в източник на капитали за инвестиции.

I. УВОД

През първите етапи на преходния период в България (1992–1996 г.) икономическата политика е насочена главно към въпросите на макроикономическата стабилност и реструктурирането. Значително внимание се отделя на реструктурирането на банковата система, но другите финансови пазари не играят особена роля. Това положение се променя с приключването на първата вълна на масова приватизация през 1997 г. В рамките на тази програма някои важни държавни предприятия са прехвърлени на гражданите по два начина – пряко или непряко (чрез приватизационни фондове). Програмата за масова приватизация оказва натиск за създаването на капиталови пазари, на които да се търгува с акциите на бившите държавни предприятия. Промяната на собствеността довежда от своя страна и до промяна на икономическия климат. При новите форми на собственост добрите икономически показатели вече зависят от създаването на нова нормативна и регулативна система, която стимулира новите собственици да реструктурират бившите държавни предприятия и подпомага създаването на капиталови пазари като източник на средства за икономически растеж.

1. МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА

Периодът на преход е труден за всички страни в Централна и Източна Европа, но макроикономическите показатели на българската икономика са сред най-слабите (вж. таблица 1). След рязък спад в производството в началото на прехода, през 1994 г. икономиката започва бавно да бележи ръст. Но през 1996 и 1997 г. България преживява тежка финансова криза и производството спада отново. През юли 1997 г. е създаден валутен борд и икономиката отново бавно започва да се съвзема, като първоначалните оценки за 1999 г. са за ръст от порядъка на 2,5% .

ТАБЛИЦА 1. Основни икономически показатели

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Ръст на БВП, %	-7,3	-1,5	1,8	2,1	-10,9	- ,9	3,5
Инфлация (ИПЦ), %	79,2	3,9	121,9	32,9	310,8	578,0	1,0
Равнище на безработицата, %	15,	1 ,4	12,8	10,5	12,5	13,7	12,2
Основен лихвен процент (в края на периода)	49	3	94	38,	342	,8	5,3
Бюджетен дефицит, % от БВП	-13,0	-10,9	-5,8	-5,7	-8,0	-3,1	-1,1
Търговски баланс (млн. щатски долари)	-212	-885	-17	132	-35	381	-329

: *Economics of Transition, Volume 5 (1) 1997, p. 297, and Volume 6 (2), 1998*

До неотдавна инфлацията също бе сериозен проблем. Голяма част от цените са освободени през февруари 1991 г. Тогава те скачат рязко и инфлацията за същата година е 334 на сто. По-късно тя намалява, но продължава да запазва твърде високи стойности. През пролетта на 1994 г. номиналната стойност на лева спада значително и инфлацията отново нараства. През 1995 г. тя спада до 62 на сто, но началото на финансовата криза през 1996 г. довежда до драстичен скок, като през февруари 1997 г. инфлацията достига 24 на сто месечно. След въвеждането на валутен борд в средата

на 1997 г. бе постигнато овладяване на инфлацията. В условията на валутен борд през 1998 г. е достигнато равнище от 1 на сто годишно, а и през 1999 г. инфлацията остава ниска – около 6 на сто.

България е малка страна. През 1998 г. общият БВП възлиза на 21,6 млрд. германски марки (12,3 млрд. щатски долара). Важно значение за страната има секторът на външната търговия. През 1998 г. износът възлиза на 4.2 млрд. щатски долара или около 35 на сто от БВП. До началото на прехода страната е силно зависима от търговията със страните-членки на СИВ, особено Съветския съюз. С течение на времето търговията с бившия СССР намалява, а търговията с Европейския съюз се увеличава. През 1998 г. половината от износа на България е предназначен за Европейския съюз, а по-малко от 5 на сто – за бившия СССР.

Чуждестранните инвестиции в България все още са твърде ниски. През периода 1992-1998 г. общият обем на чуждестранните инвестиции е едва 1,8 млрд. щатски долара, или около 225 долара на човек.¹ За това допринасят няколко фактора. През 80-те години България взема големи кредити на международните пазари. Неспособна да обслужва дълга си, през 1991 г. страната обявява мораториум върху плащанията по него. Мораториумът е отменен през 1994 г., когато са приключени преговорите с Лондонския клуб. Друг фактор, който възпира чуждестранните инвеститори, е голямата политическа и икономическа нестабилност. След 1991 г. са сменени пет правителства (и две служебни). Тези политически промени са съпътствувани от много други промени, включително и изменения на законите, регулиращи търговската дейност.

След въвеждането на валутния борд вътрешното икономическо и политическо положение се подобрява, но международната обстановка се влошава. Финансовата криза в Русия намалява интереса на чуждестранните инвеститори към региона. Събитията в Косово засилват впечатлението, че Балканите са нестабилен и рисков регион. В резултат на това чуждестранните инвестиции на този етап остават ограничени.

2. СТРУКТУРНИ ПРОМЕНИ В БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА

Структурните промени се извършват много бавно. В началото приватизацията е насочена към връщане на земеделските земи и реституиране на градския сграден фонд на бившите собственици. Възстановяването на земеделските земи създаде много повече проблеми, отколкото се е очаквало отначало. Малките парцели земя се оказват неефективни. Животинските стада намаляват, тъй като селските стопани получават животните, преди да разполагат със земя, за да ги отглеждат. Реституирането на градската собственост е по-успешно и проправя път за създаването на малки предприятия за търговия на дребно и на едро.

Приватизацията на големите предприятия се оказва далеч по-чувствителен въпрос от политическа гледна точка. Според оценките през периода 1992–1997 г. са приватизирани едва между 5 и 7 на сто от активите на държавните предприятия.² Други 12–14 на сто от тези активи са включени в първата вълна на масова приватизация, завършила през лятото на 1997 г. Така в края на 1997 г. приватизацията достига стойности от порядъка на 20 на сто. През 1998 и 1999 г. темповете на касова приватизация определено се ускоряват. До юни 1999 г. са приватизирани около една трета от държав-

¹ През 1999 г. се очаква общият обем на чуждестранните инвестиции да достигне 600-700 млн. щатски долара, или около 72-84 долара на човек. Общият обем на чуждестранните инвестиции включва инвестиции чрез приватизация, инвестиции в нови дружества и реинвестиции, инвестиции чрез капиталовия пазар. Източник: Агенция за чуждестранни инвестиции.

² Процентните стойности в приватизационния процес често се различават в различните източници. Общата картина се изкривява от един важен фактор – много фирми са приватизирани частично, като държавата запазва значително дялово участие в тях. Цифрите, посочени тук, включват като частни само онези процентни дялове от предприятието, които са били приватизирани. Тоест, ако от едно дружество са приватизирани 25%, само 25 на сто от активите му са включени в общото изчисление на приватизирания сектор.

ните активи.³ Ако в изчисленията бъдат включени нововъзникналите частни фирми и селскостопанското производство на кооперациите, делът на частния сектор става почти две-трети от БВП.

Преструктурирането на държавните предприятия е много ограничено. Наблюдава се честа смяна на управленски кадри. Управленските постове в предприятията се оказаха част от системата на политически облаги, а през 90-те години правителствата се сменят няколко пъти. Едва през 1998 и 1999 г. правителството започва да полага по-целенасочени усилия за приватизация на оставащите големи държавни предприятия чрез касови продажби. Но тъй като през последните десет години в тези предприятия са правени недостатъчни или никакви инвестиции, предложените за тях цени останаха твърде ниски.

България бързо организира двустепенна банкова система, но като цяло тази система функционираше зле. От самото начало банките са обременени с несъбираеми вземания, пренесени от периода преди прехода. Правят се и няколко неуспешни опита за рекапитализация на банките. В най-голямата програма от 1994 г. правителството заменя несъбираемите вземания от предприятията срещу държавни облигации (т.нар. „зунк“ облигации). Банките обаче продължиха да отпускат допълнителни твърде рискови кредити и съответно балансите им не се подобряват. Лошите баланси на търговските банки и големите дефицити на бюджета допринасят за избухването на българската финансова криза през 1996–1997 г. Пълният обем на проблемите в банковата сфера така и остава скрит до затягането и практическото прилагане на изискванията за отчитане през 1995 г. Успоредно с недостатъчното регулиране през периода, предхождащ кризата, БНБ прилага и доста либерално рефинансиране на търговските банки. С получените ресурси банките отпускат нови кредити на предприятията или финансират частни фирми при твърде съмнителни условия. В много случаи кредитите за предприятията се оказват форма на мълчалива субсидия, тъй като вероятността за връщането им е малка. Също в много случаи финансирането на частни фирми се оказва форма на източване на ресурсите на банките. „До 1996 г. на нефинансовия сектор в България са отпускани кредити до степен, която няма аналог в никоя друга европейска икономика в преход.“ (OECD, 1999, p. 32)

По време на финансовата криза няколко банки са затворени и са направени предложения за въвеждане на валутен борд. Валутният борд възстановява доверието и отбелязва преминаване към режим с много по-голяма икономическа дисциплина. Положението в банковия сектор също се подобрява значително. Банките намаляват експозициите си към нефинансовия сектор, а през 1998 г. капитализацията им достига 36,7 на сто (при минимално изискване 10 на сто) (OECD, 1999). След въвеждането на валутния борд банките първоначално отпускат малко допълнителни заеми на нефинансовия сектор и увеличават активите си от парични средства в брой и държавни ценни книжа. Напоследък банките преминават към не толкова консервативни позиции, като разширяват отпускането на заеми на нефинансовия сектор и намаляват активите от налични парични средства.

Създаването на валутен борд и последвалата го стабилизация съвпадат с края на първата вълна на масова приватизация. Програмата за масова приватизация има много отличителни белези, но първата вълна всъщност е замислена по модела на чешката програма. Гражданите плащат малки такси за бонове, които могат да се използват за закупуване на акции в държавните предприятия в рамките на национални търгове. Както и в чешката програма, българските граждани могат да прехвърлят боновете си на приватизационни фондове, ако не желаят пряко да участват в търговете.

След приключването на търговете за масова приватизация се открие нуждата от създаване на нов капиталов пазар. Блоковите продажби на ак-

³ Този дял се основава върху общия размер на държавните активи. Но според сега действащия закон за приватизацията някои активи не подлежат на приватизация, например железниците, електроцентралите, газопроводите, както и атомната електроцентрала. При такава база за изчисление до май 1999 г. са приватизирани близо 50 на сто от активите, подлежащи на приватизация.

ции започват през октомври 1997 г. и в продължение на няколко месеца са значителни, но като цяло търговията на новата фондова борса започва реално едва през март 1998 г. Забавянето се дължи донякъде на технически проблеми при организирането на самата борса. Но и други проблеми също затрудниха старта на борсовия пазар. Наложиха се да бъдат направени корекции в уставите на много дружества, където съществуваха клаузи за винкулираност на акциите. Освен това информацията, която беше предоставена за търговете, се оказа далеч по-ограничена от информацията, нужна за съставянето на проспект съгласно българските нормативни актове за публичните дружества.

В началото търговските обеми на фондовия пазар са високи, тъй като се сключват много сделки в резултат на тенденцията за реструктуриране и окрупняване на акционерното участие. Но през 1999 г. средният обем на неблоковите сделки е около 220 000 германски марки дневно (от януари до май) или около една трета от средните търговски равнища за 1998 г. Ниските обеми на търговия пораждаат въпроси за жизнеспособността на Българската фондова борса (БФБ–София) при сегашното ниво на развитие на капиталовия пазар, за необходимостта от разширяване на видовете ценни книжа, търгувани на борсата, както и за засилване евентуалната бъдеща роля на борсата на капиталовия пазар.

3. ПЛАН НА ДОКЛАДА

Целта на този доклад е да допринесе за обсъжданията на реформата на капиталовите пазари в България и подготовката за присъединяване към Европейския съюз. Процесът на масова приватизация в България наподобява програмата, осъществена преди това в Чешката република. Както в България, тласъкът в Чехия е даден от програмата за масова приватизация. Поради това е полезно развитието на капиталовите пазари в двете страни да бъде сравнено. Приблизително по времето, когато България приключва с търговете в първата вълна на масова приватизация, на чешките капиталови пазари се появяват първите трудности. Настоящият доклад съдържа препоръки за усъвършенстване на българските пазари с надеждата, че проблемите, появили се в Чехия, ще бъдат избегнати.

Докладът е структуриран по следния начин. В раздел II е представено развитието на българските капиталови пазари. Анализирани са ролята на процеса на масова приватизация като стимул за развитието на фондовата борса и са посочени някои от последиците на този процес за сегашното състояние на пазара. В раздел III е направен преглед на капиталовия пазар. Показателите за размера и ликвидността на българския пазар са сравнени с показателите за други икономики в преход. В раздела е описан процесът на концентрация на собствеността и е посочено значението му за капиталовия пазар. В раздел IV са представени институциите, създадени за подпомагане и регулиране на капиталовите пазари.

В раздел V е представена правната уредба на капиталовите пазари. Разделът включва обширно приложение, в което предлагаме подробно сравнение на българското законодателство, актовете на ЕО и чешкото законодателство. В раздел VI са анализирани нормативните актове, които имат отношение към управлението на дружествата, и са дадени препоръки за изменения в положителна насока. В раздел VII е направен кратък преглед на тенденциите във връзка със застрахователните и пенсионните фондове, които на този етап все още имат относително малко значение за капиталовия пазар в сравнение с бившите приватизационни фондове. В раздел VIII са обобщени най-важните констатации и са дадени препоръки за бъдещата политика. Раздел IX съдържа заключения.

II. РАЗВИТИЕ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ

1. ПЪРВАТА ВЪЛНА НА МАСОВА ПРИВАТИЗАЦИЯ

През първите години на прехода България се опитва да раздържави своите държавни предприятия чрез касови продажби и различни форми на работническо-мениджърска приватизация. Възникват множество политически конфликти във връзка с правилния курс на действие и процесът е доста бавен и тромав. При социалистическото мнозинство Народното събрание приема Програма за масовата приватизация в България (края на 1995 г.). От идеологическа гледна точка тя се възприема като средство за „реституция на труда“ в противовес на политиката на предишни правителства, насочена към „реституция на собствеността“.

В сравнение с някои други програми за масова приватизация (например в Полша) българската програма е относително либерална, ограничавайки ролята на държавата и държавната бюрокрация. Чрез първата вълна са създадени приватизационни фондове, които постепенно се превърнаха в основни собственици на предприятията. Замисълът бе програмата да бъде осъществена чрез две отделни „вълни“. Правителството трябваше да разработи конкретни програми за всяка вълна и тези програми отделно се одобряват от Народното събрание. „Първата вълна“ е проведена през 1996-1997 г. от специално организиран Център за масова приватизация (ЦМП). За нея правителството обявява следните основни цели:⁴

- ускоряване на процеса на приватизация;
- създаване на съвременен капиталов пазар и инфраструктура за него;
- привличане на широки кръгове от населението към собствеността, контрола и управлението на приватизираните дружества;
- пренасочване на икономическата политика и съсредоточаването ѝ върху дългосрочните структурни проблеми; подобряване на състоянието на държавния бюджет; усъвършенстване на управлението на държавните предприятия; определяне на приоритетите за държавните инвестиции.

Съгласно програмата за масова приватизация всички пълнолетни български граждани имат право да закупят срещу малка такса за участие удостоверение (бонова книжка) с 25 000 „инвестиционни бона“. След това „инвестиционните бонове“ могат да се използват само за закупуване на акции в предприятията, включени в програмата. Боновите не могат да бъдат предмет на сделки и могат да се прехвърлят само на близки роднини. Тези ограничения възпрепятствуват създаването на вторичен пазар на „инвестиционни бонове“. От друга страна, ограниченията правят още по-важно изграждането на вторичен пазар на акции.

Притежателите на удостоверения (бонови книжки) имат две възможности. Те могат да участват в национални търгове и да използват инвестиционните си бонове, за да наддават пряко за акции в едно или повече дружества. Другата възможност е инвестиционните бонове да се заменят срещу акции в приватизационен фонд (или фондове). С получените бонове приватизационните фондове впоследствие участвуват в тържните сесии и придобиват акции.

Общият брой акции, предложени за масова приватизация, е 90,4 млн. акции в 1050 от общо 3701 държавни предприятия. Програмата включва предприятия от всички отрасли на икономиката с изключение на инфраструктурата, предприятията за комунални услуги, военнопромишления комплекс и банковото дело.

Дружествата участват в програмата с различна част от капитала си. Като цяло съществуват три категории дружества:

1. Дружества, от които за масова приватизация е предложен 25 на сто от капитала. В типичния случай това са големи структуроопределящи предп-

⁴ Програма за приватизация чрез инвестиционни бонове, приета от Народното събрание на 19 декември 1995 г.

риятия. Държавата запазва 75 на сто от капитала с цел упражняване на контрол и търсене на стратегически инвеститори;

2. дружества, от които е предложен 67 на сто от капитала. Това са предимно средни предприятия, въпреки че в тази група са включени и някои големи предприятия. При тях държавата остана мажоритарен акционер (приватизационните фондове имат право да притежават максимум до 34 на сто), и по този начин тя запазва право на вето върху важните решения в тези фирми.⁵

3. дружества, от които е предложен 70-90 на сто от капитала. Това са главно малки и средни предприятия.

Таблица 2 показва разпределението на дружествата, включени в програмата.

ТАБЛИЦА 2. Разпределение на дружествата според частта от капитала, предложена за масова приватизация

Част от капитала, предложена :а МП	Брой дружества	Общ брой акции	Брой на акциите, предложени :а МП
до 1/2	230	127 802 109	33 141 005
от 1/2 до 2/3	8	845 494	483 695
над 2/3	812	81 575 645	56 758 437
Всичко	1 050	210 223 248	90 383 137

:

След приключването на търговете 69,1 млн. акции в 1040 предприятия – или 76,4 на сто от общия брой на предложените акции – са прехвърлени на приватизационни фондове и физически лица. За сравнение в чешката програма са прехвърлени 93 на сто от акциите. Разликата се дължи на различните тръжни процедури, използвани в двата случая.

Чрез търговете между 12 и 14 на сто от държавните активи са прехвърлени на частния сектор. Според оценките от 1992 г. до края на 1997 г. само 5–7 на сто от държавната собственост е прехвърлена чрез други схеми (главно касова приватизация). Така схемата за масова приватизация се очертава като важна стъпка в процеса на раздържавяване. Все пак схемата за масова приватизация е ограничена, ако я сравним с програмата в Чехия. Оценките в Чешката република са различни, но в края на втората вълна на масова приватизация между 65 и 90 на сто от чешката икономика е приватизирана (Coffee, p. 71).

Тази разлика е значителна, защото за чешките граждани масовата приватизация е несравнимо по-важна. В определен момент капитализацията на чешкия капиталов пазар възлиза на 14 млрд. щатски долара, докато капитализацията на българския пазар е едва 900-950 млн. долара.

В крайна сметка почти 3,5 милиона български граждани стават акционери. От всички тях около 3 милиона физически лица стават акционери в 81 приватизационни фонда, създадени в хода на процеса. Останалите 0,5 милиона придобиват акции в предприятията, включени в програмата.

⁵ Първоначално се предвижда 65 на сто от капитала на тези предприятия да бъде включен в програмата за масова приватизация. Според Търговския закон една трета от капитала е достатъчен, за да може държавата да упражнява право на вето върху всички основни решения. След като Световната банка обърна внимание, че едно дружество се смята за приватизирано, когато частните му собственици могат да контролират всички решения, участието в тези дружества е увеличено на 67 на сто (повече от две-трети) от капитала. Формално това би осигурило на частните собственици пълен контрол върху дружествата. Непосредствено преди първата тръжна сесия обаче държавата изменя уставите на много от тези дружества, като запазва право на вето върху основните решения дори когато притежава само 33 на сто от акциите.

Тези цифри за участие са много високи, но остават далеч по-ниски от равнищата в Чешката република. Както показва таблица 3, в чешката програма за бонова приватизация са участвали почти четири-пети от чешките граждани с право на участие.

ТАБЛИЦА 3. Участие на населението в масовата приватизация

	България	Чешка република*	
		I вълна	II вълна
Население с право на участие (млн.)	6,5	7,6	7,6
Участници (млн.)	3,5	5,9	6,2
Относителен дял на участниците (%)	53,8	77,6	81,6
Брой на боновите книжки, прехвърлени на фондове (млн.)	2,4	4,3	3,9
Относ. дял на боновите книжки, прехвърлени на фондове (%)	80,5	72,8	62,9

* Д

: ; *Mass Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union*, The World Bank, 1995.

От друга страна, приватизационните фондове заемат по-важно място в българската програма. Това води до по-голяма концентрация на дяловото участие на българския пазар от самото създаване на този пазар. Наред с това след приключването на търговете за бонова приватизация инвестиционните фондове в България вече не са обвързани от ограничението да притежават само 34 на сто от акциите на едно дружество. През октомври 1997 г., когато започват пакетните сделки, много фондове бързо придобиват допълнителни акции в дружества, в които вече имат голямо дялово участие.⁶ Чешките фондове са формално ограничени до 20 на сто дялово участие, въпреки че групи от фондове могат да придобиват до 40 на сто (Coffee, pp. 121–22).

⁶ Голяма част от тези пакетни сделки са договорени много по-рано. Преди да започнат боновите търгове, приватизационните фондове сключват фючърсни споразумения, с които се договарят да закупят акции в търговете един за друг или за други стратегически купувачи.

ТАБЛИЦА 4. Размер на приватизационните фондове според вида на учредителите (млн. инв. бонове)

●сновни учредители	Брой на фондовете	Средна капитализация	Най-голям	Най-мал к
Частни банки и финансови институции	11	736	2 765	104
Държавни банки и фин. институции	8	1 477	6 565	84
Държавни организации и предприятия, невключени в масовата приватизация	2	749	1 014	485
Държавни предприятия, включени в масовата приватизация	9	1 467	5 693	66
Профсъюзи	1	2 239	2 239	2 239
Кооперации	2	2 075	2 645	1 505
Други	48	454	2 833	55
Всичко	81	775	6 565	55

Една от разликите между чешката и българската програма е, че България не включва банки в програмата за масова приватизация, докато в Чехия по тази линия възникват много въпроси във връзка с кръстосаните участия. Банките учредяват приватизационните фондове, а фондовете на свой ред купуват акции в учредилата ги банка. (Coffee, 1998). В България банки са учредители на няколко големи фонда, но не се стига до подобни кръстосани участия.

За разлика от тази ситуация, в Русия контрол върху дружествата придобиват основно мениджърите на самите дружества. Българските резултати в това отношение са много по-разнородни. В таблица 4 са посочени шест категории учредители на приватизационни фондове. Деветнадесет фонда имат основни учредители банки или други финансови институции. Два от тези фондове са измежду най-големите, с набрани над един милиард инвестиционни лева.⁷ Три други големи приватизационни фонда са учредени от предприятия, участващи в програмата. Но като цяло успяхме да установим едва девет фонда, явно свързани с предприятие от програмата. Така от общо 1040 фирми и 81 приватизационни фонда само девет предприятия са имали мениджъри, които директно контролират и приватизационни фондове.⁸

Програмата за масова приватизация оказва решаващо влияние за откриването на Българската фондова борса. Постепенно се развива търговия с акции на дружества, приватизирани чрез програмата за масова приватизация. Неизбежната последица на този процес е възникването на капиталов пазар и свързаната с това нужда от създаване на подходящи институции и правила за неговото регулиране.

⁷ За разлика от положението в Чехия, тук двата фонда не изпълняват стратегия, тясно свързана с техните учредители – банките. Понастоящем нито един от тях вече не се контролира от първоначалния си учредител.

⁸ Трудно е да бъде получена пълна информация за учредителите на фондовете, особено при по-малките от тях, но таблица 4 би трябвало да е достатъчно представителна. Категориите неизбежно са донякъде произволни. Тук не се отчита фактът, че някои фондове се управляват от хора, които преди това са били ръководители на държавни предприятия. Наред с това в управителните органи на някои фондове участват директори от няколко предприятия и фондовете закупуват акции именно в тези предприятия (вж. Милър и Петранов (2000) и Чипев (1998)).

2. ВТОРАТА ВЪЛНА НА МАСОВА ПРИВАТИЗАЦИЯ

Фондовият пазар се създава след първата вълна, но намерението за провеждане на втора вълна на масова приватизация винаги е съществувало. Идеите, въплътени в първата вълна, и преди, и след нейното провеждане са предмет на доста спорове. Новото правителство на СДС, дошло на власт през пролетта на 1997 г., явно не одобрява замисъла на първата вълна и още преди нейния край обявява, че програмата ще претърпи съществени промени.

Новото правителство има ред възражения срещу първата вълна, като основно те се свеждат до три аргумента. От една страна, съществува опасението, че програмата създаде широко разпръсната собственост, което затруднява управлението. Освен това приватизационните фондове се оценяват като неподходящи собственици, тъй като не носят нови капитали, които да помогнат за реструктуриране на предприятията. И трето, съществува и рискът, че фондовете няма да бъдат добри собственици на предприятията, тъй като не разполагат с нужните познания и опит.

Втората вълна, която понастоящем се осъществява, е изградена върху нови принципи. Първо, инвестиционните бонове могат да бъдат използвани по няколко различни начина. Чрез тях може да се извърши плащане по различни видове сделки, например при покупка от работническо-мениджърски дружества, при продажба на държавни предприятия на централизираните търгове или при вноски в пенсионни фондове (които на свой ред използват боновете за закупуване на акции). Второ, боновете могат да бъдат закупени в рамките на продължителен период от време, над две години, т.е. възможностите за участие в програмата са по-големи от гледна точка на времевия интервал. Трето, колективните форми на инвестиции са изключени. Гражданите могат да участват самостоятелно или чрез пенсионни фондове, както и чрез работническо-мениджърски дружества, но не могат да прехвърлят боновете на специализирани приватизационни фондове.

През краткия период на съществуване на програмата до този момент вече се проявяват няколко слабости. Тя е предназначена да увеличи средствата на разположение за участие в приватизацията на работническо-мениджърски дружества, тъй като стратегическите инвеститори проявяват малък или никакъв интерес към повечето от предприятията. За тези дружества приватизацията от работническо-мениджърски колективи е може би единствената възможност те да бъдат запазени като икономически субекти и да избегнат ликвидацията. Наред с това при сегашните условия в България съществуват много потенциални проблеми, когато собствеността е основно притежание на работническо-мениджърските дружества. При тях способността за реструктуриране на фирмите е малка, а достъпът до кредитни ресурси е ограничен. Появява се тенденция тези дружества да предлагат нереалистично високи цени, с които изместват реални купувачи и което по-късно затруднява изплащането на закупените акции. Също така покупката на дружества от работническо-мениджърски дружества се оказва предпочитан метод за изкупуване от задкулисни играчи.

Използването на инвестиционни бонове за вноски в пенсионни фондове също е проблематично. Ако пенсионните фондове използват тези бонове за придобиване на акции, тогава по-голямата част от активите им ще се състоят от рискови ценни книжа, предложени от държавата във втората вълна. Все още не е известно какви ще бъдат тези дружества. Същевременно фондовете ще дължат редовни пенсионни плащания на вносителите. Тези трудности ще се изострят допълнително, ако хората, които приближават пенсионна възраст, инвестират боновете си в пенсионни фондове точно през периода, през който ликвидността на българския капиталов пазар остава ниска.

Втората вълна на масова приватизация започва през юли 1998 г. Една година по-късно (30 юни 1999 г.) са регистрирани 976 000 души, т.е. 15,2 на сто от гражданите с право на участие и 27,9 на сто от участниците в първата вълна. Средствата, набрани чрез инвестиционни бонове, възлизат на 244 млрд. лв.

Досега търговете са били предимно за акции на предприятия, включени в първата вълна на масовата приватизация. Част от тези акции не са предложени в първата вълна; други акции не са купени по време на първата вълна. Тук става дума главно за малки и средни предприятия, към които няма голям интерес. Досега никое от големите дружества, с чиито акции активно се търгува на БФБ–София, не е било предложено във втората вълна. От втората вълна отсъхват и акции на предприятия, които не са включени в първата вълна, но със сигурност биха привлекли интереса на инвеститорите на капиталовия пазар, например Българската телекомуникационна компания.

До средата на 1999 г. Центърът за масова приватизация провежда три централизиранни публични търга, на които акциите – собственост на държавата, могат да бъдат закупени срещу инвестиционни бонове или плащане в брой. Резултатите са представени в таблици 5 и 6.

ТАБЛИЦА 5. Резултати от централизираните публични търгове, миноритарни участия

Тъ г	П ед л ж е н к а и т а л (с е д н)	Б р о я н а е д и я т и я т а		Б р о я н а а к ц и и т е		П л а т е н и с у м и (х и л .)		
		П е д л - ж е н и	К у е н и	П е д л - ж е н и	К у е н и	И н в е с т . б о н о в е (%)	Л е в а (%)	В с и ч к
Първи	8,77 %	31	28	164 246	69 711	97,5	2,5	661 643
Втори	14,53 %	47	46	544 843	244 696	96,6	3,4	3 161 925
Трети	16,06 %	36	36	522 443	229 903	97,1	2,9	2 649 503
Всичко		114	110	1231 532	544 310	96,9	3,1	6 473 071

:

ТАБЛИЦА 6. Резултати от националните публични търгове, мажоритарни участия

Тъ р г	П р е д л о ж е н к а п и т а л (с р е д н о)	Б р о я н а п р е д п р и я т и я т а		Б р о я н а а к ц и и т е		П л а т е н и с у м и (х и л .)		
		П р е д л о ж е н и	у п е н и	П р е д л о ж е н и	у п е н и	И н в е с т . б о н о в е (%)	Л е в а (%)	В с и ч к о
Първи	–	–	–	–	–	–	–	–
Втори	50,49 %	1	1	362 599	356 561	97,5	2,5	3 911 474
Трети	79,20 %	1	1	18 249	11 771	99,8	0,2	393 069
Всичко		2	2	380 848	368 332	97,6	2,4	4 304 543

:

Предложени са общо 1 612 380 акции. Закупени са 56,6 на сто от тях. От миноритарните акции са закупени само 44,2 на сто. В търговете са използвани всичко 10,5 млрд. инвестиционни бонове. Това възлиза на едва 4,3 % от инвестиционните бонове, издадени до провеждането на тези търгове. Още 11,3 млрд. инвестиционни бонове са използвани по сделки с работническо-мениджърски колективи. Едва 2,8 на сто от плащанията за акциите, придобити чрез търгове, са извършени в брой. До плащане в брой се прибегва само когато участниците в търговете не разполагат с достатъчно инвестиционни бонове.⁹

⁹ Системата на търговете предвижда еднаква цена за всички участници, която се формира като средно претеглена величина от всички оферти. Инвеститорите, които предлагат пониска оферта от цената, формирана на търга, трябва да платят повече, отколкото първоначално са оферирали.

Най-вероятните купувачи на тези акции, предложени на централизираните търгове, са холдингите (бившите приватизационни фондове), които вече имат акции в дружествата, както и работещите в самите дружества. Но досега никоя от тези групи не е била особено активна във втората вълна. За разлика от първата вълна, сега холдинговите дружества нямат право да събират инвестиционни бонове, а плащанията в брой са безсмислени, тъй като 1 лв. има по-висока стойност от един инвестиционен бон.¹⁰ Наред с това холдингите, които вече имат контрол върху едно дружество, нямат нужда да купуват допълнителни акции. Служителите в дружествата също разполагат с по-добри алтернативи. Ако сформират работническо-мениджърско дружество, те могат да се възползват от специални предимства, които са по-изгодни от участието в търговете.

