

**КОРПОРАТИВНО
УПРАВЛЕНИЕ В РАЗВИТИЕ:
България 2002-2004 г.**

Център за изследване на демокрацията



Публикувано със съдействието на
Американската агенция за международно развитие.

ISBN 954-477-124-7 Всички права запазени.

© 2004, Център за изследване на демокрацията

Редактор: Пламен Д. Чипев, доктор по икономика

Предговор

Корпоративното управление и контрол се развива с ускоряващи се темпове в последните години. Процесът върви не само в страните от Централна и Източна Европа, но има и подчертани световни измерения. Със съвместните усилия на Световната банка и Организацията за икономическо сътрудничество и развитие, при сътрудничеството на цяла плеяда неправителствени, професионални и саморегулиращи се организации като Международната организация на комисиите по ценни книжа, Международните федерации на счетоводителите и одиторите, се организират множество кръгли маси, форуми, и пр., подобряват се стандартите, създават се принципи за добра корпоративна практика. Сериозно са въввлечени и правителствата на съответните страни, които подобряват нормативната база на цялата система от отношения и информационни потоци, възникващи във връзка с функционирането на корпоративния контрол.

Нещо повече, в този кръг на отношения все повече се намесват различни обществени и бизнес организации, които дават своя принос за по-добро регулиране на интересите и по-тясно сътрудничество не само между акционерите и мениджърите в публичните предприятия, но и в по-широкия контекст на всички заинтересовани лица и институции. Последното се проявява чрез включване и на носителите на не-акционерни интереси във фирмата като клиенти, персонал и до-

ставчици в кръга на визираните от корпоративното управление проблеми, но също и чрез обособяването на цял нов комплекс от въпроси, получил популярност като глобална социална и екологична отговорност на бизнеса.

Този процес намира своята изявена проекция и в България. Редица неправителствени организации, изследователски институции, представители на инвестиционната общност и по-широко на бизнеса вземат активно участие вече редица години в подобряването и развитието на принципите на добрата практика на корпоративното управление у нас. Не малко усилия се полагат и от законодателните и изпълнителни органи за подобряване на правната рамка и право-прилагането и изпълнението на нормите на корпоративното управление. Без излишна скромност може да се каже, че България в момента има една от добрите, а в някои отношения и водеща правна рамка в региона, съпоставима с тези на останалите ново-присъединени страни към Европейската общност. В множество аспекти нормите на тази рамка се разработват направо на основата на Директивите на Европейския съюз; така стоят въпросите със защитата на миноритарните акционери, разкриването на информация, прилагането на международните одит и счетоводни стандарти и др.

Особено наситени са тези усилия през последните две години. Причина за това е от една страна приемането на множество същностни промени в националната правна рамка относно проблема през 2002 и 2003 г., и от друга страна приемането на т.н. Бяла книга за корпоративно управление и контрол в страните от Югоизточна Европа. Тя е разработена под ръководството на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие и съдържа множество препоръки за подобряване на практиката на корпоративното управление в региона. Препоръките са изготвени на експертен принцип, нямат задължителен характер и визират всички, а не само законодателния аспект на проблема. В нейното създаване са участвали и български експерти, повечето от които са и автори в настоящето издание. Всъщност така се роди и идеята за него – да направим един максимално разгърнат преглед на всички по-съществени събития и практики, които са се случили и се случват у нас през последните две години в областта на корпоративния контрол.

Точно затова този преглед включва въпроси, които неизбежно стоят в центъра на проблематиката като развитието на правната рамка, разкриването на информация и прозрачността на управлението, състоянието и функциите на корпоративните бордове, или пък които бързо набират скорост в последните години като глобалната социална отговорност. Но прегледът проследява също така и развитието на фондовата борса, като норми, инструменти и търговия в качеството и на едно от най-важните условия и същевременно пряк резултат на подобрените корпоративни практики. Друго такова условие е развитието на практиката на сливания, поглъщания и превземания на акционерни дружества като съществен елемент осигуряващ гладкото функциониране на механизма за корпоративен контрол съдействайки за установяването на точна и реална пазарна оценка на стойността на въпросните компании. Струва си да отбележим, че това издание е едно от първите, които третират този проблем в контекста на корпоративното управление у нас. Не на последно място прегледът включва и един по-критичен и може би не безпроблемен поглед върху по-цялостното място и посока за усъвършенстване на българския модел на корпоративен контрол и управление.

Настоящото издание на Центъра за изследване на демокрацията е една нова брънка във веригата от публикации, семинари, обучения и дискусии организирани от него през последните години. То се явява органичен елемент и продължение на Инициативата за корпоративно управление, чрез която експертите на Центъра дадоха своя принос в предложенията за подобряване на Закона за публично предлагане на ценни книжа и съпътстващите го под-нормативни актове. В написването на отделните раздели участваха Йордан Чомпалов, Стефан Петранов, Маню Моравенов, Пламен Чипев, Ралица Агайн, Димана Ранкова, Петя Цекова, Тодор Ялъмов и Евгени Пеев. Изразените от авторите становища и мнения в прегледа отразяват професионалния им поглед и преценка, но остават експертни по своя характер и по-никакъв начин не отразяват и не обвързват позицията на Центъра за изследване на демокрацията, като издател, нито на институциите в които те работят и представляват.

Ценни бележки и препоръки към един по-ранен вариант на текста даде Димитър Бъчваров, а с техническа помощ допринесоха Даниела Минева и Зоя Георгиева.

Изданието е насочено към най-широк кръг от специалисти, правителствени служители, представители на бизнеса и студенти, интересувани се от проблема.

Доц. Пламен Д. Чипев, доктор по икономика

*Център за изследване на
демокрацията и Икономически
институт на БАН*

Съдържание

Предговор	3
Съдържание	7
Съкращения	8
Бяла книга на ОИСР за корпоративно управление в Югоизточна Европа: Приложение на препоръките в България 2002-2004 ..	11
Концентрация на корпоративната собственост в публичните дружества.....	47
Разкриване на информация и прозрачност	59
Отговорности на корпоративните бордове за прилагане на добрите практики в корпоративното управление	73
Сливания и поглъщания в България	97
Преглед на капиталовия пазар	109
Един особен поглед върху спецификата на българското корпоративно управление.....	145
Социално отговорно корпоративно управление	159
Публикации на Центъра за изследване на демокрацията по проблемите на корпоративното управление.....	175

Съкращения

АД	Акционерно дружество
БАКБ	Българо-американска кредитна банка
БД	Борд на директорите
БДР	Български депозитарни разписки
БИТ	“Български информационни технологии”
БНБ	Българска народна банка
БФБ София	Българска фондова борса – София
БХК	Българска Холдингова Компания
ВКС	Върховен касационен съд
ГПК	Гражданско-процесуален кодекс
ДВ	Държавен вестник
ДКЦК	Държавна комисия по ценните книжа
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЕБВР	Европейска банка за възстановяване и развитие
ЕС	Европейски съюз
ЗКФН	Закон за Комисията за финансов надзор
ЗНФО	Закон за независимия финансов одит
ЗППЦК	Закон за публично предлагане на ценни книжа
ЗС	Закон за счетоводството
ЗЦКФБИД	Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества
ИДЕС	Институт на дипломираните експерт счетоводители
ИТ	Информационни технологии
КФН	Комисия за финансов надзор
МОС	Международни одиторски стандарти
МСС	Международни счетоводни стандарти
МСФО	Международни стандарти за финансов отчет
МФС	Международна федерация на счетоводителите
НС	Надзорен съвет
НСС	Национални счетоводни стандарти
НТП	Научно-технически прогрес
ОИСР	Организация за икономическо сътрудничество и развитие
ООН	Организация на обединените нации
ОСА	Общо събрание на акционерите
ППО	Продължаващо професионално образование

ПРООН	Програма за развитие на ООН
РИНГС	Система за междубанкови разплащания на брутна база в реално време
СГС	Софийски градски съд
ТЗ	Търговски закон
УС	Управителен съвет
ЦД	Централен депозитар
ВИТС	Business in the Community
COBOS	Системата за електронно подаване на поръчки чрез Интернет (от клиенти на членовете на “БФБ-София” АД или на участниците на Неофициален пазар
DVP	Доставка срещу плащане
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development / Европейска банка за възстановяване и развитие
IFAC	Международна организация на счетоводителите
IOSCO	International Organization of Securities Commission / Международна организация на комисиите по ценни книжа
IPO	Първично публично предлагане
USAID	Американска агенция за международно развитие

I

Бяла книга на ОИСР за корпоративно управление в Югоизточна Европа: Приложение на препоръките в България 2002-2004 г.

1.1. Променено законодателство за корпоративно управление: преглед и главни изводи

Повечето препоръки, направени в Бялата книга за корпоративно управление в Югоизточна Европа (Бялата книга), бяха отразени в правната и институционална рамка на България в една или друга форма. Правната рамка в момента следва точно международните стандарти и практики и до голяма степен е съобразена със съответното право на ЕС. Необходимите институции вече съществуват и функционират ефективно. Единственото изключение в това отношение е надзорният орган, препоръчан в Бялата книга, за контрол над счетоводната и одиторската професия. Нещо повече, може да се твърди, че инфраструктурата на капиталовия пазар действа ефективно, като се има предвид размера и стадия на развитие на местния пазар. Регистрацията на собственост и транзакциите с ценни книжа на публични дружества са

бързи и надеждни. Свободната прехвърлимост на акциите се изисква от закона за всички публични дружества. Има широка мрежа от брокерски услуги, включително и онлайн търговия за крайните клиенти. По експертни оценки става дума за над 10 000 такива клиента.

През 2000 г. се подобриха и разшириха правомощията на регулатора на ценни книжа. Освен лицензиране и контрол, сега Комисията за финансов надзор (КФН) е оторизирана с редица правомощия, както следва: задължителни административни институционални мерки, налагане на глоби на физически и юридически лица, изискване на информация и провеждане на собствено разследване. Повечето от мерките на Комисията могат да бъдат обжалвани в съда. По отношение на прилагането и изпълнението на закона обаче повече се разчита на пазарния регулатор, отколкото на съдилищата. На този етап редица оценки все още определят съдебната практика като основна слабост и недостатък на системата за прилагане на законите в страната.

Частният сектор остава някак необвързан с усилията за реформа на корпоративното управление и контрол. Повечето дружества станаха публични по административен път като логичен резултат от процеса на приватизация. Освен малкото изключения, повечето дружества, в частност техните основни акционери и членове на борда, оценяват публичния статут като пречка, а не възможност, за улесняване на достъпа до пазарно финансиране. Освен това, се приема, че голяма част от тези дружества нямат необходимия профил на публично дружество поради техните икономически характеристики и високата концентрация на собственост. Същевременно дружества, които до голяма степен имат публичен профил, не са станали публични или са на път да изоставят публичния си статут. От 2003 г. КФН изисква всички публични дружества да съставят програми за корпоративно управление в съответствие с Принципите на ОИСР и ежегодно да докладват за тяхното изпълнение. Това е една важна крачка към институционализирането на най-добрите практики на корпоративно управление в частния сектор. Все още обаче е твърде рано да се правят заключения по отношение на качеството на тези програми и реалния им ефект.

Доколкото обучението продължава, още много остава да бъде направено. През последните няколко години редица международни донори, включително и Американската агенция за международно развитие, Британският know-how фонд и Немската общност за развитие

на капиталовите пазари в Централна и Източна Европа, допринесоха значително за обучението на служителите на регулатора на ценни книжа чрез различни програми и проекти. Бяха проведени обучения на счетоводители и одитори, но акцентът беше по-скоро върху въвеждането на международните счетоводни стандарти, отколкото върху най-добрите международни практики за корпоративно управление. Необходимо е да се подобри обучението на членове на бордовете и на съдиите. Обучението по корпоративно управление (теоретично и практично) беше основно провеждано *ad hoc* обикновено от неправителствени организации и по международни проекти. Обикновено в университетите няма курсове по корпоративно управление. Изключение правят Университета за национално и световно стопанство, Нов български университет, инициативи като лятното училище по корпоративно управление на Министерството на икономиката, Министерството на транспорта и съобщенията, Фондация “Атанас Буров” и др.

Принципът за защита на миноритарните дялове и за равнопоставеност на всички акционери е застъпен в Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) от самото му приемане. Инсайдерската (*insider*) търговия е забранена в България от 1995 г., а пазарната манипулация – от 2000 г. Има цялостно подобрение на регулацията на ценни книжа от 2002 г. по отношение на защитата на миноритарните акционери. Бяха приети нови подробни положения в ЗППЦК, изискващи одобрението на акционерите за основни транзакции и транзакции със свързани лица над определен праг. Останалите транзакции между свързани лица трябва да бъдат одобрени от борда, без гласовете на лицата, имащи конфликт на интереси. Акционерите в публичните дружества имат право на изкупуване, ако гласуват срещу реорганизацията на дружеството. Правото на акционерите да отправят запитвания до Борда на Общото събрание, дори извън дневния ред, е изрично посочено в закона. Всяко публично дружество беше задължено да избере директор за връзки с инвеститорите. Регулацията на офертите за търг беше значително развита и изрично се предостави изискване за заплащане на реалната цена на акциите (*fair price*) в случай на задължителни и затварящи търгови предложения. По отношение на нови емисии акционерите получиха право на емисия на търгуеми запазени права; в случай, че акционерите не упражнят или продадат тези права в предварително определен период, дружеството служебно ги пред-

лага за продажба и ако такава бъде осъществена, то прехвърля приходите на акционерите. В закона бяха възприети ясни правила за това кой има право на дивидент и дружеството е задължено да бъде готово да изплати дивиденди на всички акционери в три-месечен срок. През 2002 г. в Закона за ценните книжа, а година по-късно и в Търговския закон (ТЗ), бяха приети подробни юридически правила по отношение на задълженията на бордовете да работят лоялно и с грижа за интереса на дружеството и всички акционери. Законът предвижда също производствен иск срещу контролиращите акционери, които са склонили борда за някакво действие или бездействие, увреждащо интересите на дружеството. Една трета от членовете на Борда на публичното дружество трябва да бъдат независими директори, а критериите за независимост бяха определени в Закона за ценните книжа в съответствие с международната практика.

Новият Закон за счетоводство (ЗС) и новият Закон за независим финансов одит (ЗНФО) влязоха в сила през 2002 г., като и двата целяха да се осигури съответствие с международните стандарти. ЗС изисква всички публични дружества и финансови институции да спазват Международните счетоводни стандарти (МСС) от началото на 2003 г., а за останалите дружества – не по-късно от 2005 г.. ЗНФО е съобразен с Директива 8 на ЕС и Международните одиторски стандарти (МОС). В резултат процедурите за финансов отчет и одит в момента са в период на преход от съответствие с Националните стандарти към съответствие с Международните стандарти и Директивите и Регулациите на ЕС. Преходът към пълните Международни счетоводни стандарти изисква нови програми за обучение и екстензивно обучение за практикуващите счетоводители, одитори, данъчни власти и пазарни регулатори. Макар да имаше организирани усилия от Министерството на финансите и от ИДЕС широко е разпространено мнението, че настоящото ниво на обучение и опит е далеч от достатъчното.

В края на 2003 г. беше прието забележително обхватоно подобрене в правната рамка за разкриване на информация. Съдържанието и правилата за публикация на проспектите за нови емисии на акции и на периодичните доклади за разкриване на информация бяха хармонизирани с най-добрите международни стандарти и практики. По отношение на изискванията за разкриване на информация за значими събития България подобри подхода към това задължение: беше въз-

приета широка дефиниция за ценово-засягаща информация и неизчерпателен списък със събития, приемани обикновено за значими.

Българската правна рамка реорганизира правата на различни групи акционери и бележи постепенен напредък в това отношение. Българското трудово и осигурително право дават добра защита на правата на заетите. Поправките на Търговския закон от 2003 г. изискват в случай, че броят на заетите в акционерно дружество надвишава 50, те да имат представител на общото събрание, който да има същия достъп до обща информация, както всеки акционер. През последните няколко години правната рамка за несъстоятелността беше преработена няколко пъти и бяха приети поправки на други закони, включително Гражданско-процесуалния кодекс (ГПК) и Закона за особените залози, за да се увеличи ефективността на упражняване на кредиторските искове.

Въпреки напредъка от последните няколко години, усилията за реформа на корпоративното управление все още не са завършили. Някои аспекти на дневния ред на реформата са в напреднала фаза, докато други са на твърде ранен стадий на развитие. Някои от значителните промени в законодателството (по отношението на продължаващото разкриване на информация, програмите за корпоративно управление, прехода към международните счетоводни стандарти, подобрена защита на миноритарните акционери) бяха приети на скоро – през 2002 и 2003 г. Ето защо практиката по прилагането им е все още недостатъчно развита. Ефективността на прилагане на новите правни норми остава основно предизвикателство. Необходимо е повече време и обучение, за да може бордовете на директорите да разберат по-добре своята стратегическа роля, същността на своите задължения, концепцията на независимостта и лоялността към акционерите. Същевременно, съществуват някои белези, че капиталовият пазар е отговорил положително на развитието на реформата на корпоративното управление като е подобрил своята дейност за последните две години. И все пак тази тенденция е още твърде нестабилна и поради това е твърде рано да се правят заключения дали ще продължи във времето или не.

През август 2003 г. бяха приети най-важните поправки за корпоративното управление в ТЗ (Търговски закон), които въведоха положението, сходни с редица правила за корпоративно управление на закона за ценни книжа и така дистанцията между регулацията на публичните и

непубличните дружества беше значително намалена. Освен това тези поправки на ТЗ дадоха ново право на притежателите на 5% от капитала да добавят въпроси в дневния ред на събранието на акционерите. Такова право имат и акционерите, притежаващи 5% от капитала на публично дружество.

Накрая, последните засега важни поправки в правната рамка на корпоративното управление влязоха в сила през декември 2003 г. Те са свързани с изискванията за проспектите и текущото разкриване на информация на регистрираните дружества. Някои от най-важните правила за детайлно не-финансово разкриване на информация (проспекти и годишни отчети) от всички регистрирани дружества, включително дружествата, търгувани на по-ниския сегмент на Българската Фондова Борса, т. нар. *неофициален пазар*.¹

1.2. Прозрачност и разкриване на информация²

Възприемането на пълните Международни Стандарти за Финансов Отчет (МСФО) следва да бъде проведено и изцяло изпълнено за регистрираните дружества. Специално внимание следва да се обърне на изискванията за консолидация и правилата за свързаните лица (Препоръка 157-160).

Както повечето страни в преход, България започна прилагането на МСФО постепенно и поетапно. През последните пет години българските Национални счетоводни стандарти (НСС) претърпяха няколко ревизии, като всяка от тях ги доближи все повече до Международните счетоводни стандарти (МСС). Поради тази частична, а понякога и неточна адаптация обаче останаха важни несъответствия между местната счетоводна рамка и МСС. Процесът на присъединяване към ЕС и силната политическа роля за увеличаване на чуждестранните инвестиции оправдава по-радикалните мерки в ускоряването на реформата в счетоводството. Новият закон за счетоводството от 2001 г.

¹ На практика повечето публични дружества, регистрирани в регистъра и КФН, включително българските "blue-chips", сепъргуват на неофициалния пазар, където изискванията за разкриване на информация са много по-ниски. Въпреки че би следвало Официалният пазар да се приема като по-престижен, всички дружества, които имаха право да избират пазарен сегмент за своите акции, решиха да се регистрират на този с по-ниски изисквания за разкриване на информация.

² Текстът съпоставя препоръките за разкриване на информация и прозрачност (гл. 3 от Бялата книга на ОИСР) и българския опит по тяхното прилагане.

предвижда пълно приложение на МСС от началото на януари 2001 г. за всички регистрирани дружества на официалния и неофициалния пазар на ценни книжа, както и за някои други дружества. Останалите дружества ще трябва да следват изискванията на МСС считано от 1 януари 2005 г. До тогава те ще прилагат НСС, макар да са задължени да изберат вместо това МСС. Втората група дружества е много хетерогенна: тя се състои от еднолични търговци и дружества с няколко съдружници или акционери, но също и от не-концентрирани акционерни дружества с много акционери от “масовата приватизация”, които са станали частни и са извадени от регистъра на публичните предприятия.

Трябва да се отбележи, че две важни области от финансовия отчет по отношение на регистрираните дружества също се регулират от законодателството за ценните книжа. Първо, регистрираните дружества са задължени да подават в КФН консолидиран годишен финансов отчет не по-късно от 180 дни след края на финансовата година и тримесечни консолидирани финансови отчети не по-късно от 60 дни след края на съответното тримесечие. От голямо значение е, че КФН има правото да задължи дружествата да елиминират пропуски и да поправят други недостатъци във финансовия отчет и многократно е използвала това свое право. Експертните знания на счетоводителите на КФН, които проверяват отчетите, от една страна, и правомощията на регулатора, включително правото да се налагат високи глоби, от друга страна, изглежда е надежден инструмент най-малкото срещу най-явните нарушения на правилата за консолидиране. За сравнение, няма такъв механизъм за осигуряване на основно съответствие за нерегистрираните дружества с Националния счетоводен стандарт за консолидиране (базиран на съответният МСС).

Вторият важен въпрос се отнася до транзакциите между свързани лица. Българският закон за ценните книжа регулира детайлно тези транзакции за публичните дружества (т.е. дружества, чиито акции са регистрирани) включително тяхното одобрение от общото събрание на акционерите или борда и разкриване на тези транзакции пред органа за одобрение. Подобни, но по-леки правила, се прилагат за непубличните дружества на основа на ТЗ.

Информация, отнасяща се до мажоритарната собственост и контролната структура на регистрирани и не-концентрирани дру-

жества, трябва да е достъпна за всички акционери и да е публично достъпна (Препоръка 161-168).

Базисната правна рамка за разкриване на информация на мажоритарната собственост и контролните структури на публичните дружества беше въведена с първия български закон за ценните книжа от 1995 г. Постепенно, регулацията в тази насока стана по-детайлна по отношение на условията и процедурите на такова разкриване на информация, без да се променят принципите на тяхната регулация³. По правило, информацията за мажоритарна собственост и контролна структура на частните широко диференцирани дружества не е публична.

Контролната структура на регистрираните дружества, както и цялата структура на собствеността (последната се състои от акционерите с 5 и повече процента от капитала с право на глас) се разкрива първоначално в обявата за нова емисия на акции на началната публична оферта за ценни книжа на дружеството. Всички последващи изменения в тези структури подлежат на текущо разкриване в тесен интервал от време след настъпването на измененията. Дружеството е задължено също да разкрива в годишния отчет своята реална (актуализирана) мажоритарна собственост и контролна структура.

Понастоящем, по Закона за ценните книжа публичните дружества, КФН и фондовата борса трябва да бъдат уведомени от лицето, чиито директни или индиректни права на глас достигат, надвишават или спадат под 5 процента или до число, делимо на 5 процента от броя на гласовете на общото събрание на дружеството. Освен това Централният депозитар, който е националният регистър за безналични ценни книжа, е законово задължен да извърши повторно уведомяване по отношение да директните права на глас, т.е. промяната в собствеността на акциите с право на глас. Уведомлението трябва да се извърши в седем-дневен срок от съответната промяна в собствеността. Ако промяната обаче е информация, рефлектираща върху цената, като например смяна на контрола, тя следва да бъде разкрита не по-късно от следващия работен ден след изменението. За да се облекчат акцио-

³ Поправките на закона за ценните книжа от 2002 изравниха праговете за разкриване на информация на мажоритарната собственост на 5 % за всички (официален и неофициален) регулирани пазари на ценни книжа.

нерите и за да се осигури по-добро съответствие с правилата, КФН е подготвила подробен формуляр за уведомяване.

*Ratio legis*⁴ на горе-регистрираните правила не е само в това, че КФН ще контролира в реално време процеса на разкриване на информация, но също така акционери и инвеститори ще имат надежден алтернативен източник на информация за мажоритарната собственост: публичният регистър на КФН и бюлетина на фондовата борса. Инвеститорите имат реална полза от публичния регистър на КФН, който е безплатен и е достъпен и по Интернет. Поправките в Закона за ценните книжа от 2002 г. изискват също така всяко публично дружество да има директор за връзки с инвеститорите, който е задължен да дава на акционерите и инвеститорите информация, която те имат право да получат, включително и данни за мажоритарната собственост. Преди тези изменения често никой от публично дружество не отговаряше на запитванията на акционерите, поради липсата на такова задължение.

Освен това, според Закона за ценните книжа от 2000 г. всеки акционер има право на достъп до цялата информация от книгата на акционерите, водена от Централния депозитар. Законът забранява на Централния депозитар да отказва такава молба, в случай, че акционерът обяви легитимна цел за използване на информацията.

Въпреки това, изпълнението на тези обърнати с лице към инвеститорите законови разпоредби за разкриване на информация за собствеността на акционерите не е безпроблемно.

Онлайн версията на регистъра на КФН все още е в процес на развитие и не е пълна; има повече данни в публичния писмен регистър на КФН. Бюлетинът на БФБ-София и достъпът до пълната книга на акционерите от Централния депозитар са платени услуги и редица акционери и инвеститори не могат да си позволят сегашните им такси. Накрая, позицията на директора за връзки с инвеститорите в публично дружество не може да промени автоматично преобладаващото отношение на мажоритарните акционери, членове на борда и мениджъри против по-голямата прозрачност на дейността на дружеството.

Поправките на Закона за ценни книжа от 2002 г. *изрично* изискват разкриване на информация за крайната (бенефициентна) собственост. Ако юридическо лице придобие или се освободи от посочените 5 процента или кратни на 5 процента собственост, уведомяването на

⁴ По смисъла на закона

дружеството, КФН и фондовата борса трябва също така да посочва лицето, което ги контролира директно или индиректно и начина на извършване на контрол⁵. В това отношение България разчита основно на системата на откровеното разкриване на информация поради големия дял дружества без реална дейност, липсата на достатъчно опит в разследванията на регулатора и на достатъчна подкрепа от съдебната система. Следва също да се посочи, че в България посредници могат да бъдат само чуждестранни брокери/дилъри при закупуването на ценни книжа за сметка на своите клиенти, които не са граждани; те обаче са задължени да разкрият пред КФН по нейно искане идентичността на бенефициентния собственик. Във всички останали случаи по закон имената на крайните притежатели на ценните книжа трябва да бъдат вписани в регистъра на Централния депозитар.