Ако във втората вълна не бъдат внесени промени, тя няма да подпомогне развитието на българския капиталов пазар. Придобитите от нея акции са неликвидни. Повечето инвестиционни бонове ще бъдат използвани в сделки с работническо-мениджърски колективи или инвестирани в пенсионни фондове. Твърде вероятно е висок процентен дял от боновете въобще да не бъдат използвани. За да има програмата по-силно отражение върху капиталовия пазар, на търга трябва да бъдат предложени повече акции в привлекателни дружества.

3. НЯКОИ ПОСЛЕДИЦИ НА МАСОВАТА ПРИВАТИЗАЦИЯ ЗА ФУНКЦИОНИРАНЕТО НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР

Произходът на капиталовия пазар в България има съществено отражение върху начина на неговото функциониране. При нормални обстоятелства дружествата започват своя живот като частни и се превръщат в публични дружества, ако се нуждаят от допълнителен капитал или желаят да създадат ликвиден пазар за търговия с правата на собственост върху тях. Тласъкът за превръщане в публично дружество идва от самото дружество и превръщането му в публично е свързано с различни разходи в най-широк смисъл. Дружеството трябва да предостави подробна информация за дейността си. Първоначалните собственици до известна степен губят контрол, тъй като новите акционери също имат право на глас. Понякога фирмите се връщат обратно към формата на частно дружество, за да се освободят от задълженията на публично дружество.

Като се има предвид стремежът за набиране на допълнителни капитали и/или създаване на ликвиден пазар на собствени акции, неизпълнението на изискванията за разкриване на информация може да има сериозни последици. Типичното положение е, че пазарът реагира негативно на предоставянето на измамна или недостатъчна финансова информация чрез намаляване на цената на акциите на вторичния пазар. По този начин за фирмата е по-трудно да набере допълнителни средства, а стойността на собствените акции на учредителите на дружеството се намалява.

Положението в България е съвсем различно. Двигател за създаване на фондовия пазар е приватизационната програма. Публичната търговия с дружествени акции започва след приключването на търговете с инвестиционни бонове, а борсовият пазар е създаден по-скоро като подходяща инфраструктура за търговия с акции. Същественото е, че инициативата за промените не идва от ръководствата на дружествата. Причината фирмите да станат публични се крие в желанието им да наберат допълнителен капитал. Преди боновете търгове мениджърите не са притежавали дялово участие в дружеството (въпреки че може би са придобили такова по-късно).

¹⁰ Средствата в брой са по-ценни, тъй като могат да се използват в по-широк кръг случаи, а не само в приватизационни сделки. Наред с това при покупката на държавни предприятия може да се извърши плащане с български Брейди облигации, както и с други платежни средства. Те се продават с отстъпка и могат да се използват за заплащане на приватизационни сделки по номинална стойност. Тъй като инвестиционните бонове и тези платежни средства са взаимозаменяеми при приватизационни сделки, стойността на инвестиционните бонове не може да надхвърля цената на тези платежни средства, която е под техния номинал.

На този етап управителните органи на българските дружества не виждат много предимства в публичния статус, а в същото време разходите са значителни. Заварените управители често възприемат новите собственици като заплаха, която ги поставя в нова среда. Наред с това публичното оповестяване на дейността на дружеството струва пари. Не само подготовянето на материалите е скъпо, но пълното оповестяване е и пречка за управителя да ръководи дружеството в личен интерес.

Дори ако мениджърът не се стреми да използва положението, за да извлече лични финансови облаги, той може би смята повишаването на цената на акциите за нещо второстепенно от негова гледна точка. Възможно е също така някои лица, имащи отношение към дружеството, да оказват натиск върху мениджъра по един или друг начин. В крайна сметка мениджърът може да се окаже по-отзивчив към исканията именно на тези лица, отколкото към исканията на акционерите като цяло.

Дори ако управителите придобият акции в дружеството, те могат да нямат интерес към дейността му. Пазарът на акциите на повечето дружества е толкова крехък, че опитите за продажба на голям брой акции ще доведат до спад на цените. Реално погледнато, пазарът за големите пакети от акции прилича по-скоро на продажба на голям дял в частно дружество. За продажбата на голям дял се изисква идентифицирането на потенциален купувач, който е заинтересован да придобие именно голям дял в дружеството. Такава покупко-продажба не се извършва чрез открита търговия на фондова борса.

Същото важи за другите големи акционери в българските дружества. Тези акционери може би заемат длъжности в контролния или управителния орган на дружеството. Поради участието си в такъв орган те са добре осведомени инвеститори и нямат интерес от публично оповестяване, тъй като големите пакети не могат да се продават ефикасно на неликвиден фондов пазар. Ако те определят потенциален купувач, последният може да получи повече информация без публично оповестяване на информацията. По този начин и управителните органи не допринасят за публично разкриване на информация, а условията практически стимулират публичните дружества да се държат като частни.

Всичко това създава опасност миноритарните акционери да останат извън играта, тъй като не могат да реализират акциите си (което е първопричината за създаване на фондовия пазар).

III. ПАЗАРЪТ НА АКЦИОНЕРЕН КАПИТАЛ

За разлика от чешките власти, които съзнателно свеждат до минимум надзора върху пазарите на акции, българските власти създават три важни институции за регулиране на пазара. Българската фондова борса – София (БФБ–София) е получастна институция, която трябва да улеснява търговията с ценни книжа, предимно тези от програмата за масова приватизация. БФБ–София е същевременно единствената регистрирана и лицензирана фондова борса. Създаден е също така централен депозитар (ЦД), където се регистрират прехвърлянето и притежанието на безналични дружествени акции. Но най-важната институция е Държавната комисия по ценните книжа (ДКЦК) (създадена по силата на ЗЦКФБИД като Комисия по ценните книжа и фондовите борси), която е уредена в ЗППЦК като регулативен орган, който наблюдава операциите на пазарите на ценни книжа.¹¹

1. ОБЩ АНАЛИЗ

В резултат на програмата за масова приватизация през октомври 1997 г. започват сделките с голям брой ценни книжа (главно блокови сделки). Значителните неблокови сделки на БФБ–София започват през март 1998 г. Взето е решение всички сделки с акции на дружества, участвали в програмата за масова приватизация, да се сключват на БФБ–София. Целта е по този начин да бъде постигната ценова интегрираност и прозрачност. Блокови сделки могат да се договарят извън борсата, но трябва да бъдат регистрирани на нея. Всъщност извън борсата могат да се извършват само суапове и сделки между физически лица.

ТАБЛИЦА 7. Търговия на БФБ–София

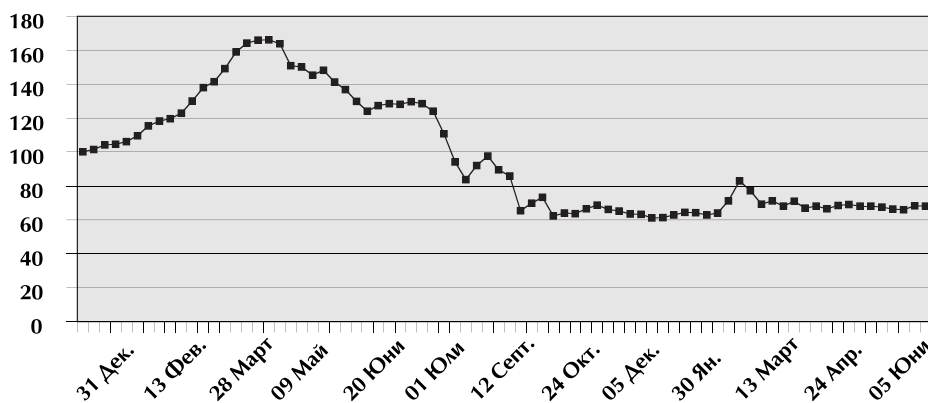
1998-1999	Сделки	Общо акции	Оборот (млн. лв.)
Януари 1998 г.	251	2 300 402	41 212
Февруари 1998 г.	335	4 871 483	20 252
Март 1998 г.	202	1 329 932	14 035
Април 1998 г.	551	1 887 861	12 992
Май 1998 г.	1907	3 624 446	28 594
Юни 1998 г.	2728	2 649 519	15 669
Юли 1998 г.	3111	2 207 045	21 050
Август 1998 г.	2343	1 783 314	10 198
Септември 1998 г.	2191	1 157 816	11 418
Октомври 1998 г.	2166	1 178 211	8 890
Ноември 1998 г.	1812	1 309 128	8 165
Декември 1998 г.	1933	1 873 688	21 007
Януари 1999 г.	1621	977 505	5 081
Февруари 1999 г.	1685	3 181 158	26 611
Март 1999 г.	2774	2 005 470	19 234
Април 1999 г.	1657	908 000	9 193
Май 1999 г.	1481	935 469	11 069
Юни 1999 г.	1422	1 212 573	8 246

: Б Б

¹¹ В Чехия регулативен орган, подобен на ДКЦК (КЦКФБ), е създаден едва през 1998 г., четири години след създаването на капиталовия пазар.

Както подробно е изяснено по-нататък (вж. раздел IV.1.), БФБ–София е създадена в рамките на борсата сегмент „официален пазар“ и сегмент „свободен пазар“. Таблица 7 показва равнищата на търговия на БФБ–София от началото на 1998 г. до юни 1999 г. (вж. таблица Б.1–Б.2 в Приложение Б за по-пълни данни за търговията). Неголемият брой сделки в началото на 1998 г. отразява факта, че през този период са сключвани предимно блокови сделки. През първите пет месеца на 1998 г. обаче оборотът е с 60 на сто по-висок в сравнение със същия период на 1999 г., което дава основание за безпокойство относно развитието на борсовата търговия.

ДИАГРАМА 1. Индекс „Уорбърг 30“



Според индекса „Уорбърг 30“, следящ позициите с най-голяма пазарна капитализация, акциите се котират добре през първоначалния период. Но впоследствие цените им са спаднали значително под най-високите си стойности от май 1998 г. (вж. таблица Б3. за дружествата, включени в индекса). Още през юни-юли 1998 г. се забелязва известен спад, но той видимо се ускорява след кризата в Русия през август и септември същата година. След като през декември 1997 г. индексът е фиксиран на 100, през май 1998 г. той достига върхово равнище от 165, а през юли 1999 г. спада до 67.¹²

Въпреки нормативната база, която трябва да ограничава неборсовата търговия, сделките извън борсата са доста.¹³ Законът, разрешаващ неборсова търговия, има за цел да осигури допълнителна гъвкавост в търговията за онези лица, които са затруднени да търгуват на БФБ–София. През периода, предхождащ започването на мащабната обща търговия на БФБ–София, това може би не е изненадващо, но значителният обем на търговията извън БФБ–София се запазва и по-късно. В таблица 8 са съпоставени месечните обеми на търговията на БФБ–София и извън нея. Сравнението по стойност на борсовата и неборсовата търговия е невъзможно, тъй като цените на акциите, продавани извън борсата, не се регистрират. Но през всеки месец броят на неборсовите сделки е надхвърлял броя на сделките, сключени на БФБ–София. По време на кулминацията през март 1998 г. броят на неборсовите сделки е почти седемдесет и осем пъти по-висок от броя на сделките, сключени на БФБ–София. Към този момент относително малко дружества са били одобрени за търговия на БФБ–София, което обяснява това неочаквано съотношение. Но макар и в по-малки размери, съотношението на броя на неборсовите сделки към броя на борсовите сделки варира в границите 3–5 за целия разглеждан период. Последната колона на таблицата показва съотношението на броя на изтъргуваните акции. Тук равновесието е далеч по-добро, тъй като сделките на БФБ–София по правило са по-големи от неборсовите сделки. Все пак през

¹² Индексът се претегля чрез пазарната капитализация. Две позиции – „Булгартабак Холдинг“, и „Нефтохим“ заедно съставляват повече от половината индекс. Тези две дружества заедно със следващите пет по капитализация формират три-четвърти от индекса.

¹³ Избрали сме термина „неборсова“ търговия вместо „извънборсова“ търговия, за да подчертаем, че става дума за абсолютно нерегулиран пазар. При него липсва формален търговски механизъм и правила, подобни на системата НАСДАК за извънборсова търговия в САЩ.

периода януари – юни 1999 г. броят на акциите, изтъргувани извън борсата, е с 33 на сто по-голям от броя на акциите, изтъргувани на БФБ. Освен това през 1997 г. извън борсата са изтъргувани още 16 млн. акции.

Много от сделките на чешкия пазар също не се сключват на борсата. Относителният обем на тази търговия е бил различен през различните години и е отразявал измененията в нормативната уредба. През първото тримесечие на 1998 г. около 48 на сто от оборота на акциите е бил осъществен извън борсата.

ТАБЛИЦА 8. Сравнение на търговията на БФБ–София и неборсовата търговия

	Брой сделки (НБ)	Брой акции (НБ)	Среден размер на сделките (НБ)	Брой сделки (БФБ)	Брой акции (БФБ)	Среден размер на сделките (БФБ)	Съотношение на сделките (НБ/БФБ)	Съотношение на акциите (НБ/БФБ)
01.1998	8 578	3 893 416	454	251	2 300 402	9 165	34,18	1,69
02.1998	10 851	8 309 726	766	335	4 871 483	14 542	32,39	1,71
03.1998	15 754	4 038 281	256	202	1 329 932	6 584	77,99	3,04
04.1998	10 745	2 730 298	254	551	1 887 861	3 426	19,50	1,45
05.1998	8 958	510 986	57	1 907	3 624 446	1 901	4,70	0,14
06.1998	8 875	1 205 379	136	2 728	2 649 519	971	3,25	0,45
07.1998	9 345	1 521 093	163	3 111	2 207 045	709	3,00	0,69
08.1998	9 054	1 026 847	113	2 343	1 783 314	761	3,86	0,58
09.1998	8 255	1 067 295	129	2 191	1 157 816	528	3,77	0,92
10.1998	7 744	1 173 517	152	2 166	1 178 211	544	3,58	1,00
11.1998	7 657	1 612 861	211	1 812	1 309 128	722	4,23	1,23
12.1998	5 850	4 635 013	792	1 924	1 916 688	996	3,04	2,42
01.1999	5 495	1 869 267	340	1 621	977 505	603	3,39	1,91
02.1999	8 472	1 604 314	189	1 685	3 181 158	1 888	5,03	0,50
03.1999	6 720	1 658 311	247	2 774	2 005 470	723	2,42	0,83
04.1999	7 793	1 968 762	253	1 657	908 000	548	4,70	2,17
05.1999	4 775	437 261	92	1 481	935 469	632	3,22	0,47
06.1999	6 126	8 199 304	1 338	1 422	1 212 573	853	4,31	6,76

: Б Б , Д

Размерите и обемът на неборсовите сделки поражда сериозни въпроси за ценовата интегрираност на пазара. Цените по неборсовите сделки не се вписват и затова не е възможно да се направи сравнение между цените на двата пазара.¹⁴ Обемът на неборсовата търговия е сериозно доказателство, че стратегията на някои търговци е да избягват БФБ–София. Но таксите за търговия на БФБ–София са приемливи и следователно търговците извличат други предимства от сделките извън борсата.

Една от причините, поради които някои търговци може би избират да търгуват извън борсата, е ценовото предимство. В пазар, в който много участници не познават добре начина, по който функционират подобни тържища, някои купувачи са способни да убедят продавачите да им продадат акции извън борсата на цена, по-ниска от тази на БФБ–София.¹⁵

¹⁴ Има твърдения, че разликата в цените на двата пазара средно е около 20 на сто. Но авторите не са в състояние да потвърдят тази оценка без данни за цените.

¹⁵ В някои случаи приватизационните фондове са изплащали дивиденди и в тази връзка има оплаквания от заблудени акционери. Агенти, несвързани с фондовете, са искали от техни акционери да подпишат документи за получаване на дивиденди. По-късно се е оказало, че това са документи за прехвърляне.

Друга възможна причина е това, че някои участници може би желаят да прикрият опитите си за придобиване на големи дялови участия в конкретни дружества. Ако те търгуват извън борсата, тази дейност става обществено достояние едва след като от дружеството бъде поискано да оповести големите дялови участия пред ДКЦК.

По-нататък в доклада ще се спрем по-подробно на достъпността на информацията. БФБ–София, централният депозитар и ДКЦК събират много информация, но важни елементи от нея не са лесно достъпни за публиката. Ако липсата на прозрачност е важен мотив да се търгува извън борсата, по-голямата прозрачност на неборсовите сделки би стимулирала търговията да се пренасочи в по-голяма степен към БФБ–София.

ОБЩИ ПАЗАРНИ ПОКАЗАТЕЛИ

В таблица 9 е представена обща картина на капиталовия пазар в България в сравнение с други капиталови пазари – главно в Централна и Източна Европа и на Балканите.

ТАБЛИЦА 9. Показатели на пазарите на акционерен капитал, 1998 г.

Страна	Брой дружества, регистрирани на борсата	Пазарна капитализация (% от БВП)	Оборот (% от БВП)*	Оборот / Капитализация* (%)	Средно съотношение цена-нетна печалба**
България	998	8	2	25	13,2
					(медиана 3,2)
Чешка република	261	23	9	39	-11,3
Унгария	55	31	35	115	17,0
Полша	198	53	6	12	10,7
Русия	237	5	2	40	3,7
Румъния	5 753	3	2	66	-19,4
Словения	28	13	4	30	205,3
Хърватска	50	17	50	294	11,1
Естония	26	9	17	180	25,9
Португалия	135	62	46	75	22,8
Гърция	244	65	38	59	33,6
Турция	277	17	36	211	7,8
Германия	700	28	33	118	20,7

: Д Б Б Б . Д
IFC, Emerging Stock Markets Factbook, 1999.

* Д Б ' Б Б .

** - Б

- ' (.

Б4 Б5

Б

).

Както се вижда от таблицата, броят на дружествата на капиталовия пазар е сравнително голям, но той е функция на масовата приватизация. Много от тези дружества са твърде малки. С акциите на голяма част от тях въобще не са сключвани сделки.

Големият брой дружества на румънската борса също е резултат от програмата за бонова приватизация в Румъния. Броят на чешките дружества, регистрирани на борсата през 1998 г., е сравнително малък. Следва да се отчете обаче, че през 1995 г. над 1600 дружества в Чешката република са имали акции, приети за борсова търговия.

Оценката за пазарна капитализация се основава върху некоригирана стойност 950 млн. щатски долара (14,1 млрд. щатски долара за Чешката република). Тя включва всички инвестиционни дружества и холдинги, както и всички акции в частично приватизирани дружества, които все още са собственост на държавата (вж. таблици Б 6.1, Б 6.2 за пазарната капитализация на отделните сегменти). Тъй като е трудно да се получат точни данни за стойността на нетните активи на всички холдингови дружества, можем да посочим стойността на тези участия само с приближение. Таблица 10 показва как би изглеждала евентуална корекция на пазарната капитализация, която да отчита, че при холдинговете и инвестиционните дружества има двойно броене и че държавното участие фактически е извън капиталовия пазар. С такава корекция размерите на пазара ще бъдат по-ограничени, отколкото са стойностите в Унгария и в Полша. Като се има предвид, че в процеса на масова приватизация са участвали 3,5 млн. души, капитализацията на това равнище възлиза на 121 щатски долара (= 425/3,5) на човек или от порядъка на една месечна работна заплата. Това е ниско равнище дори за българските стандарти. Поради тази причина повечето граждани не са почувствали финансовото отражение на програмата за масова приватизация и нямат особен интерес от развитието на капиталовия пазар.

ТАБЛИЦА 10. Преизчисляване на пазарната капитализация

Обща капитализация на пазара	920 млн. \$
Държавно участие (приблизително)	435 млн. \$
Двойно преброяване за холдинговете дружества и инвестиционните фондове	60 млн. \$
Преизчислена пазарна капитализация	425 млн. \$

Коефициентите в двете категории – „оборот спрямо БВП“ и „оборот спрямо пазарна капитализация“ – също са много ниски, въпреки че коефициентът оборот-капитализация би бил два пъти по-висок, ако се използват коригираните стойности на пазарна капитализация. Тъй като няма данни за пазарните цени на акциите, търгувани извън борсата, тези стойности по дефиниция са приблизителни. Ако средната цена на акциите, търгувани извън борсата, е много по-ниска от цените на БФБ–София, коефициентите ще бъдат съответно по-ниски.

Тези ниски съотношения показват ниското равнище на ликвидност на пазара. Този извод се налага и от анализа на търговията по отделни позиции. Данни за оборота на акциите на отделните дружества съществуват само за акциите, търгувани на БФБ–София. В таблица 11 са показани равнищата на търговия за дружествата на БФБ–София. (По-пълно описание на различните сегменти на БФБ–София предлагаме в раздел IV.1.) Както се вижда, акциите на повечето дружества са били търгувани малко пъти. Почти 84% от дружествата (734 от общо 876), регистрирани на БФБ–София са търгувани по-малко от 15 пъти за целия разглеждан период от началото на

борсовата търговия. По-често са сключвани сделки с акции основно на двадесет дружества и дванадесет от тях са на свободния пазар.

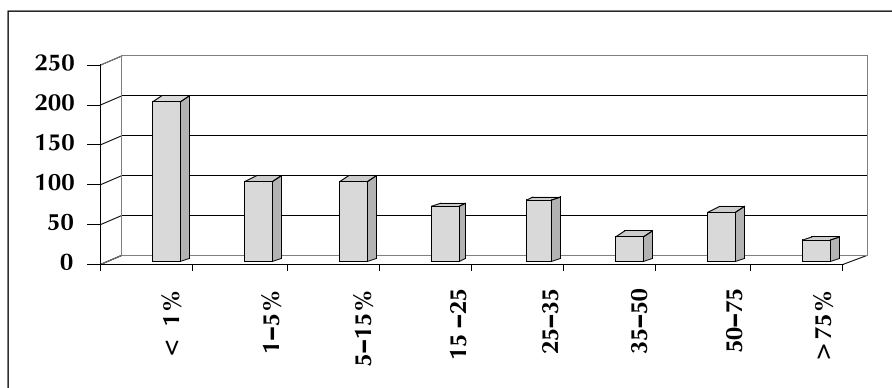
ТАБЛИЦА 11. Разпределение на дружествата според броя сделки на БФБ–София през периода 21.10.1997 – 15.06.1999 г.

	Брой на сделките					Всичко
	< 15	16-30	31-60	61-120	> 120	
Пазар						
Официален А				1	2	3
Официален Б		1		3	1	5
Официален В	6	4	2	6	5	23
Свободен	728	49	34	22	12	845
Всичко	734	54	36	32	20	876

: Б Б

Ниската ликвидност на повечето дружества проличава и от процентния дял на акции на тези дружества, изтъргуван след откриването на БФБ–София.

ДИАГРАМА 2. Процентен дял на акциите, изтъргувани на БФБ (Брой на дружествата във всяка категория: всичко 671)



: Б Б

Както се вижда от диаграма 2, за около 45 на сто от дружествата броят на техните акции, които са търгувани за целия период след откриването на борсата¹⁶ е по-малко от 5 на сто от общия брой на техните акции. Едва за 26 дружества са изтъргувани повече от 75 на сто от акциите им и това са преди всичко малки дружества. Впечатлението за ниска ликвидност се подсилва от факта, че акциите на едва 8 дружества са търгувани на повече от половината сесии, а акциите само на 18 дружества са били търгувани през повече от 40% от сесиите.

2. КОНЦЕНТРАЦИЯ НА СОБСТВЕНОСТТА

Ниският оборот и ликвидност на БФБ са съпроводени от растяща концентрация на собствеността в българските дружества. Таблица 12 представя равнището на концентрация на собствеността към средата на 1999 г. Общият брой на дружествата в тази таблица е 1142, като тук са включени не само дружествата, участвали в програмата за масова приватизация, но и новите холдинги и инвестиционни дружества. В първата вълна на програмата за масова приватизация държавата запазва над 66,7 на сто от акциите в 174 дружества. Наред с това са закупени само три-четвърти от общия брой акции, предложени на търговете. Следователно много от дружествата в първата категория в таблицата са такива, в които държавата е мажори-

¹⁶ Данните включват сделките с дружества, търгувани на БФБ – София. Не успяхме да получим данни за акциите на 11 дружества.

тарен акционер. Всъщност държавата все още е мажоритарен акционер в 234 дружества.

Равнищата на концентрация са се увеличили след приключването на програмата за масова приватизация. Както показва таблицата, над половината дружества имат един мажоритарен акционер, който притежава повече от половината от капитала. Дори собствеността в холдингите все повече се концентрира. В търговете за масова приватизация са участвали 81 приватизационни фонда, но след година и половина само 51 от тези дружества нямат мажоритарен акционер, който да притежава повече от 10 на сто участие в капитала.¹⁷

ТАБЛИЦА 12. Концентрация на собствеността в публичните дружества

Характеристики	Брой дружества
Мажоритарният акционер притежава над 66,7% от капитала	257
Мажоритарният акционер притежава от 50 до 66,7% от капитала	357
Мажоритарният акционер притежава от 33,3 до 50% от капитала	298
Мажоритарният акционер притежава по-малко от 33,3% от капитала	230
Вкл. дружества, в които мажор. акционер притежава под 10%	51

: Д

Акционерните участия на бившите приватизационни фондове също са се концентрирали. Тези фондове имат право на избор – да се преобразуват в холдинги или да станат инвестиционни дружества. Важна характеристика за холдингите е, че те могат да отпускат заеми на дружествата, в които притежават 25 на сто или повече от акциите.¹⁸ За инвестиционните дружества може да се очаква, че ще се стремят да притежават по-диверсифицирани портфейли. Според статистическите данни, събрани от централния депозитар, сега холдинги са най-големите акционери в 393 дружества, а инвестиционни дружества са най-големите акционери в 9 дружества.

Таблица 13 показва динамиката на характеристиките на инвестиционните портфейли на най-големите бивши приватизационни фондове. Тези фондове са събрали общо 60 на сто от инвестиционните бонове в първата вълна на масова приватизация. Всички фондове в тази група, с изключение на „Златен лев“, са избрали да се преобразуват в холдинги. „Златен лев“ всъщност разделя портфейла си на две: от една страна холдинг, а от друга страна – инвестиционно дружество. От таблицата се вижда, че бившите приватизационни фондове са реструктурирали портфейлите си така, че рязко са намалили броя на дружествата, в които имат участие, и почти еднообразно са увеличили средните размери на участието си в дружествата, включени в техните портфейли. Повечето такива промени са настъпили до средата на 1998 г.

Този тип концентрация е невъзможен в Чешката република. Фондовете там имат ограничение до 20 на сто участие в отделно дружество. Тази ба-

¹⁷ Добре би било да се дезагрегират тези данни, за да се проследи по-ясно връзката между видове собственост и концентрацията на собствеността. За съжаление централният депозитар предоставя само агрегирани данни. Действащото законодателство предвижда големи ограничения за информацията, която може да бъде получена от депозитаря.

¹⁸ При сегашните условия, когато банките отпускат относително малко заеми за реалния сектор и лихвите по тях са високи, тези кредити могат да бъдат полезни както за холдингите, така и за дружествата в техните портфейли. Заемите осигуряват ликвидност на дружествата, а холдингите, които често са представени в управителните органи на притежаваните дружества, могат да оценят и да контролират сравнително успешно риска при такива заеми.

риера е критикувана от коментатори като Кофи (Coffee, 1998), според когото подобна разпръсната собственост затруднява доброто управление на дружествата.

ТАБЛИЦА 13. Инвестиционни портфейли на най-големите фондове

	Брой на дружествата			Среден размер на участието		
	След търговете	В средата на 1998 г.	В края на 1998 г.	След търговете	В средата на 1998 г.	В края на 1998 г.
"АКБ Форес"	80	36	38	20,9%	32,0%	30,8%
"Акционер фаворит"	97	67	60	9,6%	12,4%	14,2%
"Албена инвест"	84	няма данни	29	17,4%	няма данни	36,4%
"България"	88	50	19	17,0%	16,7%	45,8%
"Българо- холандски"	112	95	91	16,5%	18,7%	20,5
"Доверие"	175	115	82	22,1%	27,3%	25%
"Златен лев"	67	45	36	17,2%	16,2%	15,4%
"Индустриален капитал"	21	10	9	17,1%	24,3%	23,6%
"Мелинвест"	73	56	няма данни	22,5%	24,6%	25,0%
"Мултигруп (МГ) елит"	36	27	няма данни	18,8%	21,8%	няма данни
"Нефтохим инвест"	34	22	няма данни	20,1%	22,2%	няма данни
"Орел инвест"	38	24	24	14,6%	16,7%	15,0%
"Петрол"	66	33	няма данни	21,2%	26,5%	27,0%
"Северкооп Гъмза"	68	51	няма данни	19,3%	24,1%	няма данни
"Света София"	55	46	48	17,5%	17,4%	19,5%
"Труд и капитал"	91	61	54	20,1%	25,6%	27,8%
"Централен"	49	21	21	14,3%	16,3%	20,5%
"Юг"	53	37	24	17,8%	17,4%	21,4%

: Д

Това бързо преминаване на бившите приватизационни фондове към по-голяма концентрация на собствеността потвърждава общото впечатление на участниците на капиталовия пазар, че сделките през първоначалния период до голяма степен са били дело на потенциални стратегически собственици, тъй като те са закупили акции на дружествата, които желаят да контролират. След установяването на контрола обемът на търговията естествено е спаднал.

При ниската интензивност на търговията за много дружества на БФБ–София изглежда малко вероятно тези сделки да доведат до голяма концентрация на собствеността. Но без по-подробни данни не е възможно да се прецени значението на неборсовата търговия за концентрацията.

3. ПРИВАТИЗАЦИОННИ ФОНДОВЕ, ХОЛДИНГОВИ ДРУЖЕСТВА И ИНВЕСТИЦИОННИ ДРУЖЕСТВА

Приватизационните фондове играят важна роля в програмите за масова приватизация както в Чешката република, така и в България. Като цяло чехите не са доволни от дейността на тези фондове. Те не изиграват очакваната роля в корпоративното управление и използват неуредената регулация на чешките капиталови пазари, за да извлекат печалба от акционерите си.

В много случаи управителите на фондовете „източват“ средства в свой личен интерес. В резултат на това, тъй като са от затворен тип, чешките фондове се продават при голямо сконтиране от стойността на нетните им активи. Последните изменения на чешкото законодателство принуждават тези фондове постепенно да се „отворят“ в определен срок. Процесът на отваряне ще отнеме време, а на фондовете е позволено да събират такса при обратното изкупуване в размер от 20 на сто през първата година и 10 на сто през втората година (World Bank, 1999, p. 35).

Не всички чешки фондове обаче ще се отворят. Тъй като в Чехия вече е въведена висока степен на надзор, много фондове се насочват към преобразуване в холдинги. До 1998 г. 131 фонда са преобразувани в холдинги, като остават 338 инвестиционни дружества. (World Bank, 1999, pp. 30, 31). Холдингите не са длъжни да се отворят и към тях не се прилага нито едно от особените изисквания за отчетност, приложими към финансовите институции.

Положението в България е различно. По-голямата концентрация на собственост върху дружества в портфейлите на фондовете повече доближава българските фондове до традиционните холдинги. Българската нормативна база също стимулира приватизационните фондове да се преобразуват в холдинги и 76 от общо 81 фонда са преобразувани в холдингови дружества.¹⁹ Въпреки че е трудно да се правят преки сравнения, българските холдинги като че ли участват по-активно в управлението на дружествата, включени в техните портфейли. Това може би е резултат от по-големите им дялови участия в тези дружества. Големите холдинги имат обикновено значително участие в редица дъщерни дружества и често са представени в управителните органи. По-малките холдинги се съсредоточават върху едно или две дружества и също участват много активно в тяхното управление.