Новото законодателство за ценните книжа, влязло в сила от декември 2003 г. изисква всеки мениджър и член на борда да разкрие в годишния отчет информация на публичното дружество за вида и броя на акциите, които той/тя притежава в дружеството, процентът, който тези акции представляват от съответния клас акции, както и наличните възможности за придобиване на ценни книжа, емитирани от дружеството. Годишният отчет се разпространява публично по същия начин, както и информацията за мажоритарната собственост.

Законът за ценни книжа от 2000 г. определя сериозни административни санкции за нарушаване на горните законови задължения, неколкостранно надвишаващи предишните. Ако физически лица – мажоритарни собственици не обявят пряко или непряко притежаваните от тях акции, КФН ще наложи наказателна глоба между 1000-2500 евро, а за повторно нарушение през годината – между 2500-5000 евро. В случай на мажоритарен собственик юридическо лице, освен глобата на отговорните физически лица (обикновено неговите изпълнителни директори) КФН може да наложи санкция и на самото юридическо лице в размер 2500-5000 евро за първо нарушение и 5000-10000 евро за повторно нарушение през годината. За непълни или подвеждащи

⁵ Според Закона за ценни книжа едно лице осъществява “контрол”, когато : (1) притежава, включително и чрез дъщерна фирма или по силата на споразумение с друго лице над 50% от броя на гласовете в общото събрание на юридическото лице; (2) може да определи пряко или непряко повече от половината от членовете от управителния орган на юридическо лице; (3) може, по друг начин, да упражни влияние за взимане на решения, свързани с дейността на корпоративното тяло.

данни в годишния отчет на публично дружество, включително за неразкриване на информация за неговата мажоритарна собственост и контролна структура, законът предвижда същата структура, но двойно количество на административните наказателни глоби във връзка с глобите за неразкриване на информация за мажоритарната собственост.

Не се предвиждат наказателни санкции за гореспоменатите законови нарушения. Причината за това е, че на този етап специализиран административен орган като КФН би прилагал Закона за публичното предлагане на ценни книжа много по-ефективно от съдебната система. Контролът и прилагането на законовите положения, свързани с разкриване на информацията, включително мажоритарната собственост и разкриване на информацията за контрола, е основна сфера на дейност на регулатора на ценни книжа⁶. Трудностите при откриване и доказване на необявена индиректна собственост и контрол са очевидни. Липсата на достатъчно правомощия и опит за разследване, както и неефективната подкрепа от другите следствени и изпълнителни институции в страната са сред факторите, които определят скромните резултати от законовите изисквания за разкриване на информация на мажоритарната собственост и контрол на КФН.

Текущото разкриване на информация за важни събития следва да се подобри значително (Препоръка 169-175).

Законът за ценни книжа определя три етапа на процеса на текущо разкриване на информация за важни събития, които могат да бъдат определени като ценово-засягаща информация. Първо и най-важно, от 2000 регистрираните дружества са задължени да обявяват такива събития незабавно, т.е. до края на работния ден след деня, в който събитието е настъпило или е станало известно на дружеството⁷. Бъл-

⁶ За сега БФБ-София не участва в този процес.

⁷ В периода 1995-2000 г. законът изискваше незабавно разкриване на информация на важни събития. На практика обаче се оказа твърде трудно за регулатора на ценни книжа да наложи успешно такова широко определено условие. Ето защо през 2000 г. беше пояснено в закона за ценните книжа какво точно означава “незабавно”. В това отношение България следва стандартите за срокове на “2 работни дни” от Доклада на техническата комисия IOSCO от 2002 г. “Principles for ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities”.

гарският регулатор и фондовата борса добре разбират, че незабавното разкриване на информация на значими събития от регистрираните дружества е от голямо значение за борбата с инсайдерската търговия и пазарната манипулация и за увеличаване на общественото доверие в пазара на ценни книжа.

Следващото изискване в триетапната рамка за текущо разкриване на информация (в сила от декември 2003 г.) е, че тримесечните отчети на регистрираните дружества, изпратени на КФН и на фондовата борса, трябва да съдържат цялата ценово-засягаща информация за събития, които са настъпили в предходното тримесечие. Трето, актуализацията в годишния отчет на информацията, свързана с регистрираните дружества и фигурираща в техните програми или предходни годишни отчети. Тези изисквания целят да предоставят на обществото текущо систематична значима информация за регистрираните дружества: след прочитането на годишния отчет или обява за нова емисия на акции и последния тримесечен отчет инвеститорът би следвало да получи актуална представа за дружеството, което ще му позволи да вземе информирано решение.

През 2003 г. България подобри подхода към задължението за разкриване на значима информация възприемайки широка дефиниция за нея и публикувайки списък със събития, които обикновено се оценяват като значими за цената на акциите⁸. По този начин се очаква, че следните две цели ще бъдат успешно достигнати: първо, неизчерпателният списък със събития ще представи на дружествата най-честите материални събития и същевременно ще ги напътства за сходни събития, които биха могли да се оценят като материални; второ, широката дефиниция на ценово-засягаща информация служи като обща насока и гарантира, че нито едно материално събитие няма да остане извън изискванията за разкриване на информация. Една скорошна насока на КФН поясни, че разкриване на информацията на съществени събития се изисква дори когато има неясни обстоятелства, но те следва изрично да се посочат.

По закон дружествата трябва да обявяват значимата информация едновременно на КФН и на фондовата борса.⁹ Както вече беше спомене-

⁸ Тези събития се определят често като материални.

⁹ Според закона също така, ако ценните книжа са допуснати за търговия на чуждестранен регулиран пазар, информацията трябва да бъде разпространена по същият начин и едновременно във всички юрисдикции.

нато, КФН не само контролира в реално време процеса на разкриване на информация, но и вписва обявената информация в публичния регистър инвеститорите, за да имат надежден източник на информация за текущия статус на дружеството и текущите материални събития. Поправките от 2002 г. на Закона за ценните книжа пояснява, че има един основен източник на информация за инвеститорите: бюлетина на фондовата борса. Информацията може да не бъде публично разгласена от КФН чрез нейния регистър и дори от регистрираното дружество преди да бъде публикувана в бюлетина на ценните книжа на регулираният пазар. Идеята беше да се създаде централизиран и близък до участниците на пазара “официален” източник на въпросната информация за инвеститорите (аналогичен на “Държавен вестник” по отношение на законовата информация). Ако инвеститорите следят бюлетина на фондовата борса, те няма да пропуснат тази информация и ще са сред първите ѝ получатели.

Поправките на Закона за ценните книжа от 2002 г. поясняват също процедурата, която фондовата борса ще следва при разпространяване на ценово-значима информация. Изисква се разпространяването на ежедневния бюлетин, който я съдържа да става по достъпен за инвеститорите начин най-малко един час преди началото на търговията на ценните книжа. Също така фондовата борса трябва да разпространява незабавно в специални издания на дневния бюлетин такава информация, получена след публикуване на регулярното издание на бюлетина до края на търговията с ценни книжа за деня.

Струва си да се отбележи, че от 2002 г. законът указва изрично, че ценово-значима информация представлява инсайдерска информация, докато не се публикува в бюлетина на фондовата борса. Ясно е, че търговия с ценни книжа от лице, което притежава такава информация, е забранена преди нейното публикуване. За нарушаване на тази забрана са предвидени строги законови санкции.

За разлика от правилата за оповестяване на обява за нова емисия на акции, регулацията на текущото разкриване на информация в България не освобождава регистрираните дружества от задължението за незабавно разкриване на материална информация, ако такава разкриване на информация би било много неблагоприятно за интересите на дружеството. Въпреки това би следвало аналогичните ситуации да бъдат регулирани по същите правни принципи и КФН да има право

да тълкува разширено правилото за освобождаване на обявата за нова емисия на акции като приложима в съответствие с процеса за разкриване на текуща информация.

Поправките на Закона за ценните книжа от 2002 г. изрично поясниха, че регистрираните дружества трябва да обявяват своевременно материалната информация, която трябва да бъде пълна, вярна и неподвеждаща. Положенията, приети през декември 2003 г. заявиха, по-точно от преди, че тази информация трябва да бъде представена във форма, лесна за анализ и разбиране. Програмите за корпоративно управление, които са задължителни за всички регистрирани дружества, целят да отидат отвъд правните норми на корпоративното управление, както по съдържание, така и по процедури. В частност да съдържат процедури, скроени конкретно за всяко дружество, които би следвало да осигурят спазването на изискванията за разкриване на информация.

Както беше разисквано по-горе, законът определя централна роля на фондовата борса при процедурите за текущо разкриване на информация. БФБ-София бързо разпространява информацията за материалните събития, предоставена ѝ от дружествата. Частите от тази информация, които се предоставят безплатно на уеб-страницата на борсата, обаче, не винаги са достатъчно пълни и смислени. По отношение на неуспеха на контрола и налагането на разкриване на информация от публичните дружества, правилата на фондовата борса предвиждат единствено отказ за търговия. Отново се разчита, както при контрола на разкриване на информацията за мажоритарната собственост, държавният регулатор да наложи и наказва нарушенията на задълженията за разкриване на информация. Всъщност БФБ-София има по-малко ресурси в сравнение с КФН за осъществяване на контрол и налагане на санкции, но, което е по-важно, тя няма основателни стимули да отказва търговия, понеже така няма да получи такса. Освен това отказът от търговия има нежелано последствие: макар да защитава инвеститорите от вземане на погрешно-информирано решение за закупуване или продажба на акции, в същото време неоснователно лишава акционерите от възможността да реализират печалба от своите инвестиции. Въпреки това фондовата борса може да играе важна роля в осигуряването на честен и дисциплиниран пазар на ценни книжа

чрез възприемане на други санкции за дружества, които да се отличават от правилата за разкриване на информация – например публично обявление на техните пропуски.

Дружествата трябва да разкриват цялата релевантна информация, съществена за информирано разбиране и оценка на бизнеса на дружеството, дейността и ситуацията (Препоръка 176-180).

През декември 2003 г. КФН възприе проактивна политика по отношение на нефинансовите обявления като прие ново законодателство за програмите, което предвижда нов формат, структура и съдържание на програмите, основан на новата Директива за проспектите на ЕС.¹⁰ Последната, от своя страна, е възприела много от Стандартите на IOSCO¹¹ за разкриване на информация.¹² Така дружествата могат да използват публичния капиталов пазар за финансиране с ценни книжа само след разкриване на нефинансова информация според настоящите стандарти на ЕС и най-добрите международни практики. Първоначално информацията се оповестява в обява за нова емисия на акции, която после се актуализира текущо.

Подобряването на българската правна регулация на проспектите е радикална стъпка към по-голяма пазарна прозрачност и унификация с останалият свят. Същевременно, това е един вид предизвикателство за публичните дружества да се съобразяват с новите изисквания за разкриване на информация, които са по-детайлни и по-строги от старите. Усилията, които се изискват от повечето публични дружества, чиито акции се търгуват на неофициалния пазар, са значителни, доколкото досега те не бяха задължени по закон да изготвят проспекти и ежегодно да обявяват детайлна нефинансова информация.

Освен другите данни, сегашните изисквания за разкриване на информация на нефинансова информация включват следното: (1) имената и адресите на одиторите за предходните три години, както и подробности, ако одиторите са напуснали, били са отстранени или не са били преназначени; (2) рискови фактори, специфични за дружеств-

¹⁰ Директива 2003/71/ЕС на Европейския парламент.

¹¹ International Organization of Securities Commissions

¹² Международните стандарти за разкриване на информация за транс-гранични оферти и първична регистрация от чуждестранните емитенти, IOSCO, 1998.

вото или индустрията, в която осъществява дейност; (3) преглед на инвестициите; (4) преглед на дейността; (5) определяне на най-силно изразените тенденции в производството, продажбите и запасите; (6) информация за обява за нова емисия на акциите на издателя най-малко за настоящата финансова година; (7) информация за членове на органите за управление и контрол и висшето ръководство и за служители, от чиято работа зависи дружеството; (8) основни акционери; (9) транзакции със свързани лица.

Съответните отговорности на различните органи на дружеството и на външните одитори, отнасящи се до разкриването на информация, трябва да бъдат ясно определени (Препоръка 181-190).

Макар да не е посочено изрично в закона, в компетенциите на борда е да изгради вътрешни системи за събиране, обработка и разкриване на информация на акционерите, регулаторите и на публиката като цяло. В зависимост от измеренията на регистрираното дружество и неговата организация, неговите управители до различна степен и в съответствие с длъжностната им характеристика и договорни задължения към контрола на дружеството участват в процеса на събиране, проверка и разкриване на вътрешна информация на дружеството. На практика, най-голямо е участието в този процес на главният счетоводител на дружеството или финансовият директор (където има такъв).

Както в повечето страни в преход, на практика ролята и функциите на борда често не се различават добре от тези на управителите, особено що се отнася до изискванията на Закона за ценните книжа. За да се подпомогнат дружествата в изпълнението на закона и в развитието на добри практики за корпоративно управление, регулаторът на ценни книжа прие през октомври 2002 г. (3 месеца след основните изменения на Закона за ценните книжа) Наръчник по корпоративно управление, който пояснява разликата между борда на директорите и управлението на дружеството.

Обикновено ръководството и други старши служители са сключили трудов договор с дружеството. За значими пропуски или неправилно разкриване на информация на тях може да им се търси отговорност от дружеството според Кодекса на труда.

Членовете на борда са отговорни пред акционерите, институциите и други трети страни за надеждността на информацията във външните отношения. От 2002 г. членовете на борда отговарят солидарно и поотделно за вреди, причинени от невярна подвеждаща или непълна информация в периодичните отчети и обявите за основни събития (преди тази отговорност се предвиждаше само по отношение на обявата за нова емисия на акции). Членовете на борда отговарят солидарно с главния счетоводител за вреди, причинени от невярна, подвеждаща или непълна информация във финансовите отчети на дружеството, както и заедно с одитора за щети, причинени от проверен финансов отчет. Законът предвижда също така административна отговорност за членовете на борда за разкриване на невярна, подвеждаща или неточна информация.

Горепосоченото разделение на вида юридическа отговорност за нарушаване на законовите положения за разкриване на информация, т.е. трудова отговорност за служителите, от една страна, и гражданска и административна отговорност за членове на борда, от друга, се илюстрира добре от следващия пример. Според Закона за ценните книжа директорът за връзки с инвеститорите, който е служител, не носи административна отговорност за неизпълнение на своите задължения да изготвя своевременни и пълни отчети и други документи за разкриване на информация пред КФН и фондовата борса. Вместо това, по Закона за ценните книжа в такива случаи се глобяват членовете на борда за нарушаване на своите задължения да контролират директора за връзки с инвеститорите.

Законът за независим финансов одит (ЗНФО) изисква външните одитори да направят независима оценка на автентичността на финансовото изявление във всички съществени аспекти. Формирането и представянето на мнението на независимия одит трябва да е направено в съответствие с Международните стандарти за одит. Законът за одит изисква пълна независимост на одитора от борда на дружеството, управлението и контролните акционери. Изрично е забранено одитор да извършва одит на дружество в следните случаи: (1) ако той/тя е сключил трудов договор с дружеството; (2) ако е свързано с дружеството лице; (3) ако пряко или непряко е свързан/а с или участва в отношения с дружеството и тези отношения нарушават неговата/нейната независимост като одитор или пораждат конфликт на интереси; (4) ако

той/тя извършва счетоводни услуги по настоящите финансови отчети на дружеството или участва във взимането на управленски решения за финансовите отчети или предоставя услуги, свързани с оценката на активите за целите на финансовият отчет на дружеството.

По българския ТЗ бордът на дружеството трябва да одобри, заедно с годишния финансов отчет, отчет за управлението, който накратко описва дейността на дружеството за предходната година и обяснява финансовия отчет. Поправките в ТЗ от 2003 г. предвиждат бордът да предоставя в отчета също и допълнителна нефинансова информация за следното: (1) общото възнаграждение на членовете на борда за предходната година; (2) придобити, притежавани или прехвърлени акции и облигации на дружеството от членове на борда през тази година; (3) опции за покупка на акции, притежавани от членове на борда; (4) участие на членовете на борда в други дружества като генерални партньори, членове на борда или старши ръководители или притежание на повече от 25 процента от капитала на друго дружество; (5) трансакции със свързани лица с участие на членовете на борда за завършилата година; (6) кратко описание на планираната икономическа политика за следващата година.

Изискванията на новия ТЗ за съдържанието на годишния отчет частично го доближават до документите за разкриване на информация по Закона за ценните книжа, макар изискванията му за разкриване на информация на информация да са много по-подробни и специфични. Законът за ценните книжа остава по-детайлен също и по отношение на основното съдържание на отчета за управлението, т.е. обяснения на годишния финансов отчет (всъщност ТЗ и Законът за счетоводството въобще не регулират този въпрос). От декември 2003 г. законодателството за ценните книжа изисква отчетът за управлението да дава описателно разбираемо обяснение, в приемливи подробности, на финансовия отчет и да съдържа конкретно: (1) достоверно представяне на развитието на дейността и статута на предприятието, както и за бъдещото му развитие, включително информация за ликвидността, капиталовите ресурси и резултатите от операциите; (2) основни събития, настъпили след баланса на дружеството; (3) материално проучване и дейностите по научно развитие; (4) изменения в цените на акциите на дружеството; (5) всяка друга информация, която дружеството реши да предостави.

Членовете на борда на одитираното дружество са задължени по Закона за независимия финансов одит да предоставят пълно съдействие и всяка информация, изисквана от одитора. Одиторът има правото да наблюдава процеса на инвентаризация на активите и пасивите на одитираното дружество. Членове на борда, които предоставят невярна или подвеждаща информация на одитора, извършват криминално престъпление само ако го правят съзнателно с цел да затруднят определянето на дължимия данък за над 3000 лева (приблизително възлизаци на 1500 евро). Криминално престъпление е също одиторът съзнателно да е одобрил неверен годишен финансов отчет. Одиторите носят материална отговорност за щети, причинени на техните клиенти (одитираното дружество), когато тези щети произтичат пряко или непряко от съзнателните действия или пропуски на одитора.

Регулаторите на ценните книжа и фондовите борси следва да засилят своя контрол над спазването на изискванията за разкриване на информация от дружествата. Регулаторите на ценни книжа трябва да имат капацитета да предписват и налагат тези изисквания (Препоръка 190-195).

Осигуряването на пазарна прозрачност е основната функция и цел на КФН, както и първостепенна цел на Закона за ценните книжа. Повечето правомощия на КФН могат да бъдат използвани за увеличаване на прозрачността на пазара. Първо, КФН прие указания за изпълнение и изготвяне на принципите за разкриване на информация, поставени в закона. Както беше споменато, настоящите изисквания за разкриване на информация в Закона за ценните книжа и указанията на КФН напълно съответстват на най-добрите международни практики за разкриване на информация. Освен това, КФН вече издаде насоки за правилното изпълнение на тази наредба. Второ, макар първичният източник на обявена информация да е фондовата борса, публичният регистър на КФН служи като допълнително средство за публично разпространяване на информацията, получена от дружествата и основните акционери. Трето, КФН наблюдава информацията, обявена от дружествата и други задължени лица и има широки правомощия да изисква пълно и точно разкриване на информация, когато е необходимо. Накрая, както беше посочено, КФН има правото да налага

строги глоби за неизпълнение на задължението за разкриване на информация.

Забелязва се тенденция на увеличаване на дейностите по контрол и налагане на регулаторите на ценни книжа по отношение на разкриване на информацията за последните няколко години. Въпреки че броят на публичните дружества постепенно намалява, поради затварянето им, броят на наложените мерки и наказания се увеличава. Последното определено не означава, че дружествата нарушават закона по-често от преди. Най-честите нарушения на изискванията за разкриване на информация са неспазване на срока за подаване на годишните и междинните отчети на дружеството, както и протоколите от общите събрания на акционерите на регулатора на ценни книжа и/или на фондовата борса, а също и непълнота във финансовата и нефинансова част на отчета на дружеството.¹³ КФН наказва дружествата, които нарушават закона, но тези санкции не са крайни, защото могат да се обжалват пред съда.

До сега големият брой на гореописаните груби и лесно установими нарушения заемат до голяма степен вниманието на служителите на КФН; по тази причина остават малко време и усилия за работа с по-сложните нарушения като подвеждаща или невярна информация в отчетите. В този ред на мисли, през 2002 г. КФН откри, че 13 лица не са обявили своята собственост, след отчета на Централния депозитар. Никой не може да определи обаче броят на необявените случаи на непряка (бенефициентна) мажоритарна собственост, но участниците на пазара го определят като значителен. Може да се очаква, че сега преобладаващите груби нарушения ще намалее следващата година, тъй като повече дружества са непублични, а останалите публични дружества стават по-прилежни в изпълнението на своите задължения, закрепени с високи глоби. Ето защо, предизвикателството пред КФН ще се измести към осигуряване на подобрене на качеството и надеждността на обявената информация. Последното следва да се цели не

¹³ Както беше посочено в доклада за 2002 г. на предишната Комисия по ценни книжа и в годишния отчет на КФН за 2003 г. През 2002 г. КФН изиска 95 дружества да предадат (след неспазване на срока) или да поправят непълнотите в техните годишни отчети за разкриване на информация, а през 2003 г. броят на дружествата с недостатъци беше 254. По отношение на междинните отчети обаче няма такова увеличение: КФН предприе задължителни мерки или изпрати писма за подаване или допълване на междинните отчети на 74 дружества през 2002 г. и на близо толкова през 2003 г. През 2003 г. КФН регистрира 15 нарушения на закъснения на уведомленията за съществени събития.

само чрез по-активна и задълбочена работа за разследване и налагане на санкции от КФН, но и чрез продължително обучение на дружествата, т.е. издаване на насоки, организиране на семинари, публикация на тълкуванията и решенията на КФН.

Фондовата борса е задължена по закон да бъде първичен източник на информацията, обявена от регистрираните дружества. Все още обаче БФБ-София не играе важна роля в контрола на информацията. Нейните правила най-общо изискват дружествата да обявяват същата информация, каквато законът изисква, и фондовата борса разчита основно на контрола на КФН върху спазването на задълженията за разкриване на информация. Единствените мерки, които фондовата борса може да наложи понастоящем на дружества, които не обявяват исканата информация, е временно и трайно изключване от регистъра. Последното, както беше споменато, може да накаже по-леките нарушения на миноритарните акционери. В крайна сметка е въпрос на политически избор КФН да инициира по-активна роля на фондовата борса в контрола на процеса на разкриване на информация. Така, КФН може частично да бъде облекчена в работата си, ако комбинират усилия на институциите на капиталовия пазар подпомогнат за по-добрия контрол и налагането на изискванията за разкриване на информация.

Достъпът на акционерите трябва да бъде подобрен чрез употребата на ефективни и модерни комуникации на дружествата и на властите (Препоръка 196-200).

Законът за ценните книжа изисква своевременен, лесен и евтин достъп на инвеститорите до обявената информация, макар начините за осигуряването му да трябва да бъдат подобрени. Идеята инвеститорите да получават лесен и евтин достъп до информация чрез ежедневния бюлетин на фондовата борса и от регистъра на КФН не е постигната напълно засега. Централизираният канал за обявена информация през фондовата борса е ефективна мярка за осигуряване на едновременен достъп на всички акционери и инвеститори до същата публична информация. Понастоящем инвеститорите имат безплатен онлайн достъп само до секцията за новини в страницата на БФБ-София, която съдържа само част от обявената информация от регистрираните дру-

жества. Ежедневният бюлетин с цялата информация е платена услуга, която струва повече, отколкото обикновеният малък инвеститор и широката публика може да си позволи. Дали обявената информация се разпространява публично чрез ежедневния бюлетин или чрез секцията за новини на фондовата борса е въпрос на технически средства; по-важно е всички инвеститори да имат безплатен онлайн достъп до цялата обявена информация на регистрираните дружества.

Информацията в публичния регистър на КФН е безплатна. Важна част от нея, т.е. финансовите отчети на дружествата, проспекти, членове на борда, основни акционери (притежатели на 5% и повече от акциите с право на глас), също е достъпна онлайн, което значително улеснява инвеститорите. Не цялата нефинансова част от годишния отчет обаче и от уведомленията за съществени събития може да бъде намерена на сайта. Трябва да бъдат направени опити цялата информация на твърд носител от регистъра да стане достъпна там, защото по този начин ще се постигне наистина широко и лесно разпространяване на информацията.

За да се избегне повторение и за да се постигне оптимална употреба на недостатъчните ресурси на институциите на капиталовия пазар, новото законодателство за ценни книжа от декември 2003 г. урежда унифицирана електронна система за разкриване на информация, установена и поддържана от КФН, фондовата борса и Централния депозитар. Целта е тази унифицирана система да съдържа цялата изисквана от закона за ценни книжа информация да бъде обявена, включително мажоритарните акционери. Такава система ще е голяма крачка към подобряването на прозрачността на пазара, защото ще предоставя на инвеститорите и широката публика централизиран канал за информацията, обявена от регистрираните дружества, по един лесен безплатен и навременен начин. Освен това, интегрираната система ще улесни до голяма степен регистрираните дружества при изпращането на исканата за разкриване на информация по електронен път на едно място.

Накрая, инвеститорите и акционерите могат да получат обявената информация от публичните дружества чрез техния директор за връзки с инвеститорите. Комуникацията обикновено се осъществява по телефона, с писма или лично в седалището на дружеството; понякога и по електронната поща. С много малко изключения регистрираните дружества не поддържат уеб-страницата с обявената информация. Това

би трябвало да бъде насърчено, защото ще осигурят на инвеститорите и на публиката друг надежден и лесен достъп до информация, което ще повиши цялостната пазарна прозрачност в страната.