Да се направи пряко сравнение на съотношението между цени и стойност на нетните активи на чешкия и българския пазар е трудно, тъй като акциите на малко български фондове (понастоящем холдинги и инвестиционни дружества) активно се търгуват. При петнадесетте бивши приватизационни фонда, които се търгуват на официалния пазар на БФБ–София, средният коефициент „цени – стойност на нетните активи“ възлиза на 0,51. За различните фондове този коефициент варира в границите от 1,0 до 0,23. Това е прекалено голямо сконтиране, но все пак положението е по-добро от сконтирането при аналогични чешки фондове.²⁰ През 1996 г. съотношението „цени – стойност на нетните активи“ при големите фондове в Чехия е 0,37. Този показател се подобрява до 0,47 през 1997 г., когато е въведено изискването за задължително отваряне на фондовете.

При фондовете, които се търгуват на БФБ–София, има по-обезпокоителни фактори от значителната степен на сконтиране, а именно – ниската степен на ликвидност и липса на информация за големия брой бивши приватизационни фондове, които не се търгуват на БФБ. За акционерите в тези фондове е трудно да оценят стойността на притежаваните от тях акции, както и да реализират тази стойност.

¹⁹ „Златен лев“ и „Надежда“ са единствените инвестиционни дружества, чиито акции се търгуват на БФБ – София. Останалите инвестиционни дружества са малки и не се търгуват на борсата.

²⁰ Сконтирането при инвестиционните дружества от затворен тип е нещо обичайно. Средната стойност на сконтото в САЩ например е около 10 на сто.

Тъй като малко български фондове са се преобразували в инвестиционни дружества, за България няма да бъде много полезно да следва чешкия пример и да задължи фондовете да се отворят. Тъй като почти всички фондове вече са холдинги, далеч по-целесъобразно е бъдещото законодателство да принуди фондовете да представят на ДКЦК отчети, които дават по-пълна картина за дяловите им участия, отколкото сега се изисква от другите юридически лица. Тогава фондовете ще бъдат контролирани като финансови институции.

IV. ИНСТИТУЦИИ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР

В този раздел е направен по-подробен преглед на трите основни институции, които подкрепят капиталовия пазар: Българска фондова борса – София, Централен депозитар и Държавна комисия по ценните книжа. Законодателството, което регулира тези институции, е добра основа. Най-сериозните трудности пред тях се създават от сили, които упражняват натиск за забавяне на развитието на отворени и прозрачни пазари.

1. БЪЛГАРСКА ФОНДОВА БОРСА – СОФИЯ

Българската фондова борса – София е създадена на 28 януари 1991 г. под наименованието „Първа българска фондова борса“. Търговията с ценни книжа започва през 1992 г. До 1995 г. са регистрирани 12 фондови борси, но обемите са много ниски и се търгува с акции на едва 15-20 дружества, повечето от които банки.

През юни 1995 г. е приет Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД) и са предприети стъпки за изграждане на регулативна рамка и за реорганизация на капиталовия пазар. През януари 1996 г. е създадена Комисията по ценните книжа и фондовите борси, а Централният депозитар е открит през август същата година. През 1995 г. няколко борси се сливат и е учредена Българската фондова борса. По време на финансовата криза, започнала през 1996 г., доверието в пазара е сринато и в края на същата година търговията е преустановена. През юли 1997 г., след последните търгове от първата вълна на масова приватизация, Софийската фондова борса и Българската фондова борса се сливат и учредяват Българската фондова борса – София (БФБ–София). В момента БФБ–София е единственото тържище на ценни книжа в страната. БФБ–София беше лицензирана съгласно отменения ЗЦКФБИД и е отворена за търговия на 21 октомври 1997 г.

Нормативната база предвижда всички сделки с акции на дружества, участвали в програмата за масова приватизация, да бъдат сключвани на БФБ–София. Допускат се само две изключения – сделки между две физически лица и суапове. Суаповете могат да приемат формата на замяна на акции в публични дружества или замяна на акции срещу държавни ценни книжа. Когато се сключват блокови сделки, двете страни обикновено водят преговори извън подиума на борсата, но сделката се сключва на борсата и цената се регистрира там. При неборсови сделки прехвърлянето се регистрира в Централния депозитар, но цената не се вписва. Въпреки тези ограничения броят на неборсовите сделки надвишава близо пет пъти този на сделките, сключени на БФБ–София (вж. таблица 7). От друга страна, чрез неборсови сделки обикновено се прехвърля по-малък брой акции отколкото чрез сделки на БФБ.

СТРУКТУРА НА КАПИТАЛА И РЪКОВОДНИ ОРГАНИ НА БФБ–СОФИЯ

БФБ–София е акционерно дружество. Държавата притежава най-голям дял от капитала – 37,6 на сто. Над две-трети от останалите акции се притежават от финансови институции, т.е. банки, инвестиционни посредници, финансово-брокерски къщи и застрахователни дружества. Законодателството не допуска акционери, различни от държавата, да притежават пряко или чрез свързани лица повече от 5 на сто от акциите в БФБ–София.

БФБ има едностепенна система на управление и съвет на директорите. Съветът на директорите отговаря за текущата дейност на борсата. Всички решения относно членството, търговията с ценни книжа и санкциите спрямо членовете на борсата се съгласуват с нарочен комитет в съответствие със законовите изисквания. Комитетът има петима членове, сред които представители на акционерите на борсата, членовете на борсата, борсовите посредници и емитентите на ценни книжа.

ЧЛЕНСТВО И БОРСОВ АРБИТРАЖ

БФБ–София функционира съгласно система от правила и изисквания, които гарантират прозрачност на сделките, равенство на участниците и точно изпълнение на задълженията.

Според правилата на борсата членовете са длъжни:

- да бъдат инвестиционни посредници, получили разрешение да извършват сделки с ценни книжа при условията и по реда на закона, и банки, получили разрешение за извършване на такава дейност при условията и по реда на Закона за банките, както и да бъдат вписани в регистъра на ДКЦК;
- да не са членове на друга фондова борса в Република България;
- да членуват в Централния депозитар или да имат договор с член на Централния депозитар;
- да притежават не по-малко от 1000 акции от капитала на борсата; да са сключили трудови договори за работа на пълно или непълно работно време с най-малко двама борсови посредници (брокери).

Понастоящем за членове са одобрени 78 български институции – 56 инвестиционни посредници и 22 банки. Дванадесет от тях (5 инвестиционни посредници и 7 банки) са собственост на чуждестранни институции. БФБ–София е учредила арбитражен съд, който разглежда искове срещу членове на борсата във връзка със сетълмента и изпълнението на сделките. Арбитражният съд решава споровете въз основа на закона, борсовия правилник и обичаите в борсовата търговия.

БОРСОВИ ПАЗАРИ

При стартирането на дейността на БФБ–София има определено противоречие между стремежа за обслужване на възможно най-голям брой клиенти и опитите за създаване на прозрачен пазар, защото голяма част от дружествата, приватизирани чрез програмата за масова приватизация, създават проблеми за БФБ–София. От тях се е изисквало да предоставят финансова информация преди началото на търговете за масова приватизация, но тази информация се оказва недостатъчна от гледна точка на търговия с ценни книжа по българското право. Законът задължава дружествата, чиито акции се предлагат публично, да публикуват проспект с подробно предписани реквизити. Поради желанието търговията с ценни книжа да започне бързо след търговете за масова приватизация повечето дружества не са в състояние или не желаят да съставят проспект според изискванията. За преодоляване на този проблем БФБ–София взема решение да създаде два типа пазари – официален пазар и свободен пазар. Тези термини разкриват вида на информацията, която предоставя едно дружество.

ОФИЦИАЛЕН ПАЗАР НА АКЦИИ

Официалният пазар на акции се подразделя на сегменти главно в зависимост от периода, за който съществуват заверени годишни счетоводни отчети. Стандартите за приемане за борсова търговия във всеки сегмент са описани в таблица 14. До края на юни 1999 г. три дружества се търгуват на сегмент „А“, 5 дружества – на сегмент „В“, и 23 дружества – на сегмент „С“.

ТАБЛИЦА 14. Стандарти за приемане за търговия на официалния пазар на БФБ–София

	Официален пазар		
	Сегмент "А"	Сегмент "В" (Паралелен)	Сегмент "С" (Временен)
Завършени финансови години със заверени годишни счетоводни отчети	най-малко 5	най-малко 3	най-малко 1
Пазарна капитализация	най-малко 2 млрд. лв.	най-малко 1 млрд. лв.	най-малко 500 млн. лв.
Публично предложена част от емисията, %	най-малко 25 %	най-малко 10 %	най-малко 10 %
Брой на акционерите	най-малко 500	най-малко 250	най-малко 250
Положителен финансов резултат	за предходните 3 години	за предходната финансова година	-
Разпределен дивидент	поне веднъж през предходните 3 години	-	

:

Б Б

И трите дружества в сегмент „А“ са промишлени предприятия. „Полимери“ и „Оловно-цинков комплекс“ са големи дружества, приватизирани чрез масовата приватизация. „Елкабел“ – производител на промишлени кабели, е едно от малкото дружества, приватизирани чрез продажба на акции на фондовата борса. В сегмент „В“ има 4 фармацевтични предприятия (миноритарни участия в хода на масовата приватизация) и една частна банка – ЦКБ. В сегмент „С“ са регистрирани петнадесет бивши приватизационни фонда, една частна банка (БРИБ) и „Електроимпекс“ – друго дружество, приватизирано чрез продажба на акциите му на фондовата борса. Единственото важно промишлено предприятие в сегмент „В“ е „Варненска корабостроителница“ (корабостроителният завод във Варна).²¹

Най-важното условие, по което се различават дружествата в отделните сегменти, е периодът, за който се изискват заверени годишни счетоводни отчети. То има пряко отношение към приватизационните фондове, преобразувани в инвестиционни дружества или в холдинги. Тъй като са съществували по-малко от три години, тези нови дружества не отговарят на изискванията за регистрация в сегмент „А“ или „В“ на пазара.

Останалите изисквания не са сериозна пречка за евентуално приемане на акциите за търговия. Както изискването за пазарна капитализация, така и ограничението за процентния дял на публично предлаганите акции не са особено ограничаващи. Условието за пазарна капитализация в сегмент „В“ е приемливо ниско (280 000 щатски долара). Почти всички дружества от програмата за масова приватизация бяха предложени с най-малко 25 на сто от акциите си в търговете, така че и това не е особено препятствие.

Тъй като повечето дружества, които се търгуват на борсата, са участвали в масовата приватизация, почти всички те имат множество акционери. Въпреки това има и случаи на отпадане на акциите от търговия. Такъв е случаят с „МДК“, голямо медодобивно предприятие. Когато дялът на държавата в „МДК“ е продаден на белгийското дружество „Юнион миниер“, новият собственик изкупува акциите на останалите собственици.

²¹ Неотдавна „Варненска корабостроителница“ е преместена в „свободния пазар“, тъй като дружеството е обявено в несъстоятелност.

Последните две условия – положителен финансов резултат и изплащане на дивиденди, досега също не са били пречка за приемане на акциите на някое дружество, но могат да се превърнат в препятствие в бъдеще. От една страна, условието дружеството да има положителен финансов резултат не е било прилагано на практика. От друга страна, тъй като от печелившите държавни предприятия се изисква да разпределят 50 на сто от печалбата си като дивидент на държавата, тези фирми автоматично отговарят на изискването. Остава да се види дали това изискване ще породи проблеми в бъдеще и дали наистина ще бъде приложено.

Барьерите за приемане за търговия на официалния пазар са много ниски, но въпреки това твърде малко дружества са на този пазар. Проблемът се крие в произхода на пазара. Почти всички дружества са приватизирани чрез програмата за масова приватизация и те не виждат възможност да набират допълнителен капитал на фондовата борса. Както бе посочено в раздел II.3., липсват стимули за участие в капиталовия пазар, тъй като участието е скъпо и дружествата не виждат никакви предимства от това си участие.

Подобна тенденция се проявява и на Пражката фондова борса. През периода 1991-1998 г. нито едно чешко дружество не е извършило първоначално публично предлагане. Както изтъкват Джонсън и Шлайфер (1999), тази картина ярко контрастира с положението на Варшавската борса, където през същия период 136 дружества са извършили първоначално публично предлагане, а само през 1998 г. са набрани нови средства като акционерен капитал в размер на над 1 млрд. щатски долара.²²

ОФИЦИАЛЕН ПАЗАР НА ОБЛИГАЦИИ

Официалният пазар има и четвърти сегмент – сегментът на облигациите. БФБ–София приема на официалния пазар всички ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата или от Българската народна банка (БНБ).²³ Тя трябва да приема и всички ценни книжа, издадени от международни организации, на които Република България е член.

Държавните ценни книжа, общинските облигации и дружествените облигации по дефиниция се приемат на облигационния сегмент, но засега не се търгуват държавни ценни книжа. Пречките за търговията с държавни ценни книжа са главно технически, защото БФБ–София работи с Централния депозитар, а регистрацията и сетълментът на държавни ценни книжа се извършват от БНБ. Новите емисии държавни ценни книжа се пласират от първични дилъри, избрани от Министерство на финансите. Понастоящем това са предимно големите търговски банки. Вторичната търговия с държавни ценни книжа обаче не е добре развита, като повечето вторични сделки са в изпълнение на договори за обратно изкупуване (РЕПО сделки). Изграждането на вторичен пазар на държавни ценни книжа е реална възможност. Той ще разшири обхвата на търговията на БФБ–София и ще увеличи обема на сделките. Тъй като поначало се смятат за най-безрисковия актив, държавните ценни книжа са важен елемент в повечето диверсифицирани портфейли. В същото време лихвата по ДЦК е важна база, спрямо която пазарите оценяват по-високорисковите ценни книжа.

В момента пазарът на държавни ценни книжа в България е ограничен. Правителството има първичен излишък на бюджета, така че облигациите, емитирани от държавата, са предназначени основно за рефинансиране на ценни книжа с настъпил падеж. Следва да се отбележи обаче, че поради разбирането за значението на пазара на държавни ценни книжа няколко

²² Според Джонсън и Шлайфер неуспехът на дружествата при набирането на допълнителен капитал на чешките пазари е значим показател за проблемите, които съществуват на тези пазари. Когато обясняват различното поведение в Чехия и Полша, тези автори изтъкват разликите в нормативната уредба, а не толкова методите на приватизация. Българската нормативна уредба далеч не е съвършена, но е значително по-стабилна от чешката уредба през същия период.

²³ Вътрешният правилник за дейността на БФБ – София поначало допуска търговия с ценни книжа, издадени или гарантирани от БНБ, на официалния пазар на облигации. В същото време обаче съществуват правила, свързани с ролята на БНБ като валутен борд, които на този етап възпрепятстват банката да издава или гарантира ценни книжа.

азиатски правителства издават държавни ценни книжа, въпреки че нямат нужда от средства за финансиране на държавните разходи.²⁴

По отношение на дружествените (корпоративните) облигации съществуват определени изисквания. За да емитират облигации на пазара, дружествата трябва да отговарят на следните условия: (1) емитентът да е съществувал в продължение на най-малко три пълни финансови години от датата на учредяването; (2) номиналната стойност на емисията да е не по-ниска от 100 млн. лв.; (3) най-малко 25 на сто от облигациите в емисията да бъдат предложени публично.

Много участници на пазара са на мнение, че възможностите за емитиране на нови облигации са по-добри от възможностите за издаване на нови акции. В момента банките поддържат лихва от 14–16% по нови заеми за оборотни средства и още по-високи лихви по инвестиционните заеми, докато лихвите по влоговете са 3–4 на сто. Емитирането на облигации е начин да се използва този голям марж. Засега обаче има само един емитент. Компютърното дружество „Прософт“ емитира първите облигации на фондовата борса през август 1999 г. Емисията не е обезпечена, но е застрахована при един от най-големите застрахователи, а финансовите резултати на дружеството за 1998 г. са отлични. Но до ноември 1999 г. успехите в продажбата на емисията са все още ограничени.²⁵ Следва да се има предвид, че Търговският закон предвижда, че облигации могат да се издават от акционерно дружество най-малко две години след вписването му в търговския регистър и ако има два годишни счетоводни отчета, приети на общото събрание.

Емитирането на общински облигации е друга възможност. Столична община успешно емитира облигации в Люксембург, където пазарът е по-дълбок. Още две общини са подали заявление да емитират облигации, като проспектът на община Свищов бе одобрен от ДКЦК след доста продължителна процедура. Трудното за общините при евентуално емитиране на облигации е това, че техните приходи зависят от централното правителство и заемодателите трябва да вземат предвид тези допълнителни рискове.²⁶ София е особен случай, тъй като общинската управа в столицата има много по-силно влияние върху централното правителство.

СВОБОДЕН ПАЗАР

Свободният пазар е единен недиференциран пазар. На свободния пазар са регистрирани три категории дружества: а) дружества, които не са кандидатствали за приемане на акциите за търговия и регистрация на официалния пазар; б) дружества, които са кандидатствали за приемане и регистрация на официалния пазар, но са получили отказ, и в) дружества от масовата приватизация, които не отговарят на изискванията на официалния пазар.

²⁴ Трябва да се отбележи, че целият първи раздел на последния доклад на ОИСП (1998) за капиталовите пазари в икономиките в преход е посветен на пазарите на държавни ценни книжа. В Русия държавните ценни книжа силно привличат чуждестранни инвеститори.

²⁵ В момента могат да се правят само спекулативни предположения дали за дружествата би било по-лесно да набират допълнителен капитал чрез облигации или чрез акции. От гледна точка на емитента съществуват стимули да търси допълнителни заеми от пазара на облигации. Чрез програмата за масова приватизация много фирми на практика са издали повече акции, отколкото биха желали. При търсенето на равновесие между собствен и заеман капитал тези дружества ще предпочетат заемите, а получаването на кредити от банките е трудно поради ограничителната парична политика, наложена от валутния борд. От гледна точка на заемодателите банките имат информационно предимство на пазара. Те могат да сключват по-гъвкави договори и да наблюдават заемателите чрез методи, с които пазарът не разполага. Кредиторите може би ще предпочетат заемите пред собствения капитал, ако преценят, че рискът от изпадане в несъстоятелност е малък.

²⁶ В Свищов е направен неуспешен опит за получаване на банкови гаранции или застраховане на кредита. Ако възникнат проблеми, инвеститорите ще трябва да сезират съда и да осъдят общината, което е тромав процес. Падежът на емисията е седем години и по облигациите ще бъде плащана променлива лихва в размер на основния лихвен процент плюс 3%. Инвестиционният посредник, който организира подписката, е обявил, че възнамерява да предлага облигациите на фондовата борса.

ПРИВАТИЗАЦИОНЕН СЕГМЕНТ

Наскоро в БФБ–София бе създаден и приватизационен сегмент. До юли 1999 г. правителството използва свободния пазар на БФБ, за да предлага за приватизация акциите – държавна собственост. Най-напред са предложени акциите на дружествата, включени в „първата вълна“ на масова приватизация (вж. таблица Б7. в Приложение Б). Чрез създаването на отделен сегмент, на който правилата за търговия ще се различават от останалите сегменти, правителството възнамерява да използва по-активно БФБ–София за целите на приватизацията.

СИСТЕМА НА ТЪРГОВИЯ

Тръжните сесии на БФБ–София се провеждат всеки работен ден. БФБ използва система на непрекъсната търговия на основата на поръчки. Поръчките за продажба и покупка се въвеждат в електронната тръжна система, която ги обработва автоматично. Изпълняват се стандартните видове поръчки, включително поръчки с пределна цена, „всичко или нищо“, пазарни поръчки, поръчки, валидни през същия ден, поръчки, валидни до отмяна.

Когато пазарите имат толкова ниска ликвидност, използването на система на непрекъсната търговия на основата на поръчки има както предимства, така и недостатъци.²⁷ Тъй като потокът на поръчки е малък, непрекъснатата търговия може да предизвика големи разлики в цените. Тази възможност за манипулации изисква непрекъснатите пазари да бъдат наблюдавани внимателно.

В БФБ–София има нагласата за реакция във връзка с проблемите, които се проявяват при системата за търговия. Един от тях са кръстосаните сделки, при които един и същ брокер представлява двете страни по сделката. Електронната система е изменена така, че сделките да не бъдат сключвани незабавно. Това позволява друг брокер да встъпи в сделката, преди двете страни да са я сключили. По-късно това правило е отменено. Друг проблем са поръчките от вида „всичко или нищо“, тъй като при тях се затруднява спазването на приоритетните показатели за изпълнение (цена и време). За преодоляване на тази ситуация системата изпълнява поръчките от вида „всичко или нищо“ чрез натрупване на насрещни поръчки до достигане на желан брой акции.

Колебливостта на цените се контролира чрез ограничения върху движението на цените на акциите, прилагани както на официалния, така и на свободния пазар. На официалния пазар цените първоначално са ограничени в рамки от ± 5 на сто от средно-претеглената цена на всички сделки, извършени по време на сесията, на която за последен път е предложена определена емисия. Впоследствие тези граници са разширени до ± 15 на сто. Ценовите ограничения по поръчки, изпълнявани на свободния пазар, най-напред са ± 25 на сто. По-късно те също са разширени до ± 30 на сто. Системата на търговия допуска вписване на поръчки извън тези рамки само в особени случаи, свързани с конкретна нова публична информация или при сравнително дълги периоди без никаква търговия.

Сделките с голям брой ценни книжа могат да бъдат договорени от членовете извън пода на борсата. Тези „блокови“ сделки обаче трябва да бъдат изпълнени на БФБ–София, като съответните ценни книжа трябва да са приети за пакетна търговия. Съветът на директорите провежда заседания периодично, но не по-рядко от един път всяко тримесечие, за да преразгледа списъка на книгата, приети за блокова търговия. Този списък се обнародва в официалния бюлетин на борсата. За всяка емисия в списъка за блокова търговия съветът на директорите определя и минималния брой акции, които съставляват пакет за този вид търговия.

²⁷ Вж. Pohl, Jedrzejczak and Anderson, „Creating Capital Markets in Central and Eastern Europe, World Bank Technical Paper No. 295,“ 1995, за анализ на предимствата и недостатъците на различните варианти.

Цената на пакетните сделки не може да се различава съществено от цената на сделките на пода. Ценовите ограничения относно сделки на пода за всяка емисия от списъка за пакетна търговия се определят също от съвета на директорите. Обхватът на цените зависи от пазарните условия и от ликвидността на емисията. Последните ценови граници са ± 30 на сто на официалния пазар и ± 100 на сто на свободния пазар.²⁸

Борсата събира членски внос, такси за първоначална регистрация, такси за поддържане на регистрацията и такси по сделките. Таксите по сделките възлизат на 0,2 на сто от стойността на сделката с акции, и съответно 0,01 на сто и 0,002 на сто от стойността на сделките с дружествени (корпоративни) облигации и държавни ценни книжа. Таксата за първоначална регистрация и за поддържане на регистрацията зависи от стойността на емисията.

Като се има предвид ниската ликвидност на акциите на почти всички дружества (само с няколко изключения), препоръчително е БФБ–София да обмисли възможността да последва примера на други фондови борси в Европа и да създаде две отделни системи на търговия. За акциите на дружества, които се търгуват често, трябва да продължи използването на непрекъснатата търговия на основата на поръчки, която съществува и сега. За акциите на дружества, които не се търгуват често, може да се използва тръжна система по заявка, ако поръчките могат да бъдат изпълнявани веднъж на ден. Това ще подобри ликвидността на акциите в дружества, които не се търгуват толкова често.²⁹

КЛИРИНГ, СЕТЪЛМЕНТ И ГАРАНЦИОНЕН ФОНД

Процесът на клиринг и сетълмент започва от деня T, когато се сключва сделката. След тръжните сесии БФБ–София съставя отчет на брутна основа за изтъргуваните акции и свързаните с тях парични преводи. Отчетът се изпраща на Централния депозитар. ЦД проверява балансите на ценни книжа на продавачите и изпраща поръчките за извършване на паричните преводи на банките, в които се водят сметките на инвестиционните посредници. На ден T + 2 Централният депозитар получава от банките потвърждение за извършените преводи и извършва сетълмента. На ден T + 3 БФБ–София получава потвърждение от Централния депозитар за извършеното регистриране на прехвърлянето на ценни книжа.

При възприетата процедура на практика всяка сделка се изпълнява без предварителен клиринг. Това се дължи на невъзможността за извършване на клиринг по банков път. При подобна процедура инвестиционните посредници трябва да влагат повече парични средства от действително необходими и търговската им дейност не е така гъвкава.

Към БФБ–София е създаден и гаранционен фонд, който гарантира сетълмента по сделките, сключени на пода. Всички членове на БФБ–София са длъжни да участват в гаранционния фонд. Те внасят 5 на сто от среднодневния обем за последния отчетен период. Фондът обаче не гарантира „блокови“ сделки. При тях ако продавачът не разполага с достатъчно ценни книжа или по сметката на купувача в банката няма достатъчно средства, не се извършва сетълмент.

ПРАВИЛА ЗА РАЗКРИВАНЕ НА ИНФОРМАЦИЯ

Съгласно ЗППЦК емитентите, чиито ценни книжа са приети за търговия на БФБ–София, са длъжни да предоставят подробна информация на пазара. Тези изисквания са аналогични на изискванията за отчитане пред ДКЦК

²⁸ Много от тези сделки нарушават разпоредбите на ЗЦКФБИД, които изискват публичен търг при придобиване на мажоритарно дялово участие. Тази законова норма не е прилагана на практика.

²⁹ През 1997 г. фондовата борса в Рига преминава от система на търгове по заявка към система на непрекъснатата търговия на основата на поръчките. Това е един от малкото примери за промяна на системата на търговия, с които разполагаме. Кайрис (Kairys et al., 1999) е на мнение, че тази промяна е довела до голямо нарастване на общата търговия на фондовата борса в Рига, но обемът на търговия с нисколиквидни акции е спаднал значително.

(вж. анализа на общите правила за разкриване в раздел V.2.). Управителните органи и изпълнителните членове на емитентите, чиито ценни книжа са приети за търговия на борсата, носят отговорност за пълното и своевременно разкриване на информация, която може да повлияе върху пазарния курс на ценните книжа.

На практика малко дружества спазват това изискване. Дружествата, чиито акции са приети на официалния пазар, имат договори с БФБ–София и предоставят информация. Но много малка част от дружествата, търгувани на свободния пазар, дават информация на БФБ. Понастоящем по-малко от 70 дружества от близо 850 регистрирани на свободния пазар дават информация периодично. Трябва да се отбележи, че много дружества предоставят информация на ДКЦК, но не и на БФБ–София, тоест нужно е по-добро съгласуване между тези важни институции.

На този етап БФБ–София не разполага с правен механизъм, чрез който да задължи емитентите да изпълняват изискванията. Единствената мярка, която тя може да предприеме, е да преустанови търговията с техните ценни книжа, а това на практика би увредило интересите на акционерите.

Същевременно БФБ има задължения във връзка с надзора и изпълнението на правилата от страна на инвестиционните посредници. Тя контролира търговията, следи за борсови манипулации и контролира инвестиционните посредници, но практическите процедури все още не са добре установени. БФБ–София може да налага глоби на инвестиционните посредници или временно да ги отстранява от търговия.

2. ИНВЕСТИЦИОННИ ПОСРЕДНИЦИ

ЗППЦК изисква всички сделки с ценни книжа да бъдат извършвани само от инвестиционни посредници, получили разрешение за тази дейност. Разрешенията на инвестиционните посредници се издават от ДКЦК с едно изключение – търговските банки. Те получават своите разрешения за банкова дейност от БНБ. След като имат банкова лицензия, банките не подават заявление за разрешение за инвестиционен посредник. Те само са длъжни да се регистрират в ДКЦК като лица, които извършват и тази дейност.

ДКЦК е натоварена с регулирането на инвестиционните посредници. Тя регулира и дейността на търговските банки като инвестиционни посредници на капиталовия пазар. По-конкретно се регулират капиталовата адекватност, ликвидността, стандартите за компетентност на управителите и присъствието на правоспособни брокери в персонала на инвестиционния посредник.

ДКЦК издава два вида разрешения. По-ограничената лицензия позволява на инвестиционните посредници да извършват брокерски услуги. Пълното разрешение дава на инвестиционните посредници право да предлагат брокерски услуги, да сключват сделки за своя сметка и да поемат нови емисии.

Според отменения ЗЦКФБИД инвестиционните посредници в България можеха да съчетават дейност по търговия с ценни книжа и дейност по управление на портфейли на институционални инвеститори. Евентуалният конфликт на интереси беше предмет на широки разисквания в професионалните среди. В резултат на това ЗППЦК въведе изискване за отделяне на търговията с ценни книжа от управлението на портфейли, като управлението на портфейли е поверено на специализирани „управляващи дружества“, чиято дейност също е регулирана от ДКЦК.

През юни 1999 г. има 105 инвестиционни посредници, включително търговски банки, регистрирани (но не лицензирани) като инвестиционни посредници от ДКЦК. От тях само 73 са членове на БФБ–София и имат място на борсата. За да бъде член на борсата, инвестиционният посредник трябва да бъде акционер на БФБ–София. За да има място на борсата, посредникът трябва да има и двама правоспособни брокери, които работят на борсата. Брокерите придобиват правоспособност, след като положат изпит пред ДКЦК.

Заслужава да се отчете, че търговията се доминира до голяма степен от няколко големи инвестиционни посредника. Седем или осем големи инвестиционни посредници контролират 55-65 на сто от търговския оборот на БФБ–София. Двадестте най-активни посредници покриват близо 80 на сто от оборота на БФБ. Като се има предвид ниският оборот на борсата, трудно е да се прогнозира как другите посредници ще се задържат на този пазар.

3. ЦЕНТРАЛЕН ДЕПОЗИТАР

Централният депозитар (ЦД) е учреден като акционерно дружество през август 1996 г. Съгласно ЗППЦК, а и според отменения ЗЦКФБИД, всички дружества, чиито акции се предлагат публично, имат безналични акции и книгите на акционерите на тези дружества се водят от ЦД. Наред с това клирингът на сделките се извършва чрез ЦД, т.е. депозитарят действа и като агент по прехвърлянето. Създаването на ЦД улеснява сделките с ценни книжа и решава много проблеми, появили се в други икономики в преход, където книгите на акционерите се водят от дружествата.

Акционери в ЦД са големите търговски банки, Българска народна банка (БНБ) и Министерство на финансите (МФ). ЦД има петчленен съвет на директорите, в който БНБ и МФ имат по един представител. БНБ и МФ имат право на вето върху решенията на общото събрание на акционерите.

Членството в ЦД е важно, тъй като само членовете могат да взаимодействат пряко с депозитаря, за да регистрират сделки. Всяко друго лице, което желае да регистрира сделка, трябва да бъде представлявано от член на ЦД. Членовете на ЦД могат да бъдат инвестиционни посредници, инвестиционни дружества, фондовата борса, както и чуждестранни депозитари и клирингови институции. Членовете трябва да отговорят на специални финансови и технически условия и изисквания за дейността. Финансовите изисквания включват поддържането на салдо по банковите сметки, нужно за сетълмента на борсовите сделки, и вноски в гаранционния фонд.

ЦД води официалните книги на акционерите. Всички сделки, независимо дали са извършени на БФБ–София или извън борсата, трябва да бъдат вписани в ЦД. Тъй като само членовете могат да взаимодействуват с ЦД, всички сделки се сключват чрез инвестиционни посредници. Когато сделката се извършва извън борсата, инвестиционните посредници представят само документи, с които удостоверяват сключването на сделка между две лица, а ЦД само я регистрира. Клирингът на сделката остава задължение на двете лица. Когато сделката се извършва на БФБ–София, клирингът и сетълментът се извършват в тридневен срок. ЦД управлява гаранционен фонд, който се използва за превантивни мерки и за обезщетяване на вредите, причинени от дейността на депозитаря.

Всеки инвеститор има право на достъп до регистрите на Централния депозитар чрез негов член само относно информацията, свързана с притежаваните от него ценни книжа, със сделки с ценни книжа, по които той е страна, както и на цялата информация от книгата на акционерите или облигационерите на дружеството, в което той е акционер, съответно облигационер (чл.133, ал.1 ЗППЦК). Наистина е важно данните за отделните сделки да бъдат защитени, но при тази постановка се затруднява получаването на информация за променящата се структура на собствеността в икономиката. В тази връзка по-трудно е да се поддържа становището, че агрегирани данни, които отразяват структурата на собствеността в икономиката, трябва да се защитават от публичен достъп по същия начин.

На този етап ЦД функционира добре. Спорове за неправилна регистрация на акционери са малобройни и все повече расте доверието на пазарните субекти, че сделките ще бъдат изпълнявани бързо и точно.

4. ДЪРЖАВНА КОМИСИЯ ПО ЦЕННИТЕ КНИЖА (ДКЦК)

ПРАВЕН СТАТУС И ФУНКЦИИ НА КОМИСИЯТА

ДКЦК е създадена, за да осигури защита на интересите на инвеститорите и да стимулира развитието на пазара на ценни книжа. ДКЦК има регулативни и контролни правомощия спрямо: емитирането и сделките с ценни книжа; учредяването и дейността на фондовите борси; учредяването и дейността на инвестиционните посредници и инвестиционните дружества.

ДКЦК има седем членове. Председателят и членовете на комисията се назначават от Министерския съвет по предложение на министъра на финансите за срок пет години. Членовете могат да бъдат освободени предсрочно само при извършено умишлено престъпление от общ характер, установено с влязла в сила присъда, при извършено нарушение на ЗППЦК или при невъзможност да изпълняват задълженията си в продължение на повече от шест месеца. Индивидуалните административни актове на комисията могат да се обжалват само пред Върховния административен съд.

КОНТРОЛ, УПРАЖНЯВАН ОТ КОМИСИЯТА

Регулативната функция на комисията е свързана преди всичко с разработването на проекти и приемането на актове в рамките на правомощията, предоставени от закона. Проектите на нормативни актове се представят на Министерския съвет за одобрение. В повечето случаи Министерският съвет е приемал проектите, изготвени от комисията, без сериозни възражения.

През април 1998 г. комисията изиграва съществена роля за някои важни изменения и допълнения на тогава действащия ЗЦКФБИД, които се отразяват положително върху организацията на капиталовия пазар. Сред тях са определението на публично дружество, задължението на публичните дружества да издават само безналични поименни акции, задължението на публичните дружества да водят книгата на акционерите само при Централния депозитар. Комисията има съществена роля за разработването и приемането от Парламента на новия Закон за публично предлагане на ценни книжа, една от целите на който е законодателството да бъде доближено в по-голяма степен до директивите на ЕО. Тя е организираща и няколко публични обсъждания на проекта на ЗППЦК в професионалните среди.

Най-важната дейност на ДКЦК е издаването на разрешения и надзорът върху контролираните от нея лица. Тези лица са длъжни периодично да представят на комисията отчети и да я уведомяват при настъпването на важни промени. ДКЦК има и право да иска информация и/или да прави проверки на място.

Ако комисията установи, че е извършено нарушение на закона или инвеститорите се нуждаят от защита, тя може да наложи административни санкции, включително спиране на сделките, насрочване на заседание на управителните или контролните органи и отнемане на разрешението. Председателят на ДКЦК може да налага административни наказания – глоби – при нарушения на приложимите правила и разпоредби.

V. ЗАКОНОДАТЕЛСТВО В ОБЛАСТТА НА ЦЕННИТЕ КНИЖА

1. ОСНОВНИ НОРМАТИВНИ АКТОВЕ, РЕГУЛИРАЩИ КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ

Основните нормативни актове, които регулират капиталовия пазар в България, са следните: Закон за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) (обн. ДВ, бр. 114 от 1999 г.); Наредба за проспектите при публично предлагане на ценни книжа (обн. ДВ, бр. 23 от 1996 г.); Наредба за разрешенията за извършване на дейност като фондова борса, инвестиционен посредник и инвестиционно дружество (обн. ДВ, бр. 23 от 1996 г.); Наредба за изискванията към дейността на инвестиционните посредници (обн. ДВ, бр. 95 от 1997 г.); Наредба за капиталовата адекватност и ликвидността на инвестиционните посредници (обн. ДВ, бр. 95 от 1997 г.); Наредба за минималното съдържание на пълномощно за представителство на акционер в общото събрание на дружество, чиито акции са били предмет на публично предлагане (обн. ДВ, бр. 124 от 1997 г.); Наредба за изискванията, на които трябва да отговарят физическите лица, които непосредствено сключват и изпълняват сделките с ценни книжа, и за реда за придобиване на правото да упражняват такава дейност (обн. ДВ, бр. 8 от 1998 г.).

Отмененият ЗЦКФБИД беше приет през 1995 г. и представляваше първият български нормативен акт, регулиращ пазара на ценни книжа. Законът уреждаше емитирането на ценни книжа, търговията с тях, учредяването и дейността на фондовите борси, инвестиционните посредници и инвестиционните дружества. Той въвеждаше изисквания за разкриване на информация от емитентите на ценните книжа, предложени публично, за представителството в общото събрание на публично дружество, както и особени правила за защита на инвеститорите, например разкриване на големи дялови участия в дружества, чиито акции се предлагат публично.

ЗЦКФБИД стана основание за създаване на Комисията по ценните книжа и фондовите борси (КЦКФБ), преименувана след приемането на ЗППЦК в ДКЦК. Комисията е органът, натоварен с осигуряване на практическото функциониране на режима, въведен със закона.

ЗЦКФБИД и Законът за приватизационните фондове създадоха правна рамка за процеса на масова приватизация. Тези закони позволяват процесът на масова приватизация да протече в сравнително добре регулирана среда. Законът за приватизационните фондове въведе изисквания за лицензиране на фондовете и правила за постоянно наблюдение на дейността им от страна на тогавашната КЦКФБ. Изисква се спазване на разпоредбите за диверсификация на портфейлите на фондовете, въведени са други ограничения и забрани с цел защита на интересите на инвеститорите.

Опитът със ЗЦКФБИД, натрупан през последните четири години, разкри реди недостатъци. Въпреки че повечето норми в закона, общо взето, съответстваха на директивите на ЕС в тази област, някои от разпоредбите му трябваше да бъдат изменени, за да бъде законът в пълно съответствие със стандартите в ЕС. В тази връзка Народното събрание разгледа и прие нов Закон за публично предлагане на ценни книжа. Новият закон привежда българското законодателство в областта на ценните книжа в по-пълно съзвучие със стандартите и изискванията на най-важните директиви на ЕО. Новият закон разширява правомощията за разследване и засилва механизмите за привеждане на разпоредбите му в изпълнение, които са на разположение на ДКЦК. Новият закон също предоставя на комисията и по-широки правомощия спрямо дейността на фондовата борса и Централния депозитар. Наред с това на ДКЦК се дава по-широка възможност за разработване на наредби; така тя ще бъде по-гъвкава и ще реагира бързо на промените на пазара. Като цяло новият закон представлява важна стъпка към усъвършенстване на правната структура на пазара на ценни книжа и доближава България до съответните изисквания и практика в ЕС. По-под-

робно сравнение между действащия български закон, отменения ЗЦКФБИД, актовете на ЕО и чешкото законодателство предлагаме в Приложение А.

На този етап правоприлагането е по-голямо предизвикателство от приемането на добър закон. Нормативните актове са аналогични на актовете в европейските страни, но много от разпоредбите на ЗЦКФБИД бяха по-

Действащото законодателство не е съвсем ясно и недвусмислено по въпроса за обема на изискваната информация. То не урежда отговорността на членовете на управителните органи, ако е представена невярна, непълна или подвеждаща информация, която уврежда акционерите. За да се постигне спазване на законовите изисквания за разкриване на информация, ДКЦК трябва да приеме наредби с подробни предписания за съдържанието на периодичните отчети, изисквани от публичните дружества, а след това да налага административни санкции.

Според закона комисията е длъжна да прави получените данни публично достояние, като така осигурява достъпа на инвеститорите до тях. На практика обаче достъпът често е ограничен или информацията се представя във форма, в която трудно се ползва. Тези проблеми съществуват както в ДКЦК, така и в БФБ–София. Отчетите не са достатъчно уеднаквени и част от предоставяната информация не е актуализирана. Това затруднява сравненията между отделните дружества. В някои случаи достъпът е допълнително ограничен поради тромавите процедури, които обезсърчават всички клиенти (освен най-агресивните). Тези проблеми затрудняват дори професионалните институционални инвеститори и са особено неблагоприятни за индивидуалните непрофесионални инвеститори.

В последно време ДКЦК полага усилия за подобряване на достъпа на инвеститорите до информация. Комисията е открила публичен информационен център. Очаква се достъпът до информацията да се разширява успоредно с развитието на центъра и с усъвършенстването на техническите характеристики на самия регистър.

Друга важна област са счетоводните процедури и стандарти. Действащото законодателство задължава акционерните дружества да приключват финансовата година след заверка на счетоводните отчети от дипломиран експерт-счетоводител, назначен от общото събрание на акционерите, като това изискване важи за всички публични и частни акционерни дружества. Тук трябва да бъдат решени два важни въпроса. Първо, все още има важни разлики между националните и международните счетоводни стандарти. Така за чуждестранните инвеститори е много трудно и скъпо да тълкуват българските счетоводни отчети. Това създава у тях впечатлението, че българските дружества са високорискови, а оттам цената за финансиране на българските фирми реално се повишава. Второ, отговорността на одиторите пред акционерите не е ясно определена. Акционерите не могат да бъдат сигурни, че всички одитори винаги изпълняват задълженията си добросъветно. Това намалява възможностите на акционерите да наблюдават и да контролират дейността на дружеството. От тази гледна точка норми, които позволяват на акционерите да търсят отговорност от одиторите, биха допринесли за съставянето на по-точни финансови отчети и биха поставили акционерите в по-добро положение.

VI. КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ И КОНТРОЛ НА ДРУЖЕСТВАТА

Доброто корпоративно управление се опира върху добро законодателство и висококачествена съдебна система. Но това не е достатъчно. Също тъй важно е да бъдат създадени традиции, които поощряват моралното и етичното поведение в деловата дейност. Само тогава се създава обща среда, която спомага за доброто управление на дружествата.

Както нормативната уредба, така и обществените условия в България са все още неразвити. Досега съдилищата не са имали опит в областта на корпоративното управление в пазарна среда. Липсата на традиции прави още по-важно строгото и детайлно регулиране на управленските отношения чрез дружественото право.

Търговският закон изисква акционерните дружества (включително всички публични дружества, чиито акции се предлагат на капиталовия пазар) да се управляват от: а) общо събрание на акционерите, и б) съвет на директорите (едностепенна система на управление) или надзорен съвет и управителен съвет (двустепенна система на управление).

Според ТЗ общото събрание на акционерите включва всички акционери с право на глас. Те могат да участват в общото събрание лично или чрез представител. Общото събрание:

- изменя и допълва устава;
- увеличава и намалява капитала;
- преобразува и прекратява дружеството;
- избира и освобождава членовете на съвета на директорите (едностепенна система) и на надзорния съвет (двустепенна система);
- определя възнагражденията на членовете на съвета на директорите или на надзорния съвет;
- назначава и освобождава дипломирани експерт-счетоводители за одитори на дружеството;
- решава издаването на облигации;
- назначава ликвидаторите при прекратяване на дружеството, освен в случай на несъстоятелност;
- освобождава от отговорност членовете на надзорния или управителния съвет (двустепенна система) и членовете на съвета на директорите (едностепенна система);
- решава всички други въпроси, предоставени в негова компетентност от закона и устава.

По правило решенията на общото събрание се вземат с обикновено мнозинство от представените акции. Законът допуска само три изключения. Мнозинство 2/3 от акциите, представени на общото събрание, се изисква за решенията: (1) за изменение и допълване на устава; (2) за промяна на предмета на дейност на дружеството, или (3) за прекратяване или преобразуване на дружеството.

Уставът може да предвиди по-големи мнозинства за някои решения и това е често срещана практика. За съжаление подобни разпоредби затрудняват извършването на дейността. Когато има няколко големи акционери, включването на уставно изискване за квалифицирано мнозинство за някои решения може да даде на един голям миноритарен акционер право да отхвърли много решения. В някои случаи разпоредбите за квалифицирано мнозинство на практика са равнозначни на единодушие.

Търговският закон определя и особени правила за гласуване на някои решения на управителния съвет или съвета на директорите. В съвета на директорите се изисква единодушно решение (респ. предварително съгласие на надзорния съвет при двустепенна система) за извършването на съществени промени, например закриване или прехвърляне на предприятия или на значителни части от тях, съществена промяна на дейността на дружеството, преобразуване на дружеството или откриване на клон.

Търговският закон и ЗЦКФБИД съдържаха сериозни слабости, част от които бяха отстранени с приемането на ЗППЦК. По-важните от тях са следните:

1. ОГРАНИЧЕНИЯ НА ПРАВОМОЩИЯТА НА АКЦИОНЕРИТЕ

Една от областите, в които отмененият ЗЦКФБИД затрудняваше акционерите да упражняват правата си като собственици, бяха правилата за участие в общото събрание. Неговите разпоредби не споменаваха изрично мястото и условията за провеждане на общо събрание. В някои случаи управителните органи свикваха общо събрание през неоправдано дълги интервали или избираха място, до което се стига трудно (например такова, до което няма обществен превоз). ЗППЦК въвежда изискване общото събрание на публичното дружество да се провежда по неговото седалище. Редовното общо събрание трябва да се проведе до края на първото полугодие след приключване на отчетната година.

Друг реален проблем се състоеше в това, че за акционерите беше трудно да се организират в противовес на ръководството. И при действието на отменения ЗЦКФБИД Централният депозитар беше централен регистър, но от него акционерите не можеха да получат информация за останалите акционери. КЦКФБ даваше информация само за акционери, притежаващи повече от 10 на сто от акциите на дружеството. В същото време няма изискване ръководството на едно публично дружество да предоставя информация от своя списък на акционерите. Поради тези причини един или повече акционери на определено публично дружество, които желаеха да обсъдят дейността на дружеството с други акционери, да им направят предложения или да организират среща с тях, всъщност нямаха възможност да сторят това. Новият ЗППЦК въвежда задължение за Централния депозитар да предоставя на всеки инвеститор информация, свързана с притежаваните от него ценни книжа, със сделки с ценни книжа, по които той е страна, както и цялата информация от книгата на акционерите или облигационерите на дружеството, в което той е акционер съответно облигационер.

Също така акционерите трябва да имат право да свикват общо събрание и да определят дневния му ред. Понастоящем общо събрание на акционерно дружество може да бъде свикано от акционери, които притежават поне 1/10 от капитала. Това правило е еднакво за всички акционерни дружества, независимо дали са публични или не. При публичните дружества то силно затруднява миноритарните акционери да защитят правата си. Такива трудности срещат не само акционерите – физически лица, но и институционалните акционери като инвестиционни дружества, пенсионни фондове и застрахователни дружества, които по принцип са с относително малко дялово участие. Ако прагът бъде намален до 5 на сто, както е в Германия и в Австрия, това би засилило правата на миноритарните акционери.

Заслужава да се отбележи, че ЗППЦК дава право на акционерите, притежаващи заедно или поотделно най-малко 5 на сто от акциите на публично дружество, при бездействие на управителните му органи, което застрашава интересите на дружеството, да предявят пред съда искове на дружеството срещу трети лица. Такива акционери могат да предявят иск пред окръжния съд по седалището на дружеството за обезщетение на значителни вреди, причинени на дружеството при умисъл или груба небрежност от действия или бездействия на членовете на управителните органи.

В момента миноритарните акционери имат ограничени възможности да издигат свои представители в управителните органи на публичните дружества. Действащите норми позволяват на акционер, притежаващ 50 (или по-малко) на сто от капитала на дружеството, практически да предрешава избора на управителните органи. Един начин за преодоляване на този проблем е да бъде въведено правило за използване на „кумулятивно“ гласуване при избора на управителните органи на публични дружества. Ако такова правило се приеме във връзка с норма, определяща минималния брой членове на съответния орган, малцинствените акционери ще бъдат

представени в управителните органи. За допълнителна защита на интересите на акционерите трябва да се предвиди управителният орган да бъде избран като колектив – т.е. всички членове да се избират по едно и също време – за да се улесни отстраняването на управителен орган, който не изпълнява задълженията си (*Avilov et al.*, 1999, Art. 117).

2. ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА УПРАВИТЕЛНИТЕ ОРГАНИ

Управителните органи играят основна роля в контрола на оперативния мениджмънт. Поради това особено важно е техните членове да извършват дейността си в интерес на дружеството и на акционерите като цяло. В България управителите често се държат като еднолични собственици или вземат предвид само интересите на група акционери.

Търговският закон и ЗППЦК не изброяват задълженията на управителните органи и не провеждат в това отношение разлика между публични и частни акционерни дружества. В момента отговорността на членовете на управителни органи е ограничена до 3 месечни брутни възнаграждения. Санкции се налагат само при неизпълнение на изискванията за представяне на информация на търговския регистър и неспазване на регулативните изисквания на ДКЦК.

Задълженията на съвета на директорите трябва да бъдат посочени поясно в Търговския закон, като се има предвид нуждата директорите да разполагат с достатъчна свобода на преценка, за да управляват дружеството. Търговският закон трябва да изброява основните задължения на съвета. В изследване на Авилов и др. (*Avilov et al.*, 1999), издадено неотдавна, се предлага дружественото право в страните с икономика в преход да предвиди кодекси за поведение „въз основа на понятията за добросъвестност и интерес на дружеството“³⁰ (Art. 121). Наред с това въпросните правила „трябва да бъдат прилагани успоредно с по-конкретни правила за конфликт на интереси“ (Art. 121).

Понастоящем някои български дружества са затруднени от това, че акционерите, които упражняват контрол върху тях, източват средства към дружества, притежавани от самите тези акционери. Например едно публично дружество може да сключи „приятелски“ договор с дружество, което изцяло се притежава от акционери, контролиращи първото дружество. По сега действащото законодателство такова действие не е незаконно само по себе си. Ако Търговският закон бъде изменен, подобно поведение би нарушавало както кодекса на поведение, така и правилата за конфликт на интереси.

Един от проблемите за корпоративното управление в България е участието на държавата като основен акционер в голям брой търговски дружества. Така често се стига до излишно политизиране на чисто икономически решения, като засега липсва единна държавна политика по въпроса за ролята на държавата като акционер. Действащото законодателство е остаряло и не отразява промените в структурата на собственост на предприятията. Различните министерства нямат последователен подход към ролята си на представители на държавата. Резултатът от всичко това е по-ниска ефективност. Приключването на приватизационния процес би решило въпроса, но дотогава държавата ще остане особен фактор от гледна точка на корпоративното управление.

3. ДОПЪЛНИТЕЛНА ЗАЩИТА НА МИНОРИТАРНИТЕ АКЦИОНЕРИ

Защитата на миноритарните права в България е особено трудна, защото програмата за масова приватизация създава твърде разнородни модели на собственост. Като се имат предвид липсата на достатъчни традиции за защита на правата на акционерите и фактът, че собствениците и управителите на дружества все още действуват с твърде ограничена перспектива,

³⁰ В доклада на ОИСР са дадени някои примери. В Германия законът предвижда отговорност на управителните органи, ако те не полагат „грижата на добър и съзнателен управител“.

особено важно е да се предвиди правна закрила на малцинствените акционери. ЗППЦК предвиди нови разпоредби в това отношение.

Една от най-чувствителните области, в които защитата на малцинствените акционери е особено важна, е възможността на мажоритарните акционери да разводнят стойността на миноритарните дялове. Затова ЗППЦК предвижда, че при увеличаване на капитала на публично дружество всеки акционер има право да придобие акции, които съответстват на неговия дял в капитала преди увеличението. Това право не може да бъде отменено по решение на общото събрание. Допуска се възможност при увеличаване на капитала на публично дружество общото събрание да вземе решение за издаване на права, като всеки акционер може да придобие толкова права, колкото акции притежава в капитала преди увеличението. ЗППЦК забранява по принцип капиталът на публично дружество да бъде увеличаван срещу непарични вноски или под условие, че определено лице запише емисията. Освен това лице, което е осъществило търгово предлагане в резултат на придобиване на повече от 50 на сто от гласовете в общото събрание на публично дружество, има право да регистрира търгово предложение за закупуване акциите на останалите акционери, ако впоследствие придобие пряко или чрез свързани лица повече от 90 на сто от гласовете в общото събрание. Такова лице също така е длъжно при поискване да закупи акциите на всеки акционер. Тези разпоредби дават възможност на миноритарните акционери да ликвидират инвестицията си при справедливи пазарни условия, в случай че нямат интерес да запазят акционерното си участие в дружеството.

4. ПРАВОПРИЛАГАНЕ

Сериозен проблем в България е липсата на нужната съдебна инфраструктура за решаване на сложни търговски спорове. Това важи в пълна сила и за сферата на корпоративното управление. Вписванията в съдебните регистри, защитата на правата на акционерите, отговорността на ръководството са само някои от въпросите, довели до противоречива съдебна практика. Министерството на правосъдието трябва да предвиди специално обучение за съдиите по въпроси, свързани с корпоративното управление и контрол на дружествата.

Никой закон не е достатъчен сам по себе си. Например възможно е да бъдат приети нормите за конфликт на интереси, които забраняват на членовете на управителни органи да гласуват за договори с други дружества, в които самите те са съдружници. Тези конфликти на интереси обикновено излизат наяве само когато други членове на управителния орган възразят. Ако останалите членове също носят отговорност или другите акционери имат достъп до информация за подобни действия, те ще се извършват далеч по-рядко. И все пак законите няма да бъдат ефикасни, ако съдилищата не ги прилагат на практика. Това изисква представителите на съдебната власт да бъдат достатъчно обучени, за да идентифицират ясно основните проблеми.

Въпреки всичко, усъвършенстването на нормативната уредба и участието на държавните органи не са достатъчни за решаване на проблемите на дружественото управление. В много отношения юридическите ограничения не са уместни, но кодексите за поведение могат да служат като ориентир в ситуация, характеризирана с такава липса на опит и практика. Трябва да се насърчава активното участие на неправителствени организации и професионални сдружения. Тези организации могат да поставят основите за положителни норми за поведение.³¹

Например сега няма правила или критерии за това кой може да бъде избран в съветите на дружествата, нито се прави опит за регулиране на равновесието между вътрешни и външни директори. Липсва и разбиране за

³¹ Както изтъква Щиглиц (Stiglitz, 1999), „Общественият и организационният капитал, нужен за прехода, не може да се определи със закон, указ или да се наложи отгоре. Хората трябва да изиграят активна и съзидателна роля в своето самопреобразуване; в известен смисъл те трябва да заемат мястото на шофьора.“ (стр. 9)

структурата на съветите, например комитети за възнаграждения, назначения, вътрешни проверки. Рядко има връзка между преките резултати от дейността на дружеството и възнаграждението на членовете на управителните му органи.

Приемането на нормативни актове по тези въпроси е неуместно, но би било полезно акционерите и другите участници в процеса на управление да разполагат с допълнителни напътствия, които да ги подпомагат при изграждането на ефикасни структури за увеличаване на стойността на дружествата. Неправителствените организации могат да изиграят важна роля в тази насока.

VII. ДРУГИ ИНСТИТУЦИОННИ ИНВЕСТИТОРИ

На този етап застрахователните дружества и пенсионните фондове са сравнително малки и все още не са активни участници на капиталовия пазар. Но няма съмнение, че те ще придобиват все по-голямо значение в бъдеще.

1. ЗАСТРАХОВАТЕЛНИ ДРУЖЕСТВА

През 1998 г. застрахователният сектор е реструктуриран основно. Дирекцията за застрахователен надзор започва да издава разрешения на застрахователните дружества в съответствие с новите изменения на Закона за застраховането. Ред застрахователни дружества не успяват да изпълнят новите изисквания за капитализация, за произхода на капитала и правомерната дейност на основните акционери. В резултат на това секторът е съществено реструктуриран.³²

В момента действуват 16 дружества за имуществени застраховки и шест животозастрахователни дружества. Концентрацията в сектора е висока. Трите най-големи дружества за имуществени застраховки (от които две държавни) държат 61,3 на сто от пазара; петте най-големи държат 75,2 на сто. При животозастраховането концентрацията е още по-голяма. Най-голямото дружество – ДЗИ, контролира 76,6 на сто от пазара.

Приходите от премии в сектора на имущественото застраховане възлизат на 198 млрд. лв. през 1997 г. и 226 млрд. лв. през 1998 г. Премиите за застраховки по живот възлизат на 20 млрд. лв. през 1997 г. и 27 млрд. лв. през 1998 г. Въпреки увеличението на премиите в размер с 14,1 на сто при имуществените застраховки и с 35 на сто при застраховките по живот финансовите средства, контролирани от застрахователните дружества, все още са сравнително ограничени. Общите приходи от застрахователни премии възлизат на 1,27 на сто от БВП през 1997 г. и 1,18 на сто от БП през 1998 г. Тези отношения са съпоставими с 2,9 на сто от БВП (1995 г.) в Чехия и 1,6 на сто в Гърция, която има най-малкия застрахователен сектор в ЕС.

Според Закона за застраховането застрахователните дружества са длъжни да съблюдават някои ограничения в инвестиционната си политика. Ограниченията важат както за имущественото застраховане, така и за животозастраховането. Застрахователите следва да инвестират основно в България и то в следните инструменти: ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата; недвижими имоти; облигации, издадени или гарантирани от общините; ценни книжа, приети за търговия на фондова борса; банкови депозити; заеми срещу застраховки по живот. Максималният обем на инвестициите е 5 на сто в облигации и 10 на сто в акции, приети за търговия на фондова борса (но не повече от 5 на сто от капитала на дружеството). Българското право предвижда две допълнителни ограничения. (1) за инвестиции в ценни книжа на едно търговско дружество, които надвишават 10 на сто от собствения капитал, се изисква разрешение от Дирекцията за застрахователен надзор. (2) За инвестиции в чужбина се изисква изрично разрешение на министъра на финансите.

Засега застрахователните дружества имат съвсем ограничено участие на капиталовия пазар, защото малко финансови инструменти отговарят на инвестиционните нужди на застрахователите. Ниската ликвидност и ниската активност на фондовата борса също обезсърчават участието. Застрахователните дружества не разполагат засега и с експертизата, информацията и знанията, нужни за инвестиране в рискови активи на капиталовия пазар. Тъй като се изискват специални разрешения, застрахователите на този етап не инвестират и в чужбина. В резултат на това застрахователните дружества инвестират предимно в средносрочни и дългосрочни държавни ценни

³² Важен мотив за новите разпоредби е стремежът да се упражни натиск върху мафиотските групировки, маскирали се като застрахователни дружества.

книжа. Държавните ценни книжа заемат 50–55 на сто от консолидирания инвестиционен портфейл на застрахователните дружества. 40–43 на сто от активите им са банкови депозити и едва 1 на сто са акции.

2. ПЕНСИОННИ ФОНДОВЕ

След началото на икономическите реформи през 1991 г. доброволни пенсионни фондове се появяват за пръв път в началото на 1994 г. Тези фондове започват да функционират без конкретни правила или нормативна основа. В началото на 1999 г. в България съществуват 30 регистрирани пенсионни фонда (всичките частни), но само 12 действат на практика. Според оценките пенсионните фондове са привлекли около 200 000–250 000 души, т.е. около 6–8 на сто от заетите лица.

През юли 1999 г. е приет Закон за допълнително доброволно пенсионно осигуряване (ЗДДПО). Според него пенсионните фондове трябва да получат разрешение от Държавната агенция за осигурителен надзор – нов орган, създаден със ЗДДПО. Агенцията е създадена като регулативен орган за пенсионните фондове и ще действа изключително в тази област. Самата агенция още не съществува – назначаването на нейните членове, създаването на рамка за дейността ѝ и определянето на реда за издаване на разрешения изискват време.

Според ЗДДПО пенсионните фондове трябва да отговарят на специални изисквания и да спазват някои ограничения в инвестиционната си политика. Инвестиционните инструменти са ограничени до: ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата; акции или дружествени облигации, приети за търговия на регулираните пазари на ценни книжа; общински облигации; недвижимо имущество; чуждестранни държавни ценни книжа или дружествени акции или облигации; както и други инструменти, определени от ръководството. Пенсионните фондове са длъжни да инвестират поне 50 на сто от активите си в държавни ценни книжа или вземания по банкови депозити. Инвестициите в дружествени ценни книжа – акции и облигации – не могат да надвишават 10 на сто. Същият праг от 10 на сто важи за инвестициите в общински облигации и недвижимо имущество. Най-много 10 на сто от активите могат да бъдат инвестирани в чуждестранни ценни книжа. Инвестициите в други инструменти не могат да надвишават 5 на сто от общите активи на фонда. Тези ограничения ще принудят пенсионните фондове, подобно на застрахователните дружества, да ориентират портфейлите си предимно към вътрешните пазари.

Оценките показват, че пенсионните фондове разполагат с активи на стойност около 20–25 млрд. лв. (0,11 % от БВП), като в сектора се наблюдава висока концентрация. Най-големият фонд държи около 45 на сто от пазара; петте най-големи контролират близо 65 на сто. По данни от 1998 г. тези активи са почти изцяло инвестирани в държавни ценни книжа (84,8 на сто) и вземания по банкови депозити (6,2 на сто). Въпреки че фондовата борса функционира отскоро, пенсионните фондове вече са инвестирали 8,6 на сто от активите си в ценни книжа, а това се доближава до максимума, допустим според новия закон.

АНАЛИЗ

Застрахователните дружества и пенсионните фондове имат консервативна инвестиционна политика, продиктувана от строгите ограничения за обхвата на техните инвестиции. Капиталовият пазар все още не предлага финансовите продукти, нужни за изграждането на добри инвестиционни портфейли на тези институции. Съществуват само няколко емисии на общински и корпоративни облигации, а списъкът на подходящите ценни книжа е твърде кратък поради ниската ликвидност и големия риск.

На настоящия етап от развитието на финансовата система в България застрахователните дружества и пенсионните фондове не са сред важните участници на капиталовия пазар. Въпреки това може да се очаква, че те

постепенно ще разширят пазарите си.³³ Основната работа по създаване на подходяща нормативна уредба за тях вече е извършена. Нуждата на тези институции от инвестиционни инструменти неизбежно ще стимулира развитието на капиталовия пазар. Това вероятно ще се случи още по-бързо, ако инвестиционните бонове бъдат пълноценно използвани за допълнително пенсионно осигуряване във „втората вълна“ на масова приватизация (вж. раздел II.2.).

³³ Според Витас (Vitas, 1998, р. 18) определен политически ангажимент към институционните инвеститори може да се превърне в силен стимул за развитие на пазара на ценни книжа.