Регулацията на счетоводната и одиторска професия трябва да бъде засилена (Препоръка 201-206)

Според Закона за независим финансов одит (2002) (Закон за одита) одиторската професия е независима и саморегулираща се от Института на дипломираните експерт счетоводители (ИДЕС). Законът за одитите изисква ИДЕС да регулира дейността на професията в интерес на цялото общество. Отговорността на регистрираните одитори е неограничена, но до сега не е имало съдебно дело срещу одитор. Одиторите са задължени по закон да имат професионална застраховка освобождаване от отговорност и ИДЕС е задължен да определя минималното сума на тази застраховка. ИДЕС е оторизиран да налага санкции за нарушения и неправилни действия на одитора. Тези санкции могат да бъдат глоби (вариращи между 300 и 3000 лева) или административни (забрана за дейност за определен период до 3 години).

Имаше опити да се създаде държавен регулативен орган за надзор на одиторите. Тези опити бяха неуспешни, поради широкоразпространеното сред професионалистите разбиране за независимост, което включва и независимост от държавен надзор. До сега в България не е имало големи скандали в резултат на негодни финансови отчети, за да има аргументи за изграждането на надзорен одиторски орган, независим от професията, както се препоръчва в Принципите за одиторски надзор на IOSCO (2002). Би било разумно правителството да има предвид слабостите на чистата саморегулация, открити в други страни, и да инициира публична дискусия за оптималната за страната система за надзор на одита.

Няма отделен регулаторен орган и за счетоводната професия. Изискванията за упражняването на тази професия са регистрирани в закона за счетоводството. Санкциите се налагат от данъчните власти.

Качеството и силата на професионалните организации на счетоводители и одитори трябва значително да се подсилят (Препоръка 207-211).

Законът изисква ИДЕС да осъществява редица дейности включително и специфични регулаторни функции, защото е организиран като само-регулиращ се орган за одиторската професия. По-конкретно ИДЕС трябва да: организира и провежда професионални изпити; регистрира одиторите, поддържа и публикува специален регистър на одиторите (отделни лица и специализирани одиторски фирми); организира обучение на одиторите; одобрява вътрешните контролни системи на дейността на членовете и съобразността на етичните професионални стандарти; създаде професионален етичен кодекс за своите членове; създаде, ако е необходимо, професионални правила и техники за одит; контролира качеството на одиторската дейност и професионалното ѝ провеждане от членовете.

ЗНФО изисква професионалният етичен кодекс на ИДЕС да се базира на Етичния кодекс на Международната федерация на счетоводителите (IFAC). Законът изисква спазването на следните етични принципи от одиторите: независимост, обективност, професионална компетентия (включително познаване на международните счетоводни и одиторски стандарти), конфиденциалност, професионализъм, почтеност, отговорност, познание и изпълнение на професионалните стандарти. ИДЕС одобри Правила за гарантиране на качеството на одиторската работа и обяви акция за преглед на качествения контрол, чрез която всички членове на ИДЕС ще бъдат инспектирани всеки три години.

ЗНФО се съобразява с Директива 8 на ЕС¹⁴ като изисква одиторът да има: висше образование; от четири до десет години практически опит в счетоводството, външен и вътрешен финансов одит и данъчната администрация (включително поне три години като помощник одитор); да е преминал изпита на ИДЕС по счетоводство, търговско право, независим финансов одит, данъци и социално осигуряване.

ИДЕС задължава своите членове да участват в най-малко 40 часа на година продължаващо професионално образование (ППО). ИДЕС е създал програми за ППО, които също ръководи. ИДЕС ще налага санкции на членове, които не успеят да отговорят на изискванията. С оглед въвеждането на МСС и МОС ИДЕС организира програми за обучение и изпити.

¹⁴ Директива 8 и други официални документи относно одита могат да бъдат намерени на http://europa.eu.int/comm/internal_market/auditing/officialdocs_en.htm

Въпреки високите стандарти изискваното реално образование на одиторите и счетоводителите не е освободено от недостатъци на този етап. Университетите едва започват да адаптират своите програми за обучение към изискванията на новите закони. Има недостиг на материали за обучение на български език. Курсовете за обучение за МСС и МОС за одитори са сравнително къси – само 60 часа, което не е достатъчно да гарантира, че одиторите са овладели напълно международните стандарти и могат да извършат одит в съответствие с тях.

Докато ИДЕС е само-регулаторен орган за одиторската професия, професионалните организации на счетоводителите имат много тесен обхват на дейност. Понастоящем те се занимават основно с кратки курсове за обучение по МСС. Института на професионалните счетоводители в България беше създаден през 2003 г. за лиценз на вътрешните одитори.

Независимостта на одиторите трябва да бъде подсилена с адекватни регулаторни положения и ефективен надзор (Препоръка 212-217).

Според Закона за счетоводството финансовите отчети на редица предприятия трябва да преминават независим одит от дипломиран експерт счетоводител. Тази група включва: емитенти на публични ценни книжа, акционерни дружества, командитни дружества с акции, банкови и небанкови финансови институции (нелиствани), големи предприятия, които представят консолидирани финансови отчети (нелиствани), големи предприятия (нелиствани).

Одиторите са задължени да се съобразяват с МСС, с професионалния кодекс на ИДЕС и да дават отчет за своята дейност пред ИДЕС. В частност, те трябва да бъдат независими от одитираното дружество, макар и законовата идея за независимост да е относително тясна. Първо, ЗНФО определя широко принципа на независимостта: необвързаност на одитора, включително чрез партньори и персонал, с одитираното дружество, неговите управители или лица, свързани материално, персонално или по друг начин. От друга страна, законът изрично посочва кога одиторът не може да се определи като независим. Това са случаите, когато одиторът има финансов интерес в дружеството (определен като притежание на ценни книжа или учас-

тие в дейността), когато одиторът участва в управителните органи на дружеството, когато одиторът има роднини сред членовете на управителните органи или когато се води съдебно дело между одитора и дружеството. Накрая, стремежът на ЗНФО да създаде общо всеобхватно определение на независимостта на одитора завършва с изчерпателното изброяване на няколко ситуации, в които законът намира липса на независимост.

Някои от защитните мерки за независимост, препоръчани в Бялата книга, се прилагат като разделяне на одита от други консултантски услуги. Други не са изрично посочени в ЗНФО и обикновено не са честа практика. Тези включват мандатна ротация на одиторите, ограничения за наемането на одитори от предишни техни клиенти, публично разкриване на информацията за таксите на одиторите.

Трябва да бъде направен опит да се развие обучението на счетоводители и одитори, както и служителите, заети в регулаторните органи и правителството. Това трябва да бъде приоритет за международната техническа помощ (Препоръка 218-221)

Беше създадена специална комисия към Министерството на финансите, включваща представители на международни счетоводни фирми и на академичните среди, която да преведе МСС. МОС също са преведени на български.

Ясно беше възприето от държавните власти и от ИДЕС, че въвеждането на пълните МСС от 2003 г. за регистрираните дружества и за финансовите институции ще бъде голямо предизвикателство, особено за малки дружества, които са станали публични чрез масовата приватизация. Ето защо през 2001 г. започнаха различни програми за обучение по тях, организирани от ИДЕС с техническата помощ и спонсорството на Американската агенция за международно развитие и Фондация Фулбрайт. До края на 2002 г. всички одитори са преминали през обучението по МСС. Нещо повече – 570 одитори са преминали изпити и са получили сертификати за преподаватели. Министерството на финансите заедно с ИДЕС организираха курсове за данъчната администрация.

През 2003 г. беше разширен обхвата на програмите за обучение на ИДЕС и те бяха предназначени за по-широка публика: счетоводи-

тели на дружествата, мениджъри и други заинтересовани лица. Поради голямото търсене, основано на законовите изисквания, курсове за счетоводители бяха организирани също и от други лицензирани институции (обикновено одиторски дружества). Тъй като законът не определя никакви изисквания за организирането на такива курсове, се наблюдават значителни различия в тяхното качество.

Друг приоритет на техническата помощ на Американската агенция за международно развитие беше обучението за служителите на регулатора за ценни книжа, както и за счетоводителите на регистрирани дружества и финансови институции. Необходими са още усилия обаче за подобряване на цялостното разбиране на МСС и правилното и приложение, така че обучението трябва да бъде продължителен процес.

Признава се, че недостатъчното познаване на най-добрите практики по разкриване на информация както на служителите на регулаторните органи, така и на дружествата, е сериозно препятствие пред значителното повишаване на пазарната прозрачност. Отново, Американската агенция за международно развитие предостави ценна помощ в проектирането на законодателните норми за разкриване на информация и организирането на семинари за регистрираните дружества и пазарните участници. Същевременно, през последните години регулаторът на ценни книжа също получи голяма полза от програмите за обучение по разкриване на информация, подкрепяни от други донори като Британския ноу-хау фонд и Германската общност за развитие на капиталовите пазари в Централна и Източна Европа.

Ролята на медиите в разпространяването на информация за дружествата и в стимулирането на цялостна прозрачност в практиките на бизнеса трябва да бъде засилена и подкрепяна (Препоръка 222-225).

Понастоящем има добре развити медии, които могат да отразяват бизнес новините на ниво дружества с достатъчно широк поглед и компетентност. Основно има специализирани вестници и програми по електронните медии, които са бизнес ориентирани. Има и много активни уеб-сайтове. Задълбоченият анализ и доброто разбиране е

достъпно в много по-малка степен в медиите с обща ориентация, макар те да имат много по-широка публика.

На този етап като цяло няма активно и системно взаимодействие между медиите и публичните дружества. Разпространяването на информация от дружествата чрез медиите като практика варира значително и обикновено е ad hoc. Качеството на анализите на дружествата в обикновените медии също варира значително. Независимостта на анализите от някои бизнес интереси не винаги е налице. Няма значими случаи журналисти да бъдат санкционирани за невярна бизнес информация.

Квалификацията на журналистите обикновено е лично качество и зависи от съответните медии. Имаше семинари за обучение за журналисти, организирани с подкрепата на международни донори¹⁵, но това не е разпространена форма на обучение и може да бъде направено много повече в тази област.

1.3. Изпълнение и прилагане¹⁶

Капацитетът на съдебната система ефективно да се справя с пазарните спорове трябва да бъде увеличен (Препоръка 289-292).

Широко е разпространено мнението в България, както и между различни представители на ЕС, политици и коментатори, че българската съдебна система, както в повечето страни от ЦИЕ, не работи ефективно като цяло. Преобладаващото мнение е, че съдилищата са бавни, несигурни и скъпи.

Основанията за такава ситуация не са уникални само за България; те са по-скоро общи за всички страни в преход, както и за някои развити страни. Фундаментална причина сред тези основания е съкращаването на ресурсите за съдебната система, което веднага довежда до преработване и недостатъчна компенсация за съдиите и други служители на съдилищата. В процеса на хармонизиране с правната рамка на ЕС и с установяването на нови връзки на пазарна икономика много

¹⁵ Например Центърът за изследване на демокрацията, организира семинари за обучение за журналисти за принципите и практиките в областта на корпоративното управление.

¹⁶ Текстът съпоставя препоръките за право-прилагане (гл. 5 от Бялата книга на ОИСР) и българския опит по тяхното прилагане.

нови закони се възприемат от по-развити икономики, т.р. законодателство за ценните книжа. Това ново законодателство обаче не е лесно за изпълнение, особено в първите години след неговото приемане, тъй като то е доста сложно и често звучи чуждо и двусмислено.

Основният икономически резултат в практиката от работата на корпоративните закони и тези за ценни книжа се разбира добре в България. Очевидно е, че по-нататъшното подобряване на функционирането на рамката за корпоративно управление ще дойде главно не от приемането на нови закони или изменение на вече съществуващите, а по-скоро от правилното им прилагане и изпълнение. По същия начин, тъй като това са съдебни функции и отговорности, на всички държавни нива се признава, че реформата на съдебната система е неизбежна.

На практика съдебната реформа вече е започнала и нейното изпълнение в момента е национален приоритет.¹⁷ Повечето мерки, препоръчани от Бялата книга повече или по-малко са възприети. Идеята за създаване на специализирани търговски съдилища за момента се анализира. Различни програми за обучение на магистрати в различни аспекти на дружественото право на България и на ЕС се организират регулярно. Редица съдебни решения се обявяват публично в юридически списания и издания, специализирани уеб-страници и, което е важно, на уеб-страниците на някои съдилища.

Съдебната реформа е дълъг процес и скоро не могат да се очакват значими резултати. Адекватното изпълнение на нови, сложни и не винаги ясни закони на пазарната икономика изисква време и усилия за обучение, подобряване на квалификацията и придобиване на необходимия опит. Въпросът за недостатъчните средства за съдебната система и значителното му отражение върху възможностите и мотивацията на магистратите трудно биха могли да се разрешат в краткосрочен период. Въпреки че конституцията прокламира пълната независимост на съдебната система от Парламента и от правителството, установяването на ефективни гаранции за такава независимост, както и на ефек-

¹⁷ Националната стратегия за реформата на българската съдебна система беше актуализирана през 2003 г. На базата на задълбочен анализ на ситуацията, тя предлага конкретни мерки, т.е. определяне на времеви ограничения за завършване на съдебните дела, задължително обучение за млади съдии, в случай на повишение на съдии в съд от по-висок ранг и за персонала на съдилищата, и т.н.

тивни механизми за противодействие на корупцията, са практически много трудна задача.

Регулаторите на ценните книжа в страните от ЦИЕ трябва да имат независимостта, средствата, процесуалните възможности и отговорността, необходими за ефективния надзор на финансовите пазари и само-регулиращите се организации (Препоръка 293-298).

Наблюдението на Бялата книга, че националният регулатор на ценните книжа е първата, а често и последната, защитна линия за правата на акционерите, е напълно вярно за България. КФН има ясен мандат в закона, че главните й цели са да защитава интересите на инвеститорите и да запазва общественото доверие в пазара на ценни книжа. Макар да е далеч от идеална в изпълнението на нейната дейност и да има много за подобряване, КФН се определя, както от участниците на пазара, така и от инвеститори като значително по-ефективна в “дисциплинирането” на капиталовия пазар и прилагането на Закона за публичното предлагане на ценни книжа, отколкото са съдилищата.

Законът за публичното предлагане на ценни книжа дава на КФН като регулатор на ценните книжа значителни правомощия. Освен текущия лиценз и контрол на професионалните участници на капиталовия пазар, КФН има на разположение правомощия за ефективно прилагане като издаване на задължителни превантивни и задължителни възстановяващи заповеди и други задължителни административни мерки. Тези мерки се прилагат за нарушаване на закона от лица, които са обект на надзор, но също и в случаи на застрашаване на интересите на инвеститорите или затрудняване на надзорните функции на регулатора. Задължителните заповеди са предмет на незабавно изпълнение независимо дали са били обжалвани пред съда. Съдът обаче може да суспендира изпълнението освен в случай на отменяне на лиценза.

През последните три години регулаторът на ценните книжа е наложил на висши изпълнителни ръководители на публични дружества и техни бордове редица принудително-административни мерки. Най-често регистрираните дружества са били задължавани: (1) да предоставят на КФН периодични отчети за разкриване на информация и/или на БФБ или да премахнат недостатъците на такива отчети; (2) да свикат годишното общо събрание на акционерите; (3) да предло-

жат на общото събрание на акционерите да не гласуват за незаконни и/или вредни за миноритарните акционери решения от дневния ред; (4) да не изпълняват незаконно решение на общото събрание на акционерите; (5) да се назначат или намерят заместник на директора за връзки с инвеститорите; (6) да запишат нови акции за търговия на БФБ –София; (7) да не прехвърлят активи; (8) да заплатят дължимите дивиденди на акционери. Задължителните заповеди до сега са били изключително ефективни като средство за прилагане на закона: според информация на КФН всички задължителни заповеди, отправени към регистрирани дружества, са били изпълнени.

КФН има също значителни разследващи правомощия. По отношение на контролираните лица, както и на други лица (неконтролирани), за които има данни, че са нарушили Закона за ценните книжа, служителите на КФН могат да изискват писмени обяснения, документи, включително оригиналите на документи, електронни данни, и т.н. Регулаторът има свободен достъп до офисите на тези лица и може да инспектира техните документи и книги, да установи техните налични пари, ценности и други активи. КФН може също да провежда проучване и да изисква от трети лица информация, документи и други данни, необходими за провеждането на проучване. Банките са длъжни да дават на КФН информация за инспектирани съществуващи и закрити банкови сметки на лица (физически и юридически) заедно с информация за последната транзакция по тези сметки.

Освен това, КФН е оторизирана да налага административни глоби, които за повечето нарушения са в размер на 100-5000 евро. За някои по-тежки законови нарушения обаче, като на законовите изисквания, свързани с основни транзакции и транзакции със свързани лица, както и на забраната за инсайдерска търговия и пазарна манипулация, глобата е между 1000-25000 евро. В случай на неизпълнение на наложена задължителна мярка глобата е от 2500 до 10000 евро. Когато КФН установи нарушения, тя обикновено санкционира виновните физически лица, а често и юридическите лица. Статистиката показва, че мнозинството от глобите от регулатора на ценни книжа и наказателните санкции са били оспорени пред съда и последният е потвърдил, най-общо казано, близо половината от тях.

Разбира се, без необходимите проверки и баланси един мощен регулатор на ценни книжа може да стане източник на нарушения с

потенциал да накърни общественото доверие в капиталовия пазар и в държавните институции като цяло. Законът за ценните книжа засяга тези въпроси като предвижда положения, целящи да осигурят прозрачност и отговорност на регулатора, като и да намали конфликта на интереси. Така КФН е задължена да обявява публично своята надзорна политика и своята практика в изпълнението и прилагането законодателството за ценните книжа, както и причините за тяхното изменение. Всъщност КФН обявява публично своите решения в по-голяма степен, отколкото се изисква: не само на практика (законово тълкуване), насоки за политически въпроси и законопроекти за обществен коментар, но също и решения на отделни случаи.

При встъпване в длъжност членовете и служителите на КФН подават декларация за имотно притежание, включително ценни книжа, притежавани от тях или от техните съпрузи и непълнолетни деца. Всяка следваща транзакция на ценни книжа трябва да бъде обявена скоро след извършването ѝ и веднъж годишно членовете и служителите на Комисията трябва да подават актуализирани имуществени декларации.

За да се ограничи потенциалния конфликт на интереси, членовете на Комисията не могат да извършват никаква друга платена дейност, освен проучвания и преподавателска дейност или като членове на международна организация, свързана с дейността на КФН. Забранено е служителите да работят за лице, което се наблюдава. В случай на възникнал конфликт на интереси членовете на Комисията са задължени да го обявят незабавно и нямат право да участват в последващите дискусии, гласуване или взимане на решения, когато са заинтересовани от изхода или имат връзки със заинтересовани контролирани лица. Същите правила важат и за служителите на КФН, които не могат да участват в инспекция на контролирано лице, ако съществува конфликт на интереси.

Една от основните причини за създаването на отделен регулатор беше да се подобри независимостта на регулатора. Докато предишните регулатори – Застрахователно-медицинската комисия при застрахователя, Комисията за защита на конкуренцията и Комисията по ценни книжа – бяха избирани от и отговорни пред правителството, КФН има по-висок статут. Членовете на Комисията се избират от Парламента и имат шест години незастъпващ се мандат и не могат да бъдат отстра-

нявани предсрочно освен в случаите на няколко строго определени обстоятелства. Друга проява на по-голямата независимост на КФН е свързана с нейният бюджет, който се одобрява от Народното Събрание (НС). КФН предоставя на НС годишен отчет за дейността си, включително и годишен счетоводен отчет и отчет за изпълнение на бюджета. Освен това КФН е задължена при поискване да предостави на НС по всяко време информация и документи, свързани с нейната дейност.

Това което затруднява в най-голяма степен работата на КФН обаче, както и в случая на съдебната система, е недостигът на средства за регулатора. Според служителите на КФН човешките и финансовите ресурси са недостатъчни за да се извършва качествен надзор. Макар заплатите на служителите на регулатора винаги да са били сравнително високи за институция, финансирана от държавния бюджет, повечето квалифицирани и обучени служители се преместиха в частния сектор поради по-големите възможности за заплащане и развитие.

Акционерите трябва да имат достъп до ефективни механизми за компенсация, включително професионален арбитраж и не скъпи колективни акции (Препоръка 212-217)

В България са възможни както индивидуалните, така и производните иски. Докато законовата основа за индивидуалните съдебни действия е в общия закон едно задължение (при закононарушения, даващи право на иск), производните иски имат нужда от специална законова регулация. От 2000 г. Законът за публичното предлагане на ценни книжа дава на акционерите на публичните дружества, притежаващи отделно или съвместно 5 процента от капитала на дружеството, правото на два вида производни акционерни иски: а) в случай на бездействие на управителните органи на дружеството, която застрашава интересите на дружеството, акционерите могат да поискат съдебна намеса от името на дружеството срещу трети лица; б) акционерите с 5 процента от капитала могат да искат съдебна намеса за обезщетяване за вреди, причинени на дружеството от действия или бездействия на членовете на борда, както и на прокуриста на публичното дружество. Освен това поправките на Закона за ценни книжа от 2002 г., следвайки немското акционерно право, предвиждат контролните акционери и

всички други лица, които със своето влияние върху публичното дружество са склонили член на борда или негов пълномощник да действа или бездейства не в интерес на дружеството, да бъдат солидарно отговорни за вреди, причинени на дружеството.

Както беше вече коментирано, съдебните дела изискват много време, средства и усилия. От голямо значение е и че резултатите от делото са непредвидими, особено когато няма съдебна практика. Като се има предвид очакваното тясно разбиране на съда за това какво представлява вреда за миноритарните акционери, често ще бъде много трудно да се докажат вредите, особено в индивидуалните искове. Дори акционерите да спечелят съдебното дело срещу членовете на борда, вероятно няма да има начин да се съберат предвидените обезщетения. Затова не е изненадващо, че акционерните дела не са популярни в България. Има не повече от 3-4 производни иска, започнати през последните няколко години. Нито един от тях не е достигнал до съдебно постановление.

Понастоящем акционерите нямат алтернатива на механизма за съдебно разрешаване на спорове. В България няма професионални арбитражи за разрешаване на спорове между дружества и акционери. Основната причина не е в съществуването на законови пречки за установяване на частни задължителни арбитражи, а по-скоро във факта, че досега не е имало реална необходимост от такъв арбитраж. Идеята за разширяване компетенциите на арбитража на БФБ-София да покриват спорове между регистрирани дружества и акционери има своите добри страни и заслужава внимание от страна на институциите на капиталовия пазар и акционерни асоциации.

Това, което би могло да представлява ефективно средство за защита на миноритарните акционери, е властта на регулатора на ценни книжа, предоставена с поправките на Закона за публичното предлагане на ценни книжа от 2002 г., да отправя съдебни искове от името на акционери в случаи на някои груби законови нарушения. По-конкретно регулаторът може да заведе иск за обявяване на невалидност на транзакции, свързани с дейността на контролираните лица, както и за отмяна на решение на общото събрание на акционерите на публично дружество, когато противоречи на императивни положения в Закона за публичното предлагане на ценни книжа или на Устава на дружеството. Регулаторът на ценни книжа може също да обжалва невалидни

вписвания в търговския регистър на съда, т.е. свърза с публичното дружество капитал, членове на борда, трансформации и т.н. За сега КФН изглежда предпочита да задържа използването им и да ги запази като последна мярка.

Трябва да се развие активно регионално взаимодействие между всички основни участници в институционалната рамка на корпоративното управление. Това регионално взаимодействие трябва да се инициира на регионално ниво и да бъде подкрепено от международни организации (Препоръка 304-307).

Международното сътрудничество се смята за една от важните сфери на дейност от всички институции, свързани с развитието на капиталовия пазар. В контекста на интеграция към ЕС КФН полага усилия за активни контакти и участие в международни инициативи с цел да изучи чужди опит на страните с развити финансови пазари и да хармонизира законодателната рамка с правото на ЕС. КФН е член на Международната Организация на Комисиите по ценни книжа (IOSCO), Международната асоциация на застрахователните надзори и на Международната мрежа на пенсионните регулатори и надзорници. БФБ-София е член (или член-кореспондент) на Федерацията на Евро – Азиатските фондови борси, на Световната борсова федерация и на Федерацията на Европейските фондови борси.

Регионалното сътрудничество също е в процес на развитие. През 2000 г. българският регулатор на ценни книжа инициира Първата среща на регулаторите на капиталовите пазари в страните от ЦИЕ, която се проведе в България. По-късно българският регулатор пое водещата роля в подписването на Меморандум на разбирателство и размяна на информация с надзорните органи от региона. БФБ-София има интензивни контакти с фондовата борса в Хърватска, Македония, Румъния и Фондовата Борса в Солун, Гърция. За момента обаче регионалното сътрудничество е едва в начален етап на развитие. Вече се провеждат размяна на информация, семинари и други инициативи, но сътрудничеството не е достигнало все още нивото на общи институции за обучение, стандарти, лицензи. Основно в процеса участие взимат регулативните органи, а участието на професионалните асоциации е слабо.

Кръглата маса¹⁸ трябва да продължи работата си и прегледа и подкрепата на прогреса в областта на корпоративното управление и други въпроси, свързани с корпоративния сектор (Препоръка 308-311).

Кръглата маса имаше значително отражение върху продължаващия процес на реформа на корпоративното управление в България. Регулаторни промени, кодекс на корпоративното управление, курсове за обучение на директори и служители за връзки с инвеститорите, семинари за журналисти и други заинтересовани лица, наръчник за корпоративно управление, всичко това беше повлияно от процеса на Кръглата маса. Създаден беше Институт за корпоративно управление, а също и годишна награда за най-добро корпоративно управление. Разработването и изпълнението на програма за корпоративно управление в съответствие с принципите на ОИСР се изискват по закон от всички публични дружества. Очаква се, че възможното продължаване на работата на Кръглата маса би могло да допринесе още повече, тъй като все още не са завършени важни реформи на корпоративното управление.

За разработването на препоръки и процедурни инструменти, улесняващи въвеждането на принципите на корпоративното управление, допринася и Инициативата за корпоративно управление. Тя е основана през 1999 г. от Центъра за изследване на демокрацията, Асоциацията на индустриалния капитал в България, Асоциацията на доброволните пенсионни фондове, Центъра за икономическо развитие, Съюза на инвеститорите и Асоциацията на притежателите на ценни книжа. Инициативата има за цел и да разясни практическото значение на принципите на корпоративното управление и да предложи мерки за подобряването му.