VIII. ПРЕПОРЪКИ ВЪВ ВРЪЗКА С БЪДЕЩАТА ПОЛИТИКА

1. ПРОМЕНИ В ПРАВНАТА УРЕДБА

- Д : Банките автоматично получават разрешения да действуват като инвестиционни посредници. За да изпълнява добре функциите си на агенция за прилагане на законодателството, на комисията трябва да бъде предоставено изрично право да отменя тези разрешения, въпреки че първоначално не ги е издала.

: Проблемите в Чешката република показват, че холдинговите дружества трябва да бъдат наблюдавани внимателно. Холдингите трябва да бъдат третирани като финансови институции. Необходими са закони, които дават на съществуващ или новосъздаден регулативен орган специални правомощия да упражнява надзор върху дейността на холдинговите дружества. Трябва да бъдат въведени и изисквания за отчетност, подобни на тези за останалите финансови институции.

: Новите закони трябва да бъдат прилагани от добре обучени и опитни представители на съдебната власт. Има много примери за добри закони, чието практическо прилагане се натъква на проблеми. Трябва да бъдат отделени повече средства за обучение в съдебната власт. Обучението обаче не може изцяло да замести опита. Създаването на специализирани съдилища за делата, свързани с несъстоятелност и дружествено право, ще допринесе за по-доброто функциониране на капиталовите пазари.

: за индивидуалните инвеститори приходите от държавни ценни книжа и банкови депозити са необлагаеми, но приходите от дивиденди и капиталовата печалба се облагат с данък. Данъчната неутралност ще спомогне за изравняване на условията и ще подпомогне капиталовия пазар в конкуренцията му с другите финансови институции.

: Понастоящем Министерството на финансите предлага на физическите лица държавни ценни книжа с преференциални (по-високи) лихви. Тези книжа не могат да бъдат купувани от институционните инвеститори. Подобни предимства нарушават коректността на конкуренцията, изкривяват финансовите пазари и дестимулират финансовото посредничество.

: Вече се усеща нужда общините да бъдат финансирани чрез пазара на облигации. Това е важна област за разрастване на капиталовия пазар. Облигациите ще бъдат важни активи в портфейлите на пенсионните фондове и застрахователните дружества. Досега три общини са емитирали или са подали заявление за емитиране на облигации. Тук има сериозни проблеми, тъй като общинските бюджети не са напълно независими от националния бюджет, а общините не разполагат с ясно установен законен контрол върху средствата, набрани чрез тези емисии. Бъдещото законодателство трябва да изясни задълженията на заемателите, а това ще улесни разрастването на пазара. ЗЦКФБИД и новият Закон за публично предлагане на ценни книжа регулират главно дружествените облигации и не засягат особените аспекти, свързани с общинските облигации.

2. ПРОЗРАЧНОСТ НА ПАЗАРА

: Централният депозитар разполага с обширна информация за равнищата на концентрация на собствеността. Тези данни са ценни за изследователите и за участниците на капиталовия пазар. Действащото законодателство обаче ограничава достъпа до информацията. Приложимите норми трябва да бъдат преразгледани и изменени, за да се осигури по-широко разпространение на информацията.

: Акционерите и потенциалните инвеститори се нуждаят от информация, за да оценяват точно финансовото състояние на дружествата, чиито акции се предлагат публично. За чуждестранните инвеститори е особено трудно да преценят финансовото положение на българските дружества, когато националните счетоводни стандарти се различават от международните. Трябва да се положат усилия за привеждане на българските счетоводни стандарти в съответствие с международната практика.

3. РАЗШИРЯВАНЕ НА ТЪРГОВИЯТА НА БЪЛГАРСКАТА ФОНДОВА БОРСА – СОФИЯ

: В момента неборсовите сделки са скрити от обществеността. Ако Централният депозитар изготвя своевременни отчети за обема на изтъргуваните акции, непознатостта ще се разсее и ще се създадат предпоставки за по-интензивна търговия на БФБ–София.

: БФБ–София използва система на непрекъснатата търговия на основата на поръчки. Повечето дружества, чиито акции се предлагат на БФБ–София, имат твърде неликвидни пазари за акциите си. Ако БФБ възприеме система на търгове по заявка за всички дружества с някои малки изключения, участниците на пазара ще се чувствуват по-сигурни в точното изпълнение на сделките, а ликвидността на пазара може да се повиши.

: Понастоящем в България не съществува активен вторичен пазар на държавни ценни книжа. В същото време лихвите по държавните ценни книжа трябва да се превърнат в ориентир за останалата част от пазара. Тъй като в търговията вече са установени правила за клиринг на други видове ценни книжа, на БФБ–София ще могат да се сключват и сделки с държавни ценни книжа, включително ЗУНК-облигации. Това ще помогне за по-нататъшното развитие на пазара на ДЦК, а ще бъде добре и за борсата, тъй като там ще се извършват сделки с повече инструменти. Правителството трябва да предприеме нужните мерки с цел поне някои категории държавни ценни книжа да бъдат търгувани на БФБ–София.

4. КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ И КОНТРОЛ

Д : В предходни раздели на този доклад са дадени някои насоки за усъвършенстване на дружественото право. В неотдавнашния доклад на ОИСР (*Avilov et al., 1999*) се изтъква, че дружественото право в страните в преход трябва да бъде по-ограничително от дружественото право в ЕС. Особено важно е да бъдат защитени правата на миноритарните акционери. Докладът на ОИСР може да се използва като основа за по-нататъшен анализ на дружественото право с цел то да бъде приведено в по-пълно съответствие с основните насоки в доклада.

: Точната информация за показателите на дружеството е важна както за акционерите, така и за потенциалните инвеститори. В момента Институтът на дипломираните експерт-счетоводители има монопол върху лицензирането на счетоводителите. ДКЦК трябва да насърчи изграждането и на друга агенция за лицензиране, така че акционерите да имат по-голям избор, когато търсят правоспособни одитори. Също така, ако съществуват практични норми, от одиторите се търси отговорност за отчетите, които заверяват, това би допринесло за по-голямата точност на техните заключения.

Д (): Поради високата концентрация на собствеността в България и големия брой малки фирми, чиито акции се предлагат публично, трябва да се обърне особено внимание на разпоредбите, които стимулират дружествата да стават частни. Тези промени ще допринесат за защита на „отстранените“ малцинствени акционери чрез

изискване собствениците с големи дялови участия да изкупуват пакетите на миноритарните акционери. Трябва да се проучи и възможността за създаване на нова правна фигура на частни дружества с малък брой акционери.³⁴

: Държавата все още има силни позиции на собственик в множество важни дружества. Твърде често представителите на държавните органи в съветите на дружествата участват активно във вземането на решения. Същевременно държавата не е дала ясни насоки за това как да гласуват нейните представители. Този проблем може да бъде преодолян, ако правителството ускори още повече приватизацията.

5. ПО-НАТАТЪШНА ПРИВАТИЗАЦИЯ

: „Втората вълна“ на масова приватизация върви много бавно и има слабо отражение върху капиталовия пазар. Участието е ограничено, тъй като интерес към програмата проявяват предимно вътрешни лица от приватизиращите се дружества.

Някои съществени промени могат да стимулират активното участие на по-широки кръгове от населението и да допринесат за развитието на капиталовия пазар. В първата вълна добре регулираните приватизационни фондове имаха важна роля за увеличаване на интереса към програмата. Ако във втората вълна бъде разрешено участието на подобни институции (както сега имат право пенсионните фондове), програмата ще се осъществява по-бързо. За повечето граждани е трудно да участват ефективно в процеса на приватизация, ако не използват посредници. Не бъдат ли създадени допълнителни междинни възможности, ще възникнат полуофициални схеми за колективни инвестиции или много хора ще бъдат разочаровани и няма да участват в програмата.

Наред с това засега във втората вълна се предлагат малък брой акции в оставащите държавни предприятия. Правителството има възможност да използва перспективите, пораждани от по-нататъшна касова приватизация. То трябва да бъде готово да увеличи продажбите на допълнителни акции във важни дружества. Чрез предлагане на повече от оставащите акции от касовата приватизация или други акции на фондовата борса правителството ще насърчи развитието на капиталовия пазар.

В (ADR*s*, GDR*s*): Българският капиталов пазар не е достатъчно дълбок, за да предлага за продажба големи дружества. Правителството може да обмисли предлагането на големи и привлекателни дружества, които все още са държавна собственост („Булгартабак“, „Булгаргаз“ и др.) на международните пазари чрез американски или глобални депозитарни разписки (ADR*s*, GDR*s*). Това би повишило интереса на инвеститорите към българските дружества и българския пазар.

³⁴ Тя би наподобявала събирателно дружество, но законът ще конкретизира правилата за гласуване и други подобни като признание на факта, че тези дружества не са създадени от самото начало като съдружие между приятели.

IX. ЗАКЛЮЧЕНИЯ

Двигател за развитието на капиталовия пазар в България е първата вълна на масова приватизация. За разлика от Чешката република, България планира по-регулиран пазар. От самото начало съществуват Комисия по ценните книжа и фондовите борси, Централен депозитар и фондова борса. Българската фондова борса – София е единствената регистрирана фондова борса. За осигуряване на интегрираност на цените правилата изискват всички сделки, с изключение на няколко особени категории, да бъдат извършвани на фондовата борса.

Усилията за усъвършенстване на капиталовия пазар продължават. Народното събрание прие нов Закон за публично предлагане на ценни книжа, който доближава в значителна степен българското законодателство в областта на ценните книжа до актовете в областта на пазара на ценни книжа, действащи в Европейския съюз.

Въпреки полаганите усилия обаче продължават да съществуват сериозни проблеми. Възможно е да бъдат създадени институции, които наподобяват институциите на капиталовия пазар в западните страни, но не функционират ефективно. Аналогичен проблем е възниквал и на по-ранен етап от прехода. Двустепенната банкова система в България е имала същата институционална форма като банковите системи на запад, но проблемите, скрити в нея, довеждат до финансовата криза през 1996–1997 г. Както показват последните събития в Чешката република, проблемите на капиталовите пазари също могат да допринесат за лошите икономически показатели.

Тъй като повечето дружества, чиито акции се предлагат на капиталовите пазари в България, са приватизирани чрез програмата за масова приватизация, изграждането на открит и прозрачен капиталов пазар е особено предизвикателна задача. Без стимул за набиране на допълнителен капитал чрез пазарите дружествата няма да имат и стимули да предоставят на пазара онази информация, която обикновено съществува в един нормален капиталов пазар. Все още предстоят важни стъпки към по-добро функциониране и по-голяма отвореност на пазарите.

Чешкият опит показва, че инвестиционните фондове трябва да бъдат наблюдавани внимателно. Преобразуването на приватизационните фондове в холдингови дружества може би е уместно с оглед на положението в България, но крие и опасности. За разпръснатите акционери е особено трудно да наблюдават дейността на холдингите, а структурата на холдингово дружество позволява злоупотреби. Регулативните органи трябва да бъдат запознати с тези проблеми, за да бъде ограничено източването на средства, което се наблюдава в Чехия. Холдинговите дружества трябва да бъдат третираны като финансови институции. Те трябва да подлежат на финансови проверки и да представят отчетите, изисквани от всяка финансова институция.

Българска фондова борса – София страда от прекалено ниските равнища на търговия. Поставян е въпросът дали тя е жизнеспособна институция. Поради съществуващия икономически натиск борсата е правила компромиси, довели до възникването на смущаващо множество от алтернативни пазари. Въпреки тези компромиси и законодателството в подкрепа на борсовата търговия голям брой сделки се извършват извън борсата. Ниската ликвидност на повечето дружества затруднява постигането на ценова интегрираност. Блоковите сделки, макар и регистрирани на борсата, често показват големи ценови отклонения. Освен това неборсовите сделки въобще не се вписват. По този начин пазарът се отличава с нисък ценови интегритет. При такива условия потенциалните инвеститори лесно се обезсърчават.

За да постигне по-големи успехи, БФБ–София трябва да увеличи обема на търговията. За да се увеличи броят на сделките с ценни книжа, търговците трябва да бъдат убедени, че борсовата търговия им осигурява най-точно изпълнение. Ако борсата успее да привлече по-голямата част от не-

борсовите сделки, обемът на борсова търговия може на практика да се удвои.

Поради тези проблеми БФБ–София не е достатъчно силна, за да изпълнява задълженията на частна институция, регулираща пазарите на ценни книжа. ДКЦК трябва да поеме по-голяма тежест при наблюдението на дейността на пазарите и да настоява за пълно разкриване на информация от лицата, спрямо които упражнява правомощията си. За щастие, на комисията са предоставени съществени административни правомощия, които могат да се използват за развитие на честни и прозрачни пазари. Тези правомощия са засилени значително след приемането на новия Закон за публично предлагане на ценни книжа. Особено важно е ДКЦК да упражнява правомощията си.

Ако дружествата не възприемат капиталовите пазари като място, където могат да набират нов капитал, те няма да имат стимули да предоставят информация и да участват активно на пазара. Положението в момента е точно такова. Емитентите на нови ценни книжа няма да искат да излязат на пазара, ако ликвидността не е достатъчна. Например Столична община продава новите си облигации в Люксембург. А ако липсва информация, инвеститорите ще се насочат другаде.

Пазарът на нови емисии трябва да бъде подкрепян активно. ДКЦК е възприела внимателна и добре обмислена позиция при одобряването на новите емисии. В началото това е разумен подход, но също толкова важно е новите предложения да бъдат обработвани бързо, за да не бъдат потенциалните емитенти разочаровани от бюрокрацията. Организациите за финансови услуги – банки и инвестиционни посредници, трябва да бъдат насърчавани да разширяват професионалната си компетентност и дейност, и да показват на предприятията, които се нуждаят от капитал на ниска цена за дълъг период от време, как могат да го получат чрез добре управлявано публично предлагане на облигации или на акции.

Доброто корпоративно управление е от основно значение за успеха на приватизационния процес. Управлението на дружествата е област, в която съществува сериозно разногласие относно най-добрите институционни правила. В този ограничен доклад не е направен опит за задълбочен анализ на тези въпроси. За това се изисква по-пълно проучване на възникващите модели на собственост в България. Информацията в настоящия доклад показва, че се върви към модел на високо концентрирана собственост, при който малък брой акционери получават контрол върху много дружества. След като тези модели бъдат разбрани по-добре, трябва да се помисли за изменения в Търговския закон, които ще насърчат създаването на по-добри структури за управление в дружествата и ще осигурят защита на миноритарните акционери.

Новите институции и новите закони не са достатъчни за добре функциониращ капиталов пазар. Законите и подзаконовите актове трябва да се прилагат. Наблюдава се обезпокоителна тенденция само някои актове и процедури да бъдат прилагани. Например изискването за отправяне на публично предложение се пренебрегва масово. Изборното прилагане на законодателството е извънредно опасно. Ако законите са неприложими, те трябва да бъдат изменени. Регулативните органи и съдилищата имат голяма роля в този процес. Поради липсата на достатъчно опит с капиталовите пазари особено важни са програмите за обучение на работещите в регулативните органи и съдиите. Поради сложността на законодателството създаването на специализирани съдилища за тези спорове може да се окаже ефикасен способ за обучение в съдилищата.

Целта на този доклад е да бъде направен само общ преглед. В България съществуват множество важни институции на капиталовия пазар, но самият пазар страда от сериозни слабости. Той трябва да бъде укрепен, за да се превърне в източник на инвестиционен капитал и за да се осигури успех на приватизационната програма. България е изградила нужните институции, но интеграцията в ЕС изисква още и съществено подобряване на функционалността на капиталовия пазар.

БИБЛИОГРАФИЯ

Avilov, Gainan, Bernard Black, Dominique Carreau, Oksana Kozyr, Stilpon Nestor and Sarah Reynolds, *General Principles of Company Law for Transition Economies* [prepared under the auspices of the EOCED], 1999

Bulgarian Stock Exchange – Sofia, *Annual Report*, 1998

Coffee, John C., „Inventing a Corporate Monitor for Transition Economies: The Uncertain Lessons from the Czech and Polish Experiences,” in K. Kopt, H. Kanda, M. Roe, E. Wydermeersch, and S. Prigge (eds) *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research* (Oxford: Clarendon Press, 1998), pp. 67-138

Johnson, Simon and Andrei Shleifer, „Coase and Coasians: The Regulation and Development of Capital Markets in Poland and the Czech Republic”, draft, MIT and Harvard Universities, 1999

Kairys, Joseph P. Jr; Raimonds Kruza, and Ritvars Kumpins, „Winners and Losers from the Introduction of Continuous Variable Price Trading: Evidence from the Riga Stock Exchange”, 1999 (forthcoming in *Journal of Banking and Finance*)

Miller, Jeffrey B. and Stefan Petranov, „The First Wave of Mass Privatization in Bulgaria and Its Immediate Aftermath,” *Economics of Transition* (forthcoming, 2000)

Organization for Economic Cooperation and Development, *Capital Market Development in Transition Economies: Country Experiences and Policies for the Future* (Paris: OECD, 1998)

Organization for Economic Cooperation and Development *Economic Survey of Bulgaria*, 1999 (Paris: OECD, 1999)

Pohl, Gerald, Gregory T. Jedrejczak and Robert E. Anderson, „Creating Capital Markets in Central and Eastern Europe, World Bank Technical Paper Number 295”, 1995

Stiglitz, Joseph E. „Whither Reform?: Ten Years of Transformation,” Keynote Address, Annual Bank Conference on Development Economics, World Bank, April 1999

Tchipev, Plamen, „Bulgarian Mass Privatization Scheme: Implications on Corporate Governance,” in Plamen D. Tchipev, Jurgen G. Backhaus and Frank H. Stephan (eds) *Mass Privatization Schemes in Central and East European Countries: Implications on Corporate Governance* (Sofia: Gorex Press, 1998)

Vitas, Dimitri, Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?“, Development Research Group, The World Bank, Paper Presented at the ABCD LAC Conference, 1998

World Bank, *Czech Republic: Capital Market Review* (Washington: World Bank 1999)

ПРИЛОЖЕНИЕ А

**Нормативна уредба на българските
капиталови пазари – сравнение с опита
в Европейския съюз и Чешката република**

ПРИЛОЖЕНИЕ А. НОРМАТИВНА УРЕДБА НА БЪЛГАРСКИТЕ КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ – СРАВНЕНИЕ С ОПИТА В ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ И ЧЕШКАТА РЕПУБЛИКА

В това приложение предлагаме по-подробно сравнение между правото на Европейския съюз (ЕС), чешкото и българското законодателство. Анализирана е и връзката между европейските и чешките актове, от една страна, и отменения български Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД) и новият Закон за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) (обн. ДВ бр.114 от 1999 г.) от друга. Поради факта на четиригодишното функциониране на отменения ЗЦКФБИД и натрупания през това време опит изследването се спира подробно на състоянието на предвидената с него уредба и откритите се в практиката по прилагането му насоки за по-нататъшно привеждане в съответствие с изискванията на европейските директиви, както и на степента, в която новоприетият ЗППЦК постига тази цел.

1. РАЗКРИВАНЕ НА ИНФОРМАЦИЯ

РЕЖИМЪТ В ЕС

Регулативният режим на Европейския съюз във връзка с разкриването на информация при приемане за търговия на фондова борса и при публични емисии се съдържа в следните актове: Директива 79/279 за съгласуване на условията за приемане на ценни книжа за официална търговия на фондова борса, която предписва минималните стандарти за приемане на дружествени емисии за търговия на признати фондови борси; Директива 80/390 за съгласуване на изискванията за съставяне, проверка и разпространение на реквизитите за приемане за борсова търговия, която съдържа изискванията към информацията, необходима за приемане на ценните книжа за официална търговия; Директива 87/345 за взаимното признаване, която определя условията за едновременно приемане на ценни книжа или приемането им в кратък интервал до официална търговия на фондови борси в две или повече държави-членки; Директива 89/298 за съгласуване на условията за съставяне, проверка и разпространение на проспекти при публично предлагане на прехвърлими ценни книжа, която установява режима за разкриване на информация при първоначално публично предлагане на ценни книжа; Директива 82/121/ЕИО за информацията, която подлежи на периодично публикуване от дружествата, чиито ценни книжа са приети за официална търговия на фондова борса.

БЪЛГАРСКОТО И ЧЕШКОТО ЗАКОНОДАТЕЛСТВО

Както българското, така и чешкото законодателство изискват при приемане на ценни книжа за официална търговия на фондова борса да бъде публикуван проспект. За разлика от директивите, отмененият ЗЦКФБИД не правеше разлика между задължението за публикуване на проспект при приемане на ценни книжа за официална търговия на фондова борса и случаите на „обикновено“ първоначално публично предлагане на ценни книжа извън борсата (т.е. на първичния пазар). Ако ценни книжа са били продадени чрез публично предлагане, дружеството можеше да подаде заявление за официална търговия на основата на същия проспект, актуализиран с оглед на настъпилите промени в данните. Ако обаче не е имало първоначално публично предлагане, за приемане на ценни книжа за търговия на фондова борса се изискваше да бъде изготвен проспект както при първоначално публично предлагане. Както отмененият ЗЦКФБИД, така и чешкото законодателство са по-ограничителни от директивите по отношение на изключенията от изискването за съставяне на проспект. Например отмене-

ният ЗЦКФБИД и чешкият закон не предвиждат изключения от изискването за проспект при емисии с **ниска обща продажна цена на всички предлагани ценни книжа или с висока стойност на индивидуалното участие на инвеститор в подписката**. Във връзка с възможността за пропускане на някои данни от проспекта ЗЦКФБИД се доближаваше до директивите, въпреки че ограничаваше свободата на преценка на компетентния орган повече, отколкото режимът на ЕС. Що се отнася до изискванията спрямо съдържанието на проспекта и режима на неговото потвърждаване от компетентния орган, отмененият ЗЦКФБИД се доближаваше, макар че не съответства напълно на Директива 89/298/ЕИО. Обаче ЗЦКФБИД не отговаряше на изискванията на Европейския съюз относно начина, по който проспектът се предлага на обществеността.

ЗЦКФБИД беше по-ограничителен от чешкия при определението на публично предлагане. Този закон обаче не следваше Директива 89/298/ЕИО напълно. За разлика от отменения ЗЦКФБИД, Директивата предвижда изключение от изискванията за публично предлагане при предложения, отправени до определени лица в контекста на тяхното занятие, професионална или трудова дейност, както и при отправяне на предложения до ограничен кръг лица.

Отмененият ЗЦКФБИД беше много по-близък до изискванията на ЕС за периодично разкриване на информация от емитента. Той задължаваше емитентите на ценни книжа, предлагани публично, да представят годишни и шестмесечни отчети, както и да оповестяват представянето на отчетите по подходящ начин.

E , , -

а) ЗЦКФБИД не правеше разлика между изисквания за разкриване на информация при приемане на ценни книжа за официална търговия и при първоначално публично предлагане на ценни книжа. Възможно обяснение за този подход е, че отмененият ЗЦКФБИД не регулираше диференцирано първичното и вторичното публично предлагане на ценни книжа.

Напротив, ЗППЦК въвежда разграничение между понятието „първично публично предлагане“, от една страна, и „търговия с ценни книжа“, от друга. „Първично публично предлагане“ е предлагане, отговарящо на изискванията за публично предлагане на:

1. ценни книжа за записване от техния емитент или упълномощен от него инвестиционен посредник (подписка), или
2. ценни книжа за първоначална продажба от инвестиционен посредник съгласно сключен с техния емитент договор за поемане;
3. акции на инвестиционно дружество от отворен тип за първоначална продажба чрез неговото управляващо дружество или от упълномощен инвестиционен посредник.

От своя страна търговия с ценни книжа е:

1. публично предлагане на издадени ценни книжа извън случая на първоначална продажба от инвестиционен посредник съгласно сключен с емитента договор за поемане (вторично публично предлагане);
2. сключване на сделки с ценни книжа в резултат на вторично публично предлагане;
3. сключване или предлагане за сключване на сделки за покупка и/или продажба на ценни книжа не при условията на публично предлагане, когато:

i) ценните книжа са издадени от публични дружества или други емитенти, и

ii) предложител или страна по сделката е юридическо лице или едноличен търговец;

4. публично предложение за възмездно придобиване или покана за отправяне на предложение за възмездно прехвърляне на ценни книжа при условията на публично предлагане.

ЗППЦК запазва възприетата от отменения ЗЦКФБИД дефиниция на понятието „публично предлагане на ценни книжа“, а именно „предложение

за възмездно прехвърляне или покана за отправяне на предложение за възмездно придобиване на ценни книжа до:

1. най-малко 50 лица, или
2. неопределен кръг от лица, включително чрез средствата за масово осведомяване.“

Според закона публично предлагане е налице и ако в предлагането на ценните книжа вземе участие лице, което не е инвестиционен посредник или притежател на ценните книжа.

Съгласно ЗППЦК първично публично предлагане на ценни книжа се допуска, ако емитентът или негов инвестиционен посредник публикува проспект и съобщение съгласно изискванията на закона. Що се отнася до търговията с ценни книжа, ЗППЦК предвижда, че ценни книжа, за които не е издаден проспект за първично публично предлагане, се приемат за търговия на официалния пазар, ако бъде представен съкратен проспект.

б) ЗЦКФБИД изискваше проспекти и при емисии с ниска обща продажна цена на предлаганите ценни книжа, както и при висока стойност на индивидуалното участие на отделен инвеститор в подписката. В това отношение и ЗППЦК не предвижда изключение от принципното изискване за представяне на проспект. С оглед последващи изменения на закона би могло да се обсъди въвеждането на подобни изключения по модел на Директива 89/298/ЕИО.

в) ЗЦКФБИД не предвиждаше достатъчно изключения от изискването за съставяне на проспект, например когато предложението се отправя до ограничен брой лица или до лица с определено занятие. ЗППЦК допуска по-широк кръг от случаи, в които може да не бъде представен проспект, например за ценни книжа, които се предлагат само на институционални инвеститори, за акции на публично дружество, които се предлагат за записване само на негови акционери и/или лица по трудов договор. В този смисъл новото българско законодателство бележи съществена стъпка по посока на хармонизиране с изискванията на европейските директиви. Освен това в закона изрично се посочва, че не е налице публично предлагане, когато:

1. ценните книжа се предлагат в случаите на ликвидация, изпълнително производство или производство по несъстоятелност по ред, определен в друг закон;

2. акции се предлагат за записване само на акционери в дружеството и/или служители по трудов договор, ако те са по-малко от 300 лица.

в) ЗППЦК предвижда по-широка възможност за т.нар. „затваряне“ на публично дружество. Така, едно дружество престава да бъде публично от решението на ДКЦК за отписване от регистъра на комисията, ако:

1. общото събрание на дружеството е взело решение за отписването му при условие, че 14 дни преди това:

- i) броят на акционерите е под 50 лица; или
- ii) капиталът е под 200 хил. лева;

2. дружеството е прекратено или за него е открито производство по несъстоятелност;

3. е осъществено търгово предлагане по чл.146, ал.6 от закона.

След решението на ДКЦК за отписване от регистъра акциите на дружеството не могат да бъдат търгувани на регулиран пазар на ценни книжа.

Може да се очаква, че нововъведеният режим на „затваряне“ на публичните дружества ще приведе практиката относно състоянието и функционирането на публичните дружества в България в по-голямо съответствие с практиката на европейските държави в това отношение.

г) ЗППЦК не предвиди по-широки правомощия за ДКЦК да освобождава някои данни от включване в проспекта поради съображения, свързани с обществен интерес или с интересите на емитента. По същество обхватът на правомощията на ДКЦК в това отношение остава същия както по отменения ЗЦКФБИД – ако прецени, че информацията може да причини вреди на емитента и това не води до заблуждение на инвеститорите относно обстоятелства, които са от значение за постигане на целта, свързана с доброто информироване на инвеститорите. С оглед на евентуални бъдещи изме-

нения в законодателството би могло да се предвиди по-плътно приближаване до стандарта на европейското законодателство в тази материя.

д) ЗЦКФБИД не регулираше добре начина, по който проспектите се предоставя на обществеността. Обратно, ЗППЦК въвежда подробни изисквания в това отношение. Емитентът е длъжен да предостави проспекта на разположение на обществеността чрез публикуването му в пресата, под формата на брошура или по друг подходящ начин. С наредба могат да бъдат определени изискванията относно предоставянето на проспекта на разположение на обществеността, включително за срокове, методи и места за разпространение на проспекта, за задължително публикуване в пресата на резюме от проспекта или за разпространяване на информация съдържаща се в проспекта, чрез информационна агенция. В този смисъл може да се счита, че европейските изисквания по този въпрос са изпълнени.

Вж. таблица А1 за детайлно сравнение на изискванията за разкриване на информация според правото на ЕО, чешкото законодателство, отменения ЗЦКФБИД и новия ЗППЦК.

2. ПРЕДПРИЯТИЯ ЗА КОЛЕКТИВНИ ИНВЕСТИЦИИ В ПРЕХВЪРЛИМИ ЦЕННИ КНИЖА (UCITS)

РЕЖИМЪТ НА ЕС И БЪЛГАРСКИЯТ РЕЖИМ СЪГЛАСНО ОТМЕНЕНИЯ ЗЦКФБИД И ЗППЦК

В ЕС съществува Директива 85/611/ЕИО за съгласуване на законите, подзаконовите актове и административните разпоредби относно предприятията за колективни инвестиции в ценни книжа (Директива UCITS). Тя задължава държавите членки да изменят законодателството си, за да улеснят движението на такива предприятия в цяла Европа при спазване на сравними минимални гаранции. Директивата не само хармонизира организационните правила, приложими към предприятията за колективни инвестиции, но и рационализира административния контрол върху тези предприятия. Това е една от първите области, в която е приложено правилото за „контрол на страната по произход“: разрешението на едно предприятие за колективни инвестиции в ценни книжа, издадено в една държава членка, е валидно в цялата Общност. Предприятията за колективни инвестиции не подлежат на контрол в другите държави членки, след като са били лицензирани от компетентните органи на държавата членка, в която се намира основното им място на дейност. Държавата членка, издала разрешението, е длъжна да съблюдава минималното равнище на регулиране, предписано от директивата.

Е , ,

:

а) В ЗЦКФБИД капиталът на инвестиционните дружества от отворен тип не беше адекватно регулиран като променлив капитал. Това на практика правеше невъзможно функционирането на инвестиционни дружества от отворен тип. ЗППЦК предвижда, че капиталът на инвестиционното дружество от отворен тип се увеличава или намалява съобразно промяната в нетната стойност на активите, включително в резултат на продадените или обратно изкупени акции. С това уредбата на инвестиционните дружества от отворен тип беше направена адекватна на европейския модел на функциониране на този тип институции.

б) Функциите на банката-депозитар според отменения ЗЦКФБИД не съответстваха на изискванията на Директива 85/611/ЕИО. ЗППЦК бележи съществен напредък в това отношение, доколкото на практика дословно възприема европейския стандарт, свързан със съществени отговорности за съхранението и разпореждането с активите на инвестиционното дружество от страна на банката-депозитар, както и засилени контролни функции на банката-депозитар по отношение на управлението на дружеството.

в) Отмененият ЗЦКФБИД в недостатъчна степен възпроизвеждаше европейските правила относно видовете ценни книжа, в които могат да бъдат влагани средствата на инвестиционното дружество, относно диверсификацията на неговия портфейл и разпределението на риска. ЗППЦК почти напълно инкорпорира изискванията на Директива 85/611/ЕИО в това отношение.

г) Отмененият ЗЦКФБИД не регламентираше адекватно проблематиката на съставянето на проспект при публично предлагане на акции на инвестиционното дружество от отворен тип. ЗППЦК въвежда допълнения в тази материя, за да се постигне съответствие с Директива 85/611/ЕИО. Тези допълнения се отнасят основно до съдържанието на проспекта, както и до изискването той да бъде актуализиран при всяка промяна на които и да е от включените в него данни.

д) Правилата на отменения ЗЦКФБИД относно оповестяване на емисионната, продажната цена и цената при обратно изкупуване на акциите на инвестиционното дружество от отворен тип се нуждаеха от уточняване. ЗППЦК постига този ефект, като, от една страна, въвежда ясни правила относно изчисляването на тези стойности и от друга, предвижда изискване за публикуването им в посочения в проспекта централен ежедневник поне два пъти месечно.

ж) Правилата за управлението на инвестиционно дружество от отворен тип съгласно отменения ЗЦКФБИД се нуждаеха от прецизиране доколкото предвиждаха възможност за избор между управление от управителния орган на дружеството съгласно Търговския закон и управление от инвестиционен посредник съгласно сключен договор за управление. ЗППЦК предвижда по-подробна и съобразена с Директива 85/611/ЕИО регламентация, като изисква дейността на инвестиционно дружество от отворен тип да се управлява само от управляващо дружество съгласно сключен договор, а на инвестиционно дружество от затворен тип – от управляващо дружество или от управителния орган на инвестиционното дружество.

з) Правилата за спиране на обратното изкупуване на акции според отменения ЗЦКФБИД не бяха достатъчно строги, така както се изисква от Директива 85/611/ЕИО. ЗППЦК въвежда пълно съответствие в това отношение.

Вж. таблица А2 за детайлно сравнение между изискванията на Директива 85/611/ЕИО, отменения ЗЦКФБИД и новия ЗППЦК.

3. ИНВЕСТИЦИОННИ УСЛУГИ

Директива 93/22/ЕИО за инвестиционните услуги във връзка с ценни книжа е основата на единния пазар на ЕО в областта на ценните книжа. Директивата въвежда режим на единния паспорт, според който инвестиционните фирми, лицензирани в една държава членка, могат да извършват дейност във връзка с ценни книжа във всяка друга държава членка чрез клон или чрез предоставяне на услуги. Всяка инвестиционна фирма трябва да получи разрешение. За да бъде лицензирана, фирмата трябва да отговаря на минималните стандарти, установени от директивата и прилагани от компетентните органи на държавите членки. Инвестиционната фирма се определя като физическо или юридическо лице, което извършва една или повече от сделките, изброени в приложението към Директива 93/22/ЕИО.

Наред с това издаденото разрешение предполага, че държавите членки ще открият достъп до фондовите си борси или други организирани пазари за всички инвестиционни фирми на територията на ЕО, занимаващи се със сделки с ценни книжа. Организаторите на пазари на ценни книжа не могат да дискриминират фирмите от други държави членки, ако те са ефективно установени било чрез клон или чрез дъщерно дружество.

Всяка държава членка трябва да определи органите, натоварени с надзора върху инвестиционните фирми. Тези органи трябва да бъдат държавни органи, респективно институции, одобрени от държавни органи.

За целите на сравнението ще направим разлика между три отделни области: (i) функции на инвестиционните фирми и ценни книжа, с които те

могат да извършват сделки; (ii) изисквания за издаване и отнемане на разрешения (лицензиране); и (iii) изисквания във връзка с регулираните пазари. Подробно сравнение между европейската наднационална уредба, чешкото законодателство, отменения ЗЦКФБИД и новия ЗППЦК е направено в таблица АЗi, АЗii и АЗiii.

(i) Функции на инвестиционните фирми и видове ценни книжа, предмет на сделки

а) Отмененият ЗЦКФБИД не правеше разлика между основна и допълнителна дейност на инвестиционните фирми (инвестиционни посредници според установеното в българското законодателство понятие), така както се изисква според Директива 93/22/ЕИО. ЗППЦК въвежда това разграничение, като, от една страна, посочва основните сделки, формиращи предмета на дейност на инвестиционните фирми и от друга, страна изрежда сделките, които една инвестиционна фирма може да извършва в допълнение към основната си дейност. В този смисъл може да се счита, че изискванията на европейското законодателство са изпълнени.

б) Отмененият ЗЦКФБИД не определяше изрично правата да се придобиват акции или облигации чрез подписка или на борсата като ценни книжа. Независимо от това, квалификацията им като ценни книжа се извеждаше от наличието на категорията „други документи и права, свързани с акции и облигации“ като елемент от дефиницията на понятието „ценни книжа“ по смисъла на закона. ЗППЦК въвежда яснота в това отношение, защото в Допълнителната разпоредба изрично определя категорията „други права, свързани с акции или облигации или други дългови ценни книжа“ като „права, варианти, опции, фючърси, договори за разлики и други подобни.“ От своя страна, „правата“ са дефинирани като ценни книжа, даващи право за записване на определен брой акции във връзка с взето решение за увеличаване на капитала на публично дружество. В този смисъл не може да има никакво колебание относно факта, че ЗППЦК на общо основание и в съответствие с европейския модел третира правата за придобиване на акции чрез подписка като ценни книжа.

в) Отмененият ЗЦКФБИД не определяше инструментите на паричния пазар като ценни книжа. ЗППЦК запазва този подход и също не се занимава с правния статус на тези инструменти от гледна точка на специализираното законодателство в областта на ценните книжа. Поради тази причина остават съмненията доколко инструментите на паричния пазар попадат под действието на режима на ЗППЦК. В този смисъл се наблюдава известно несъответствие между обхвата на европейското законодателство в областта на ценните книжа и възприетия от българския законодател модел.

г) Отмененият ЗЦКФБИД не съдържа определение на понятието „производни инструменти“ (деривативи). ЗППЦК запълва тази празнота от по-старото законодателство в областта на ценните книжа, като въвежда в Допълнителната разпоредба изрични дефиниции на понятията „варант“, „опция“, „фючърс“, „договори за разлики“ и „срочни сделки“.

(ii) Изисквания за издаване и отнемане на разрешение за извършване на дейност като инвестиционна фирма

а) Отмененият ЗЦКФБИД не уреждаше въпросите свързани с необходимост от независим професионален одит. ЗППЦК също не се занимава с този аспект от функционирането на инвестиционните фирми (инвестиционни посредници).

б) Отмененият ЗЦКФБИД не включваше адекватни изисквания и процедури за одобрение на определени промени в положението на инвестиционните фирми (инвестиционни посредници) от страна на КЦКФБ, чрез които контролиращият орган да бъде убеден, че лицензираните инвестиционни фирми (инвестиционни посредници) винаги и във всеки момент

спазват законите и подзаконовите актове. ЗППЦК бележи напредък в това отношение в духа на европейското право, доколкото въвежда изискване за предварително одобрение от ДКЦК като условие за извършване на действия по преобразуване на дружеството, по придобиване от едно лице на повече от 10 на сто от дяловете или акциите на инвестиционния посредник или придобиване на участие, което му дава възможност да го контролира, както и последващо придобиване на дялово участие от това лице, и по промяна на общите условия, приложими към договорите с клиентите.

в) Отмененият ЗЦКФБИД не съдържаше достатъчно ефективни основания за отказ от издаване на разрешение за извършване на дейност като инвестиционна фирма (инвестиционен посредник), както и за отнемане на издадено разрешение. ЗППЦК разширява тези основания, като по този начин се постига съответствие с регулативния модел на Директива 93/22/ЕИО.

(iii) Регулирани пазари

Директива 85/611/ЕИО за предприятията за колективни инвестиции в прехвърлими ценни книжа определя регулираните пазари като пазари, които функционират редовно и са признати и достъпни за обществеността. Директива 93/22/ЕИО изрично посочва основните елементи на регулирания пазар – откритост, достъпност и редовно функциониране. Пазарът трябва да действа на основата на предварително определени правила, предписани или одобрени от компетентния регулиращ и контролиращ орган. Регулираният пазар трябва да спазва особените изисквания за прозрачност и разкриване на информацията. На инвеститорите се предоставят данни за цените в началото на всеки ден въз основа на сделките от предишния ден, включително най-високи и най-ниски стойности и средно претеглени цени. Наред с това при пазарите с непрекъсната търговия пазарът трябва да представя периодични отчети за цените и обемите в течение на деня. Всяка държава членка е длъжна да състави списък на регулираните пазари, за които тя се явява държава по произход и които се подчиняват на нейното законодателство.

ЗЦКФБИД не въвеждаше понятието „регулиран пазар“, но препращаше към понятията за фондова борса и „организиран извънборсов пазар“. Фондовата борса се определяше като „организирано тържище на ценни книжа, което осигурява на членовете си и на техните клиенти равен достъп до пазарната информация и равни условия за участие в търговията“. Организираният извънборсов пазар беше определен като тържище, което:

1. функционира на базата на установени правила за достъп, за приемане на ценни книжа, за извършване на търговия, за разкриване на информация;
2. осигурява на членовете си равен достъп до пазарна информация и равни условия за участие в търговията;
3. изгражда единна система за неприсъствена търговия.

Както фондовата борса, така и организираният извънборсов пазар подлежа на лицензиране от КЦКФБ.

ЗППЦК определя понятието „регулирани пазари“ като официалният пазар на фондова борса и неофициалният пазар на ценни книжа. Неофициален пазар може да бъде организиран от самата фондова борса или от акционерно дружество, чиито акционери са инвестиционни посредници. Съгласно ЗППЦК както фондовата борса, така и неофициалният пазар трябва да отговарят на изисквания, характеризиращи регулираните пазари по смисъла на Директива 93/22/ЕИО, най-важните от които са редовно сключване на сделки за покупка и продажба на ценни книжа, редовно огласяване на информация за сключените сделки, равен достъп до пазарната информация и равни условия за участие в търговията на всички инвестиционни посредници, функциониране на базата на одобрени от ДКЦК правила за дейност. Може да бъде направен изводът, че с приемането на ЗППЦК се постига пълна хармонизация на уредбата на регулираните пазари на ценни книжа с изискванията на европейското законодателство.

4. РАЗКРИВАНЕ НА ГОЛЯМО ДЯЛОВО УЧАСТИЕ

Правилата на ЕО за разкриване на големи дялови участия в дружествата, чиито акции са приети за търговия на фондовата борса, се съдържат в Директива 88/627/ЕИО за информацията, която подлежи на оповестяване при придобиване или разпореждане с голямо дялово участие в дружество, чиито акции са приети за търговия на фондовата борса. Както отмененият български ЗЦКФБИД, така и чешкият Търговски закон са почти аналогични на Директива 88/627/ЕИО. Новият български ЗППЦК в още по-голяма степен се доближава до европейската уредба, включително като възприема като праг обуславящ привеждането в действие на задължението за разкриване на дялово участие в случаите, когато акциите на дружеството са приети за търговия на официален пазар на фондова борса пет на сто иликратно число на пет на сто от броя на гласовете в общото събрание на дружеството. Вж. таблица А4 за сравнение.

5. ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ

Отмененият ЗЦКФБИД тясно следваше Директива 89/592/ЕИО относно правилата за търговия с вътрешна информация във връзка с определението на понятията „вътрешна информация“ и „вътрешно лице“ и на нарушенията, свързани с вътрешна информация. Законът дори възприемаше по-строг подход, като отнасяше към вътрешните лица членовете на управителните или контролните органи на емитентите по силата на самото им качество, независимо от това дали те ефективно притежават вътрешна информация. Обратно, чешкият закон дава малко по-тясно определение на вътрешните лица и ги ограничава до лица, които „имат право“ да притежават вътрешна информация, докато Директива 89/592/ЕИО не изисква такова отношение. ЗЦКФБИД беше по-строг от директивата и поради това, че определяше „вторичните“ вътрешни лица като лица, които са придобили информация пряко или непряко от „първично“ вътрешно лице, без да изисква притежанието на такава вътрешна информация да е съзнателно. ЗЦКФБИД в основни линии следваше Директива 89/592/ЕИО по отношение на характера на нарушението „използване на вътрешна информация“ (забраните спрямо вътрешните лица). В тази насока българското законодателство е много по-ясно от чешкия закон, който просто определя използването на вътрешна информация като търговия с ценни книжа или използване на непубликувана поверителна информация за лични цели.

ЗППЦК запазва подхода на отменения ЗЦКФБИД по отношение на дефинирането на понятието „вътрешна информация“ и „вътрешни лица“, като обаче привежда определянето на „вторичните вътрешни лица“ в съответствие с Директива 89/592/ЕИО. Поради наличието на съвместимост с европейските стандарти забраните спрямо вътрешните лица съгласно ЗППЦК остават аналогични на предвидените с отменения ЗЦКФБИД. ЗППЦК разпростира защитата срещу използването на вътрешна информация по отношение на всички регулирани пазари (включително неофициалните пазари), а не само по отношение на фондовата борса.

Прилагането на правните норми е проблем. Държавните органи имат нужда от капацитет, за да наблюдават и контролират търговията или да създадат по-добри условия за практическо прилагане на правилата относно вътрешната информация. Новият ЗППЦК значително разширява правомощията на ДКЦК, като предвижда възможност за нея да изисква от фондовата борса и от Централния депозитар всякакви сведения и документи, свързани с тяхната дейност, включително информация за сключени сделки с ценни книжа. Освен това според ЗППЦК всяко лице, което сключва сделка с ценни книжа, които се търгуват на регулирани пазари на ценни книжа, е длъжно да декларира пред инвестиционен посредник дали притежава вътрешна информация. ЗППЦК предвижда и разширяване на възможностите за разследване и установяване на нарушенията, свързани с използване на вътрешна информация, тъй като постановява че Министерският съвет трябва да приеме наредба за мерките за предотвратяване и разкриване на сделки и действия, нарушаващи законовите постановки в това отношение.

В таблица А5 е направено по-подробно сравнение между различните режими.

5. КАПИТАЛОВА АДЕКВАТНОСТ

Директива 93/6/ЕИО за капиталовата адекватност на инвестиционните фирми определя минималния начален капитал за инвестиционните фирми. Капиталовите изисквания за фирми, които не сключват сделки за своя сметка и не държат активи на клиентите си, възлизат на 50 000 екю. Минимално изискваният капитал за фирми, които държат активи на клиентите си и извършват, отделно или в съчетание, посредничество при поръчки, изпълнение на поръчки и/или управление на портфейли, е 125 000 екю, а за всички останали фирми – 730 000 екю.

Българската Наредба за капиталовата адекватност и ликвидността на инвестиционните посредници установява минимално изискван начален капитал от 250 хил. лв.³⁵ при инвестиционни фирми, които извършват сделки за собствена сметка, и от 90 хил. лв.³⁶ при фирми, които действуват само за сметка на клиенти. Наредбата взема предвид всички изисквания на директивата във връзка с позиционния риск, риска, свързан със сетълмента и насрещната страна, риска, свързан със сетълмента и доставката, валутния риск, собствените средства и големите експозиции. Поради ниската ликвидност на пазара обаче е съмнително дали лицензираните инвестиционни посредници непрекъснато поддържат капиталова адекватност и дали представят своевременно периодични отчети на ДКЦК.

6. ИЗПИРАНЕ НА ПАРИ

Директива 91/308/ЕИО, свързана с изпирането на пари, предвижда създаването на подходящи правила срещу изпирането на пари с цел да бъде избегнато използването на финансовия сектор за прикриване на приходите от престъпна дейност въобще и по-специално от престъпления, свързани с наркотици.

Българският Закон за мерките срещу изпирането на пари (обн. ДВ, бр. 85 от 1998 г.) определя „изпирането на пари“ като подготовка, осъществяване и приемане на резултата от действия, чрез които парични средства или друго имущество, както и придобитото от тях, станали притежание на дадено лице чрез или по повод на престъпление, се въвеждат в стопанския оборот и резултатът от използването им се отчита счетоводно и се облага с данъци. Законът конкретизира четири групи действия, съставляващи „изпиране на пари“. Финансовите институции са длъжни да идентифицират страните по сделки, които надвишават определен праг и да съобщават за съмнителните сделки на Бюрото за финансово разузнаване при Министерството на финансите. Адресати на мерките, предписани от закона, са банките и небанковите финансови институции, застрахователните дружества, инвестиционните дружества и инвестиционните посредници, органите по приватизацията и приватизационните фондове, лицата, организиращи възлагането на държавни и общински поръчки, лизинговите предприятия, лицата, организиращи и провеждащи хазартни игри, политическите партии, организациите с идеална цел и др. Тези институции са длъжни да приемат вътрешни правила с цел осигуряване на ефикасното прилагане на приетото законодателство вътре в съответната институция.

Подобно на чешкия Закон 61/1996 относно изпирането на пари, българският закон до голяма степен следва правилата на Директива 91/308/ЕИО. Въпреки това практическото приложение на приетите разпоредби остава твърде неудовлетворително.

³⁵ „Нови“ лева, след деноминацията на лева.

³⁶ „Нови“ лева, след деноминацията на лева.

7. ЕС И БЪЛГАРСКИТЕ ПРАВИЛА ЗА ОБЕЗЩЕТЯВАНЕ НА ИНВЕСТИТОРИТЕ

Директива 97/9 относно обезщетяването на инвеститорите задължава всяка държава членка да осигури съществуването на един или повече компенсационни фонда, както и да изисква от всички инвестиционни фирми и кредитни институции да членуват в такъв фонд. Фондовете удовлетворяват вземания, свързани със задължението на инвестиционната фирма да изплати парични средства, притежавани или принадлежащи на инвеститори, или да върне ценни книжа на техните собственици. Фондовете не са длъжни да обезщетяват професионални и институционни инвеститори, държавни органи и наднационални организации.

Подобно на положението в Чехия Директива 97/9 все още не е въведена в българското право. Законът за гарантиране на влоговете в банките предвижда съществуването на фонд за гарантиране на влоговете в банки, но това е свързано с друга директива на ЕО (Директива 94/19 относно системите за гарантиране на влогове).

ТАБЛИЦА А1. Разкриване на информация

Режим в ЕС	Чешко законодателство	Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД) отменен	Закон за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) действащ
1. Информация, оповестявана при приемане на ценните книжа на фондова борса и при първично публично предлагане на ценни книжа	1. Информация, оповестявана при приемане на ценни книжа на фондовата борса	1. Информация, оповестявана при приемане на ценни книжа на фондовата борса	1. Информация, оповестявана при приемане на ценни книжа на фондовата борса
<p>1.1. За приемане на ценни книжа до официална търговия на фондова борса се изисква проспект за приемане или допускане. Той трябва да бъде одобрен от компетентния орган и да съдържа "чуждата" информация, за да ... могат инвеститорите и техните инвестиционни съветници да извършат осведомена оценка на активите и пасивите, финансовото състояние, печалбите и загубите и перспективите на емитента, и на правата, свързани с тези ценни книжа;</p> <p>Тази цел се смята за постигната, ако бъде разкрита информацията, предвидена в приложението към директивата.</p> <p>За първично публично предлагане на ценни книжа се изисква публикуването на проспект, за който валидните изискванията, установени за данните за регистрация.</p>	1.1. На публичните пазари могат да се търговат само ценни книжа – "предмет на публична търговия", а за това се изисква разрешение от Държавния надзор; При подаването на заявление за издаване на разрешение за публична търговия трябва да бъде представен проспект.	1.1. За търговия на фондова борса се приемат само ценни книжа, за които е издаден проспект, надлежно потвърден от КЦКФБ и публикуван при условията и по реда, предвидени в закона. Просpektът трябва да съдържа информация, която позволява на инвеститорите да извършат точна оценка на икономическото и финансовото състояние на емитента и на правата, свързани с ценните книжа. Обхватът на информацията, която подлежи на включване в проспекта, е подробно уреден в Наредбата за проспектите при публично предлагане на ценни книжа.	1.1. За търговия на фондовата борса се приемат ценни книжа, за които е публикуван проспект за първично публично предлагане по начина и със съдържанието, установени в закона, който е потвърден от Държавната комисия по ценните книжа (ДКЦК). Ценни книжа, за които не е издаден проспект за първично публично предлагане, се приемат за търговия, ако бъде публикуван съкратен проспект.
		Отмененият ЗЦКФБИД не прави разлика откъм съдържание и обхват между проспекта за първично публично предлагане на ценни книжа и проспекта или данните за регистрация при приемане на ценни книжа за официална търговия на фондовата борса.	
1.2. Изключения от изискването за представяне на данни за регистрация	1.2. Изключения от изискването за представяне на проспект	1.2. Изключения от изискването за представяне на проспект	1.2. Изключения от изискването за представяне на проспект
Държавите-членки могат да разрешат на органите, натоварени с проверката на данните за регистрация, да предвидят частично или пълно освободяване от задължението за публикуване на тези данни в следните случаи:	Чешкият закон не предви никакви изключения от задължението за представяне на проспект	Според отменения ЗЦКФБИД не се представя проспект:	Съгласно новия и действащ ЗППЦК може да не се изготвя и представя проспект:
<p>1. когато ценните книжа, за които се иска приемане за официална търговия, са:</p> <p>(а) ценни книжа, които са били предмет на публична емисия;</p> <p>(б) ценни книжа, издадени във връзка с търгово предлагане;</p> <p>(в) ценни книжа, издадени във връзка със сливане, вливане, разделяне, прехвърляне на всички или част от активите и пасивите на предприятие или като престация за прехвърлянето на непарични активи; и когато не по-късно от 12 месеца преди приемането на ценните книжа за официална търговия в същата държава-членка е публикуван документ, който компетентните органи приемат като съдържаща информация, равностойна на тази в данните за търговия, предписани от директивата;</p>		<p>1. за ценни книжа издадени или гарантирани от държавата или от Българската народна банка;</p> <p>2. за ценни книжа, издадени от международни организации, на които Република България е член;</p> <p>3. за акции, които се разпределят между акционерите при превръщане на част от печалбата в капитал без заплащане или доплащане на стойността им;</p> <p>4. при превръщане на облигации в акции, ако за облигациите е бил публикуван проспект.</p>	<p>1. за ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата или от Българската народна банка;</p> <p>2. за ценни книжа, издадени от международни организации, на които Република България е член;</p> <p>3. за акции, които се разпределят между акционерите при превръщане на част от печалбата в капитал без заплащане или доплащане на стойността им;</p> <p>4. при превръщане на облигации в акции, ако за облигациите е бил публикуван проспект;</p> <p>5. при издаване на права;</p>

<p>2. когато ценните книжа, за които се иска приемане за официална регистрация, са:</p> <p>(а) акции, които се предлагат безплатно на притежатели на акции, вече регистрирани на същата фондова борса; или</p> <p>(б) акции, които се предлагат в резултат на превръщане на конвертируеми дългови ценни книжа, или акции, които се предлагат в резултат на замяна срещу заменими дългови ценни книжа, ако акциите на дружеството, чиито акции се предлагат чрез превръщане или замяна, са вече приети на същата фондова борса; или</p> <p>(в) акции, получени чрез упражняване на правата по варианти, ако акциите на дружеството, чиито акции се предлагат чрез превръщане или замяна, са вече приети на същата фондова борса; или</p> <p>(г) акции, издадени в замяна срещу акции, вече приети на същата фондова борса, ако издаването на такива нови акции не е свързано с увеличаване на емитирания акционерен капитал на дружеството, и ако при нужда информацията, предвидена в глава 2 на Приложение А, е публикувана в съответствие с чл. 20, ал. 1 и чл. 21, ал. 1.</p>		<p>Това важи както за проспекта при първично публично предлагане извън борсата, така и при проспект за приемане на ценни книжа за официална търговия на фондовата борса.</p> <p>Наред с това, ако един клас акции е бил приет за търговия на фондовата борса, КЦКФБ може да разреши частично или пълно освобождаване от задължението за публикуване на проспект за публично предлагане, когато:</p> <p>1. броят на предложените нови акции е по-малък от 10 на сто от броя на вече допуснатите до търговия акции от същия клас; и</p> <p>2. инвеститорите вече разполагат с информацията, съответстваща на изискванията за разкриване на информация при публично предлагане на ценни книжа.</p>	<p>6. за ценни книжа, които се предлагат само на институционални инвеститори;</p> <p>7. за фючърси и опции, които се предлагат публично на фондова борса;</p> <p>8. за акции на публично дружество, които се предлагат за записване само на негови акционери и/или лица по трудов договор;</p> <p>9. за акции, които се предлагат в резултат на сливане, вливане или търгово предлагане.</p> <p>ДКЦК може да разреши частично или пълно освобождаване от задължението за публикуване на проспект за първично публично предлагане, когато:</p> <p>1. броят на предложените нови акции е по-малък от 10 на сто от броя на ценните книжа от същия клас, вече допуснати за търговия на регулиран пазар; и</p> <p>2. инвеститорите вече разполагат с информацията, която отговаря на изискванията за разкриване на информация при публично предлагане на ценни книжа;</p> <p>3. за същия клас ценни книжа е потвърден проспект преди не повече от една година;</p> <p>4. в други случаи, предвидени с наредба, при условие, че инвеститорите вече разполагат с информацията, съответстваща на изискванията за разкриване на информация при публично предлагане на ценни книжа или такава информация не е нужна за оценка на икономическото и финансовото състояние на емитента и на правата, свързани с ценните книжа.</p>
--	--	---	---

<p>3. когато ценните книжа, за които се иска приемане за официална търговия, са:</p> <p>(а) акции, чиито брой или прогнозна пазарна стойност, или номинална стойност, а при липсата на номинална стойност – счетоводната стойност, възлиза на по-малко от 10 на сто от броя или от съответстващата стойност на акциите от същия клас, вече приети на същата фондова борса; или</p> <p>(б) дългови ценни книжа, издадени от дружества и други юридически лица, които имат националността на държава-членка и които:</p> <p>при извършване на дейността си се ползват от държавен монопол, и</p> <p>са учредени или се управляват със специален закон или по силата на такъв закон, или за чиито задължения съществува безусловна и неотменима гаранция от страна на държава-членка или федерална единица на държава-членка; или</p> <p>(в) дългови ценни книжа, издадени от юридически лица, различни от дружества, които имат националността на държава-членка, и</p> <p>са учредени със специален закон, и</p> <p>чиято дейност се регулира от този закон и се състои единствено в:</p> <p>(i) набиране на средства под държавен контрол чрез издаване на дългови ценни книжа, и</p> <p>(ii) финансиране на производство чрез средства, набрани от тях, и средства, предоставени от държава-членка, и чиито дългови ценни книжа, с оглед приемането за официална търговия, се определят от националното законодателство за емитирани или гарантирани от държавата; или</p> <p>(г) акции, които се предлагат на лица по трудов договор, ако акции от същия клас вече са били приети за официална търговия на същата фондова борса; акции, които се различават помежду си само по датата на първото изплащане на дивиденди, не се смятат за акции от различни класове; или</p> <p>(д) акции, които вече са приети за официална търговия на друга фондова борса в същата държава-членка; или</p> <p>(е) акции, издадени като престация за частичния или пълен отказ на ръководството на командитно дружество с акции от законоустановените му права върху печалбата, ако акции от същия клас са вече приети за официална търговия на същата фондова борса; или</p> <p>(ж) допълнителни удостоверения, които представляват акции, издадени в замяна на оригиналните акции, когато издаването на такива нови удостоверения не е довело до увеличаване на емитирания капитал на дружеството и при условие, че удостоверенията, представляващи такива акции, са вече приети на същата фондова борса.</p>			
<p>1.3 Разрешение за изключване на определена информация от данните за регистрация</p>	<p>1.3 Разрешение за изключване на някои данни от проспекта</p>	<p>1.3 Разрешение за изключване на някои данни от проспекта</p>	<p>1.3 Разрешение за изключване на някои данни от проспекта</p>
<p>Компетентният орган може да разреши изключване от данните за регистрация на определена информация, ако приеме, че:</p> <p>(а) тази информация е маловажна и не би повлияла на оценката на активите и пасивите, финансовото състояние, печалбите, и загубите и перспективите на емитента; или</p> <p>(б) разкриването ѝ противоречи на обществения интерес или сериозно би увредило емитента, като в последния случай се изисква изключването да не води до заблуждаване на обществеността относно факти и обстоятелства, чието познаване е от значение за цената на въпросните ценни книжа.</p>	<p>Държавният надзор може да позволи съдържанието на проспекта да бъде съкратено, ако това не накърнява интересите на акционерите.</p>	<p>КЦКФБ може да разреши изключването от проспекта на някои от данните, които подлежат на разкриване, когато прецени, че информацията може да причини вреди на емитента, ако това не води до заблуждение на инвеститорите относно обстоятелства, които са от значение за цената на ценните книжа.</p>	<p>ДКЦК може да разреши изключването от проспекта на някои от данните, ако прецени, че информацията може да накърни интересите на емитента и това не води до заблуждение на инвеститорите относно обстоятелствата, които са от значение за оценката на икономическото и финансовото състояние на емитента и на правата, свързани с ценните книжа.</p>

1.4 Начин за представяне на данните за регистрация на обществеността	1.4 Начин за представяне на проспекта на обществеността	1.4 Начин за представяне на проспекта на обществеността	1.4 Начин за представяне на проспекта на обществеността
<p>Данните за регистрацията трябва да бъдат оповестени:</p> <p>чрез публикуване в един или повече вестници, разпространявани на територията на цялата държава-членка, в която се иска приемане на ценните книжа за официална търговия, или широко разпространявани в същата държава;</p> <p>под формата на брошура, която се предоставя безплатно на обществеността в помещенията на лби борси, на които ценните книжа се приемат за официална търговия, в седалището на емитента и в помещенията на финансовите организации, наети като агенти по разплащанията в държавата-членка, в която се иска приемане на ценните книжа за официална търговия.</p>	Липсва информация.	ЗЦКФБИД не съдържа достатъчно правила за начина, по който проспектът трябва да бъде предоставен на обществеността. В закона е посочено само, че емитентът е длъжен да публикува съобщение за публичното предлагане, за началния и крайния срок на подписката, регистрационния номер на потвърдението, издадено от КЦКФБ, мястото, часа и начина за запознаване с проспекта.	Емитентът е длъжен да представи проспекта на разположение на обществеността чрез публикуването му в пресата, под формата на брошура или по друг подходящ начин. В рекламите и публикациите във връзка с публично предлагане на ценни книжа се посочва мястото, където проспектът е достъпен за обществеността. Тези материали не могат да съдържат невярна или заблуждаваща информация или информация, която противоречи на информацията в проспекта. Законът предвижда възможност за приемане на наредба, с която да бъдат въведени допълнителни изисквания относно предоставянето на проспекта на разположение на обществеността, включително за срокове, методи и места за разпространение на проспекта, за отпечатване на минимален брой екземпляри от него, за задължително публикуване на резюме от проспекта в пресата и др.
1.5 Актуализиране на информацията в данните за регистрация	1.5 Актуализиране на информацията в проспекта	1.5 Актуализиране на информацията в проспекта	1.5 Актуализиране на информацията в проспекта
<p>Всеки значим нов факт, който може да повлияе върху цената на ценните книжа и е настъпил в периода от приемането на ценните книжа до началото на борсовите сделки, се отразява в допълнение към данните за регистрация. Допълнението подлежи на същия контрол както самите данни за регистрация и се публикува по реда, установен от компетентните органи.</p>	Липсва информация.	<p>Емитентът е длъжен да уведоми КЦКФБ за всички промени, настъпили в периода от подаването на заявлението за потвърждаване на проспекта до вземането на решението от комисията, ако такива промени налагат поправки в проспекта преди издаването на потвърдението. Емитентът е длъжен да внесе необходимите поправки в проспекта, ако в периода между издаване на потвърдението и началото на продажбите узнае за промени, които налагат такива поправки.</p> <p>Емитентът актуализира данните в проспекта на всеки шест месеца и при всяка промяна на данните, която може да повлияе върху цената на ценните книжа.</p>	<p>Емитентът е длъжен да уведоми ДКЦК за всички промени, настъпили в периода от подаването на заявление за потвърждаване на проспекта до вземането на решение от комисията, ако тези промени налагат поправки в проспекта преди издаването на потвърждение.</p> <p>Емитентът е длъжен да внесе нужните поправки в проспекта, ако в периода от издаване на потвърдението и крайния срок на подписката или продажбата узнае за промени, които налагат такива поправки. ДКЦК и регулираният пазар, на който се предлагат ценните книжа на емитента, трябва да бъдат уведомени за поправките. Емитентът също е длъжен да внесе поправки в проспекта, ако до крайния срок на валидност на проспекта узнае за промени, които налагат такива поправки.</p>