¹⁸ Кръглата маса по корпоративно управление в Югоизточна Европа е водеща инициатива на Инвестиционния компакт за Югоизточна Европа и се провежда редовно от 2001 г. насам.

II

Концентрация на корпоративната собственост в публичните дружества

2.1. Тенденция

Много е трудно да се оцени като положителна икономическата политика, прилагана при реализирането на приватизацията. Въпреки че различните политически сили провеждат общо взето различни политики, общо е мнението, че те всички допринесоха извънредно много за разпространението на корупционни практики. Често пъти тези политики са в основата на икономическото и финансово съсипване на приватизираните обекти, което в някои случаи завършва с фалит. В редицата на неблагоприятията на тази политика, по-специално чрез нейния формален или дори съвсем отсъстващ след-приватизационен контрол, се нарежда и високото ниво на безработица.

За съжаление, с това не се изчерпват негативните влияния на неудачната приватизационна политика прилагана през преходния период у нас. Освен тези непосредствени ефекти, тя ще има и по-дълготрайни такива. Централен сред тях е ефектът на силната концентрацията на собствеността у нас.

Развитите икономики се стремят непрекъснато до разширяват кръга на икономически активните лица, което често става чрез уве-

личаване на броя на индивидуалните инвеститори или дребни акционери. Начините за това са много: като се започне с нормалната активност на публичните компании за привличане на голям брой дребни акционери, и се стигне до различните пенсионни планове, опции за инвестиране във фирмени акции при добри резултати, здравно- и социално-осигурителни полици и пр. Специално място в това отношение заемат нарочните опции при приватизация, като преференциално удовлетворяване на заявките за участие при търгове на дребните акционери, планове за насърчаване на задържането на новопридобитите акции за продължително време и др.

За съжаление, развитието на собствеността у нас в периода на приватизацията се движи само в посока на увеличаване на концентрацията. Най-вече тази политика си проличава в избраните техники за приватизация – директни продажби, предимство за реституцията, РМД и пр., но също така и в крайната незаинтересованост от резултатите, дори когато техниката сама по себе си не изключва такава дисперсия – като при масовата приватизация и различните дистрибуции на работнически преференции. Неограничаваното практически по никакъв начин налагане на корпоративни интереси прави възможно заобикалянето на малкото съществуващи ограничения за концентрация на собственост (прочутите 33% горна граница на пакет придобиван с приватизационни бонове и шест-месечната забрана за търговия с тези пакети). Същите интереси отклоняват обществения и професионален интерес от открито манипулативното, полу-доброволно, полу-насилствено записване на преференциални акции за работници и служители, които непосредствено след това се прехвърлят на “когото трябва” по определена от него цена. Техниките за подобна практика включват множество “предварителни договори”, “цели за еми” и пр. механизми имащи за цел единствено да държат откритата конкурентна търговия настрана, и имащи за резултат – бързата и несмущавана концентрация на собственост върху капитала на приватизираното предприятие.

2.2. Причини

Няма съмнение, че това поведение на корпоративния сектор има дълбока обосновааност и отговаря на неговите интереси. В условия-

та на цялостна реформа на правната база, в условията на цялостно реструктуриране на собствеността, включване на чужд капитал на всички равнища на икономиката, дълбока реформа във финансовия сектор, с една дума при трансформация на цялостната икономическа система, стремежът да се гарантира интересът максимално чрез толериране на контрола върху всички достъпни механизми е разбираем. Нещо повече – през този исторически етап нивото на доверие обикновено е много ниско, а възможностите и практиките на право-прилагане – не особено окуражителни. В тези условия стремежите за гарантиране на контрола над предприятието закономерно водят до желание за мажоритарен контрол на фирмите в които е направена сериозна инвестиция.

В известен смисъл не това е еретичният въпрос. Еретичният въпрос тук е защо другото поведение, насочено към ограничаване на тези стремежи, което отговаря на интересите на други, доста широки социални общности, не получи и не получава своето адекватно проявление и не намира своите изразители?

2.3. Процеса в ретроспектива

2.3.1. Размери и структура на холдингите¹⁹ в публичните предприятия – 2001г.

Друго изследване върху същия проблем и с леко различаваща се методология е направено през 2001 г. Статистиката се базира на извадка от 104 предприятия търгувани към определен момент на 2001 г. на БФБ-София с капитал над 500 000 лв. (изключение за по-малки фирми е правено само ако те са регистрирани на официалния пазар; в същото време някои фирми над избрания праг са изключени заради непълнота на разполагаемите данни). Като структура те са: 85 в реалния сектор, 2 във финансовия (банки) и останалите са холдингови компании, главно наследници на бивши приватизационни фондове. Малко стран-

¹⁹ Освен наложилото се у нас значение на понятието “холдинг” като институция държаща акции, в английската икономическа литература съществува и друго значение, като (пакета) акции *държани от една ръка* (лице). В тези случаи могат да бъдат различени преки (direct) или косвени (а) холдинги в зависимост от това дали те са държани пряко от едно лице или чрез различни форми на “свързаност” между отделни лица. (Бел. ред.)

ният състав е резултат от масовата приватизация, която се съсредоточава само върху индустриални предприятия – двете банки в дадения случай са регистрирани на борсата по-късно.

ТАБЛИЦА 1. ЧЕСТОТНО РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ФИРМИТЕ ПО БРОЙ НА ТЕХНИТЕ ДИРЕКТНИ ХОЛДИНГИ

Брой холдинги в една фирма	Честота на събитието	Честота на събитието в %	Кумулативен процент
1	32	30.8	30.8
2	26	25.0	55.8
3	30	28.8	84.6
4	11	10.6	95.2
5	4	3.8	99.0
6	1	1.0	100.0
Общо	104	100.0	–

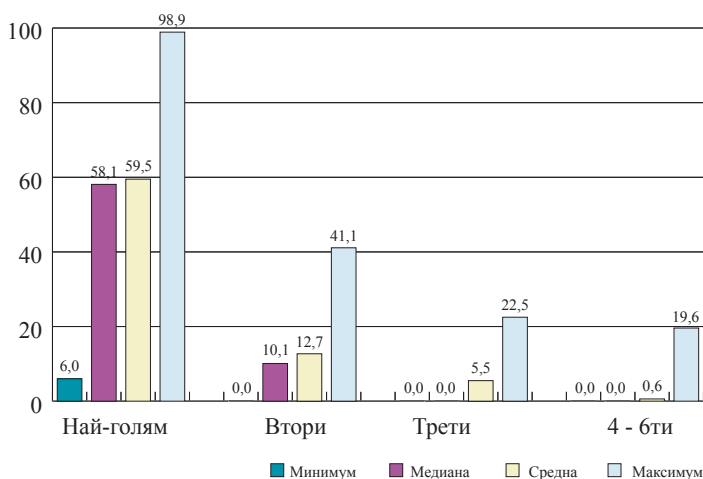
Източник: Изследване на база данни от БФБ-София 2001 г.

В изследваните предприятия са намерени 244 отделни пакета от акции, наричани директни холдинги съгласно международната практика. Техният брой варира от 1 до 6 за една фирма, което прави средно два – три холдинга на фирма. И двете цифри са доста ниски и представляват първото свидетелство за висока концентрация на собствеността; видно е, че повече от 50% от фирмите имат само два различни акционера и 95% – не повече от четири.

Фигура 1 допълва картината. В повече от половината компании търгувани на борсата най-големите холдинги са достатъчни да осигурят практически пълен контрол над съответните компании. Със среден размер от почти 60%, при ниска активност на миноритарните акционери (12.7% и 5.5% средни размери съответно на 2-ия и 3-ия холдинг) може да се приеме, че най-големите акционери не само са неограничено свободни в действията си по стратегически контрол над фирмата, но и в общия случай те не се нуждаят от формиране на никакви гласуващи коалиции. Акумулираният среден размер от всички

големи холдинги²⁰ в структурата на най-големите български публични дружества е почти 80%, което значи, че малките имат средно под 20% в общия капитал. Т.е. още през 2002 г., мястото и ролята на всички онези стотици хиляди индивидуални, дребни, акционери на които се дължи не само средната класа, но и капиталовият пазар в развитите икономики у нас не достигал и незначителните 20%.

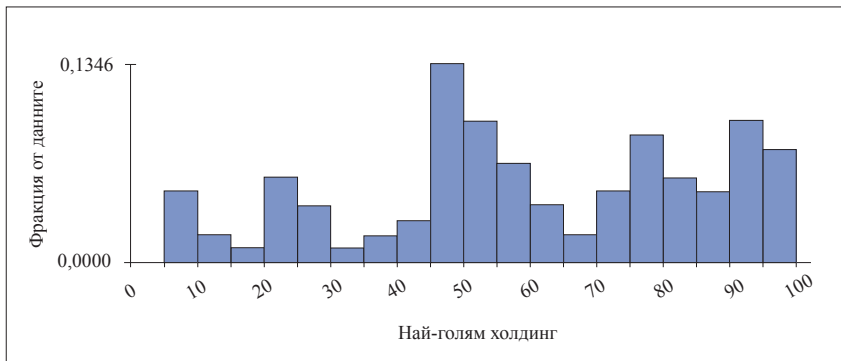
ФИГУРА 1. СРЕДНИ РАЗМЕРИ НА ДИРЕКТНИТЕ ХОЛДИНГИ (% ОТ ЦЕЛИЯ КАПИТАЛ)



Източник: Изследване на база данни от БФБ-София 2001 г.

Хистограмата на най-големите пакети затвърждава анализа на структурата на собствеността. Лесно се открива преобладаването на пакети с размер над 50%. Ситуацията е чудесна илюстрация за ограничената полезност от задължителните търгови предложения, когато праговете и процедурите за тяхното прилагане не са добре обмислени.

²⁰ Холдинги с размер над 5% се класифицират като големи съгласно съответната директива на ЕС.

ФИГУРА 2. ХИСТОГРАМА НА НАЙ-ГОЛЕМИТЕ ХОЛДИНГИ

Източник: Изследване на база данни от БФБ-София 2001 г.

ТАБЛИЦА 2. СТРУКТУРА НА СОБСТВЕНОСТТА НА ПУБЛИЧНИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ ПО СОБСТВЕНИЦИ

Акумулирани директни холдинги държани от:	Холдинг (%)	Станд. откл.
Всички инвеститори	79,6	23,5
Местни индустриални фирми	4,6	26,0
Местни холдингови компании	23,4	33,6
Местни банки	0,7	2,7
РМД	8,4	22,1
Правителство	9,6	18,9
Индивид/Семейство	1,6	10,3
Чужд портфейлен инвеститор	6,9	15,2
Чужд стратегически инвеститор	14,4	30,5
Всички български	58,3	36,0
Всички чужди	21,3	1,4

Източник: Изследване на база данни от БФБ-София 2001 г.

Таблица 2 пък отчита и кои са доминиращите собственици на пакетите от акции в анализирания извадка. Ясно си личи определящата

роля на холдинговите компании, които наследяват бившите приватизационни фондове. Обнадеждаваща е цифрата на стратегическите чужди инвеститори, макар разграничаването им от портфейлните понякога да е извънредно трудно.

Персентилната диаграма на най-големите директни холдинги визуализира кумулативните разпределения на най-големите акционерни холдинги (във възходящ ред) в 104-те български публични компании от извадката. Тя дава информация каква част от компаниите в нея са с най-големи холдинги под дадена стойност отчетена на вертикалната ос. Ако кривата е близо до 45°-овата линия тогава плътността на фирмите е почти еднаква във всички размерни рангове на най-големите холдинги. Дистрибуция над 45°-овата линия отразява доминиране на компании с по-едри холдинги, а дистрибуция под – показва по-разпръснатата собственост.

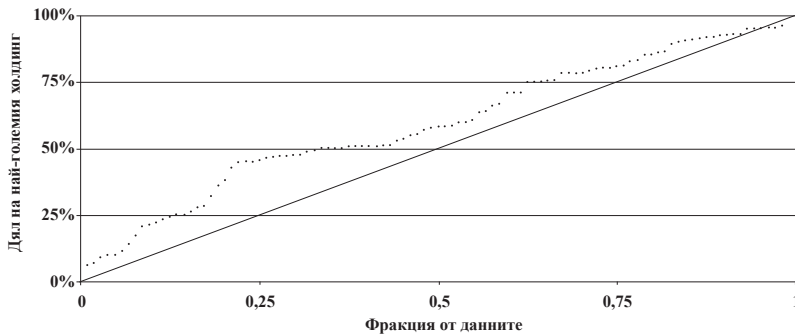
Данните потвърждават предходното наблюдение за силна концентрация на собственост; едва $\frac{1}{3}$ от фирмите имат най-голям пакет от по-малко от 50%. Диаграмата показва също, че единственият сектор с по-изразена плътност е между 40-45 и 50%. По ирония, диаграмата е добро свидетелство за влиянието, което регулирането оказва върху модела за контрол, само че чрез своята слабост и двойственост.

2.3.2. *Корпоративната собственост – 2002 г.*

Едно последващо изследване на корпоративната собственост при публичните дружества в България (Таблица 3) отчита, че над 1/3 от публичните дружества към момента имат пряк собственик с над 50% акции с право на глас в тях. Преки собственици с над 30% имат 71.21% или 235 от изследваните 330 дружества.

Ако се изготви структура на корпоративната собственост отчитаща свързаните лица при публичните дружества, ще се окаже, че мнозинството (може би над 70%) от тях имат мажоритарен собственик чрез свързани лица²¹.

²¹ За съжаление, изготвянето на точна справка за собствеността чрез свързани лица към момента е почти невъзможно. Нормативната уредба изисква разкриването на притежаваните пакети над 5%, пряко или чрез свързани лица, но няма изрично изискване за разкриване на всички свързани лица от задължения акционер. Може би поради тази причина, все още подобна информация не може да се намери в обработваем вид.

ФИГУРА 3. ПЕРСЕНТИЛНА ДИАГРАМА НА НАЙ-ГОЛЕМИТЕ ДИРЕКТНИ ХОЛДИНГИ

Източник: Изследване на база данни от БФБ-София 2001 г.

Изводът се налага от наблюденията в практиката на собствениците на повече от 30% от публичните дружества, които предпочитат чрез свои офшорни фирми или други свързани лица да контролират дружествата. В някои случаи се заделят и няколко процента, които се притежават от подставени лица – формално несвързани, като по този начин се заобикаля изискването на ЗППЦК за отправяне на търгово предложение за изкупуване на акциите на останалите акционери²².

ТАБЛИЦА 3. СТРУКТУРА НА КОРПОРАТИВНАТА СОБСТВЕНОСТ ПРИ ПУБЛИЧНИТЕ ДРУЖЕСТВА

Условие за собственост	Бр. дружества	Тегло в %
Имат пряк акционер с повече от 5%	321	97.27%
Имат пряк акционер с повече от 10%	295	89.39%
Имат пряк акционер с повече от 20%	235	71.21%
Имат пряк акционер с повече от 30%	178	53.94%
Имат пряк акционер с повече от 40%	132	40.00%
Имат пряк акционер с повече от 50%	108	32.73%
Имат пряк акционер с повече от 60%	79	23.94%
Имат пряк акционер с повече от 70%	64	19.39%
Имат пряк акционер с повече от 80%	34	10.30%
Имат пряк акционер с повече от 90%	15	4.55%
Всички изследвани дружества	330	100.00%

Източник: Изследване на база данни от Централения депозитар към края на октомври 2002 г.

²² Минималният праг, при който отправянето на търгово предложение става задължително е 50% (чл. 149, ал. 1 ЗППЦК).

Приключването на първата вълна на масова приватизация (1997 г.) създава около 1000 публични дружества в България. Същевременно мажоритарният пакет от тези дружества се прехвърля на стратегически инвеститори чрез касова приватизация. Вследствие, повечето от тези дружества са от една страна със силно разпръсната структура на собствеността, а от друга – с един или двама големи собственици. Анализът на след-приватизационното поведение на бившите приватизационни фондове (настоящи холдинги) показва, че основната им стратегия през изминалите 6 години е била придобиване на колкото се може по-голям контрол в целеви дружества и освобождаването от пакети с миноритарно участие от нецелеви дружества. Заключениеето от казаното до тук е, че структурата на корпоративната собственост в България все повече се приближава към концентрираната такава или към системата на вътрешните лица (инсайдрска система)²³.

Това може да се приеме за нормално, тъй като подобна структура е характерна в страните с континентална правна система, каквато система е налице и в България. Практиката до момента показва, че всички недостатъци на системата на вътрешните лица са на лице в България, което обяснява и “плиткия” пазар на акциите на публичните дружества в страната, т.е. липсата на инвеститорски интерес към много от тях, водеща до липса на ликвидност на техните акции. Липсата на инвеститорски интерес се обуславя от недоверието в мениджмънта на дружествата, поради опасения от силната му зависимост от интересите на мажоритарния собственик.

Интересен е фактът, че Търговският закон (ТЗ) в България предвижда възможност за развитие както на инсайдрски системи, така и на системи с разпръсната корпоративна собственост. Според ТЗ, акционерните дружества могат да бъдат както с едно-степенна система на управление (характерна за системи с разпръсната корпоративна

²³ Дихотомията инсайдр-аутсайдр (insider-outsider) се основава на позицията (и съответно информацията с която разполагат) на тези, които вземат върховните решения в корпорацията. В немската практика се приема, че решенията се вземат от банките, които като кредитори на компаниите, разполагат с инсайдр информация, в противоположност на англо-саксонската, при която се счита, че акционерите не разполагат с такава информация в общия случай. Очевидно е, че това деление не е задължително да има връзка нито с концентрацията на собственост, нито с формата на управление (едно- или двустепенна). Немската, т.е. инсайдрската система за корпоративен контрол, също допуска диверсифицирана собственост при публичните компании, разликата е, че средните размери на холдингите е по-голям, отколкото при алтернативната англо-саксонска или аутсайдрска система за корпоративно управление (Бел ред.)

собственост), така и на двустепенна система на управление (характерна за системи с концентрирана корпоративна собственост)²⁴. Изборът на система на управление обаче не е обвързан със системите на корпоративна собственост, а е оставен на абсолютно доброволния избор на акционерите.

Последните изменения в ЗППЦК въвеждат доста изисквания и ограничения пред управителните органи на публичните дружества, включително изискванията за външни и независими директори, както и наличието на директор за връзки с инвеститорите. Допълнително ЗППЦК изисква ежегодното разработване на програми за корпоративно управление по международните стандарти, както и отчитането на тяхното спазване пред акционерите и пред Комисията по финансов надзор. Изискванията за своевременно разкриване на важна корпоративна информация стават все по-взискателни. От друга страна, като че ли не се обръща особено внимание на структурата на корпоративната собственост в българските акционерни дружества. Хибридната нормативна уредба, позволяваща едновременното съществуване както на едната, така и на другата системи на корпоративна собственост, не отчита и не разделя добрите практики на корпоративно управление (най-вече тези свързани с корпоративния мениджмънт) в зависимост от наличната структура на собственост в едно дружество. Дори се наблюдава все по-засиленото налагане на практики, характерни за системи с разпръсната корпоративна собственост, докато в България все повече се налага инсайдрската система – дори и в мнозинството от публичните дружества. Например:

- ◆ не се стимулира участието на банките в капитала на публичните дружества;
- ◆ не се стимулира, характерната за “Германската система” социална икономика – работниците и служителите, основните доставчици и клиенти, както и всички основни страни, потенциално засегнати от корпоративните решения да имат право да участват при вземането на тези решения;
- ◆ наличието на двустепенна система на управление при концентрирана корпоративна собственост не е задължително;
- ◆ няма практика управителните съвети да са съставени изцяло от изпълнителни директори;

²⁴(Вж. заб.23; бел. ред.)

- ◆ няма законови изисквания към структурата на членството в управителните и надзорни органи, както и задължителното присъствие на служители в тях при големи компании, нито е предвидено правото на вето на всяка група от структурата на членство върху избор на представител на друга група.

2.4. Възможни последици

Основният проблем на високата концентрация на собствеността е, че тя предполага форми на корпоративно управление, характерни за така наречената фамилна собственост от началото на миналия век – силна, авторитарна позиция на мажоритарния собственик, сливане на оперативното със стратегическото управление, ограничена възможност за външно финансиране и др.

Сами по себе си тези черти не биха били пречка, ако не става въпрос за големи публични компании, при които наличието на определен брой миноритарни акционери и множество дребни и индивидуални акционери се предполага по дефиниция. В тази ситуация се създават обективни предпоставки за конфликти на интереси между отделните групи акционери и доколкото силата е на страната на мажоритарните – за злоупотреба и накърняване на интересите на останалите акционери. Това се проектира, както е добре известно, върху картината на фондовия пазар и ниския инвеститорски интерес, както у местните, така и у чуждите инвеститори.

Последните проблеми са добре известни, онова което трудно се осъзнава е ролята за тази ситуация на порочната приватизационна икономическа политика и до голяма степен обективния характер на тези противоречия, произтичащи от концентрираната собственост. И най-важното, необходимостта от усилия за диверсификация на собствеността, които в нашия случай ще бъдат особено трудни за реализиране.

III

Разкриване на информация и прозрачност

3.1. Защо трябва да се разкрива информация от страна на публичните дружества и емитентите на ценни книжа?

Предпоставка за функционирането на справедлив и ефективен капиталов пазар е гарантирането на прозрачност и равен достъп на участниците в него. В този смисъл от особено значение е спазването на един от основните принципи за публично предоставяне на достатъчен обем от информация от емитентите на ценни книжа и за свободен достъп до тази информация. *Разкриване на информация следва да се разбира като своевременно информирание на публиката от страна на емитента за всяко ново обстоятелство, настъпило в дейността му, което не е било публично известно и което дава отражение върху*

неговото имуществено и финансово състояние или върху цялостната дейност на дружествата, като по този начин може да повлияе върху цената на техните ценни книжа.

Капиталовият пазар е мястото, където се уравновесяват търсенето и предлагането на финансов ресурс. Разкриването на информация и прозрачността на дружествата са съществен фактор за намаляване на цената на техния капитал. Действията на инвеститорите се определят от търсенето на баланс между риск и възвръщаемост на инвестицията. За да може всеки един инвеститор да вземе обосновано решение, той трябва да разполага с достатъчна по обем, достоверна и актуална информация относно финансовото и правното състояние на емитента. Разкриването на информация от публичните дружества е предпоставка за формирането на динамична конкуренция и опитът от 90-те години на финансово развитите държави сочи, че е ключов фактор за ръст в производителността на труда, както и за регулярен приток на финансиране за бизнеса.

У нас основна характеристика на всяко публично дружество е наличието на голям брой акционери. Те са преобладаващо дребни акционери (с малък брой акции) и/или портфейлни инвеститори, чиято цел при придобиване на акции е реализиране на доход от инвестицията, а не участие в управлението на публичното дружество. Без редовна, навременна, достоверна и сравнима информация те не са в състояние да вземат обосновано решение за стойността на предприятието и това неминуемо рефлектира върху пазарната цена.

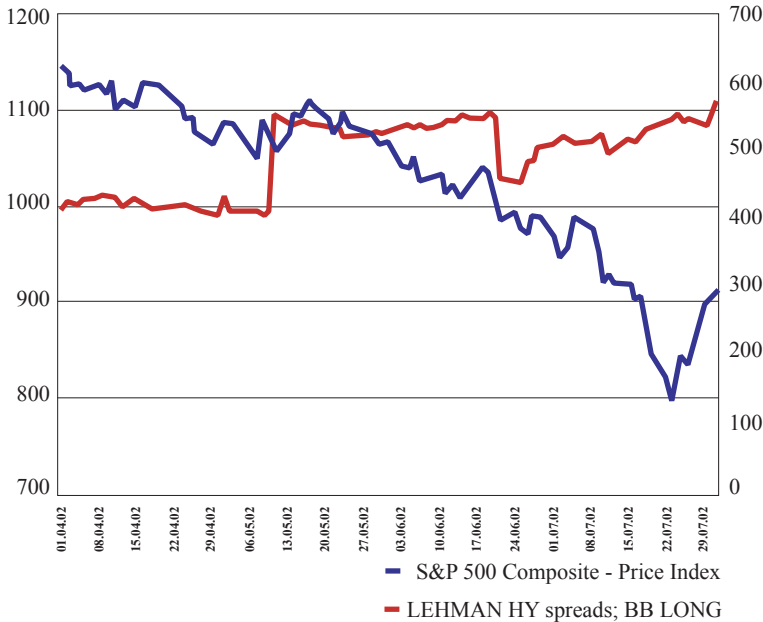
В голяма степен пазарната цена на дадени ценни книжа изразява очакванията на инвеститорите и тяхната представа за потенциала на съответното публично дружество. Предоставянето на информация на инвестиционната общност спомага за вземането на мотивирани решения от страна на инвеститорите. Това ги стимулира да инвестират в едни или други ценни книжа. По този начин разкриването на информация води до спечелване на доверието на инвеститорите и подобряване имиджа на компанията. За съжаление у нас все още са единици дружествата, които прилагат активна политика за разкриване на информация, целяща привличане на инвеститорския интерес. Повечето дружества с усилие прилагат минималните изисквания, определени със закон, което е част от общата характеристика на все още слабо развития ни пазар.

Разкриването на информация е необходимо условие за осигуряване на прозрачност на пазара, на равен достъп за всички участници и средство за предотвратяване на пазарните манипулации и търговията с ценни книжа на база вътрешна информация. Ако трябва образно да бъде описано горното твърдение, разкриването на информация може да бъде сравнено с даването на стартов сигнал при конните надбягвания – всички участници са поставени при равни условия, всеки знае точните правила и цел и в един и същи момент получава стартов сигнал, т.е. в този случай – информация от публичното дружество.

3.2. Как влияе върху пазара качеството и обема на разкривната информация?