2. Периодично разкриване на информация	2. Периодично разкриване на информация	2. Периодично разкриване на информация	2. Периодично разкриване на информация
2.1. Годишна информация	2.1. Годишна информация	2.1. Годишна информация	2.1. Годишна информация
<p>Режимът в ЕС изисква разкриване на годишна информация чрез годишен отчет, който съдържа счетоводен отчет, включително консолидиран счетоводен отчет</p>	<p>Чешкият закон не уточнява начина за оповестяване на информация за емитента (с изключение на годишните отчети). Уреждането на този въпрос е оставено на Държавния надзор.</p>	<p>Емитентът е длъжен да представи на КЦФБ годишен отчет в срок до 90 дни от завършването на финансовата година.</p> <p>Годишният отчет съдържа данни за емитента и неговата дейност, членовете на неговите управителни и контролни органи, лицата, които притежават или контролират повече от 10 на сто от гласовете в общото събрание, заверен от дипломиран експерт-счетоводител годишен счетоводен отчет и друга информация, определена от комисията; КЦФБ все още не е издала нарочна наредба, за да определи допълнителната информация, която се включва в годишния отчет.</p>	<p>Емитентът е длъжен да представи на ДКЦК годишен отчет в срок до 90 дни от завършването на финансовата година. Годишният отчет съдържа данни за емитента и неговата дейност, членовете на неговите управителни и контролни органи, лицата, които притежават повече от 10 на сто от гласовете в общото събрание или могат да го контролират, заверен от дипломиран експерт-счетоводител годишен счетоводен отчет и друга информация, определена с наредба.</p>
2.2. Шестмесечна информация	2.2. Шестмесечна информация	2.2 Шестмесечна информация	2.2. Шестмесечна информация
<p>Директива 82/121/ЕИО изисква да бъде представян шестмесечен отчет, който се публикува до четири месеца след края на съответното шестмесечие. Шестмесечният отчет съдържа цифри и обяснителни бележки за дейността на дружеството, както и за неговите печалби и загуби през съответното шестмесечие.</p> <p>Цифрите се представят в табличен вид и разкриват най-малко:</p> <ul style="list-style-type: none"> нетния оборот, и печалбата или загубата преди или след данъчното облагане. <p>Срещу всяка цифра се посочва цифрата за съответния период на предходната финансова година. Обяснителните бележки задължително дават цялата значима информация, която позволява на инвеститорите да си съставят осведомено мнение за тенденцията в дейността на дружеството и в неговите печалби и загуби, като се посочват и всички особени фактори, които влияят върху тази дейност и печалбите и загубите през съответния период и позволяват да се направи сравнение със съответния период на предходната финансова година.</p>	<p>Липсва информация. Може би Държавният надзор е издал наредби по тази материя.</p>	<p>Емитентът е длъжен да представя на комисията шестмесечен отчет в срок до 60 дни от края на първото финансово полугодие. Шестмесечният отчет съдържа счетоводен отчет за изтеклото финансово полугодие, както и друга информация, определена от комисията.</p> <p>КЦФБ не е издала особена наредба за изискванията към съдържанието на шестмесечния отчет.</p>	<p>Емитентът е длъжен да представя на ДКЦК шестмесечен отчет в срок до 30 дни от края на първото финансово полугодие. Шестмесечният отчет включва счетоводен отчет за изтеклото полугодие, както и друга информация, определена с наредба.</p> <p>Емитентът на дългови ценни книжа задължително представя на ДКЦК тримесечни отчети до 15-то число на месеца, от който започва ново тримесечие, за изразходване на средствата от заема, освен ако ДКЦК определи друг срок за представянето им.</p> <p>Законът предвижда, че с наредба могат да бъдат определени изисквания за представянето на тримесечни отчети и от емитентите на други ценни книжа.</p>
2.3. Публично оповестяване на информация за емитента	2.3. Публично оповестяване на информация за емитента	2.3. Публично оповестяване на информация за емитента	2.3. Публично оповестяване на информация за емитента
<p>Директива 82/121/ЕИО изисква шестмесечният отчет да бъде публикуван в държавата-членка или държавите-членки, където ценните книжа се приемат за официална търговия чрез публикация в един или повече вестници, разпространявани на цялата територия на държавата или с широко разпространение на същата територия, или в съответното официално издание вестник, или да бъдат предоставени на разположение на обществеността в писмен вид на места, посочени в съобщение, което се публикува в един или повече вестници, разпространявани на цялата територия на държавата или с широко разпространение на същата територия, или чрез равностойни средства, одобрени от компетентните органи.</p>	<p>Чешкият закон не уточнява начина за публично оповестяване на информация, освен при годишните отчети. Въпросът се урежда от Държавния надзор.</p> <p>Поради тази причина липсва информация.</p>	<p>Емитентът е длъжен да представи както годишния, така и шестмесечния отчет на КЦФБ и на фондовата борса, и да публикува съобщение за представянето на отчета и мястото, времето и начина на запознаване с него най-малко в два централни ежедневника.</p>	<p>Емитентът е длъжен да публикува най-малко в един централен ежедневник съобщение за представянето на годишния отчет или шестмесечния отчет, както и за мястото, времето и начина за запознаване с него, в седем-дневен срок от представянето на отчета в комисията. Това съобщение се публикува и в официалния бюлетин на комисията.</p>

ТАБЛИЦА А2. Предприятия за колективни инвестиции в прехвърлими ценни книжа

•āæèì â ...‘	‡–Š”•^, (îòìáíáí)	‡àêíí çà íóáèè÷íîîî ïðåâèèèââááíá íá öáííèè èíèèæà (‡•–Š) Ð ääéñòààù
<i>Определение на ПКИПЦК</i>	<i>Определение на ПКИПЦК</i>	<i>Определение на ПКИПЦК</i>
<p>Директивата определя ПКИПЦК като предприятие: чийто единствен предмет на дейност е колективното инвестиране в прехвърлими ценни книжа на парични средства, набрани от обществеността, и което действува на основата на разпределение на риска, и дяловете на които се изкупуват обратно, пряко или непряко, по искане на с дружниците от активите на предприятието.</p>	<p>Отмененият ЗЦКФБИД определя инвестиционното дружество като акционерно дружество, получило разрешение при условията и по реда на закона, чийто предмет на дейност е инвестиране в ценни книжа, освен в ценни книжа на учредителите му.</p>	<p>ЗППЦК определя инвестиционното дружество като акционерно дружество, което е получило разрешение при условията и по реда на закона и чийто предмет на дейност е инвестиране в ценни книжа на парични средства, набрани чрез публично предлагане на акции, и което действа на принципа на разпределение на риска.</p>
<i>Форма на ПКИПЦК</i>	<i>Форма на ПКИПЦК</i>	<i>Форма на ПКИПЦК</i>
<p>Форма на ПКИПЦК: учредява се с гласно облигационното право (като общи средства, управлявани от управляващо дружество) или според законодателството за фондовете (като дялови фондове) или с учредителен устав (като инвестиционни дружества)</p>	<p>Според отменения ЗЦКФБИД инвестиционните дружества могат да бъдат учредени само в формата на акционерни дружества.</p>	<p>Законът предвижда, че инвестиционното дружество може да бъде учредено само като акционерно дружество.</p>
<i>Управление на ПКИПЦК</i>	<i>Управление на ПКИПЦК</i>	
<p>Управление на ПКИПЦК – чрез управляващо дружество, а ако предприятието е учредено в формата на дружество – от съвета на директорите.</p>	<p>Управление – инвестиционните дружества се управляват от своя съвет на директорите или от инвестиционен посредник на основание договор за управление.</p>	<p>Според закона инвестиционното дружество от отворен тип може да бъде управлявано само от управляващо дружество с гласно договор за управление. Инвестиционните дружества от затворен тип могат да бъдат управлявани от своя управителен орган (управителен съвет или съвет на директорите) или от управляващо дружество с гласно договор за управление.</p>

Функции на депозитар	Функции на депозитар	Функции на депозитар
<p>Директивата провежда ясно разграничение между управленската функция и функцията на депозитар. Активите на дялов фонд се поверяват за отговорно пазене на депозитар. Наред с това депозитарят е длъжен:</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) да осигури продажбата, издаването, обратното изкупуване и обезсилването на дялове, извършено за сметка на дяловия фонд или от управляващо дружество, в съответствие със закона и правилата на фонда; (ii) да осигури изчисляване на стойността на дяловете в съответствие със закона и с правилата на фонда; (iii) да изпълнява нарежданията на управляващото дружество, освен когато те противоречат на закона или на правилата на фонда; (iv) да осигури предаване на фонда в обичайните срокове на всяка насрещна престация по сделки с негови активи; (v) да осигури използване на приходите на дяловия фонд в съответствие със закона и с правилата на фонда. <p>Активите на инвестиционно дружество се поверяват на депозитар за отговорно пазене.</p>	<p>Според отменения ЗЦКФБИД придобитите от инвестиционното дружество ценни книжа и привлечените парични средства се съхраняват в централния депозитар или в банка депозитар. Банката депозитар не може да бъде кредитор или гарант на инвестиционното дружество. Банката депозитар е длъжна да отделя приетите от нея ценни книжа и парични средства на инвестиционното дружество от собствените си активи и да ги отчита отделно.</p>	<p>Според сега действащия закон безналичните ценни книжа, притежавани от инвестиционното дружество, се вписват в регистъра на Централния депозитар, а паричните му средства и други ценни книжа се съхраняват в банка депозитар. Банката депозитар отчита отделно паричните средства и други активи на инвестиционното дружество и отделя непаричните активи на инвестиционното дружество от собствените си активи.</p> <p>Банката депозитар е длъжна:</p> <ul style="list-style-type: none"> да осигури издаването, продажбата, издаването, обратното изкупуване и обезсилването на акциите на инвестиционното дружество в съответствие със закона и с неговия устав; да осигури плащанията, свързани със сделки с активите на дружеството, да бъдат превеждани в рамките на нормативно определените срокове, освен ако насрещната страна е неизправна или са налице достатъчно основания да се смята, че е неизправна; да осигури събирането и използването на приходите на дружеството в съответствие със закона и с неговия устав; да се разпорежда с поверените му активи на инвестиционното дружество само по нареждане на оправомощените лица, освен ако те противоречат на закона, на устава на дружеството или на договора за депозитарни услуги; редовно да се отчита пред инвестиционното дружество за поверените активи и извършените операции.

<i>Активи на ПКИПЦК</i>	<i>Активи на ПКИПЦК</i>	<i>Активи на ПКИПЦК</i>
Ценни книжа, които могат да бъдат предмет на инвестиции – само прехвърлими ценни книжа, които се търгуват на фондовите борси или се прехвърлят на признати, регулирани и открити пазари, могат да бъдат предмет на инвестиции, като националността на емитента няма значение. По отношение на ценни книжа, издадени извън ЕИО, обаче фондовата борса или пазарът трябва да бъдат одобрени от компетентния орган на държавата членка или предвидени в правилата на фонда.	Според отменения ЗЦКФБИД имуществото на инвестиционно дружество от отворен тип се състои единствено от: (i) ценни книжа, допуснати до търговия на фондова борса; (ii) държавни ценни книжа; (iii) акции на други инвестиционни дружества; (iv) движими вещи и недвижими имоти, доколкото са необходими за прякото извършване на дейността на дружеството; (v) парични средства.	Активите на инвестиционното дружество от отворен тип се състоят единствено от: (i) ценни книжа, приети за търговия на регулиран пазар на ценни книжа; (ii) държавни ценни книжа; (iii) ценни книжа, които не се търгуват на регулиран пазар на ценни книжа; (iv) акции на други инвестиционни дружества; (v) движими вещи, доколкото са необходими за прякото извършване на дейността на дружеството; (vi) парични средства.
<i>Спиране на изкупуването</i>	<i>Спиране на изкупуването</i>	<i>Спиране на изкупуването</i>
Спиране на обратното изкупуване на акции – само по изключение, когато обстоятелствата го налагат, и като се имат предвид интересите на притежателите на дялове.	Според отменения ЗЦКФБИД инвестиционното дружество може временно да спре обратното изкупуване на акциите си при условията и по реда, предвидени в учредителните му актове. В такъв случай то уведомява комисията за решението си в тридневен срок.	Инвестиционното дружество от отворен тип може временно да спре обратното изкупуване на акциите си при условията и по реда, предвидени в неговия устав, но само в изключителни случаи, ако обстоятелствата го налагат и спирането е оправдано с оглед на интересите на акционерите.
<i>Правила за оценяване на активи</i>	<i>Правила за оценяване на активи</i>	<i>Правила за оценяване на активи</i>
Правилата за оценка на активите и правилата за изчисляване на продажната или емисионната стойност и стойността при обратно изкупуване на дяловете на ПКИПЦК се установяват в закон, в правилата на фонда или в учредителните актове на инвестиционното дружество.	Отмененият ЗЦКФБИД изисква уставът на инвестиционното дружество да съдържа правила за условията и реда за изчисляване на стойността на акциите при обратно изкупуване. Законът обаче не съдържа разпоредби за оценката на активите и правила за изчисляване на продажната цена или емисионната стойност на акциите.	Според ЗППЦК уставът на инвестиционното дружество трябва да съдържа условията и реда за изчисляване на нетната стойност на активите, емисионната стойност и цената на акциите при обратно изкупуване, както и на дивидента, ако се предвижда такъв. Както емисионната стойност, така и цената при обратно изкупуване се основават на нетната стойност на активите и се определят най-малко два пъти седмично на равни интервали от време.
<i>Изисквания за разкриване на информация</i>	<i>Изисквания за разкриване на информация</i>	<i>Изисквания за разкриване на информация</i>
Директивата въвежда изисквания за	Отмененият ЗЦКФБИД изисква от	ЗППЦК изисква от инвестиционните

разкриване на информация във формата на проспект при първично публично предлагане, както и периодично разкриване във формата на годишни и шестмесечни отчети.	инвестиционните дружества да разкриват информация във формата на проспект при публично предлагане на техните акции, както и периодична информация във формата на годишни и шестмесечни отчети.	дружества да разкриват информация във формата на проспект при първично предлагане на акции, и периодична информация във формата на годишни отчети, шестмесечни отчети, месечни и тримесечни счетоводни баланси.
Публикуване на цените	Публикуване на цените	Публикуване на цените
Директивата изисква цените да бъдат публикувани най-малко два пъти месечно, поспециално емисионната стойност, продажната цена, цената при обратно изкупуване на дяловете или удостоверенията.	Инвестиционното дружество обявява в КЦКФБ и в средствата за масово осведомяване емисионната стойност на акциите си, а ако е дружество от отворен тип – и цената при обратно изкупуване на акциите. Обявленията се правят при всяка емисия, продажба и обратно изкупуване, но не по-рядко от два пъти месечно.	Инвестиционното дружество от отворен тип обявява в ДКЦК най-малко два пъти седмично на равни интервали от време емисионната стойност и цената при обратно изкупуване на акциите и ги публикува в посочения в проспекта централен ежедневник поне два пъти месечно.
Забрани	Забрани	Забрани
Инвестиционното дружество, управляващото дружество или депозитарят, който действа за сметка на дялов фонд, не могат да отпускат заеми, нито да бъдат гаранتي на трети лица, и не могат да продават прехвърлими ценни книжа без покритие. Това обаче не е пречка тези предприятия да придобиват прехвърлими ценни книжа, които не са напълно изплатени.	Отмененият ЗЦКФБИД забранява на инвестиционните дружества да вземат или предоставят заеми и да участват в "къси продажби". Инвестиционното дружество не може да придобива прехвърлими ценни книжа, които не са напълно изплатени.	Действащият закон забранява инвестиционното дружество да предоставя заеми или да гарантира задълженията на трети лица. Инвестиционното дружество не може: да придобива ценни книжа, които не са напълно изплатени; да продава ценни книжа, които не притежава.

ТАБЛИЦА А3і. Функциониране на инвестиционните фирми и класификация на ценните книжа

Директива за инвестиционните услуги	ЗЦКФБИД (отменен)	Чешко законодателство	Закон за публичното предлагане на ценни книжа
<i>Дейност на инвестиционните фирми</i>	<i>Дейност на инвестиционния посредник</i>	<i>Дейност на инвестиционния посредник</i>	<i>Дейност на инвестиционния посредник</i>
<p><i>Основна дейност:</i> Поемане на емисии; Сключване на сделки като брокер; Сключване на сделки за собствена сметка; Управление на портфейли.</p> <p><i>Допълнителна дейност:</i> Отговорно пазене и управление; Предоставяне на финансови средства на инвеститорите; Финансови консултации на дружества; Услуги, свързани с поемане на емисии; Инвестиционни консултации; Валутни услуги, свързани с инвестиции</p>	<p>Дейност като дилър – сключване на сделки за собствена сметка; Дейност като брокер – сключване на сделки за сметка на клиентите; Поемане на емисии на ценни книжа за собствена сметка и за сметка на емитента.</p>	<p>Дейност като дилър; Уреждане на емисии на ценни книжа; Дейност като брокер (агент) на клиенти; Дейност като пазител; Управление на портфейли; Дейност като депозитар; Сделки с деривативни инструменти; Финансови консултации на дружества.</p>	<p>Дейност като дилър; Дейност като брокер – сключване на сделки за сметка на клиентите; Поемане на емисии на ценни книжа за собствена сметка; Управление на индивидуални портфейли; Държане на ценни книжа и на пари на клиенти в депозитарна институция (пазене); Посредничество за сключване на сделки с ценни книжа. Инвестиционните посредници, лицензирани да извършват посочените сделки, имат право да извършват и следните сделки и услуги:</p> <p>Инвестиционни консултации относно ценни книжа; Консултации и анализи на дружества относно финансиране на дейността им, капиталовата им структура, промишлената стратегия и свързани с това въпроси, както и консултации и услуги относно преобразуване на дружества и сделки по придобиване на предприятия; Изготвяне на проспекти за публично предлагане на ценни книжа; Представителство на притежатели на ценни книжа пред емитента на ценните книжа и на общи събрания на притежателите на ценни книжа; Предоставяне на небанкови заеми за покупка на ценни книжа и заемане на ценни книжа при условия и ред, определени с наредба.</p>

Определение на ценни книжа	Определение на ценни книжа	Определение на ценни книжа	Определение на ценни книжа
<p>1 (а) Прехвърлими ценни книжа; (б) Дялове в ПКИПЦК; 2. Инструменти на паричния пазар; 3. Договори за финансови фючърси (включително сделки със сепаратив в брой); 4. Форуърдни лихвени споразумения; 5. Суапове на лихви, валута и собствен капитал; 6. Опции за придобиване или разпореждане с някой измежду горните инструменти, включително валутни и лихвени опции.</p>	<p>Прехвърлими документи и права, които могат да бъдат предлагани публично, като: (а) акции; (б) облигации; (в) други</p>	<p>1 (а) Акции; (б) Временни удостоверения; (в) Удостоверения за участие (дялове във фонд); (г) Облигации; (д) Инвестиционни купони (приватизация); (е) Купони от ценни книжа на носител; (ж-к) Менителници, чекове, пътнически чекове, товарителници; (л) Други инструменти, признати за ценни книжа.</p> <p>Деривативи (Прехвърлими права и задължения, свързани с ценни книжа или свързани със стоки, търгувани на борса, както и с парични, лихвени и валутни курсове и договори, свързани с тях.)</p>	<p>Прехвърлими права, регистрирани по сметки в Централния депозитар (безлични ценни книжа), или документи, материализиращи прехвърлими права (лични ценни книжа), които поради естеството си могат да бъдат предлагани публично, като: (а) акции; (б) облигации и други дългови ценни книжа; (в) други права, свързани с акции, облигации или други дългови ценни книжа.</p> <p>Определение на "други документи, свързани с акции, облигации или други дългови ценни книжа": варианти, опции, права, фючърси, форуърди, договори за разлики и други подобни.</p> <p>Определение на "дългови ценни книжа": прехвърлими вземания за предварително определен или определяем доход срещу емитента на ценните книжа, възникнали вследствие на предоставени му в заем парични средства или други имуществени права. Дълговите ценни книжа могат да изразяват и други права, ако това не противоречи на закона.</p> <p>Определение на "фючърс": стандартизирана ценна книга, която се търгува на регулирани пазари на ценни книжа и изразява правото и задължението за закупуване или продажба на определен брой ценни книжа по предварително фиксирана цена на определена дата.</p> <p>Определение на "опция": ценна книга, която изразява правото за закупуване или продажба на определен брой ценни книжа по предварително фиксирана цена до изтичането на определен срок или на определена дата.</p> <p>Действащият закон определя като ценни книжа и инвестиционните договори, по които инвеститорите предоставят парични средства или други имуществени права на друго лице, без да участват пряко в тяхното управление, с цел получаване на доход.</p>

ТАБЛИЦА А3ii. Изисквания за издаване на разрешение, основания за отказ и основания за отмяна на разрешение

Режим в ЕС	Чешко законодателство	ЗЦКФБИД (отменен)	Закон за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК)
<i>Основни изисквания за лицензиране на инвестиционни фирми</i>	<i>Основни изисквания за лицензиране в Чехия</i>	<i>Основни изисквания за лицензиране</i>	<i>Основни изисквания за лицензиране (според действащите норми)</i>
1. Отделяне на активите на клиента;	1. Измененията на законодателството изискват отделяне;	1. Отделяне;	1. Отделяне на активите на клиента;
2. Независима проверка от специалисти;	2. Не е уточнено в закона;	2. Не е уточнено в закона;	2. Не е уточнено в закона;
3. Управление от лица, които имат нужната репутация и компетентност;	3. Всички служители да бъдат подходящи и квалифицирани;	3. Управление от лица с репутация и компетентност;	3. Управление от лица с репутация и компетентност;
4. Представяне на план за дейността;	4. Представяне на план за дейността;	4. Представяне на план за дейността;	4. Представяне на план за дейността;
5. Одобрени контролори и лица, които притежават над 10 на сто от акциите;	5. Изисква се само при чуждестранно участие;	5. Одобрени контролни органи и лица, които притежават над 10 на сто от акциите;	5. Одобрени контролни органи и лица, които притежават над 10 на сто от акциите;
6. Достатъчен капитал съгласно Директива 93/6;	6. Осочва се размерът на основния капитал. Подготвят се подзаконови актове;	6. Осочва се размерът на основния капитал; съществуват подзаконови актове за капиталова адекватност, които съответстват на Директива 93/6;	6. Осочва се размерът на основния капитал; съществуват подзаконови актове за капиталова адекватност, които съответстват на Директива 93/6;
7. Спазване на официалните правила за финансов надзор.	7. Общи правила за поведение, въведени с измененията на закона; предстои приемането на допълнителни правила;	7. Спазване на официалните правила за финансов надзор;	7. Спазване на официалните правила за финансов надзор;

8. Спазване на официалните правила за поведение.	8. Разпоредби с цел предотвратяване на злоупотребите при конфликт на интереси;	8. Спазване на обнародваните официални правила за поведение; разпоредби с цел предотвратяване на злоупотребите при конфликт на интереси;	8. Спазване на поведение; разпоредби с цел предотвратяване на злоупотребите при конфликт на интереси;
		9. Общи условия за договори с клиентите, чрез които се защитават интересите на инвеститорите.	9. Общи условия за договорите с клиенти, чрез които се защитават интересите на инвеститорите;
			10. Акционерите, които притежават повече от 10 на сто от капитала, нямат право да използват заемни средства за вноската си в капитала.
<i>Основания за отказ на разрешение</i>	<i>Основания за отказ на разрешение</i>	<i>Основания за отказ на разрешение</i>	<i>Основания за отказ на разрешение</i>
<ol style="list-style-type: none"> 1. Недостатъчен капитал; 2. Ръководството не се ползва с добра репутация или няма достатъчен опит; 3. Други основания, предвидени в националното законодателство. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не са осигурени материалните, кадровите и организационните предпоставки за извършване на дейност като дилър според плана и дейността, за която се иска разрешение. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Недостатъчен капитал; 2. Ръководството не се ползва с добра репутация или няма достатъчно опит; 3. Членовете на контролните органи или лицата, които притежават над 10 на сто от гласовете в общото събрание, могат да повлияят отрицателно върху сигурността на дружеството или на неговите операции; 4. Общите условия по договорите с клиентите не осигуряват в достатъчна степен интересите на инвеститорите. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Недостатъчен капитал; 2. Ръководството не се ползва с добра репутация или няма достатъчно опит; 3. Членовете на контролните органи или лицата, които притежават над 10 на сто от акциите с право на глас, могат да повлияят отрицателно върху сигурността на дружеството или на неговите операции; 4. Общите условия по договорите с клиентите не осигуряват интересите на инвеститорите; 5. Лицата, които притежават над 10 на сто от гласовете в общото събрание на заявителя, са направили вноски със заемни средства; 6. Заявителят не осигурява на другите изисквания, установени със закона и актовете по прилагането му; 7. Заявителят не предоставя пълноценни данни или документи с невярно съдържание.

<i>Основания за отмяна на разрешението</i>	<i>Основания за отмяна на разрешението</i>	<i>Основания за отмяна на разрешението</i>	<i>Основания за отмяна на разрешението</i>
<ol style="list-style-type: none"> 1. Извършването на дейността не е започнало в срок 12 месеца; 2. Неверни данни в заявлението; 3. Условието за издаване на разрешението вече не са налице; 4. Неспазване на Директива 93/6 – капиталова адекватност; 5. Системни и груби нарушения на правилата за финансов надзор и/или правилата на поведение; 6. Други основания, предвидени в националното законодателство. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Съществени промени в основните параметри на дейността (капитал, търговска дейност, личен състав или ресурси); 2. Обявяване на посредника в несостоятелност; 3. Посредникът извършва дейност, забранена от съд или административен орган; 4. По искане на посредника; 5. Нарушение на условията за издаване на разрешението или на нормативните актове. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Неверни сведения в заявлението, които са послужили като основание за издаване на разрешението; 2. Дружеството е престанало да отговаря на изискванията на закона за извършване на сделки с ценни книжа; 3. Грубо нарушение или системни нарушения на закона или актовете по прилагането му. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Неверни данни в заявлението, които са послужили като основание за издаване на разрешението; 2. Инвестиционният посредник не е започнал дейността си в срок 12 месеца от издаването на разрешението, изрично се откаже от издаденото разрешение или е престанал да извършва дейност за повече от шест месеца; 3. Инвестиционният посредник не отговаря на условията, при които е издадено разрешението; 4. Инвестиционният посредник е престанал да отговаря на изискванията за капиталова адекватност и ликвидност и не предложи веднага оздравителна програма или оздравителната програма не бъде одобрена от ДКЦК в 14-дневен срок от предлагането ѝ, или не изпълнява одобрената от ДКЦК оздравителна програма; 5. Членове на управителните органи са извършили грубо нарушение или системно нарушават разпоредбите на закона или актовете по прилагането му.

ТАБЛИЦА А3iii. Регулирани пазари

Режим в ЕС	Българско законодателство и практика	Практиката в Чешката република
<p>Регулиране – т.е. според режима в ЕС регулираният пазар се подчинява на правила, приети или одобрени от компетентния орган. Те се отнасят до функционирането на пазара, достъпа до него и приемането на ценните книжа за търговия.</p>	<p>Според ЗППЦК регулирани пазари на ценни книжа са официалният пазар на фондова борса и неофициалният пазар на ценни книжа, на които или посредством които: присъствено или чрез единна неприсъствена система редовно се сключват сделки за покупка и продажба на ценни книжа и се правят предложения и покани за сключване на такива сделки; и редовно се огласява информация за сключените сделки с ценни книжа и предложенията за сключване на такива сделки.</p> <p>ЗППЦК изисква регулираният пазар, независимо дали това е официален пазар на фондова борса или неофициален пазар на ценни книжа, да функционира на основата на правила, одобрени от ДКЦК.</p> <p>Засега единственият съществуващ регулиран пазар в страната е Българска фондова борса – София. БФБ-София между другото има правомощие да регулира дейността на членовете си и да установява изисквания за приемане на ценните книжа за търговия.</p>	<p>Пражката фондова борса има правомощие да регулира дейността на членовете си и приемането на ценните книжа. Системата RM няма членове и не установява регулативни отношения с клиентите си.</p>
<p>Единство на цените – т.е. липса на фрагментиране</p>	<p>Цените са единни, тъй като не съществува друг регулиран пазар освен Българската фондова борса, т.е. организиран неборсов пазар.</p>	<p>На различните пазари може да се стигне до различни цени, въпреки че се наблюдава все по-голямо сходство.</p>

<p>Редовно отваряне, свързано с редовно разкриване на информация от страна на емитентите</p>	<p>Българската фондова борса функционира редовно, а правилникът ѝ изисква периодично разкриване на информация от емитентите на ценни книжа, приети за търговия. Според ЗППЦК фондовата борса може да изисква от публичните дружества и останалите емитенти, чиито ценни книжа са приети за търговия на официалния пазар, предоставяне на информация, която борсата смята за необходима за осъществяване на борсовата търговия или за защита на инвеститорите.</p>	<p>Системата RM и Пражката фондова борса функционират редовно.</p>
<p>Достъп за обществеността – т.е. достъпност за изпълнение на поръчки от името на обществеността, без дискриминация между инвеститорите.</p>	<p>Българската фондова борса е достъпна за изпълнение на поръчки, без дискриминация на инвеститорите.</p>	<p>И двата организирани пазара са достъпни за изпълнение на поръчки от обществеността, а системата RM дава пряк достъп на публиката.</p>
<p>Прозрачност и ликвидност – в съответствие с Директивата за инвестиционните услуги.</p>	<p>В съзвучие с Директивата за инвестиционните услуги, ЗППЦК изисква фондовата борса да разпространява в началото на работния ден по подходящ начин информация за изтъргуваните обеми, минималната и максималната цена, средно претеглената цена, съответно и цената при затваряне на предходния ден. Според закона фондовата борса може да прилага специални правила за разпространение на информация при особено големи по обем сделки с ценни книжа, при сделки с неликвидни ценни книжа и при дългови ценни книжа. Българската фондова борса своевременно разпространява информация за сделките, сключени на борсата.</p>	<p>И двата пазара своевременно разпространяват информация за сделките на борсата, но официалната информация за "преките сделки" не е надеждна в рамките на деня.</p>
<p>Признати</p>	<p>Признаването за целите на ЕС трябва да бъде извършено от Европейската комисия.</p>	<p>Признаването за целите на ЕС трябва да бъде извършено от Европейската комисия.</p>

ТАБЛИЦА А4. Разкриване на голямо дялово участие в дружество, регистрирано на борсата

Режим в ЕС	Режим в Чешката република	ЗЦКФБИД (отменен)	Запътен за публичното предлагане на ценни книжа
<p>Изисква се всяко лице, което пряко или непряко придобие или се разпорежи с голямо дялово участие в дружество, регистрирано на борсата, да уведоми дружеството и компетентния орган. Директивата въвежда и праг за разкриването на информация.</p>	<p>Търговският закон изисква разкриване на промените в собствеността, при които се преминават праговете от 10, 20, 30, 50, 65 на сто. Законът за ценните книжа изисква емитентът да оповести в проспекта си дяловите участия в размер 10 на сто или повече, които са му известни.</p>	<p>Изисква разкриване на промените в собствеността (извършени пряко или непряко) в дружество, чиито акции се предлагат публично, когато те преминават праговете от 10 на сто иликратно на 10 на сто. Проспектът трябва да разкрива дяловите участия от 10 на сто или повече, които са известни на емитента.</p>	<p>Публичното дружество, ДКЦК, както и съответният регулиран пазар на ценни книжа, където акциите на дружеството са приети за търговия, трябва да бъдат уведомени за всяко лице, чието право на глас достигне до, надхвърли или падне под:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 5 на сто или число,кратно на 5 на сто от брой на гласовете в общото събрание на дружеството, чиито акции са приети за търговия на официален пазар на фондова борса; 2. 10 на сто, 1/4, 1/3, 1/2, 2/3 или 3/4 от броя на гласовете в общото събрание на дружеството, чиито акции са приети за търговия на неофициален пазар на ценни книжа. <p>За целите на уведомяването към гласовете по пряко притежаваните акции се прибавят и гласовете по акциите:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. притежавани от съпруга или непълнолетните низходящи на съответните лица; 2. притежавани от дружество, върху което съответното лице

			<p>упражнява контрол;</p> <p>3. притежавани от други лица от тяхно име, но за сметка на съответните лица;</p> <p>4. притежавани от лице, с което съответното лице е сключило писмено споразумение за следване на обща политика по управлението на съответното дружество чрез съвместно управление на притежаваните от тях права на глас;</p> <p>5. предоставени от лице, с което съответното лице или контролирано от него лице е сключило писмено споразумение, предвиждащо временно прехвърляне на правата на глас, свързани с ценните книжа;</p> <p>6. предоставени на съответното лице като обезпечение, освен ако обезпеченият кредитор упражнява правата на глас;</p> <p>7. депозирани в съответното лице с прехвърляне на правата на глас без специални нареждания от акционерите.</p> <p>ЗППЦК съдържа специални разпоредби относно лицата, задължени да извършат уведомяването във всеки отделен случай.</p>
--	--	--	---

ТАБЛИЦА А5. Вътрешна информация

Режим в ЕС	Чешка република	ЗЦКФБИД (отменен)	ЗППЦК (действащ)
<i>Определение на вътрешна информация</i>	<i>Определение на вътрешна информация</i>	<i>Определение на вътрешна информация</i>	<i>Определение на вътрешна информация</i>
В трешната информация се определя като: информация, неизвестна на обществеността, която е свързана с точни данни и се отнася до един или повече емитенти на ценни книжа, до една или повече ценни книжки и която, ако бъде разкрита, би оказала значително влияние в рху цената на тези ценни книжа.	В трешната информация се определя като непубликувана информация, която може да повлияе в рху цените.	В трешна информация са всякакви данни, за които не съществува задължение да бъдат дадени публично или които още не са публично огласени, отнасящи се до един или повече емитенти или техни ценни книжа, или други такива данни, ако публичното им огласяване може да окаже значително влияние в рху цената на ценни книжа, приети за търговия.	В трешна информация са всякакви данни, за които не съществува задължение да бъдат дадени публично или които още не са публично огласени, отнасящи се до публично дружество или до емитент на търгувани на регулирани пазари ценни книжа, или до самите ценни книжа, търгувани на регулирани пазари, или други такива данни, ако публичното им огласяване може да окаже влияние в рху цената на търгувани на регулирани пазари ценни книжа.
<i>Определение на вътрешни лица</i>	<i>Определение на вътрешни лица</i>	<i>Определение на вътрешни лица</i>	<i>Определение на вътрешни лица</i>
Вътрешните лица са определени като лица, които притежават информация в качеството си на членове на управителните органи на емитент или поради инвестицията си в емитент или във връзка с трудов договор, професия или задължения.	Вътрешните лица са определени като лица, които поради своите трудови правоотношения, професия, работа или функция имат право да получават поверителна информация за икономическото и финансовото състояние на определен емитент или други данни, които са от значение	Вътрешно лице е: 1. всеки член на управителен или контролен орган на емитента; 2. всеки член на управителен или контролен орган или неограничено отговорен съдружник в свързано с емитента дружество. За вътрешно лице се смята и всяко лице, притежаващо пряко или чрез свързани с лица над 10 на сто от гласовете в общото събрание на емитента, ако има достъп или разполага с вътрешна информация, както и всяко друго лице, което поради своята професия, дейност, задължения или отношения на свързаност с емитента	Вътрешно лице е: 1. всеки член на управителен или контролен орган на публично дружество или на емитент на ценни книжа, търгувани на регулиран пазар; 2. всеки член на управителен или контролен орган, или неограничено отговорен съдружник в търговско дружество, свързано със съответното публично дружество или емитент на ценни книжа, търгувани на регулиран пазар. За вътрешно лице се смята и всяко лице, което притежава пряко или чрез свързани лица над 10 на сто от

	за развитието на финансовия пазар.	или с посочените вътрешни лица има достъп и разполага с вътрешна информация.	гласовете в общото събрание на публичното дружество или на емитента на ценни книжа, търгувани на регулиран пазар, ако има достъп или разполага с вътрешна информация, както и всяко друго лице, което поради своята професия, дейност, задължения или отношения на свързаност с публичното дружество или с емитента на ценни книжа, търгувани на регулиран пазар, или с посочените вътрешни лица има достъп или разполага с вътрешна информация.
<i>Определение на вторично вътрешно лице</i>	<i>Определение на вторично вътрешно лице</i>	<i>Определение на вторично вътрешно лице</i>	<i>Определение на вторично вътрешно лице</i>
Вторичните вътрешни лица са определени като лица, които съзнателно са придобили вътрешна информация от първични вътрешни лица	Режим, аналогичен на този в ЕС	Вторичното вътрешно лице е лице, което, без да е вътрешно лице, притежава вътрешна информация, произхождаща пряко или косвено от вътрешно лице.	Вторично вътрешно лице е всяко лице, което, без да е вътрешно лице, съзнателно притежава вътрешна информация, произхождаща пряко или косвено от вътрешно лице.
<i>Забранени действия</i>	<i>Забранени действия</i>	<i>Забранени действия</i>	<i>Забранени действия</i>
<ol style="list-style-type: none"> 1. използване на вътрешна информация в своя полза; 2. предаване на вътрешна информация, освен ако това се прави за обичайните търговски цели на получателя; 3. препоръки за търговия, без да се дава информация, но посредством използване на 	<p>търгуване с ценни книжа или използване на непубликувана поверителна информация в своя полза.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. търгуване на фондова борса или извън нея за своя или за чужда сметка с ценните книжа, за които се отнася притежаваната вътрешна информация; 2. предаване на притежаваната информация на друго лице, което няма качеството на вътрешно лице, без разрешение на общото събрание на емитента, за който се отнася тази вътрешна информация; 3. препоръчване на друго лице въз основа на притежаваната от него 	<ol style="list-style-type: none"> 1. придобиване или прехвърляне за своя или чужда сметка на ценни книжа, за които се разполага с вътрешна информация; 2. предаване на притежаваната вътрешна информация на друго лице, което няма качеството на вътрешно лице, без разрешение на общото събрание на дружеството, за което се отнася тази вътрешна информация; 3. препоръчване на друго лице въз основа на притежавана вътрешна

вътрешната информация от страна на консултанта.		<p>вътрешна информация да търгува на фондова борса за своя или за чужда сметка с ценните книжа, за които се отнася притежаваната вътрешна информация.</p> <p>За вторичните вътрешни лица важи само забраната да търгуват на фондовата борса или извън нея с ценни книжа, за които се отнася вътрешната информация.</p>	<p>информация да придобива или да прехвърля за своя или чужда сметка ценните книжа, за които се отнася притежаваната от вътрешното лице вътрешна информация.</p> <p>За вторичните вътрешни лица важи само забраната да придобиват или прехвърлят за своя или чужда сметка ценни книжа, за които притежават вътрешна информация. Всяко лице, което сключва сделка с ценни книжа, които се търгуват на регулирани пазари за ценни книжа, е длъжно да декларира пред инвестиционния посредник дали притежава вътрешна информация.</p>
<i>Обхват на защитата</i>	<i>Обхват на защитата</i>	<i>Обхват на защитата</i>	<i>Обхват на защитата</i>
Защита срещу използването на вътрешна информация съществува само доколкото става дума за ценни книжа, приети за търговия на регулиран пазар.	Не е ясен, тъй като самото нарушение, свързано с използването на вътрешна информация, трябва да бъде изяснено.	Защита срещу използването на вътрешна информация съществува само на фондовите борси.	Защита срещу използването на вътрешна информация съществува на всеки регулиран пазар.

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Статистически данни

СПИСЪК НА СТАТИСТИЧЕСКИТЕ ТАБЛИЦИ

Таблица Б1	Данни за търговията на БФБ–София
Таблица Б2.1	Данни за търговията на БФБ–София, процентно съотношение, регистрирани дружества
Таблица Б2.2	Данни за търговията на БФБ–София, процентно съотношение, брой на сделките
Таблица Б2.3	Данни за търговията на БФБ–София, процентно съотношение, брой на акциите
Таблица Б2.4	Данни за търговията на БФБ–София, процентно съотношение, оборот
Таблица Б2.5	Данни за търговията на БФБ–София, процентно съотношение, пазарна капитализация
Таблица Б3	Дружества, включени в индекса „Уорбърг–30“
Таблица Б4	Данни за дружествата, чиито акции се търгуват на официалния пазар на БФБ–София
Таблица Б5	Данни за най-ликвидните дружества на свободния пазар на БФБ – София
Таблица Б6.1	Пазарна капитализация
Таблица Б6.2	Пазарна капитализация, съотношение
Таблица Б7	Дружества, раздържавени чрез БФБ–София, 1998 – юни 1999

ТАБЛИЦА Б1. Данни за търговията на БФС–София

1998-1999	Официален пазар					Свободен пазар					Пакетни сделки		
	Брой на рег. дружества	Брой сделки	Брой продадени акции	Оборот (млн. лв.)	Пазарна капитализация (млн.лв.)	Брой рег. дружества	Брой сделки	Брой продадени акции	Оборот (млн. лв.)	Пазарна капитализация	Брой сделки	Брой продадени акции	Оборот (млн. лв.)
01.98	1	92	96 964	2 123,3	19 147,8	195	44	21 394	376,3	665 285,9	115	2 182 044	38712,1
02.98	1	57	49 017	1 023,0	18 973,7	294	103	900 516	5 633,2	1 541 946,3	175	3 921 950	13595,4
03.98	1	44	100 957	2 095,5	17 494,1	322	130	703 632	10 509,2	1 823 671,3	28	525 343	1430,8
04.98	1	31	93 890	1 930,4	17 311,4	384	488	1 264 566	9 071,1	2 507 881,1	32	529 405	1990,8
05.98	1	25	281 740	5 280,3	17 581,2	1040	1 797	1 930 156	20 072,9	3 115 501,3	85	1 412 550	3240,9
06.98	4	110	67 884	1 484,1	48 102,9	983	2 618	2 581 635	14 185,3	3 094 227,7	0	0	0,0
07.98	6	403	206 283	619,0	102 857,0	983	2 708	2 000 762	20 430,7	2 644 287,4	0	0	0,0
08.98	8	401	530 334	2 250,7	121 337,6	983	1 942	1 252 980	7 947,1	1 869 589,9	0	0	0,0
09.98	10	465	175 142	537,0	182 417,1	983	1 726	982 674	10 881,3	1 654 719,7	0	0	0,0
10.98	11	705	373 230	690,1	304 243,5	982	1 461	804 981	8 199,8	1 223 562,7	0	0	0,0
11.98	16	618	530 775	625,3	321 843,8	983	1 194	778 353	7 539,8	1 215 334,0	0	0	0,0
12.98	19	430	460 889	1 399,4	243 401,2	979	1 486	1 120 233	17 884,2	1 092 452,6	8	335 566	1836,6
02.99	19	656	152 143	513,7	236 122,4	980	956	378 950	335,7	1 411 344,8	9	446 412	4231,4
02.99	22	638	213 061	500,4	238 522,3	869	1 032	392 673	6 844,8	1 435 658,4	15	2 575 424	19265,8
03.99	25	753	180 772	426,8	268 532,1	844	1 994	515 179	4 155,2	1 451 865,5	27	1 309 519	14651,9
04.99	29	689	302 946	6 735,3	267 334,8	844	962	172 088	1 035,1	1 383 886,8	6	432 966	1422,6
05.99	30	574	168 773	382,4	302 369,0	847	889	286 044	1 287,2	1 346 819,3	18	480 652	9399,5

: Б Б

ТАБЛИЦА Б2. Данни за търговията на БФБ – София, процентно съотношение

ТАБЛИЦА Б2. 1: Регистрирани дружества
(% от общия брой)

1998-1999	Официален пазар	Свободен пазар	Всичко
01.98	0,51	99,49	100
02.98	0,34	99,66	100
03.98	0,31	99,69	100
04.98	0,26	99,74	100
05.98	0,10	99,90	100
06.98	0,41	99,59	100
07.98	0,61	99,39	100
08.98	0,81	99,19	100
09.98	1,01	98,99	100
10.98	1,11	98,89	100
11.98	1,60	98,40	100
12.98	1,90	98,10	100
01.99	1,90	98,10	100
02.99	2,47	97,53	100
03.99	2,88	97,12	100
04.99	3,32	96,68	100
05.99	3,42	96,58	100

: Б Б

ТАБЛИЦА Б2. 2: Брой сделки
(% от общия брой)

1998-1999	Официален пазар	Свободен пазар	Пакетни сделки	Всичко
01.98	36,65	17,53	45,82	100
02.98	17,01	30,75	52,24	100
03.98	21,78	64,36	13,86	100
04.98	5,63	88,57	5,81	100
05.98	1,31	94,23	4,46	100
06.98	4,03	95,97	0	100
07.98	12,95	87,05	0	100
08.98	17,11	82,89	0	100
09.98	21,22	78,78	0	100
10.98	32,55	67,45	0	100
11.98	34,11	65,89	0	100
12.98	22,35	77,23	0,42	100
01.99	40,47	58,98	0,56	100
02.99	37,86	61,25	0,89	100
03.99	27,14	71,88	0,97	100
04.99	41,58	58,06	0,36	100
05.99	38,76	60,03	1,22	100

: Б Б

ТАБЛИЦА Б2.3: Брой акции (% от общия брой)

1998-1999	Официален пазар	Свободен пазар	Пакетни сделки	Всичко
01.98	4,	0,93	94,85	100
02.98	1,01	18,49	80,51	100
03.98	7,59	5,91	39,50	100
04.98	4,97	66,98	8,04	100
05.98	7,77	53,5	38,97	100
06.98	,56	97,44	0,00	100
07.98	9,35	90,65	0,00	100
08.98	9,74	70,6	0,00	100
09.98	15,13	84,87	0,00	100
10.98	31,68	68,3	0,00	100
11.98	40,54	59,46	0,00	100
12.98	4,05	58,45	17,51	100
01.99	15,56	38,77	45,67	100
02.99	6,70	1,34	80,96	100
03.99	9,01	5,69	65,30	100
04.99	33,36	18,95	47,68	100
05.99	18,04	30,58	51,38	100

: Б Б

ТАБЛИЦА Б2.4: Оборот (% от общата стойност)

1998-1999	Официален пазар	Свободен пазар	Пакетни сделки	Всичко
01.98	5,15	0,91	93,93	100
02.98	5,05	27,82	67,13	100
03.98	14,93	74,88	10,19	100
04.98	14,86	69,82	15,32	100
05.98	18,47	70,20	11,33	100
06.98	9,47	91	0	100
07.98	2,94	97	0	100
08.98	22,07	78	0	100
09.98	4,70	95	0	100
10.98	7,76	92	0	100
11.98	7,66	92	0	100
12.98	6,63	84,68	8,70	100
01.99	10,11	6,61	83,28	100
02.99	1,88	25,72	72,40	100
03.99	2,22	21,60	76,18	100
04.99	73,27	11,26	15,48	100
05.99	3,45	11,63	84,92	100

: Б Б

ТАБЛИЦА Б2.5: Пазарна капитализация (% от общата стойност)

1998-1999	Оф ц ален пазар	Свобо-ден пазар	Вс чко
01.98	2,80	97,20	100
02.98	1,22	98,78	100
03.98	0,95	99,05	100
04.98	0,69	99,31	100
05.98	0,56	99,44	100
06.98	1,53	98,47	100
07.98	3,74	96,26	100
08.98	6,09	93,91	100
09.98	9,93	90,07	100
10.98	19,91	80,09	100
11.98	20,94	79,06	100
12.98	18,22	81,78	100
01.99	14,33	85,67	100
02.99	14,25	85,75	100
03.99	15,61	84,39	100
04.99	16,19	83,81	100
05.99	18,33	81,67	100

: Б Б

ТАБЛИЦА Б3. Дружества, включени в индекса „Уорбърг-30“ (към края на юни 1999 г.)

Място	Наименование	Отрасъл	ПК (млн. \$)	Тегло
1	"Булгартабак холдинг"	Тютюнопроизводство	134,5	26,13 %
2	"Нефтохим"	Химическа промишленост	128,6	24,98 %
3	"Соди-Солвей"	Химическа промишленост	45,9	8,91 %
4	"БТ Благоевград"	Тютюнопроизводство	35,6	6,91 %
5	"Софарма"	Фармацевтика	26,9	5,22 %
6	"Петрол"	Химическа промишленост	16,7	3,24 %
7	"Кремиковци"	Стоманодобив	16,4	3,19 %
8	"Албена"	Курортно дело	15,2	2,96 %
9	"Фармация"	Фармацевтика	11,4	2,22 %
10	"Златни пясъци"	Курортно дело	10,6	2,05 %
11	"Химко"	Изкуствени торове	7,8	1,52 %
12	"Полимери"	Химическа промишленост	7,6	1,48 %
13	"Биовет"	Фармацевтика	7,6	1,47 %
14	"Неохим"	Изкуствени торове	6,6	1,29 %
15	"Антибиотик"	Фармацевтика	6,5	1,26 %
16	"Ален мак"	Фармацевтика	6,0	1,17 %
17	"Трояфарм"	Фармацевтика	5,8	1,12 %
18	"Стомана"	Стоманодобив	3,3	0,65 %
19	"Тежко машиностроене"	Машиностроене	3,2	0,62 %
20	"Елкабел"	Машиностроене	3,1	0,60 %
21	"Слънчев бряг"	Курортно дело	2,5	0,48 %
22	"Алумина"	Металодобив	2,3	0,45 %
23	"Агрополихим"	Изкуствени торове	2,1	0,42 %
24	"ОСК"	Металодобив	1,8	0,36 %
25	"Ямболен"	Химикали	1,7	0,32 %
26	"Варненска корабостроителница"	Машиностроене	1,4	0,28 %
27	"БТ Пловдив"	Тютюнопроизводство	1,3	0,25 %
28	"Свилоза"	Химическа промишленост	0,9	0,17 %
29	"Агробιοхим"	Изкуствени торове	0,8	0,17 %
30	"Балканкар Рекорд"	Машиностроене	0,6	0,11 %
	Всичко		514,9	100,0 %

ТАБЛИЦА Б4. Данни за дружествата, чиито акции се търгуват на БФБ – София

	Дружество	Дата на приемане на акциите на БФБ	Общ брой акции	Счетоводна стойност (хил. лв.)	Приходи (хил. лв.)	Нетни приходи (печалба) (хил. лв.)	Средна цена на една акция (лв.), юни 1999	Съотношение цена – печалба	Съотношение цена – приходи	Съотношение цена - счетоводна стойност
Официален пазар А	"Елкабел"	01.12.1998	870 355	21 131 234	75 837 153	4 402 504	9 000	1,78	0,10	0,37
	"Полимери"	14.9.1998	5 772 611	130 936 129	57 322 511	614 969	4 278	40,16	0,43	0,19
	"Оловно-цинков комплекс"	04.5.1998	210 334	43 258 676	98 746 739	72 735	13 200	38,17	0,03	0,06
Официален пазар Б	"Антибиотик"	17.12.1998	1 906 198	50 806 393	55 311 702	-827 898	6 400	отр.*	0,22	0,24
	"Елма"	11.9.1998	835 475	11 328 859	25 206 252	642 132	2 486	3,23	0,08	0,18
	"Трояфарм"	17.12.1998	391 045	21 895 029	37 198 533	3 681 577	41 000	4,35	0,43	0,73
	"Централна кооперативна банка"	01.3.1999	15 000 000	няма данни	няма данни	няма данни	1 000	няма данни	няма данни	няма данни
	"Фармация"	04.6.1999	663 531	37 874 990	83 557 291	10 081 372	34 650	2,28	0,28	0,61
	"Софарма"	05.10.1999	942 717	52 861 628	78 679 201	23 492 742	56 221	2,26	0,67	1,00
Официален пазар В	"Албена инвест холдинг"	11.9.1998	5 500 000	16 611 833	8 322 281	3 305 770	1 331	2,21	0,88	0,44
	"БРИБ"	22.6.1998	1 000 000	няма данни	няма данни	няма данни	17 442	няма данни	няма данни	няма данни
	Холдинг "Добруджа"	17.7.1998	2 962 181	696 070	448 804	235 588	230	2,89	1,52	0,98
	Холдинг "Доверие"	07.6.1998	6 574 924	20 847 658	25 627 237	9 241 374	1 597	1,14	0,41	0,50

"Химмаш"	08.10.1998	665 674	3 570 570	3 128 763	-208 444	3 300	neg	0,70	0,62
Инвестици нн дружеств "Златен лев"	14.12.1998	6 481 959	24 290 746	7 140 482	5 574 766	1 573	1,83	1,43	0,42
"Мелинвест х лдинг"	29.6.1998	3 641 000	10 807 944	993 900	656 433	1 911	10,60	7,00	0,64
"МГ Елит х лдинг"	14.9.1998	22 912 977	10 828 669	7 068 520	788 114	120	3,49	0,39	0,25
"Нефт хим инвест х лдинг"	11.9.1998	2 289 147	13 476 400	5 739 793	2 347 423	2 180	2,13	0,87	0,37
"Петр л х лдинг груп"	22.6.1998	6 002 756	34 840 345	8 879 117	5 130 802	2 175	2,54	1,47	0,37
Индустриален х лдинг "Развитие"	23.11.1998	980 925	1 429 130	748 544	89 742	782	8,55	1,02	0,54
"К стенец"	02.1.1999	236 277	6 191 359	9 987 061	305 245	3 144	2,43	0,07	0,12
Инвестици нн дружеств "Надежда"	02.1.1999	551 836	1 976 069	1 889 213	1 432 371	1 200	0,46	0,35	0,34
"Електр импекс"	03.2.1999	3 500	25 435 973	30 255 761	1 245 059	2 810 143	7,90	0,33	0,39
Х лдинг "Стара планина"	03.4.1999	1 750 000	9 334 559	4 340 526	831 185	1 850	3,90	0,75	0,35
Х лдинг "Гъмза Север к п"	03.1.1999	2 673 899	11 480 049	4 677 448	2 793 762	2 059	1,97	1,18	0,48
"Бимас"	15/2/99	187 385	2 203 493	8 935 423	-1 161 730	8 000	neg	0,17	0,68
Х лдинг "АКБ К рп рация"	11.9.1998	2 843 483	4 008 368	9 151 268	1 275 613	1 000	2,23	0,31	0,71
"Акци нер Фав рит"	04.6.1999	2 211 000	15 591 038	3 511 454	2 891 180	1 600	1,22	1,01	0,23
"Варненска к раб стр ителница"	30.11.1998	2 302 553	13 322 434	196221357	3 351 058	1 367	0,94	0,02	0,24
Индустриален х лдинг "България"	17.8.1998	17 500 000	21 106 377	5 110 300	614 575	1 205	34,31	4,13	1,00

*

: Б Б

ТАБЛИЦА Б5. Данни за най-ликвидните дружества на свободния пазар на БФБ – София

	Дружество	Дата на приемане на акциите на БФБ	Общ брой акции	Счетоводна стойност (хил. лв.)	Приходи (хил. лв.)	Нетни приходи (печалба) (лв.), юни 1999	Средна цена на една акция (лв.), юни 1999 г.	Съотношение цена – печалба	Съотношение цена - приходи	Съотношение цена - счетоводна стойност
Свободен пазар	"Соди-Солвей"	15/12/97	5236089	160167960	171530423	2865008	14 228	26,00	0,43	0,47
	"Химко"	02.4.1998	13628275	18058894	79 129 150	-46157769	1 195	отр.*	0,21	0,90
	"Нефтохим"	15/12/97	13545743	21108232	1623400519	89306485	17 005	2,58	0,14	10,91
	"Албена"	20/5/98	4273126	66330561	55407323	7535652	6 078	3,45	0,47	0,39
	"Булгартабак холдинг"	19/5/98	7367222	25962065	27125934	3440842	33 270	71,23	9,04	9,44
	"БТ Благоевград"	няма данни	135113	81317319	212273445	25558034	41 674	2,20	0,27	0,69
	"БТ София"	няма данни	608435	24432914	62567473	5391213	17 833	2,01	0,17	0,44

* : Б Б

ТАБЛИЦА Б6.1: Пазарна капитализация (млн. лв.)

Месец	Пазарен сегмент				Всичко
	А	В	С	Свободен	
01.98	19 147,8	0,0	0,0	665 285,9	684 433,8
02.98	18 016,9	0,0	0,0	1 541 946,3	1 559 963,3
03.98	17 505,2	0,0	0,0	1 823 671,3	1 841 176,4
04.98	17 311,4	0,0	0,0	2 507 881,1	2 525 192,4
05.98	14 905,9	0,0	10 484,4	3 115 501,3	3 140 891,5
06.98	19 111,1	0,0	36 393,9	3 094 227,7	3 149 732,6
07.98	20 018,2	0,0	88 967,7	2 644 287,4	2 753 273,2
08.98	18 573,4	0,0	103879,3	1 869 589,9	1 992 042,6
09.98	66 242,3	0,0	119930,3	1 654 719,7	1 840 892,3
10.98	196529,9	0,0	107666,4	1 223 562,7	1 527 758,9
11.98	153492,2	6 725,4	114413,3	1 215 334,0	1 489 964,8
12.98	50 030,5	12 962,9	169 360,9	1 092 452,6	1 324 806,8
01.99	51 198,9	34 773,4	150 240,1	1 411 344,8	1 647 557,2
02.99	46 354,1	30 644,9	161 523,3	1 435 658,4	1 674 180,7
03.99	48 340,2	57 653,2	162 538,8	1 451 865,5	1 720 397,6
04.99	44 120,7	67 940,5	155 237,6	1 383 886,8	1 651 185,5
05.99	36 223,5	122 202,5	143 943,0	1 346 819,3	1 649 188,2

: Б Б

ТАБЛИЦА Б6.2: Пазарна капитализация, съотношение

Месец	Пазарен сегмент				Всичко
	А	Б	В	Свободен	
01.98	2,80 %	0,00 %	0,00 %	97,20 %	100,00 %
02.98	1,15 %	0,00 %	0,00 %	98,85 %	100,00 %
03.98	0,95 %	0,00 %	0,00 %	99,05 %	100,00 %
04.98	0,69 %	0,00 %	0,00 %	99,31 %	100,00 %
05.98	0,47 %	0,00 %	0,33 %	99,19 %	100,00 %
06.98	0,61 %	0,00 %	1,16 %	98,24 %	100,00 %
07.98	0,73 %	0,00 %	3,23 %	96,04 %	100,00 %
08.98	0,93 %	0,00 %	5,21 %	93,85 %	100,00 %
09.98	3,60 %	0,00 %	6,51 %	89,89 %	100,00 %
10.98	12,86 %	0,00 %	7,05 %	80,09 %	100,00 %
11.98	10,30 %	0,45 %	7,68 %	81,57 %	100,00 %
12.98	3,78 %	0,98 %	12,78 %	82,46 %	100,00 %
01.99	3,11 %	2,11 %	9,12 %	85,66 %	100,00 %
02.99	2,77 %	1,83 %	9,65 %	85,75 %	100,00 %
03.99	2,81 %	3,35 %	9,45 %	84,39 %	100,00 %
04.99	2,67 %	4,11 %	9,40 %	83,81 %	100,00 %
05.99	2,20 %	7,41 %	8,73 %	81,67 %	100,00 %

: Б Б

ТАБЛИЦА Б7. Дружества, раздържавени чрез Българска фондова борса – София: 1998 – юни 1999 г.

Дружество	Процентен дял на предлагания капитал	Брой акции, предлагани на БФБ-София	Средна цена на една акция (лв.)	Обща стойност (лв.)
Мажоритарно участие				
"Елкабел"	60,0	522 214	19 584	10 227 038 976
"Химмаш"	67,5	449 343	3 034	1 363 306 662
"Електроимпекс"	64,0	2 236	2 810 143	6 283 479 748
Миноритарно участие				
"Крамекс", София	26,4	62 705	3 200	200 656 000
"Терма", Тутракан	26,4	23 474	2 500	58 685 000
"Панайот Волов", Шумен	26,4	43 117	2 000	86 234 000
"Верея", Стара Загора	8,0	1 241	2 200	2 730 200
"Нива", Костинброд	24,0	52 613	4 010	210 978 130
"Добруджанска мебел", Добрич	24,4	25 095	2 500	62 737 500
"Бимас", Русе	16,4	30 732	14 320	440 082 240
"Орфей", Батак	11,0	2 915	4 100	11 951 500
"ЗММ", Сливен	29,76	84 092	2 400	201 820 800
"Катрик 61", Каварна	6,0	942	8 611	8 111 562
ЗММ "Металик", Пазарджик	23,0	23 000	12 100	278 300 000
"Маяк", Добрич	26,0	44 100	2 880	127 008 000
"Микродвигатели", Етрополе	22,0	7 555	4 500	33 997 500
ЗИИУ "Стандарт", Благоевград	21,4	4 000	4 300	17 200 000
"Млечна промишленост", Варна	19,0	10 891	2 500	27 227 500
"Текстилни влакна", Горна Оряховица	26,4	2 392	20 000	47 840 000
"Фриго плод", Вресово	19,0	16 459	8 470	139 407 730
"Приморец турист", Бургас	26,1	14 687	11 840	173 894 080
"Трико", Омуртаг	26,3	12 356	7 340	90 693 040
"Бертекс", Берковица	26,4	5 198	4 347	22 595 706
"Агрокомб", Дулово	33,2	30 460	1 300	39 598 000
"Ардино", Ардино	25,5	10 389	1 470	15 271 830
"Ралин Текс", Долни Раковец	26,0	13 655	1 280	17 478 400
"Електрометал", Пазарджик	25,0	8 077	1 150	9 288 550
"Леско", Сливен	8,0	3 024	2 000	6 048 000
"Венец", Орешец	25,1	9 048	3 000	27 144 000
"Аматица"		1 088	3 500	3 808 000
Всичко		1 517 098		20 234 612 654