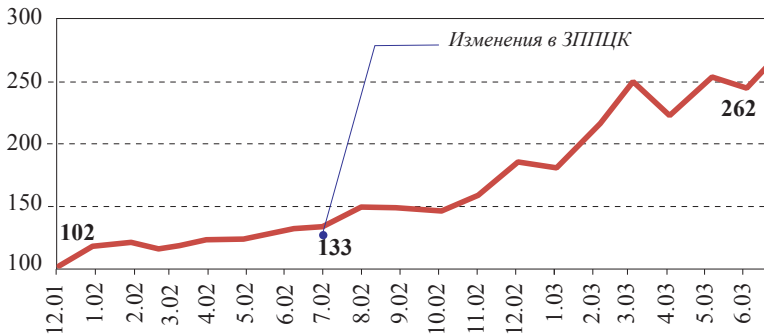
Разкриването на информация от публичните дружества е безспорен фактор за обема на инвестициите на даден пазар и за цената на ресурса на предприятията. До неотдавна проблемите на корпоративното управление и в частност разкриването на информация се фокусираха предимно върху развиващите се пазари и върху степента на детайлност в оповестяването като основни бариери за привличането на портфейлни инвестиции. Поредицата от почти ежедневни корпоративни скандали през последните две години в развитите икономики, предимно в САЩ, свързани със счетоводни измами, подвеждащи одиторски доклади и тежък конфликт на интереси при инвестиционните анализи – доведоха до практическо преосмисляне на проблематиката, но също така и до повишение на рисковите премии върху корпоративен дълг и акции (като например от английската централна банка). Резултатът от кризата за благонадежно разкриване на информация в крайна сметка се изрази в загуба на стойност и за инвеститорите (вследствие на рязък спад в цените на акциите), и за самите дружества (вследствие на повишените рискови премии върху дълговете им книжа).

ФИГУРА 4. S&P 500 COMPOSITE PRICE INDEX (ЛЯВА СКАЛА) И HIGH YIELD CO SPREADS (ДЯСНА СКАЛА), АПРИЛ-ЮЛИ 2002 Г., НА ДНЕВНА БАЗА.



Източник: Lehman Brothers S&P 500 Index

Българският опит показва ясно за позитивното възприемане от пазара на завишени критерии за разкриване на информация от публичните дружества (Вж. Фигура 5). У нас проблемите с разкриването на информация са в центъра на публичния интерес от самото възникване на регулаторна рамка за капиталовия пазар и често са изтъквани от пазарните участници като съществена пречка за ликвидната търговия и привличането на инвеститорския интерес. Голяма част от измененията в Закона за публичното предлагане на ценни книжа през 2002 г. адресира именно тези проблеми като скъси отчетните срокове на дружествата, внесе подобрения в инфраструктурата за комуникация на информация и постави по-завишени изисквания по отношение качеството на оповестяваната информация.

ФИГУРА 5. СТОЙНОСТИ НА SOFIX ЗА ПЕРИОДА 2001/12/01 – 2003/06/20

Източник: БФБ – София

В комбинация с други промени, регулиращи корпоративното управление и контрол, както и въвеждането на международните счетоводни стандарти, последните законови мерки бяха един от стимулите за удвояване на обема на търговия и растеж в пазарната капитализация.

Ефективността на процеса за разкриване на информация има тясна връзка с цената за нейното получаване от страна на инвеститорите: по-строгият режим за разкриване на информация намалява цената за нейното събиране и анализиране на фундаменталната стойност на дружеството. До въвеждането на международните счетоводни стандарти у нас получаването на достоверна и разбираема финансова информация беше съществен фактор за формирането на цената на информацията за чуждестранните инвеститори.

Липсата на своевременно оповестяване на събития с материален ефект за резултатите на дружеството, дългите отчетни периоди и трудната достъпност на оповестените финансови отчети до неотдавна бяха сред основните бариери за вземане на обосновано решение и съответно сериозно препятствие за навлизане на пазара от непрофесионалния и чуждестранния инвеститор. Възможността за вземане на информирано решение подобрява перспективите за печалба и това на свой ред привлича и други информирани инвеститори. В резултат на този процес делът на информираните инвеститори в търговията се увеличава за сметка на неинформираните и води до намаляването на флукуациите в цената на акциите на дружеството. Със стабили-

зирането на цената отново избледнява конкурентното предимство на информираност, но новото равновесие е с по-малко ценови флукутации. За възникващите капиталови пазари цената на информацията за инвеститорите има ключова роля за обема на местните и чуждестранните инвестиции и законодателните решения за разкриване на информация имат фундаментално влияние за развиването на пазара.

3.3. Необходими ли са регулаторни изисквания за разкриване на информация?

До тук всичко сочи, че своевременното и пълното разкриване на информация е в интерес на публичното дружество, на миноритарните акционери и дори на мажоритарните му акционери. Естествено възниква въпросът какво тогава налага необходимостта от детайлна регулаторна рамка за разкриването на информация и защо фирмите не оповестяват доброволно финансовите си отчети или други корпоративни сведения.

На практика доброволното оповестяване на информация е рядко явление. В този контекст налагането на законови изисквания се тълкува предимно в защита на интересите на миноритарните инвеститори и проблемът е валиден за всички развиващи се пазари от Югоизточна Европа. Историята на приватизационния процес у нас генерира множество на брой публични дружества с многобройни дребни инвеститори, но и с мажоритарен собственик, който не получава преки ползи от публичността на предприятието и има слаб стимул да поддържа интереса на пазара. Дори напротив – липсата на внимание и слабата търговия с акциите на дружеството дава относителна възможност за занижаване на цената на акциите и сравнително по-изгодни условия за отправяне на търгово предложение от страна на мажоритарния собственик. Но дори и за развитите капиталови пазари прилагането на регулаторна рамка за разкриване на информация е от първостепенна важност и обема и дълбочината на оповестяването е един от най-обстойно дискутираните проблеми в областта на корпоративното управление. Една от причините е, че доброволното разкриване на информация е скъпо за дружествата и техните акционери. На първо място, *изготвянето и разпространяването на информацията е свързано с преки разходи* като например одитирането на резултатите от регис-

трирани одитори. На второ място, разкриването на информация естествено достига и до конкурентите и стратегическите партньори на дружеството и по този начин то може да загуби конкурентни предимства или позиции в преговори в различен контекст. Поради тези причини е наложително да действат минимални регулаторни изисквания по отношение на всички публични дружества, с което да се гарантира симетрия в обема и дълбочината на разкриваната информация.

Допълващ аргумент за налагането на законова оптимизация е проблемът на “самотния ездач”²⁵. Проблемът на “самотния ездач” описва случаите, когато на основата на доброволно оповестената подробна информация от едно дружество, инвеститорите се опитват да оценят други предприятия, особено при висока степен на корелация между остойностяването на фирмите. Резултатът често е социално неефективен и прилагането на регулаторни изисквания за разкриване на информация има положителен ефект върху общото благосъстояние.

Определянето на минималните равнища за разкриване на информация няма универсално решение и въпреки процесите на глобализация на капиталовите пазари и опитите за хармонизация на законодателството, изискванията и регулаторният подход са различни в различните държави. Изискванията по отчетността и различията в прилаганите счетоводни стандарти са често срещани и вредят на малките пазари. В България законодателството днес налага едни от най-високите изисквания измежду държавите от Централна и Източна Европа по отношение защитата на миноритарните акционери и в частност разкриване на информация.

За да се постигнат целите на Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) за създаване на условия за развитие на справедлив, открит и ефективен пазар на ценни книжа и за поддържане на стабилността и общественото доверие в него, законодателят е въвел определени правила за разкриване на публична информация от публичните дружества и други емитенти на ценни книжа. Следва да се има предвид, че разкриването на такава информация е предназначено за инвестиционната общност.

Поради специалния статут на публичното дружество има и други разпоредби, касаещи разкриването на определена информация

²⁵ “Free rider” е концепция, разкриваща стремежа на агентите да се възползват от услуги (информация), заплатени от други агенти.

от управителните органи пред общото събрание на акционерите (ОСА), напр. чл. 114а, където с наредба следва да се определят обстоятелствата, които подлежат на разкриване от управителните органи пред ОСА във връзка с разпоредителни сделки с имущество на дружеството, разрешавани от ОСА.

Затова предварително трябва да се направи уговорката, че предмет на настоящото изложение е разкриването на информация от публичните дружества, предназначена за инвестиционната общност – настоящи акционери и бъдещи инвеститори. В тази връзка следва да се отбележи, че публичната информация не е предназначена за Комисията за финансов надзор (КФН) – комисията е само органът, който събира, съхранява и оповестява тази информация. Разбира се, нормативното уреждане на задължението за публично оповестяване на определена информация е предпоставка за реализиране на контролните правомощия на комисията с цел предотвратяване или преустановяване на закононарушения.

3.4. Правно основание и начини за разкриване и оповестяване на публична информация

Задължението за разкриване на информация от дружествата възниква от придобиването на публичен статут, т.е. от момента на вписването им в регистъра на публичните дружества и други емитенти на ценни книжа, воден от КФН. Това задължение отпада съответно с отписването на дружеството от регистъра на КФН.

Законът предвижда със специална наредба да бъдат определени обстоятелствата, подлежащи на разкриване от дружества, които се намират са в производство по ликвидация или несъстоятелност. Нормативните документи, регламентиращи задължението на публичните дружества за разкриване на информация, са: глава 6, раздел 4 от ЗППЦК; Наредбата за проспектите при публично предлагане на ценни книжа и за разкриване на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа (Наредба за проспектите); Наредбата за воденето и съхраняването на регистрите от Държавната комисия по ценни книжа и за подлежащите на вписване обстоятелства (Наредба за регистрите). Последната наредба регламентира обстоятелствата, подлежащи на вписване в регистъра, воден от Комисията и начина на публичното оповестяване и разпространяване на тази информация.

Съгласно българското законодателство публичните дружества и емитентите на ценни книжа са задължени да разкриват информация чрез:

- ◆ *уведомяване на Комисията за финансов надзор (КФН);*
- ◆ *уведомяване на регулирания пазар (Българска фондова борса – БФБ);*
- ◆ *уведомяване на Централен депозитар (ЦД),*

(на тези институции се изпраща покана за свикване на ОСА, протоколи от проведени ОСА, годишни и тримесечни отчети, текущи уведомления и пр.)

- ◆ *директни публикации в пресата.*

Съгласно изискванията на закона и под-законовите актове по прилагането му КФН дава публичност на получената информация, а регулираният пазар я разпространява по достъпен за инвеститорите начин.

КФН дава публичност на получената информация чрез регистрите, които води и издавания от нея информационен бюлетин. Регистърът на КФН е публичен и цели оповестяване на основните обстоятелства, свързани с правния статут на дружеството, неговото финансово състояние и оперативна дейност. Регистрите на КФН са предназначени да служат като средство за разкриване и разпространяване на проверена и контролирана информация относно факти и обстоятелства, касаещи дружествата, тяхната правно-организационна форма, състав на управителни и надзорни органи и други събития от значение за инвеститорите и акционерите на дружествата, тъй като вписването в регистрите става въз основа на заявление от емитента и на базата на официални документи – съдебни решения и т.н. Регистрите са организирани под формата на електронна база данни и картотека. Достъпът за преглеждането им се осигурява чрез автоматизирана информационна система на място в сградата на КФН, както и чрез нейната Интернет страница.

В бюлетина се публикува съобщението за представления в КФН годишен или тримесечен отчет, както за мястото, времето и начина за запознаването с него.

Аналогично, БФБ разпространява получената информация чрез борсовия бюлетин и Интернет страницата си. Оповестяването на информация, касаеща емитента или издадените от него ценни книжа, оказва влияние при формирането на инвестиционни решения в кратък интервал от време непосредствено на мястото, където се сключват

сделките, а именно на борсата. Отчитайки този важен факт, в чл. 99, ал. 2 и ал. 3 на ЗППЦК точно е определено времето на огласяване и на разпространение на публичната информация. Регулираният пазар разпространява по достъпен за инвеститорите начин ежедневен бюлетин с пазарната информация най-късно един час преди началото на търговията с ценни книжа или незабавно в извънредни издания на бюлетина до приключване на търговията с ценни книжа за деня.

Следва да се отбележи, че КФН и БФБ публикуват получената информация в своите Интернет страници, а БФБ я предоставя и на разпространителски агенции – напр. Reuters, Bloomberg. Предимство на този начин на разкриване и оповестяване на информация е едновременното ѝ уведомяване от различни независими институции и пресата, което гарантира достигането ѝ до широк кръг инвеститори и възможност за лесен и удобен начин за получаване от алтернативни източници. Освен това разпространението по Интернет на практика означава, че информацията за българските дружества може да бъде получена навсякъде по света.

Емитентът публикува съобщение в един централен ежедневник за представянето на годишния и тримесечния отчет, както за мястото, времето и начина за запознаването с него. Съгласно чл. 99 от ЗППЦК ако ценните книжа на емитента се търгуват на регулиран пазар (а публичните дружества се търгуват единствено и само на регулиран пазар), тогава емитентът уведомява и представя информацията не само пред КФН, но и пред фондовата борса (като съдържание и срокове информацията се дублира). С измененията и допълненията на ЗППЦК от юни 2002 г. тази информация не може да бъде публично огласявана от дружеството, както и от КФН чрез водения от нея регистър, преди публикуване ѝ в бюлетина на регулирания пазар на ценни книжа (борсовия бюлетин). Съгласно чл. 158, ал. 2 от ЗППЦК информацията по глава шеста, раздел четвърти “Разкриване на информация”, е вътрешна информация до публичното ѝ оповестяване от регулирания пазар. Т.е. логиката е разкриването на информация да става най-напред на пазара на ценни книжа, там където в кратък интервал от време следва да се прецени значението на оповестеното събитие върху цената на акциите и да се вземе инвестиционно решение.

Необходимо е да се направи едно уточнение: субектите на задължението и обхвата на разкриваната информация са различни в зави-

симост от качествата на ценните книжа и пазарите, на които те се търгуват (официален и неофициален). Така например при първично публично предлагане се изисква потвърден от комисията проспект, а при вторично публично предлагане изискванията са по-леки. Информацията, разкривана от емитенти на акции, на облигации (корпоративни или общински), на други ценни книжа по смисъла на ЗППЦК е различна, но целта при всички е една – да се осигури достатъчна по обем и качество, достоверна и актуална информация, за да се прецени целесъобразността на инвестицията. В настоящото изложение е засегнат само обемът информацията, разкривана от публичните дружества, без да се конкретизира на кой пазар същите се търгуват.

3.5. Практика и примери

Практиката показва, че с изключение на обстоятелствата, подлежащи на вписване в търговския регистър, друга такава информация не се разкрива от дружествата. На развитите капиталови пазари дружествата използват тази възможност с цел създаване на имидж и осъществяване на рекламна дейност. В страните от Европейския съюз са въведени дори изисквания относно обема и съдържанието на информацията *ad hoc*, в смисъл намаляване на обема и ограничаване на рекламните послания.

Друг пропуск е, че КФН бива уведомявана, но не и БФБ, поради което обстоятелството не се вписва в регистъра на Комисията и не се оповестява (предвид законовото изискване първо пазарът да оповести публичната информация и едва след това КФН). Това възпрепятства постигането на основната цел на разкриването на информация, а именно – информираност на инвестиционната общност. В този случай КФН налага санкции на основание чл. 99, ал. 1 от ЗППЦК. Има дори случаи, когато БФБ се уведомява, но КФН не е уведомена. За 2002 г. по чл. 98, ал. 1, т. 5 от ЗППЦК (т.е. изменения в търговската дейност, които засягат или могат да засегнат пряко или непряко цената на издадените ценни книжа) в Комисията са внесени само шест уведомления – основно по точно изброените обстоятелства, но не и по преценка на емитента.

Типичен пример за информация *ad hoc*, взет от българската практика – задължение за уведомяване тече при учредяване на залог на

предприятие, но при залог на акции такава задължение няма. На практика са заложени акции, представляващи 80 % от капитала на дружеството – напълно логично е уведомлението да бъде направено съгласно “преценка на емитента”, но не се прави.

Някои разпоредби на ЗППЦК, на които следва да се обърне внимание и които въвеждат нови задължения за публичните дружества (но не и емитентите), са покана и материали от проведено ОСА съгласно чл. 115 и чл. 117. Чл. 120 от ЗППЦК определя, че разкриването и оповестяването на информацията по чл. 115, ал. 3 и чл. 117 става по реда и начина определени в раздел 4 на глава 6. Чл. 115, ал. 3 касае поканата за свикване на ОСА и материалите за общото събрание на публичното дружество. Те се изпращат в комисията, борсата и централния депозитар, като комисията и борсата от своя страна дават публичност на материалите по описания вече начин и при спазване на основните положения за разкриване на информация. По този начин се дава възможност както на акционерите, така и на други заинтересовани лица своевременно да се запознаят с въпросите, които ще бъдат разглеждани от ОСА на дружеството. Гарантира се, че заинтересованите лица получават лесен достъп до посочените материали без да се налага правенето на излишни разходи, както от страна на акционера (в случай, че желае да се запознае и трябва да отиде на място в седалището на дружеството), така и от публичното дружество (ако бъде поискано изпращането на материалите до всички акционери), предвид големия брой акционери и тяхната разпръснатост в страната. Срокът за изпълнение на задължението не е точно регламентиран, но се касае за публикуване на покана в ДВ, т.е. следва да се извърши 30 дни преди провеждане на ОСА съгласно изискването на Търговския закон.

Чл. 117 касае задължението на дружеството да изпрати на комисията и на регулирания пазар, на който се търгуват ценните книжа, протокола от заседанието на ОСА в срок от три работни дни от провеждането на събранието. Публичност се дава само на обстоятелството относно представянето на протокола и право да се запознаят със съдържанието на протокола имат само акционерите на дружеството.

3.6. Изводи

Разкриването на информация от публичните дружества не е само “бреме”:

- ◆ Провеждането на последователна политика по разкриването на информация има положителен ефект както върху капиталовия пазар като цяло, така и върху самите публични дружества. Чрез разкриването на информация се стимулира интересът на инвеститорите;
- ◆ Съдбата на публичното дружество е всички новини да бъдат публични (вкл. и не толкова добрите). Наистина, оповестяването им би могло да доведе до спад в инвеститорския интерес и до понижаване на котировките, но при определени обстоятелства това би означавало откритост в отношенията мениджмънт – инвеститор и води до спечелване на доверие към съответния емитент и към капиталовия пазар като цяло;
- ◆ Да не се забравят изброените вече възможности за изграждане на добър имидж и реклама на компанията, което води до повишаване цената на ценните книжа и на дадената компания;
- ◆ Фактът, че акциите на публичните дружества се търгуват на регулиран пазар по същество представлява възможност те да получат публичен рейтинг за дейността си, финансовото си състояние и подкрепата на инвеститорите в техните ценни книжа;
- ◆ При разкриването на информация от публичните дружества следва да се подходи с необходимата сериозност и отговорност, тъй като твърде често попадаме от позицията на разкриващи информация в позицията на потребители на тази информация.

IV

Отговорности на корпоративните бордове за прилагане на добрите практики в кор- поративното управление

Анализът на модерните структури на корпоративно управление прилагани в една или друга страна включва като свой задължителен момент анализа на структурата и функционалността на нейните корпоративни бордове. Бордовете сега преживяват повече или по-малко радикална промяна на техните традиционни дейности и структура, придобивайки нови черти и диверсифицирайки старите, за да отговорят на нарасналите изисквания пред тях от страна на бизнес общностите и по-широките социални групи. Този натиск се засилва постепенно, но непрекъснато и в най-развитите пазарни икономики, особено в светлината на вълната от мениджърски злоупотреби и порочни финансови и счетоводни практики. Още по-остър е този проблем за страните с преходни икономики поради все още широко-разпространените практики на незачитане и злоупотреба с правата на миноритарните акционери, слабите фондови пазари, липсата на традиции и пр.

Предложеният тук обзор на състоянието и политиката на корпоративните бордове е направен чрез анализ на правната рамка и при-

ложно изследване на 81 акционерни дружества, както с едностепенна, така и с двустепенна структура на контрол²⁶.

4.1. Правна рамка

Въпреки че през последните 12 години българските компании действат в правна рамка, която непрекъснато се променя, като се изключи последната редакция на ЗППЦК, може категорично да се каже, че тези промени игнорират гледната точка на корпоративното управление. В резултат на това могат да се открият три доста различни режима за регулиране на бордовете в зависимост от характера на дружествата.

4.1.1. *Общ режим*

Общият случай включва всички бордове, които не са допълнително регулирани по силата на друг закон; на практика това са т.нар. частни акционерни дружества – тези, на които поне една от характеристиките им не отговаря на изискванията за публичност по ЗППЦК. На това ниво законът (в случая става дума за Търговския закон) е пределно лаконичен. Може би единственият важен момент е допускането да съществуват и двата модела познати в световната практика – едностепенен (само с Директорски борд) и двустепенен (с Надзорен и Управителен съвети). Регулирана е и максималната продължителност на мандата на един борд (5 години), без обаче никакви ограничения за това колко мандата може да вземе всеки негов член.

Няма разграничаване на функциите вътре в борда от гледна точка на отговорностите и задълженията по представяване и управление на компанията. Приликата с англо-саксонската традиция, която цели осигуряване на равни права на изпълнителни и неизпълнителни членове на борда е само външна; всъщност неразграничените на това ниво функции целят единствено осигуряване на лоялност към “фирмата”²⁷. По-нататък, липсва изискване членовете на борда да изпълняват

²⁶ Изследването показва определено предпочитание на едно-степенната структура сред публичните компании – 82% са само с Борд на директорите (БД) и само 18% посочват наличие на Надзорен съвет (НС) и Управителен съвет (УС).

²⁷ Отсъства дори опит да се въведе конкретното “в интерес на всички акционери”, вместо мъглявото “в интерес на фирмата”, което само по себе си е показателно за нивото на развитие на тази правна подрамка)

задълженията си като грижлив стопанин, а конфликтът на интереси е само докоснат, без да е изрично споменат – акционер спрямо когото има иск или съдебен процес не може да гласува в ОСА. Изискват се суми като гаранция за добро управление от членовете на бордове, но липсват критерии и правила за тяхното усвояване.

Обобщено, законът следва по-скоро немската традиция, разграничава ясно изпълнителни от неизпълнителни членове на борда и ги ограничава съответно до Управителния и Надзорния съвет. Разграничение, което се свежда само до това дали лицето има или не формално определени функции в ръководството на компанията и не се интересува от други характеристики на “свързаност” с нея като наличие на бизнес връзки и др. Така разделението всъщност не върви по линия инсайдъри-аутсайдъри, а е по-скоро по формални признаци.

4.1.2. Режим на регулиране на компаниите от финансовия сектор

Всички видове фирми от сектора – банки, застрахователни, пенсионни и инвестиционни дружества – изискват професионални качества и умения за членовете на своите бордове. Най-утежнени са те за банките и застрахователните дружества – образователен и квалификационен ценз и за двете институции плюс сертифициране от Централната банка за първите и професионален опит над 5 г. за вторите. Пенсионните дружества могат да бъдат управлявани с каквото и да е висше образование, а за инвестиционните менаджери това изискване дори не е упоменато, от което се подразбира, че тяхната квалификация може да се получи и чрез по-кратки програми за обучение.

Много ограничения са наложени на лица, намиращи се в роднински връзки с членове от различни бордове и на участвалите в бордове на фалирала компания; парадоксално те са по-леки за банките отколкото за другите видове дружества (особено строги са изискванията за членовете на бордове на застрахователните компании, които включват и забрани за участие в охранителен бизнес.) Тук си струва да се отбележи, че се появява една специфика – изискванията за надзорни съвети са по-леки по отношение на професионалния опит и квалификация.

Що се отнася до лоялността, наблюдаваме доста подробни изисквания между финансовите институции и техните клиенти, но отново липсват специфични изисквания за лоялност към всички акционери – били те мажоритарни или миноритарни – и отново липсва ясно разграничаване между интерес на фирмата и интерес на нейните акционери. Макар че част от упоменатите ограничения по същество да са ограничаване на конфликтите на интереси, изрична обобщаваща дефиниция и тук липсва.

Освен за банките – Законът за банките ясно дефинира случаите на бизнес интереси, които потенциално биха могли да въвлекат един администратор²⁸ в конфликт на интереси с неговата позиция в банката. Дефиницията е доста изчерпателна и включва не само лицата сами по себе си, но и техните семейства, фирми и бизнес интереси, в които те участват с над 10 процента дял. Разработена е процедура за оповестяване и разрешаване на такъв род конфликти, което издига това правно регулиране до нивото на най-високите познати стандарти.

Развитото регулиране на банките се дължи в най-голяма степен на един знаменателен факт – в огромната си степен в България те са извън листа на публичните предприятия, което означава, че за тях е просто неприложима детайлната правна база на публичните предприятия.

4.1.3. Регулиране на публичните компании

В момента това е най-развитото и най-близко до съвременните тенденции регулиране на корпоративните бордове. То включва изчерпателна дефиниция на независимите членове на борда и установява норма за броя им – поне 1/3 от всички членове на Директорския борд, респективно Надзорния съвет. Дефиницията изключва от числото на независимите не само онези, които работят в компанията, но и тези с акционерно участие над 25 процента в нея; тези които имат трайно бизнес партньорство с нея или са членове на бордове и служители на други фирми, които държат големи пакети или са в бизнес отношения с нея. Дефиницията е динамична и предполага суспендиране на правата и задълженията на лицето, което е загубило характеристиките си

²⁸ Понятието е много широко и включва всякакъв служител на банката, не само членове на борда.

на независимо във всеки един момент от времето. Тази регулация е наистина много добра и ако тя включваше идеята за продължителността на служене в даден борд като характеристика, водеща над определен период от време до загуба на независимостта на дадения директор, би могло да се приеме, че отразява най-добрата световна практика.

За членовете на корпоративните бордове на публичните компании за пръв път у нас се въведе задължението да управляват корпорацията с грижата на добър стопанин и в интерес на всички акционери, да избягват конфликтите на интереси и да “предпочитат интереса на компанията пред собствения си интерес”. По силата на закона директорите дължат лоялност на компанията, включваща неразкриване на вътрешна информация, дори и след като вече са я напуснали.

Регулацията на бордовете на публичните компании предлага добра и подробна процедура за избягване и/или разрешаване на конфликтите на интереси, включваща режим на т.нар. съвместно предприятие за много видове сделки и дейности на публичната компания, при които има въввлечени интереси на свързани лица.

Последните промени в ЗППЦК включиха и повече детайли относно определянето и условията за получаване на възнагражденията на борда, включително и това на прокуристите. В допълнение е усъвършенствана и нормативната база за осигуряването, депозирането и ползването на гаранцията за управление и контрол на корпорацията, която директорите правят с встъпването си в длъжност.

Обобщено, правната база на българските корпоративни бордове е различна, като най-добра е тя за публичните предприятия, които за съжаление непрекъснато намаляват по брой. В много отношения тя се доближава плътно до най-добрите стандарти в световната практика, макар внимателният преглед да е в състояние да открие все още някои липсващи елементи, както е с регламентирането на различните комисии (или комитети), имащи за цел да подпомагат дейността на бордовете, чието присъствие не е все още дори и споменато в закона. На фона на тази сравнително добра правна основа е още по-интересно да се види каква е практиката. Възможност за наблюдения в тази посока се предоставя от данните на приложното изследване.

4.2. Структура на корпоративните бордове

Сред по-обобщаващите показатели за структурата на корпоративните бордове се откроява този за техния размер. Те са сравнително малки, доближавайки долните разрешени по закон граници – 3,97 за Борда на директорите (БД) при минимално допустими трима членове, 3,4 за Надзорния съвет (НС) – при допустими 3 до 7 и 4,4 за Управителния съвет (УС) – при допустими до 9 члена.

Резултатите за образователно-професионалната структура на бордовете са обобщени в таблица 4. Принципно публичните компании у нас нямат практика да добавят в своите устави специални изисквания, различни от закона. Няколкото такива случаи са от финансовия сектор и са изискани и без това по закон.

ТАБЛИЦА 4

	Образователно равнище			Професионална квалификация				
	Средно	Висше – бакалавър	По-високо (вкл. доктор)	Право	Икономическо	Финанси*	Инженерно	Друго
БД 242 случая	0.00%	15.29%	77.69%	10.74%	42.15%	10.74%	29.75%	8.68%
НС 51 случая	0.00%	5.88%	88.24%	18%	37.25%	17.65%	19.61%	1.96%
УС 66 случая	0.00%	6.06%	81.82%	6.06%	28.79%	16.67%	30.30%	10.61%

Забележка: в някои случаи са посочвани едновременно и икономическо, и финансово образование за един човек.

Източник: Емпирично изследване проведено чрез дълбочинно интервю на 81 акционерни дружества.

Високото образователно ниво не е изненада – магистърската степен бе стандартното университетско ниво по времето, когато сегашните членове на бордове са се обучавали, въпреки че всъщност двете бяха законово приравнени. Второ и може би по-важно условие за този резултат, висшето образование все още е лесно достъпно, каквото и да значи това, и не представлява сериозна трудност за човек, който е заемал ръководна корпоративна позиция да се квалифицира допълнително, ако желае. Може би единствения по-изненадващ резултат е високото ниво на инженерни кадри, специално в БД и УС. Съществува възможност този резултат да се интерпретира като технически подход към ролята на тези управителни органи, но това не бива да се надценява.

Много интересен е анализът, показващ колко и какви “допълнителни” отношения има между борд-членовете на една компания и нея самата. Наблюдавани са трудова заетост в компанията, притежание на съществено акционерно участие в нея (над 25%), и членство в бордове на други компании, по специално в бордове на свързани компании (Таблица 5). Трябва да се отбележи фактът, че делът на фирмите, които не са посочили такива отношения е голям (между 30 и 50%) за отделните случаи и цифрите се отнасят само до валидните резултати. Обясненията могат да са много, но главното е че тези връзки не са достатъчно известни, а дори когато са известни не винаги се афишират.

Сред най-важните резултати тук е фактът, че броят на членовете с “допълнителни” релации към фирмата е съществен; почти половината от членовете на БД получават и друго възнаграждение от компанията, която контролират. Освен това, не е малък броят на борд-членовете, които са големи акционери или представляват такива акционери, като при това цифрите за компании с двустепенно управление са по-ниски. Последният факт би могло да се дължи на по-голямото присъствие на чуждестранни водещи акционери в структурата на собствеността на фирмите с двустепенно управление, а специално за Управителните съвети, също и на тенденцията в тях да се назначават професионалисти.

ТАБЛИЦА 5. ДОПЪЛНИТЕЛНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ЧЛЕНОВЕТЕ НА РАЗЛИЧНИ БОРДОВЕ

Членове на борда които са:	Борд на директори		Надзорен съвет		Управителен съвет	
	Дял от всички членове	Брой средно*	Дял от всички членове	Брой средно*	Дял от всички членове	Брой средно*
Заети като менаджери или по друг начин в своите компании	47.11%	2.15	9.80%**	2.50	56.06%**	3.08
(или представляват) акционер(и) с 25%+ гласове в ОСА	35.54%	1.79	11.76%	0.75	1.52%	1.00
Членове в бордове на други компании	34.71%	2.55	23.53%	1.71	25.76%	2.43
Членове в бордове на компании, свързани с тази	30.99%	2.59	27.45%	2.33	22.73%	2.50

*усреднен само от ненулевите случаи, които варирант за различните характеристики
 ** възможно неабзирано на въпроса: законът забранява на НС-членовете да са и менаджери, от друга страна всички членове на УС се предполага, че са такива

Източник: Емпирично изследване проведено чрез дълбочинно интервю на 81 акционерни дружества

Другата релация – позиция в два борда – е много добра възможност за създаване на преференциални връзки между фирмите и това обяснява високите стойности на признака. Между другото този белег, разбира се прецизиран, се анализира в западната литература като свидетелство за наличие на свързаност между две фирми, дори когато няма други формални признаци.

И последната особеност, броят на СД-членовете, които имат повече от една такава релация със своята компания е съществен – сборът на отговорите съществено надвишава 100%, което внушава комбинации от рода на “голям акционер – мениджър в своята фирма” или “мениджър – член на бордове в две и повече фирми”. Очевидно това е сериозна предпоставка за честа поява на конфликти на интереси.

4.2.1. Независими членове на борда

Малко изненадващо, този показател не е много нисък – почти 34% от всички БД-членове са декларирани като независими, една наистина добра цифра, която прави 1,33 независими директори средно за борд на директорите. В същото време почти половината от БД не съобщават наличие на независими членове в техния състав. Близки са и цифрите за броя на независимите директори в надзорните съвети – 35,29% или 1,2 души средно в надзорен борд. Накрая, 29,41% от УС-членовете са посочени като независими, което е само около един човек на борд, макар като абсолютен брой да са повече.

Тези донякъде противоречиви цифри, особено за БД, се обясняват с факта, че промяната в законовите изисквания бе непосредствено преди изследването и затова може да се допусне, че интервюираните не винаги са познавали всички корпоративни връзки на своите колеги. В същото време законовите квоти са в процес на материализиране и следва да се очаква повишение на цифрите, най-малко в управителните съвети, където всъщност се очаква най-висока концентрация на директори, включени като професионалисти.

Известно основание за такава надежда може да се открие в резултатите от изследването, касаещи гаранциите за независимо поведение на директорите. Наличието на правила, които да гарантират, че заемането на независими позиции при стратегическото управление на бизнеса няма да се превърне в предтекст за освобождаване от поста

му, може да позволи на дадения директор да отстоява своята независимост не само по формални признаци, но и на практика; това пък би стимулирало създаването на пазара на професионални мениджъри. Макар че засега по-малко от 4% от компаниите посочват наличие на изрично записани такива клаузи в техните устави, а други 40% сочат, че този въпрос въобще не е на дневен ред, има вече и 20%, които дискутират тази възможност. Може към тях да се добавят и онези 20%, които са игнорирали проблема на основание, че броят и следователно влиянието на независимите мениджъри е незначително, тъй като прилагането на задължителната квота за независими мениджъри ги изправя пред една нова реалност.

За това колко е противоречива и сложна картината по отношение на независимостта на директорите говори и следният факт. Около 70% е цифрата на БД и на УС, които декларират, че председателите им не съвпадат с изпълнителните директори; при това за управителните съвети цифрата е дори по-висока (75%), отколкото за директорските бордове (68%).

От една страна, това е добре за БД – говори за добро разделяне на непосредствено мениджърските от по-скоро надзорните функции. От друга, не е така положително, че в толкова много УС, които са *rag excellence* мениджърски структури има такова несъвпадане. Независимо как ще се интерпретира то, като въздържане на някои членове от директно управление или обратното – като намеса на свързани лица (високият брой на УС-членове, които са и големи акционери като пример) в него, големите мащаби на несъвпадането намекват за известна близост между УС и БД в нашите условия, което е най-малкото странно като се има предвид, че изборът каква структура на управление да се възприеме е напълно свободен.

4.2.2. Директори за връзки с инвеститорите

Директорите за връзки с инвеститорите работят в пряка връзка с корпоративните бордове. Те се назначават съгласно чл. 116г., ал. (1) от ЗППЦК и от една страна те са служители на фирмата, наети по трудов договор, а от друга страна правата, които имат, са доста по-широки от стандартните за лица, които не са членове на управителния орган на дружеството. ЗППЦК предвижда директорите за връзки с инвести-

торите да отговарят на изискванията за членове на управителните и контролни органи, а именно:

- ◆ Да изпълняват задълженията си с грижата на добър търговец по начин, който обосновано считат, че е в интерес на всички акционери на дружеството и като ползват само информация, за която обосновано считат, че е достоверна и пълна;
- ◆ Да проявяват лоялност към дружеството като:
 - предпочитат интереса на дружеството пред своя собствен интерес;
 - избягват преки или косвени конфликти между своите и интересите на дружеството, а ако такива конфликти възникнат – своевременно и пълно ги разкриват писмено пред съответния орган и не участват, както и не оказват влияние върху останалите членове на съвета при вземането на решения в тези случаи;
 - не разкриват информация за дружеството, подлежаща на оповестяване, до нейното публичното разпространение.

Директорът за връзки с инвеститорите трябва да има и подходяща квалификация или опит за осъществяване на своите задължения и не може да бъде член на управителен или контролен орган или прокурист на публичното дружество.

В съответствие със своите правомощия директорът за връзки с инвеститорите, паралелно с управителните органи, осъществява доброто корпоративно управление на дружеството. България е една от страните в преход, отбелязващи значителен напредък в нормативната уредба относно изискванията към корпоративното управление.

Отчитайки ролята на акционерите като собственици на компанията, на самото дружество, както и интересите на потенциалните инвеститори, за директора за връзки с инвеститорите при изпълняване на неговите функции е възможно да възникнат противоречиви и нееднозначни за разрешаване казуси. Въпреки че е назначен от управителния орган, директорът за връзки с инвеститорите се отчита пред Общото събрание на акционерите. ЗППЦК не предвижда директорът за връзки с инвеститорите да носи конкретна отговорности при нарушения от страна на дружеството, така че той е имуществено отговорен съгласно Кодекса на труда и трудовия му договор.

Основна предпоставка за правилното осъществяване на функциите на директор за връзки с инвеститорите е неговата относителната независимост и възможност за въздействие върху мениджмънта на дружеството с цел осъществяване на максимално ефективна връзка между дружеството и публиката (акционери, потенциални инвеститори, медии, пазари, регулативни органи, анализатори и др.). В тази връзка е трудно да се прецени доколко независим е директорът за връзки с инвеститорите, при условие че той се назначава от мениджмънта на дружеството и е на трудов договор. Практиката до момента по-скоро отчита, че настоящите директори за връзки с инвеститорите са доста зависими от мениджмънта и в повечето случаи нямат възможност да влияят за подобряване на нивото на корпоративно управление.

От една страна това е така поради факта, че публичните дружества разполагат с доста кратък срок за назначаване на такива директори след влизане в сила на промените в ЗППЦК. Съответно, голямата част от директорите за връзки с инвеститорите са преназначени на тази длъжност досегашни счетоводители или юридически съветници на дружествата. Тези служители, въпреки че са се занимавали с въпроси по разкриване на информация и отношения с регулативни органи, нямат необходимите познания по проблемите на корпоративното управление, както и нямат опита да работят по изграждането на цялостни програми за корпоративно управление. В допълнение, КФН доста закъснява с публичното разпространение на своите изисквания за прилагане на конкретни стандарти за корпоративно управление²⁹. Възниква остра необходимост от програми за обучение на директори за връзки с инвеститорите като следва да се отбележи, че със съдействието на КФН, БФБ-София, Американската агенция за международно развитие, Асоциацията на индустриалния капитал и други организации се провеждат редица семинари, имащи точно такава цел.

От друга страна, много от мениджърите на публичните дружества, като че ли все още не осъзнават напълно важната роля, отредена на директора за връзки с инвеститорите и ограничават до минимум правомощията на тези директори, свеждайки ги основно към стриктно спазване на законовите изисквания за разкриване на информация

²⁹ На 18 декември 2002 г. тогавашната ДКЦК обявява, че приема принципите за корпоративно управление на ОИСР (Организация за икономическо сътрудничество и развитие), като одобрени от нея международно признати стандарти за корпоративно управление.

и нищо повече. Разбира се професионалната “гилдия” на директорите за връзки с инвеститорите тепърва започва да се оформя. Създават се професионални организации (Български клуб на директорите за връзки с инвеститорите), занимаващи се с тази проблематика, които стъпка по стъпка ще повишават стандарта на работа на тези директори.

4.3. Оценка и възнаграждение на борд-членовете

Преобладаващото мнозинство от компаниите (75,9%) отговарят, че те оценяват резултатността на техните бордове като цяло в специални секции на техните общи събрания на акционерите; в няколко случая – по-малко от 3%, бордовете биват оценявани в края на техния мандат, а 21,7% от всички случаи нямат специална практика за оценка, осланяйки се на твърдението, че най-добрата оценка за работата на бордовете е общата резултатност на компанията.

Почти същите са стойностите на показателя само за изпълнителните директори – 70% от изпълнителните директори на компаниите дават периодично отчети пред своите БД/НС, в други 5% от случаите контролиращият борд следи няколко показателя на фирмената резултативност (напр. продажбите) и на тяхна база оценява изпълнителните си директори. В останалите случаи нямат практика за експлицитно оценяване, т.е. и в този случаи оценката е на база на общото впечатление от дейността на директорите.

Не е висок и броят на компаниите, които обвързват възнаграждението на своите борд-членове с резултатността на фирмата – под 40%; други 29% посочват частична връзка, т.е. твърдо базисно възнаграждение и гъвкаво-прилагани бонуси в зависимост от резултатността. За съжаление, голям е дялът на компаниите, чийто представители директно изразяват привързаността си към подобна необвързаност на директорските възнаграждения.

Забележителни са и формите, които приемат бонусите – почти половината получават парични бонуси, една четвърт са с различни привилегии като покрити жилищни разходи, поето от фирмата обучение и др. Раздаването на корпоративни участия наистина не се харесва от нашите мениджъри като бонус (0%), но това изглежда оправдано като се има предвид неликвидния и недостатъчно развит фондов пазар. В малък брой случаи се прилагат различни комбинации от бонуси, ко-

ито варират във времето и немалките 7,2% считат, че базисните възнаграждения са достатъчно големи, за да има нужда да се занимават с бонуси.

Таблица 6 показва ранжирането и относителната честота за ползване на пет различни икономически показателя като индикатори за подвижната част от възнаграждението на членовете на бордовете. Превишението над 100% не е голямо, показвайки че компаниите, прилагащи по-комплексна оценка, са малко.

Данните са красноречиви относно това чии интереси са заложили като главен приоритет на бордовете; това е друг отговор и на въпроса защо част от управителните съвети наподобяват съвети на директорите по своята конструкция – печалбата и продажбите, които се ползват с огромно предимство пред възвращаемостта от една акция облагодетелстват повече лицата, които са свързани с функционирането на компанията, отколкото обикновените акционери.

ТАБЛИЦА 6. ФАКТОРИ ЗА ПРОМЕНЛИВАТА ЧАСТ ОТ ВЪЗНАГРАЖДЕНИЕТО НА БОРД-ЧЛЕНОВЕТЕ

Нетна печалба	55.22%
Обем на продажбите	43.28%
Друго	16.42%
Пазарна експанзия	7.46%
Максимизиране на възвращаемостта (капиталов доход и дивидент) на акция	7.46%
Общо	129.85%

Забележка: Сумата надхвърля 100%, защото някои от интервюираните лица посочват повече от един показател; всички валидни случаи са 67; 16 компании не са отговорили на този въпрос.

Въпрос на софистика е доказателството дали тези приоритети са резултат на “допълнителната” обвързаност на борд-членовете с дадена фирма или обратното – самите те пораждат стимулите за подобна обвързаност. Фактите не се променят от това.

Интересен проблем при анализа на бордовете е как се отнася средното възнаграждение на изпълнителните членове към средното възнаграждение на неизпълнителните борд-членове. Доста изненадващо, почти половината от компаниите не правят разграничение по този показател; за други 27,54% възнаграждението на изпълнителни-

те не превишава с над 30% това на изпълнителните и само една четвърт прилагат по-висока диференциация. Тук отново може да се правят различни интерпретации дали това не значи, че възнаграждението на изпълнителните е относително доста високо, но по-вероятна изглежда другата версия, че изпълнителните директори не са достатъчно добре компенсирани за усилията си да движат компанията.

Оказва се почти невъзможно да се получат достатъчно данни за абсолютното равнище на възнаграждението, над 60% се отклоняват от отговора плюс други 3,6%, които въобще не отговарят, въпреки че възнагражденията на членовете на бордовете се определят от ОСА, т.е. те са публични по самата си природа. Изглежда обаче, че въпросът е от висока чувствителност за висшите корпоративни фигури и повечето от тях го разглеждат като доста личен. От тези, които все пак отговарят се разбира, че повечето възнаграждения са около три средни фирмени заплати (60%); едва 13% посочват нива над пет пъти. Това говори по-скоро за умерено, дори ниско заплащане на този висококвалифициран по презумпция труд, но също така отново акцентира върху факта, че немалък брой борд-членове имат и друга обвързаност с компаниите си и вероятно основните им изгоди са по-скоро чрез тях, отколкото като заплащане за управленските им функции.

Така общото впечатление е, че номинирането на членовете на бордовете и определянето на тяхното възнаграждение са повече или по-малко разбиращи се от само себе си (и не особено публични) въпроси и няма много опити те да бъдат разглеждани като мощен инструмент за корпоративен контрол, един резултат, който е в синхронен с резултатите, получени от друг въпрос – от 83 изследвани компании само 2 (2.41%) посочват, че имат комисии за мениджърските възнаграждения и нито една – за номинация и селекция.

4.4. Практика по създаване и дейност на комисии (комитети) към бордовете

Изглежда, по-горе посочените две комисии не са единствените непопулярни за българските корпоративни бордове. За съжаление, всички видове комисии делят същата съдба. Почти 75% от анализираниите бордове нямат изградени никакви комисии. Всички позитивни случаи са само 21, а общо комисииите в извадката са 28.

Таблица 7 сумира главните резултати като честота, размер и оценка на помощните органи, създавани от корпоративните бордове. Относително високият брой на одит комисии е в резултат на нарастващата значимост на процесите на разкриване на информация и за независим мониторинг на корпоративната резултатност. На фона на общо краткосрочните бизнес хоризонти в България, може би е малко изненадващ делът на комисииите за стратегическо планиране, но финансовата стабилност от последните години окуражава компаниите да гледат напред.

ТАБЛИЦА 7. КОМИСИИ КЪМ КОРПОРАТИВНИТЕ БОРДОВЕ

Комисии	Брой	Дял във всички случаи	Дял във позитивно отговорилите случаи	Среден брой членове на 1 комисия	Ефективност, мерена от 1 до 5
За стратегическо планиране	11	13.25%	52.38%	4.56	3.80
Одиторска	13	15.66%	61.90%	3.33	4.18
По въпросите на възнагражденията	2	2.41%	9.52%	3.00	4.00
За селекция и номиниране	0	0	0	0	0
Други	2	2.41%	9.52%	n.a.	3.50
Общо комисии	28	33.73%	133.33%		
Без официални комисии	62	74.70%			
Общо случаи	83	-			
Само положително отговорилите случаи	21	25.30%			

Източник: Емпирично изследване проведено чрез дълбочинно интервю на 81 акционерни дружества.

Средният размер на комисииите варира при различните типове и е доста голям – между 3 и 4 членове, т.е. той надвишава размера на средния борд. Това, разбира се, се дължи на много по-малкия пул от валидни случаи тук, който пък очевидно съдържа компании с по-големи бордове, т.е. даденият борд или няма комисии, или ако има такива, неговият размер е над средния. Така се получава по друг начин потвърждение, че средният размер на българските корпоративни

бордове е твърде малък за да се разгърне ефективна структура от комисии към него, с други думи да посрещне по-високите съвременни стандарти, издигнати пред него. Опитът за анализ на независимите членове в тези комисии не дава достатъчно убедителни резултати за извеждане на тенденция, но изглежда, че в комисиите независимите са много по-малко, отколкото средно за един борд, което трудно може да се прецени като добра практика.

Добър алтернативен поглед за комисиите се формира от анализа на начина, по който е регламентирано тяхното изграждане в отделните фирми. Само един случай се позовава на съществуващ *Кодекс за добра практика*, приет доброволно като инструмент за подобряване на корпоративния контрол. Останалите позитивни отговори се разделят по-равно (47.06% всеки) между – “комитетите са създадени на основата на устава на фирмата” или “създават се ad hoc при необходимост”. Не са малко и случаите когато, не се съобщава въз основа на каква норма е създаден даден комитет.

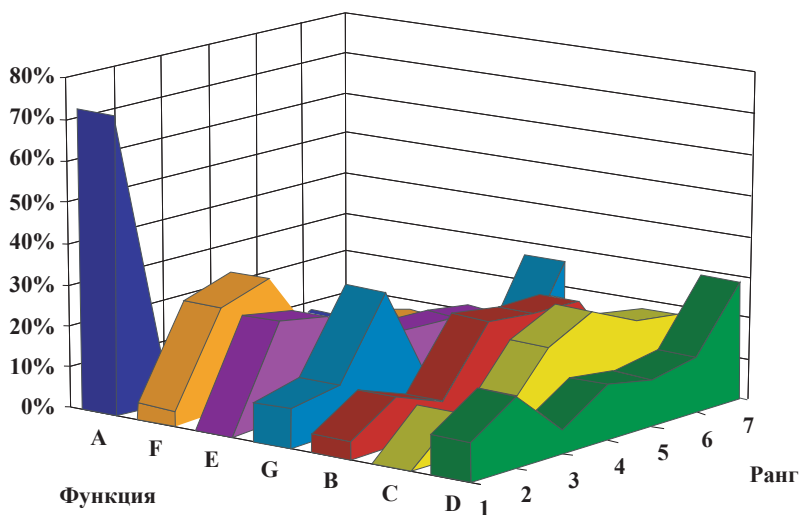
4.5. Функции на корпоративните бордове

Специално внимание заслужават функциите, изпълнявани от корпоративните бордове. Изследването анализира ранга на изпълняваните функции, времето, разходвано от бордовете за всяка от тях поотделно, ефективността на тяхното изпълнение и накрая, статусът на тяхното регулиране. Като база за анализ се вземат функциите, дефинирани в раздел пети, на Принципите на ОИСР. Тези седем функции се препоръчват, без да са задължителни и покриват много широк спектър от дейности, повече или по-малко субстанциални за всеки корпоративен борд. Характерът им е доста фундаментален и не изглежда много трудно за която и да е компания да се придържа към тях.

Фигура 6 представя начина, по който се разпределят самите рангове на респондентите. Ранжирането е направено по значимост в зависимост от предпоченциите, дадени от респондентите. Разпределението на тези предпоченции образува четири доста добре отграничени групи. Две от тези групи включват по една функция – А и D, които категорично заемат съответно първото и последното място в ранговете. Функциите F и E предлагат доста близки разпределения и формират третата група, разделяйки второ и трето място в предпоченциите на

респондентите. Същото се отнася и до функции В и С, четвърта група, която успешно би могла да заеме което и да е място – 4-то, 5-то или 6-то. Най-интригуващо е разпределението на функция G, което има два върха и може да заема всяка позиция след 3-та. Изборът на позиция № 4 е основан на преценката на общото ранжиране на всички функции.

ФИГУРА 6. РАНЖИРАНЕ НА ФУНКЦИИТЕ НА КОРПОРАТИВНИТЕ БОРДОВЕ



Източник: Емпирично изследване проведено чрез дълбочинно интервю на 81 акционерни дружества

В Таблица 8 са представени главните резултати относно борд-функциите, подредени по техния ранг – първата колона. Втората колона показва какъв дял от общото време е посветено на дадена функция, ако цялото време изразходвано от даден корпоративен борд за всичките седем функции се приеме за 100%. Третата колона показва оценката, която респондентите дават на изпълнението на всяка от тези функции и последната колона показва коя от тези функции е регулирана експлицитно от устава на съответната компания.

Най-много време се отделя на функция А, която доста изчерпателно вмества дейности, които обикновено се адресират до оперативния мениджмънт и които са еднакво присъщи на бордовете на директори и на управителните съвети. То отнема почти половината от времето на съответния борд и кореспондира с ранга (най-високия), който получава тази функция. Функция А е посочена също като втора най-добра в смисъл на качество на изпълнение.

ТАБЛИЦА 8. ФУНКЦИИ НА КОРПОРАТИВНИ БОРДОВЕ (ПРИНЦИПИ НА ОИСР, РАЗДЕЛ V)

Функции	Ранг	Отделяно време*	Оценка на ефективността	Наличие на регулираща норма**
<i>A Мониторинг и ръководство на корпоративната стратегия; рисковата политика, годишни бюджети и бизнес планове; надзор над капиталните разходи, най-важните придобивания и продажби на активи</i>	1	42.38	4.06	91.67%
<i>F Мониторинг на ефективността на контрола над фирмата като цяло</i>	2	16.36	3.88	70.83%
<i>E Осигуряване на добре функциониращи системи за разкриване на необходимата счетоводна и финансова информация</i>	3	17.04	4.27	62.50%
<i>G Контролиране на комуникацията с регулативните органи, акционерите и обществото</i>	4	9.76	3.85	62.50%
<i>B Селекция, заплащане, мониторинг и когато е необходимо, замяна на изпълнителните директори</i>	5	8.46	3.54	66.67%
<i>C Контрол на възнаграждението на изпълнителните директори и членовете на борда и осигуряване на прозрачен процес за издигане на кандидатите им</i>	6	7.21	3.51	66.67%
<i>D Контрол и управление на потенциални конфликти на интереси, в които са въвлечени мениджърите и членовете на бордовете, включително и когато става дума за злоупотреба с корпоративно имущество и сделки чрез свързани или подставени на "входа и изхода" на компанията лица.</i>	7	8.20	3.63	41.67%
* малка част от респондентите не са прецизирали точно времето				
** процентите са само от валидните случаи				

Източник: Емпирично изследване проведено чрез дълбочинно интервю на 81 акционерни дружества

Двете функции от втората по ранг група – монитирането на процеса на контрол и управление сам по себе си (F) и монитирането на финансовата отчетност и одит (E) – представя друга базисна дейност на бордовете на директорите и надзорните съвети, а именно – надзора над мениджмънта. Отделените времена за двете са близки и са вторите най-големи в дневния ред на бордовете; все пак те са два пъти по-кратки от времето, изразходвано за първата (по ранг) функция. Макар и различно оценено една спрямо друга, изпълнението на двете като група е оценени относително високо, което кореспондира със значимостта им и отделеното им време.

Времената, изразходвани за другите четири функции са близки помежду си, но много по-къси – над 5 пъти в сравнение с тези, отделени за оперативния мениджмънт и над 2 пъти в сравнение с времето за надзор. Това обединява тези функции по някакъв начин, макар да са много различни по своята природа. Измежду тях функция G с малко по-дълги времена и малко по-добре оценена представя един въпрос от текущо и нарастващо значение – мониторинга на процеса на разкриване на информация и комуникации с акционерите и публиката като цяло. Както бе отбелязано, тя има доста причудливо разпределение на ранговете, което говори, че се намира в процес на утвърждаване и променя своето място в приоритетите на българските бордове.

Докато последното място на функцията, призвана да осигури разрешаването или избягването на конфликтите на интереси, не е неочаквано в сегашната ситуация на българските корпорации, имащи силно концентрирана собственост, то значително по-задните места на функциите, занимаващи се със селекцията и възнаграждението на борд-членовете изглеждат доста странни.

Всъщност този факт добре кореспондира с ниските резултати получени по същия въпрос при анализа на комисиите образувани към бордовете. Отговорът, чисто формално, може да се търси в правната рамка. Търговският закон предава на ОСА не само селекцията, но и компенсацията на членовете на БД и НС. Това вероятно намалява донякъде интереса към тези функции като се има предвид преобладаването на компании с едностепенна структура на управление. Но селекцията на изпълнителни директори е *par excellence* проблем на самите бордове. Тъй че по-вероятно е отговорът да се намира някъде в областта на разкритата по-горе неохота на бордовете да регулират

тези функции открито и по този начин по-достъпно за публично вмешателство.

Общата оценка за начина на регулиране на функциите потвърждава този извод. По-високо ранжираните функции, а това в случая значи най-базисните и неоспорвани функции, получават не само повече време, но те са също и по-добре изпълнявани и най-често посочвани като експлицитно регулирани в уставите на съответните фирми. И обратно, ниско ранжираните функции, сравнително наскоро усвоени и неохотно отваряни за публично внимание като избягване на конфликтите на интереси, имат сравнително рядко експлицитна регулация за своето съществуване – в случая над два пъти – по отношение на останалите функции и са по-зле (ако въобще са) изпълнявани, макар разликите в оценките и да са сравнително малки като цяло.

4.6. Конфликт на интереси

Както е отбелязано по-нагоре, проблемът касаещ конфликта на интереси има доста къса история в българската корпоративна практика. Това налага известна специфика на разглеждания въпрос. Така че към над петдесетте процента респонденти, които пряко заявяват, че такъв въпрос не стои на дневен ред, трябва да си добавят още около 20%, които просто игнорират този въпрос. Така, на пръв поглед проблемът може да се интерпретира отрицателно, с обвинението, че българските корпоративни бордове предлагат ниско ниво на регулиране и протекция на корпоративния бизнес от конфликти на интереси.

Но ако въпросът се гледа в динамика, към тези 7,46%, които вече имат писана процедура за избягване и разрешаване на конфликти на интереси, трябва да се добавят и тези, които твърдят, че и без формална процедура вече се занимават с материята, както и тези, които повлияни от последните промени в закона, обсъждат въвеждането на такива процедури. Така кумулативният дял на тези случаи достига 28,93% от всички случаи и до 35,82% само от валидните; въпреки че все още не е висока, тази цифра изглежда обещаваща. Макар и косвено, за това говори и броят на респондентите, които вярват, че про-

цедурата е добре подсигурана законово и не може да лесно блокирана или заобикаляна – над 58%.

4.7. Изводи

Представеното изследване дава доста интересна храна за размисъл относно състоянието и следваната политика за развитие на корпоративните бордове:

- ◆ Българските корпоративни бордове са относително малки по размер, близки до долните разрешени от закона граници, с добра професионална и образователна характеристика;
- ◆ Значителна част от борд-членовете определено не са независими. Те често имат повече от една връзки с компанията, в чиито борд служат, най-често имат големи дялове от акции в нея, а също така нерядко служат и в бордовете на други, свързани с нея компании;
- ◆ Около една трета от членове на бордове се възприемат като независими, но цифрата е несигурна поради бързата промяна под действие на закона и поради все още недостатъчната сигурност в интерпретацията за независимост. Към това следва да се добави и много ниския брой на компаниите, които третираат експлицитно действията на независимите директори в своите устави;
- ◆ Ниският брой случаи на застъпване на функциите на изпълнителния директор с тези на председателя на борда могат да се интерпретират положително що се отнася до директорските бордове, но отнесени към управителните съвети внушават странно сближаване на последните с първите;
- ◆ Въпреки твърденията за редовен мониторинг над членовете на бордовете и по-специално над изпълнителните директори, изглежда процедурата е доста формална;
- ◆ Умерена част от компаниите имат практика да обвързват възнагражденията на борд-членовете си с функционирането на фирмата, но ползваните форми изглеждат доста опростени, наблюдаващи на парични стимули и игнориращи участието в капитала и др. В ограничените случаи, когато се ползват икономически показатели за този мониторинг, преобладават общо-

икономическите за сметка на показателите, касаещи акционерната стойност;

- ◆ Възнаграждението на членовете на бордовете се възприема по-скоро като ниско, като разликата във възнагражденията между изпълнителните и неизпълнителните директори е малка, внушавайки подценяване дейността на първите;
- ◆ Бордовете неохотно разкриват информация за селекционните процедури и тези за определяне на възнагражденията на своите членове. Потвърждава се от малкото комисии създадени към корпоративните бордове да се занимават с тези въпроси;
- ◆ Преобладаващото мнозинство от комисии към бордовете се занимават с по-традиционни, оперативни функции на бордовете, като одит и стратегическо планиране;
- ◆ Изследването на функциите, изпълнявани от корпоративните бордове, препоръчани в Принципите на ОИСР, показва ясна преференция като значимост и отделяно време, към “най-базисните”, свързани с оперативния мениджмънт функции и с функциите по общ контрол; мониторинга на конфликти на интереси определено е ранжиран последен, близко до функциите по селекция и възнаграждение на членовете на бордовете;
- ◆ Правното регулиране на конфликтите на интереси е сравнително скорошно и голям брой от компаниите нямат опит и разработени процедури за разрешаването им. Обаче мнозинството оценява това законодателство положително и вярва, че то ще се приложи на практика, подобрявайки се постепенно.

Обобщавайки казаното дотук, голям брой от българските корпоративни бордове показват ясно доминиране на традиционно структуриране и функционалност на своите дейности, насочени главно към оперативния мениджмънт и общо-контролната практика. Така те все още не притежават повече или по-малко диверсифицираната функционалност, типична за най-високите текущи стандарти, въпреки че тяхната реконструкция е вече в ход с последните радикални промени в регулативната рамка.

V

Сливания и поглъщания в България

5.1. Нормативна практика

Тенденциите в световния бизнес все повече налагат честото използване на инструменти като “вливане”, “сливане”, “поглъщане”, “изкупуване”, “консорциуми”, “холдингови структури”, “концентрация” и “глобализация”.

Сливането и вливането са две от познатите на гражданското право форми на преобразуване с промяна на право-субектността. Общото между тях е, че има прекратяване на съществуването на юридическо лице. За разлика от тях възможностите за обединяване на отделни стопански субекти на основата на свободата на договаряне (чл. 9 от Закона за задълженията и договорите) имат за цел съвместна търговска дейност, без участващите да губят своята търговско-правна самостоятелност. Такива са картелите, концерните, тръстовете, пуловете, консорциумите, холдингите и др. При тези форми на съвместна дейност търговските субекти във всеки един момент могат да прекратят

участието си и да се разграничат от групата дружества, обединили се под подобна форма на сдружаване.

За да се разграничат вливането и сливането, е необходимо да се знае, че при сливането от две или повече самостоятелни търговски дружества се образува едно ново, като старите прекратяват съществуването си, без да е належаща законовата процедура по тяхната ликвидация. До ликвидация не се стига и при вливането, но разликата е, че единият субект “поглъща” другия при този вид преобразуване и запазва съществуването си за сметка на “погълнатия”, който прекратява съществуването си като юридическо лице. И в двата случая е налице универсално правопримемство между прекратените дружества (поемат се активите и пасивите на прекратеното дружество), като при сливането новообразуваното дружество поема правата и задълженията на двете сливащи се, а при вливането – всякото правоотношения на вливащото се дружество се прехвърлят на дружеството-майка.

Интересна тема са мотивите, които повечето мениджъри съблюдават при една такава трансформация на търговски дружества, всеки един с различна степен на важност във всеки един конкретен случай – по-голямата рентабилност и засилването на позициите на пазара чрез обединяване на ресурси. По този начин от единия стопански субект често се придобиват активи, които поради своята нематериалност трудно стават предмет на сделка между търговци – като производствен опит, фирмени тайни и ноу-хау като цяло, а активите от интелектуалната собственост (търговски марки, които продават лесно продукция, патенти и полезни модели) стават общи. Юридически често това е и единственият изход от предстоящо производство по несъстоятелност, заплашващо една свръх-задължена или неплатежоспособна компания. Чрез вливането (респективно сливането) ѝ с едно печелившо предприятие задълженията на стопански по-нерентабилната единица се поемат от стопански рентабилната и така се избягва производството по несъстоятелност.

ТАБЛИЦА 9. СТАТИСТИКА НА СЛИВАНИЯ И ПОГЛЪЩАНИЯ В БЪЛГАРИЯ

Компании	Придобит дял	Цена USD (mln)	Компании	Придобит дял	Цена USD (mln)
Агро 2000 Плевен	80%	2.20	Лагерен завод (обособ. ч. на ВМЗ)		6.50
Агрокомплект	100%	4.70	ТЕЦ Марица 3	49%	14.95
Албена	9%	2.20	ТЕЦ Мездра	100%	2.15
Ален мак Пловдив	57%	5.60	Мина Бели брег	70%	3.95
Армеец	92%	2.00	МТА	90%	1.00
ТБ Биохим	100%	82.80	Нютон сила	98%	3.00
Завод за хартия Белово	58.16	n.a.	Обединена млечна компания	48.5%	5.48
Битекс	100%	n.a.	Фрамахим холдинг	100%	4.04
Пристанище Бургас	100%	4.70	Пиринско пиво	67.15%	9.00
Булгарконтрола	100%	1.80	Х-л Поморие (обособ. ч. от Сл. бряг)	100%	3.50
Булгарплод Бояна	70%	2.80	Пристанище Варна	100%	1.90
Целхарт Стамболийски	n.a.	21.40	Пролинк	51%	n.a.
ВЕЦ Черни Осъм	100%	2.20	ВЕЦ Разлог	100%	0.70
Мина Чукурово	80%	5.00	Ремотекс – Раднево	100%	4.50
Банка ДСК	100%	369.31	Водна каскада	100%	33.10
ДЗИ	80%	20.90	Санданска Бистрица		
Енергопроект	78%	1.60	Шератон	67%	22.90
Хотел Европа (обособ. част от Слънчев бряг)	100%	6.70	Шуменско пиво	59%	n.a.
Галерия Витоша	100%	2.30	Спарки Елтос Ловеч	77.26%	1.14
Хемус еър	49%	1.70	Св. св. Константин и Елена	72%	36.80
Х-ски к-с Сатурн (обособ. част от Сл. бряг)		1.70	Мини Стаянци	79%	10.00
Хотел Искър (обособ. част от Слънчев бряг)	100%	3.90	Завод за възобновяеми структури Свищов	97%	3.00
Инкомс Телеком Холд.	75%	4.50	Юнионбанк	15%	3.07
Интертревълкървис	57%	6.70	Вагонен завод Дряново	80%	1.50
ITD Network	65%	n.a.	Видахим	70%	0.00
Калиакра	97%	n.a.	Винимпекс София	100%	2.20
Калиакра (маргарин)		n.a.	Вулкан Димитровград	24.95%	1.02
Камен рид	100%	2.39	ВЕЦ Жребчево	100%	2.70
Каскада Копринка	100%	8.20	Трансимпекс	78%	5.50

Източник: БФБ - София

На вливанията и сливанията се гледа и като на удобна правна техника за отстраняване на съдружник от управлението на дружеството и намаляване на неговото участие, като по този начин се реструктурира и управлението, съотношението на гласовете в общото събрание и е възможна дори и смяна на цялостната фирмена политика.

При вливане и сливане от икономическа гледна точка могат да бъдат назовани много повече мотиви за целесъобразност, но в повечето случаи на преден план изпъкват икономии от мащаба, които ще бъдат реализирани в производството, по-рационалното използване на работната сила и производствения опит, средствата, които ще бъдат спестени от разходите по управление и администриране на дейността, разходите за изследователска дейност и рекламни кампании, които до сливането, респективно вливането, са се извършвали поотделно от двете фирми. По този начин се очаква да нараснат значително възможностите за получаване на кредити благодарение на нарасналата кредитоспособност на дружествата, да се преодоляват лесно редица прагове за мащаб на дейността при участието на фирмата в публични поръчки и търгове.

Тази стратегия е модерна и с оглед на някои данъчни цели поради възможностите за намаляване на облагаемата печалба по Закона за корпоративното подоходно облагане на едно печелившо предприятие при сливането или вливането му в предприятие, което работи на загуба. Така финансовият резултат се намалява със загубите на нерентабилната единица и се постига редуциране на размера на дължимия корпоративен данък. Преимуществото при фирми, които плащат патентен данък е, че след сливането или вливането им, ако сборът на годишните обороти от дейността им не надвишава законовия праг по Закона за облагане доходите на физическите лица за патентна дейност, патентен данък се плаща само веднъж.

5.2. Реализация и надзор върху вливанията и сливанията в България

Пристъпвайки към реализирането на вливане или сливане, се сблъскваме с тяхната специфика като правен институт, уредба, тълкуване и приложимост. Законната уредба в глава шестнадесета “Преобразуване на търговски дружества” на Търговския закон е твърде крат-

ка и неизчерпателна и оставя без отговор доста въпроси. Съдебната практика внася яснота относно някои принципни положения: едноличните търговци и кооперациите не могат да се преобразуват (вливат и сливат) в търговски дружества по реда на глава шестнадесета на ТЗ. Върховният касационен съд (ВКС) е категоричен по въпроса и на практика преобразуването на кооперация в търговско дружество може да се реализира само посредством нейното прекратяване с ликвидация и новоучредяване на търговско дружество, което не е правоприменик на прекратената кооперация. Правилото е в сила и за едноличните търговци, които поради своята правна природа не могат да са субект на този вид преобразуване, т.е. участници във вливане и сливане могат да бъдат само търговски дружества, като се имат предвид изчерпателно изброените в чл. 64, ал.1 от ТЗ, а именно събирателно дружество, командитно дружество, дружество с ограничена отговорност, акционерно дружество и командитно дружество с акции. С оглед осъществяването на вливане или сливане е без значение дали участващите търговски дружества са от един и същ или от различен вид.

Глава 16 от ТЗ урежда едновременно вливането, сливането, отделянето и разделянето на търговски дружества под общото наименование преобразуване в чл. 261-263. Като правно явление сливането, респективно вливането, представлява смесен фактически състав, включващ в себе си материално-правни и процесуално-правни елементи. От материално-правна гледна точка трябва да са налице решение на общото събрание на участващите търговски дружества и договор за вливане или сливане между тях. Към необходимите елементи трябва да се добавят различни разрешения от компетентни държавни органи, когато такива се изискват от специален закон. Процесуалните елементи се изразяват във вписването на вливането или сливането в търговския регистър и обнародването в “Държавен вестник”.

Според практиката на ВКС фактическият състав на сливането или вливането на търговски дружества се състои от три задължителни елемента: решение за преобразуване, вписване на преобразуването в търговския регистър и обнародване в “Държавен вестник”, т.е. както законът, така и съдебната практика не считат за нужно сключването на договор, регламентиращ бъдещото вливане или сливане между дружествата, но от правна гледна точка няма спор относно неговата необходимост на практика. Първо – това е надлежното правно сред-

ство за съгласуване на волята на участващите във вливане или сливане търговски дружества относно условията, при които то се извършва и така се определят и основните точки на съдържанието на решенията на Общите събрания на дружествата, които смислово трябва да съвпадат едно с друго. Второ – този договор е и единственото правно средство за взаимното обвързване на дружествата със задължение за участие в предвижданото вливане или сливане.

Чл. 262а от ТЗ предвижда получаване на разрешение за вливане или сливане като условие за вписване на преобразуването от съда, когато отделен закон изисква това. Имат се предвид няколко закона, имащи положението на “специални закони” спрямо общия Търговски закон. Такъв е Законът за защита на конкуренцията, според който сливането или вливането на две или повече независими предприятия е концентрация на стопанска дейност. По силата на чл. 24, ал. 1 предприятията са длъжни да уведомят предварително Комисията за защита на конкуренцията за намерението си. Задължителността на изискването е обусловена от два количествени критерия: общ пазарен дял на стоките или услугите на двете предприятия 20% или общ годишен оборот над 15 млрд. лева. Законодателят е счел, че единствено при тези обстоятелства е налице опасност за свободната конкуренция от предстоящата концентрация. Разрешението на комисията в тези случаи е предпоставка за съда да даде ход на процедурата.

Специални са и правилата за вливане и сливане на банки, застрахователни дружества и инвестиционни посредници. Законът за банките (чл.19, ал.4, т.3) изисква БНБ предварително писмено да реши преобразуването на дружество-банка чрез вливане или сливане без оглед на това дали другото търговско дружество е банка или не. По Закона за застраховането (чл.22, ал.1, т.4) Агенцията³⁰ за застрахователен надзор е надлежният орган, разрешаващ вливането на застрахователни дружества, а по сливанията на застрахователи се произнася Националният съвет по застраховане (чл.17в, ал.1, т. 2), т.е. разрешение е необходимо само когато участващите в преобразуването дружества са застрахователи. По аргумента за противното от цитираните разпоредби разрешение не е необходимо, когато застрахователят се влива или слива с търговско дружество, което не е застраховател. Раз-

³⁰ С институционализирането на Комисията по финансов надзор се очаква тези разпоредби да бъдат приведени в законово съответствие.

решение се дава след получаването на такова от Комисията за защита на конкуренцията и ако са налице условията по чл. 59 от Закона за застраховането, а именно, ако се прецени, че след преобразуването чрез вливане или сливане застрахователят има собствени средства, съответстващи на границата на платежоспособност.

Спрямо инвестиционните дружества и посредници Законът за публичното предлагане на ценни книжа оправомощава Държавната комисия по ценните книжа³¹ да прецени дали да разреши съответното вливане или сливане. Особени тук са правилата и редът за извършване на вливане (сливане), в което участва публично акционерно дружество – раздел 2, “Преобразуване”, от глава 8 – “Публично дружество” на ЗППЦК. Правилата от раздел 2 не предвиждат разрешителен режим за публичните дружества, но при тях процедурата е доста по-сложна. Тези правила по ЗППЦК са изцяло хармонизирани с изискванията на трета директива на Европейската икономическа общност за сливанията и вливанията между акционерни дружества.

5.3. Враждебни изкупувания

Превземанията на частни компании не са само чуждестранна корпоративна практика. В България вече има достатъчно примери на враждебно изкупуване на акции от спекулативно настроени инвеститори, целящи да получат контрол върху съответното дружество или пък да продадат пакета си на висока цена. Явлението трудно развива пълната си сила поради това, че собствеността върху борсовите компании е силно концентрирана. В повечето случаи основният акционер притежава над 50% от капитала.

Промените в Закона за публичното предлагане на ценни книжа, които влязоха в сила през юни 2002 г., дадоха възможности за агресивните играчи. Обект на особен интерес от страна на “агресивните” са бившите приватизационни фондове, преобразували се по-късно в холдинги. Повечето от тях са променили структурата си след увеличения на капитала, с които дребните акционери са били изтласкани от реалната власт. На пазара обаче остават няколко холдинга, които не

³¹ С институционализирането на Държавната комисия по финансов надзор, се очаква тези функции да бъдат поети от нея.

са предприели защитни действия, и които се превърнаха в обект на “агресивни атаки” с цел враждебни изкупувания.

Приватизацията на фондовата борса срещу компенсаторки открива нови възможности за спекулантите. Те не са за превземане на управлението на публичните дружества, тъй като държавата почти не предлага мажоритарни пакети.

Придобиването на 5% от акциите на компаниите също дава добри шансове за тънки игри с мажоритарния собственик. Според Закона за публичното предлагане на ценни книжа такъв дял дава право за свикване на общо събрание, за назначаването на контролор, който да провери документацията на компанията, както и за предявяване на съдебен иск за обезщетение за причинени вреди, нанесени на дружеството от неговите управители.

Според специалистите в тази област, поне десетина от предстоящите и наскоро приватизираните на борсата срещу компенсаторки дружества са подходящи за портфейлни атаки. Очаква се подобни действия да се предприемат и спрямо някои други бивши приватизационни фондове.

Според “София интернешънъл секюритиз” опитите за превземане на публични дружества помагат за по-доброто им управление. Когато са застрашени от атака, директорите започват да се държат адекватно, като целта им е да докажат, че компанията е добра, и че няма смисъл да си продават книгата на превземателите. Принципно, за да съществуват такива опити трябва да има разлика между пазарната цена на акциите на компанията и вътрешно присъщата им стойност. При липсата на това условие превземателите нямат изгода от изкупуване на книгата. Така че, за да се предпазят от подобни атаки, мениджърите се стремят да поддържат високи цени на дружествата, които управляват. Това определено е от полза за дребните акционери.

При опити за атака мениджърите започват да мислят как да парират удара и изоставят проблемите, свързани с управлението на дружествата. Известни проблеми се съдържат и в регулативната база. Законът за ценните книжа не посочва кой определя контролорите, които могат да поискат акционерите с над 5% от капитала.

Казус 1. Като “агресивен” се утвърди инвестиционният посредник “София интернешънъл секюритиз”, който стартира вълната от атаки към фондовете със “Слънчев бряг холдинг”. Това дружество е “идеалното” за превземане и през 2002 г. беше концентрирало вниманието на почти всички спекуланти. Активите му по това време бяха доста атрактивни. То притежава 280 хил. акции от “Слънчев бряг” АД, които продължават да му носят солидни дивиденди от порядъка на милиони левове всяка година. Анализаторите пресмятаха, че след две-три години паричните средства по банковите сметки на фонда ще са над 30 лв. за акция. В същото време на борсата книгата на дружеството струваха 3-4 лв. за брой, а в провинцията можеха да се намерят даже по-евтино - по 1-2 лева. Стратегията на “София интернешънъл секюритиз” бе да събере колкото е възможно повече акции от селата и малките градове. Там смяната на собствеността се извършва чрез агенти, които по-късно продават акциите на посредника. По този начин превземането се осъществява тихомълком, като мениджърите на “Слънчев бряг холдинг” научават за атаката само седмици преди нейното официално обявяване. Посредникът притежаваше близо 12% от капитала на холдинга, докато неговите управители контролираха под 10%. Шансове за адекватна защита нямаше освен преговори с превземателя. Затова и в края на май 2002 г. мениджърите, финансирани от по-голяма структура (близка до СИК), повишиха офертата си за покупка на големия пакет с по 30% на ден. В крайна сметка до сделка се стигна на 30 май 2002 г., когато над 45 хил. акции бяха изтъргвани по 17.73 лв. за брой. Печалбата на “София интернешънъл секюритиз” и неговите клиенти се изчислява на над половин милион лева.

Няколко месеца по-късно “София интернешънъл секюритиз” се опитват да се включат в управлението на “Индустиален фонд”. Инвестиционното дружество разполага с активи за около 1 млн. лв., а учредителите му притежаваха около 3% от неговия капитал. Бившият приватизационен фонд се свързва с фирмата с чешки капитали “Европа кепитъл мениджмънт”. Така с покупката през септември 2002 г. само на 46 хил. акции от “Индустиален фонд”, или 5% от капитала му, “София интернешънъл секюритиз” се превърна в кандидат за поемане на контрола върху дружеството. В този случай мениджърите на фонда предприемат превантивни мерки като купуват

от негово име 20% от врачанския холдинг “Дунав” за 175 хил. лева. Така те дават знак, че са готови да вложат парите на дружеството в проекти с бавна възвращаемост, като по този начин обезсърчават превземателите. В крайна сметка “София интернешънъл секюритиз” продава книгата си на цена от 2.50 лв. за брой.

Опит за разместване на акционерните пластове бе извършен и в най-големия бивш приватизационен фонд - “Доверие обединен холдинг”, книга от който притежават над 100 хил. души. На 14 февруари посредникът “Юг маркет” прехвърля над 200 хил. акции от дружеството, които са равни на повече от 3% от неговия капитал. До този момент структурата на холдинга е почти паритетна. Близката до мениджърите кипърска компания “Секонекс лимитед” притежава малко над 6% от акциите, а американският “Болкън фънд” - с десетина хиляди книга по-малко. Минималната разлика между двата големи акционера прави пакета на “Юг маркет” твърде привлекателен за тях. Който закупи книгата на пловдивския посредник, ще поведе в надпреварата. Затова не беше изненада, когато цената на акциите на “Доверие обединен холдинг” нарасна с над 30% до 1,40 лв. за бройка. Предполага се, че част от акциите на “Юг маркет” - около 82 хил. броя, вече са продадени на американския “Болкан фънд” на единична цена от 1,30 лв. Така “Болкан фънд” вече има превес над “Секонекс лимитед” в холдинга.

Казус 2. Първият случай със закупуването на над 5% от капитала на такава компания става с пловдивския завод за производство на мотокари “Балканкар-Рекорд”. Близко 8% от него или над 150 хил. книга придобиха десетина портфейлни инвеститора, сред които клиенти на посредниците “Екс пит и ко”, “Първа ФБК” (за собствена сметка), “Карол” и отново “София интернешънъл секюритиз”. По-късно част от тях продадоха книгата си на свързани с мажоритарния собственик на предприятието лица по 0.77 лв. за бройка. За сравнение - средната цена беше малко над 2 лв., платими в компенсаторни инструменти, или реално около 50 стотинки. Така че печалбата за един месец се изчислява на 50%.

В друг случай, над 5%, но от старозагорското дружество “Хранинвест Хранмашкомплект”, бяха купени в края на януари от “Пър-

ва ФБК”. Основният акционер в дружеството, холдинг “Загора”, не закъсня с реакцията си и отправи търгово предложение за изкупуване на книжата на дребните акционери на цена от 1.04 лв. Това е с близо 20% над цената, на която посредникът придоби акциите си. По този начин ”Първа ФБК” отчете печалба от вложението си.

Казус 3. Прецедент с контролорите, които могат да поискат акционерите с над 5% от капитала, вече се случи на общото събрание на холдинг “Дунав”. Основните акционери на фонда гласуват техни хора да проверяват счетоводните им документи. “Индуриален фонд” внася жалба във Врачанския окръжен съд срещу решението на събранието. Така магистратите от Враца решават дали ще стимулират бъдещите превземания или не. Защото, ако се приеме, че контролорите се назначават от мажоритарния собственик, а не от акционера с над 5% от капитала, бъдещето на такива операции ще бъде поставено на карта.

VI

Преглед на капиталовия пазар

6.1. Анализ на развитието и дейността на БФБ – София

Българска фондова борса – София (БФБ-София или борсата) е акционерно дружество с преобладаващо частно участие с основен капитал от 293 393 лева. Българската държава участва в капитала на борсата с апортна вноска. Останалите акционери са местни и чуждестранни юридически и физически лица. Над две трети от акционерите (с изключение на държавния дял) са финансови институции – банки, финансово-брокерски къщи, застрахователни дружества.

Членове на БФБ-София могат да бъдат чуждестранни или местни юридически лица – банки и инвестиционни посредници, допуснати да сключват сделки с ценни книжа на борсата. Те трябва да са инвестиционни посредници, получили разрешение при условията и по реда на ЗППЦК; да са членове на Централен Депозитар АД (ЦД) или да са сключили договор с член на ЦД; да притежават минимум 1000 бр. акции от капитала на Борсата и да имат действащ трудов или граждански договор с най-малко един борсов посредник. Членовете на БФБ-София наброяват 85, а лицензираните брокери са 122. Първият борсов Правилник се приема от Съвета на директорите на борсата на

01.08.1997 г. С този Правилник БФБ получава лиценз за фондова борса. Борсата претърпява сериозно развитие през изминалите години, което се отразява и в борсовите правила. Първият борсов Правилник е променян 16 пъти за период от 3 години.

След влизане в сила на ЗППЦК, от септември 2000 г. борсата получава нов Правилник, който отменя предишния. Предпоставки за неговото създаване са както влизането в сила на ЗППЦК и необходимостта от привеждане на дейността на борсата в съответствие с неговите разпоредби, така и желанието на борсата за усъвършенстване на своите правила и създаването на максимално добри условия за емитентите на ценни книжа, търговците на ценни книжа и самата им търговия. От септември 2000 г. до момента новият правилник претърпя няколко изменения, основните от които са следните:

1. Борсата съвместно с ДКЦК³² и ЦД предприемат мерки по извършване на необходимите нормативни промени, целящи обявяването на всички сделки с акции на публични дружества на борсата. Измененията на борсовия Правилник в тази насока се въвеждат едновременно с облекчаване на разходите по сетълмент, посредством намаляване наполовина на борсовите комисионни по сделки. Тази промяна е мотивирана от наличието на огромен брой сделки с акции на публични дружества, извършвани извънборсово.
2. Промяна в правилата за сключване на блокови сделки. Минималният брой акции при сключване на блокова сделка се променя на 5 % от общия брой акции в капитала на емитента, като се премахват ценовите ограничения. Тази промяна е извършена по предложение на борсовите членове и посредници.
3. Получаване на лиценз от борсата да организира както Официален, така и на Неофициален пазар. В Правилника на борсата е добавена изцяло нова част VII, която урежда правилата на Неофициален пазар.
4. Промяна на правилата за сключване на приватизационни сделки (юни 2002 г.). Приложение № 2 към Правилника на Борсата³³ е изцяло променено. Въвежда се закрит аукцион при при-

³² Държавна комисия за ценни книжа. По-късно тя се преобразува в управление към Комисията по финансов надзор (КФН) на основание Закона за КФН (Обн., ДВ, бр. 8 от 28.01.2003 г., в сила от 1.03.2003 г.

³³ Правила за регистрация, сключване и приключване на сделки на приватизационен пазар.

ватизация на държавни дялове.

5. Добавяне на изцяло ново Приложение № 6³⁴ към Правилника на Борсата, което урежда търговията с компенсаторни инструменти.
6. Добавяне на изцяло ново Приложение № 7 (2002), което урежда условията и реда за регистрация и търговия на Борсата на права, издадени във връзка с процедура по увеличаване на капитала на публичните дружества по чл. 112-112г. от ЗППЦК.

6.2. Финансови инструменти на БФБ-София

6.2.1. Акции, включително БДР върху акции

Акциите са най-разпространеният финансов инструмент на БФБ-София. Към 2003 г. от тях се търгуват около 350 емисии от акции плюс 4 емисии от БДР (български депозитарни разписки), като 31 от тях са регистрирани на Официален пазар.

С изключение на 10-20 емисии, по-голямата част от останалите са неликвидни. Продължава и тенденцията за отписване на дружества от регистъра на КФН, което води до прогресивно намаление на публично търгуваните емисии от акции. За сравнение – стартът на търговията на БФБ-София се осигурява от над 1 000 емисии от акции, частично приватизирани на първата вълна на масовата приватизация и регистрирани по силата на закон на борсата. Специално за тези емисии се създава “Свободният пазар” на БФБ-София, чиито приемник към момента е “Неофициалният пазар”. Тенденцията към намаляване на публичните дружества не е толкова тревожна, тъй-като по-голямата част от тях се превръщат в дружества със силна концентрация на собствеността – над 95% в ръцете на един инвеститор. Този факт, подсилен от лоши финансови резултати, лошо корпоративно управление и пълна загуба на интерес от портфейлни инвеститори, обезсмисля публичната търговия с техни акции.

От друга страна дружествата, които остават публични, реализират все по-добри финансови резултати и показват по-добро ниво на

³⁴ Правила за търговия на компенсаторни инструменти.

мениджмънт и корпоративно управление. Тревожен е фактът обаче, че към момента има само едно истинско първично публично предлагане (IPO) на борсата. Една от основните посоки на усилията на борсата през следващите години е намиране правилната формула, доказваща че и БФБ-София може да се използва за финансиране чрез издаване на нови акции.

6.2.2. Държавни ценни книжа (ДЦК)

От 2000 г. е възможна търговията на ДЦК на БФБ-София. Подобна търговия обаче реално не се осъществява. Основната причина за това е, че при сегашната нормативна уредба (напр. Наредба № 5 на БНБ и Министерство на финансите), борсата не може да организира търговията на ДЦК по начин, който да е конкурентен на извънборсовия пазар. Проблемът е свързан с начина на прехвърляне на ДЦК и невъзможността на БФБ-София да организира сетълмент с “доставка срещу плащане (DVP)”, както и да съкрати този сетълмент до минимално приемлив срок.

Може би след влизане в сила на системата за междубанкови разплащания на брутна база в реално време (РИНГС) и при известни корекции в нормативната уредба ще е възможно и организирането на БФБ-София на атрактивен пазар на ДЦК.

6.2.3. Общински облигации

Представянето на общинските облигации на БФБ-София е доста слабо. Въпреки че се забелязва тенденция към нарастване на броя на подобни емисии (Вж. Таблица 10), все още има доста нормативни проблеми, които възпрепятстват общините от активно възползване от този вид финансиране.

В допълнение – повечето общини са в незадоволително финансово състояние и при липсата на законова защита или достатъчни гаранции за инвеститорите не може да се очаква засилен интерес от тях към общинските облигации. Поради този факт и издадените до момента публични емисии от общински облигации са доста малки с изключение на тези на Софийска община, която обаче се ориентира към чуждестранни инвеститори и не позволи на местните да инвестират в нейните облигации.

ТАБЛИЦА 10. РЕГИСТРИРАНИ ОБЛИГАЦИОННИ ЕМИСИИ НА БФБ-СОФИЯ АД ПРЕЗ 2002-2003Г.

Начална дата	Емитент	Пазар*	Размер	Брой ЦК	Номинал	Валута
20-May-02	ТБ Обединена Българска Банка АД-София /ВУВВ/	ОВСО	11719000	11,719	1000	BGN
16-Oct-02	Община Сливен /BMSLV/	ОВСО	3000000	3,000	1000	BGN
3-Feb-03	Аутобохемия АД-София /ВАУТОВ/	ОВСО	1000000	1,000	1000	BGN
4-Feb-03	Община Дупница /ВМДРН/	ОВСО	1320000	13,200	100	BGN
19-Mar-03	Овергаз Инк. АД-София /BOVERG/	ОВСО	20000000	200,000	100	BGN
16-Apr-03	ТБ Централна Кооперативна Банка АД-София / МВССВ/	ОВСО	5000000	5,000	1000	BGN
19-Nov-03	Каолин АД-Русе /ВКАО/	ОВСО	5000000	5,000	1000	EUR
29-May-02	ТБ Българо Американска кредитна Банка АД-София /МВВАСВ2/	UNBO	5500000	5,500	1000	EUR
16-Aug-02	ТБ Българска пощенска Банка АД-София /МВВРВ/	UNBO	12000000	12,000	1000	BGN
25-Apr-03	ТБ Българо Американска кредитна Банка АД-София /МВВАСВ3/	UNBO	10000000	10,000	1000	EUR
24-Jun-03	Ти Би Ай Кредит ЕАД-София /ВТВИ/	UNBO	3000000	3,000	1000	EUR
16-Jul-03	ТБ Юнионбанк АД-София /ВУНВ/	UNBO	5000000	5,000	1000	EUR
29-Aug-03	ТБ Алианс България АД-София /МВВИНВ/	UNBO	7000000	7,000	1000	EUR
3-Sep-03	ТБ Българска пощенска Банка АД-София /МВВРВ2/	UNBO	10000000	10,000	1000	EUR
23-Dec-03	ТБ Първа Инвестиционна Банка АД-София /МВГПВ2/	UNBO	5000000	5,000	1000	EUR

* ОВСО – Официален пазар на облигации; UNBO – Неофициален пазар на облигации

6.2.4. Ипотечни облигации

Ипотечните облигации към момента са най-сполучливо развиващите се облигационни емисии на борсата (Табл. 10). От 2001 г. на борсата се търгуват 5 емисии от ипотечни облигации, като три от емисиите са деноминирани в евро и са на обща стойност около 13 млн. евро, а останалите две левови емисии са на стойност около 13 млн. лв.

Стартът на ипотечните облигации се осигурява от влизането в сила на Закона за ипотечните облигации преди около две години. За този период може да се определи, че интересът към подобни емисии е голям, особено от институционалните инвеститори, ориентирани към ниско-рискови инвестиции. Ипотечните облигации са единствената форма на ценни книжа в България, гарантирани с ипотеки и като добавим факта, че техните емитенти са банки, те се очертават като най-ниско рисковите ценни книжа с фиксиран доход в страната – с риск, доближаваш се до този на ДЦК.

6.2.5. Корпоративни облигации

Корпоративните облигации (Табл. 10) имат най-голям потенциал за развитие през следващите няколко години. Това е така поради факта, че основната група инвеститори, които са склонни да инвестират на капиталовия пазар в България са институционални инвеститори, които по дефиниция инвестират в ниско-рискови инструменти.

Предвид ниската ликвидност на повечето емисии от акции, търгувани на БФБ-София, както и поради липсата на истински ПРО-та, може би най-често използваната форма на финансиране на компании чрез капиталовия пазар в близко бъдеще ще продължи да бъде посредством издаването на емисии от облигации.

6.2.6. Права

След влизане в сила на последните промени в ЗППЦК – лятото на 2002 г., увеличението на капитали на публични дружества се извършва задължително посредством издаването на права на настоящите акционери на дружествата. Само притежатели на права могат да запишат акции от извършвано увеличение на капитал. Това поставя и началото

на вторичната търговия на права на БФБ-София. За съжаление, с много малки изключения, не се оправдават очакванията на законодателя, че посредством вторичната търговия на права ще могат да се защитят интересите на миноритарните акционери в публичните дружества. От осъществените до момента увеличения на капитали е видно, че в повечето случаи, ако въобще е възможно да се продаде право, то неговата цена е много ниска и в никакъв случай не може да покрие загубата на настоящ акционер от “разводняването” на капитала на компанията след увеличението. За справка – всички увеличения до момента са извършени с емисионна стойност равна на номиналната, която в почти всички случаи е много по-ниска от пазарната такава.

Казус 4. “Антикороза” АД – Кнежа увеличаване на капитала чрез емисия на права

На 10.10.2002 г. Съветът на директорите на “Антикороза” АД – Кнежа взема решение за двукратно увеличение на капитала на дружеството от 51 555 лв. на 103 110 лв. Съобщението за увеличение на капитала по чл. 93 от ЗППЦК е обнародвано в ДВ от 03.12.2003 г. Съгласно него, при увеличението на капитала на съществуващите акционери се издават 51 555 лв., началната дата за търговия на БФБ-София на които е 18.12.2002 г., а крайната – 20.12.2002 г. Датата, на която се провежда аукциона по чл. 112б, ал. 7 от ЗППЦК е 13.01.2003 г., а срокът за записване на акции от новата емисия е от 18.12.2002 г. до 31.01.2003 г.

В срока за търговия на правата на борсата са прехвърлени 18 543 права на цена от 1 лв. На аукциона служебно се предлагат 29 125 права, т.е. 56 % от тях не са упражнени от съществуващите акционери до тази дата. На аукциона по чл. 112б, ал. 7 от ЗППЦК се продават всичките, като постигнатата средна цена е 0,05 лв. С решение на Плевенски Окръжен съд от 28.03.2003 г. е вписано увеличение на капитала на дружеството от 51 555 лв. на 102 410 лв., т.е. 700 права остават неупражнени.

Горепосоченият пример на увеличаване на капитала е показателен за неговото разводняване. Въпреки че дружеството не се търгува активно на борсата, последната му цена преди увеличаването на капитала е била 3.06 лв. От тази гледна точка, издаването на нова емисия акции с емисионна цена от 1 лв. има силно

неблагоприятен ефект върху инвестицията на дребните акционери, като в случая интересите им не са защитени. Освен това, въпреки че на аукциона се продават всичките неупражнени права, постигнатата цена се отклонява твърде много от тази, на която те са се търгували в срока за прехвърляне.

В допълнение, може би ще се наложи при следващи промени в ЗППЦК да се прецизират текстовете, касаещи увеличения на капитали на публични дружества, както с оглед на проблемите, описани по-горе, така и във връзка със специалния аукцион на права, който борсата следва за извърши 5 работни дни след изтичане на срока за прехвърлянето им. Най-малкото практиката до момента показва, че използването на закрит аукцион за правата ще даде по-добри резултати от открития, който съгласно ЗППЦК борсата организира.

6.2.7. Компенсаторни инструменти

Превръщането на компенсаторните инструменти в безлични и регистрацията им на БФБ-София безспорно се очертава като едно от най-значимите събития на регулирания ни капиталов пазар през 2002 г. За няколко месеца търговия те се превръщат в най-ликвидните инструменти на борсата. През последните 3-4 месеца от 2002 г. над 40% от оборота се реализира от сделки с компенсаторни инструменти.

През 2002 г. очакванията са голяма част от компенсаторните инструменти да бъдат използвани за закупуване на акции от дружества, приватизирани чрез БФБ-София. За съжаление, до края на годината не се случва нищо интересно на Приватизационния пазар за плащане с компенсаторни инструменти на борсата. Независимо от този факт, компенсаторните инструменти продължават да се търгуват активно с относително слаби отклонения в цената. Разбира се, определящ фактор за цената на компенсаторните инструменти са предложените от държавата акции за приватизация. В този смисъл държавата може да оказва влияние върху цените на компенсаторните инструменти. Именно такива моменти засилват интереса на спекулантите на пазара, очаквайки през 2003 г. в крайна сметка да бъдат пуснати сравнително атрактивни акции за приватизация. Като най-важна задача на борсовата

търговия с компенсаторни инструменти и на приватизацията срещу такива се приема едновременно да бъдат максимално удовлетворени собствениците, обезщетени с такива инструменти и същевременно да бъдат оползотворени максимален брой компенсаторни инструменти за закупуване на акции. Тази задача е осъществима единствено при наличието на достатъчно атрактивни акции, които могат да се купят с компенсаторни инструменти.

6.3. Аукциони, поддържани от системата на БФБ-София

6.3.1. Стандартен метод за търговия на борсата³⁵

Непрекъснатият аукцион на база на насрещни поръчки, които се сортират и изпълняват по приоритетите – първо по цена и после по време на въвеждане, е основният метод на търговия на борсата и често е наричан нормална търговия на БФБ-София. Официалната капитализация на емисиите, търгувани на борсата, както и цената на отваряне за всяка борсова сесия, се изчисляват от средно-претеглените цени на сделките именно от нормалната търговия. Всяка емисия, регистрирана на Официален или на Неофициален пазар на БФБ-София, задължително се търгува на този основен аукцион.

Паралелно с основния аукцион на борсата или след него (например: блокови сделки и сделки на регистрационен агент) с регистрираните емисии на борсата се сключват и специални т.нар. “регистрационни сделки”. Тези сделки не се сключват на база на насрещни поръчки, а директно се регистрират в системата от едната от страните по тях. Другата страна единствено потвърждава сделките. Възможностите за сключване на такива сделки са строго регламентирани в Правилника на БФБ-София.

³⁵ Continuous order driven auction - търг, при който поръчките за покупка и продажба се въвеждат в електронна система за търговия в течение на борсовата сесия.

6.3.2. Открит аукцион със забавяне в сключването на сделките

Този аукцион се използва за първични емисии и всякакво първично публично предлагане, както и за търгови предложения, аукциони за права и др. Принципа на сключване на сделки с този аукцион е същият, както при непрекъснатия аукцион на база насрещни поръчки с единствената разлика, че той не е непрекъснат, т.е. при него не върви непрекъснато алгоритъм, който да търси взаимноизпълними поръчки и да ги изпълнява. При този аукцион за определен период от време е възможно единствено въвеждане и изтриване на поръчки, които се сортират по описаните по-горе приоритети, но сделки не се сключват. След изтичане на този период от време се забранява въвеждането или изтриването на поръчки и стартира изпълнение на всички насрещно изпълними поръчки като се започва винаги от тези с най-висок приоритет.

6.3.3. Закрити аукциони

БФБ-София поддържа три типа закрити аукциони: Смесен, Европейски и Американски аукцион. И трите аукциона се извършват на база лимитирани (с пределна цена и количество) поръчки и пазарни (съдържащи само пределна парична стойност за покупка по пазарна цена) поръчки за покупка, които се състезават за сключване на сделки с предварително зададено количество на поръчка за продажба по минимална цена. И трите аукциона са закрити, т.е. всеки участник може да види само собствените си поръчки и параметрите на предлагането, но не може да види поръчките на останалите участници. Следователно в аукционите се участва със стратегия, която обикновено отразява пределните цени, които всеки участник е готов да даде за да закупи определено количество ценни книжа. Тези аукциони са разработени, за да реализират възможно най-високи цени на сделки, т.е. действат в максимална изгода на продавача. Това не е случайно, тъй като основното приложение на аукционите би следвало да е първично публично предлагане на ценни книжа от техния емитент или поемател.

Тези аукциони могат успешно да се прилагат и за организация на други особени типове предлагане, които изискват провеждане на

някакъв вид търг (наддаване). Именно затова в момента БФБ-София използва Смесения аукцион за организиране на аукционите на Приватизационен пазар. Приватизацията на акции до голяма степен се доближава до първичното публично предлагане, тъй като и в двата случая определен брой акции се предлагат за първи път на инвеститорите. Разликата е, че в единия случай се реструктурира държавната собственост в частна (т.е. се финансира държавата), а в другият случай се финансира дружеството.

Разликите на трите закрити аукциона са в начина на определяне на цената след приключването на всеки от тях. При Европейския аукцион всички лимитирани поръчки се изпълняват по тяхната цена, а пазарните по най-ниската цена на изпълнима лимитирана поръчка (т.е. по цената на последната лимитирана поръчка, която подлежи на изпълнение). Американският аукцион е познат и под наименованието аукцион по единна цена. Следователно при него всички сделки стават по средно-претеглената цена на изпълнимите лимитирани поръчки. Смесеният аукцион е хибрид между другите два. При него лимитираните поръчки се изпълняват по тяхната цена, а пазарните – по средно-претеглената цена на изпълнимите лимитирани поръчки.

6.3.4. COBOS – Система за електронно подаване на поръчки

Най-новата услуга на БФБ-София от 2003 г. е системата за онлайн поръчки на клиенти на членовете на борсата. Предоставя се чрез системата COBOS и позволява на крайните клиенти на инвестиционните посредници да подават своите поръчки по електронен път посредством уеб-базиран терминал към своите брокери, които отново по електронен път да ги потвърждават в системата за търговия на борсата. Чрез тази услуга клиентите, които имат възможност и знания да управляват собствен портфейл, могат да го правят по максимално удобен начин и при усещането че търгуват директно, без посредничеството на брокер. Клиентският терминал на COBOS дава достатъчно информация в реално време на потребителите, за да вземат инвестиционно решение.

Все по-голямото приложение на електронната търговия в световен мащаб налага БФБ-София да работи за подобряване на услугите към своите клиенти (членове, техни клиенти и емитенти). Активирането

на търговията на БФБ-София води до натрупване на все повече хартиени документи за обработка от членовете на борсата, което увеличава необходимостта от ръчен труд за обработване на клиентски поръчки, нарастват възможностите за допускане на грешки от брокерите при обработване на поръчките и най-важното – увеличават се разходите, свързани с обработката.

Голяма част от потенциалните индивидуални инвеститори на БФБ-София не желаят да търгуват най-вече поради невъзможността да го правят от офисите си или от домовете си. Подобен вид професионални, индивидуални инвеститори инвестират най-вече чрез електронна търговия и съответно към момента го правят чрез Интернет-базираните системи за търговия на големите чуждестранни борси.

Горният анализ води до извода, че изграждането на COBOS и въвеждането ѝ в експлоатация от една страна намалява разходите по обработване на поръчки, а от друга – спомага за привличането на нови инвеститори на Българския борсов пазар и повишаване на ликвидността на борсата. Този извод се доказва от статистиката от първите няколко седмици след старта на системата COBOS, а именно: за този период търговията чрез COBOS заема 15% от сделките на дневна база на БФБ-София (средно-дневният брой сделки е около 200), а делът на поръчките чрез COBOS е около 20% (при средно-дневно въведени 1500 поръчки).

6.4. Видове пазари, организирани от БФБ-София АД

6.4.1. Официален пазар

“Пазар на акции”, който според критериите на борсовия Правилник за качество на емитентите и техните емисии се разделя на: Сегмент “А”, Сегмент “В”, Сегмент “С”.

“Облигационен пазар”, който включва: Сегмент “Държавни ценни книжа”; Сегмент “Общински облигации”; Сегмент “Корпоративни облигации”.

6.4.2. Неофициален пазар на ценни книжа

Неофициалният пазар се разделя на следните пазарни сегменти, в зависимост от вида ценни книжа: Неофициален пазар на акции; Неофициален пазар на облигации; Неофициален пазар на други безналични ценни книжа по смисъла на ЗППЦК.

Борсата организира още “първичен пазар” за извършване на първично публично предлагане на ценни книжа и “приватизационен пазар” за извършване на публично предлагане на акции, собственост на държавата и общините.

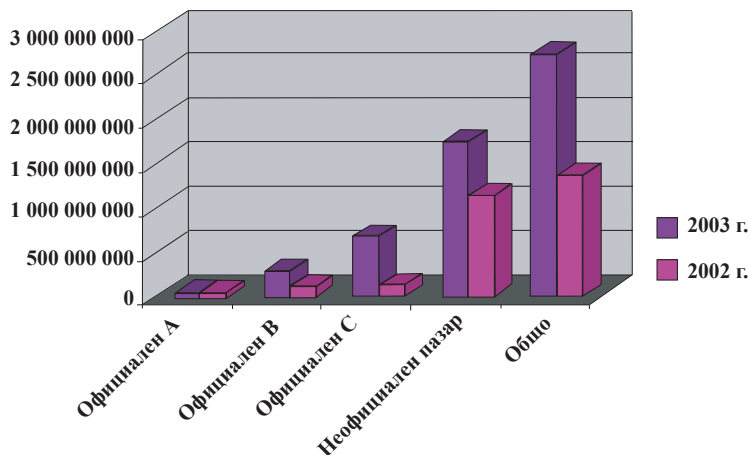
6.5. Борсова статистика

ТАБЛИЦА 11. ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ НА БФБ – СОФИЯ 2002 СРЕЩУ 2003 Г.

Пазарна капитализация	23.12.2003		20.12.2002		Промяна
	BGN	EUR	BGN	EUR	
Официален А	28,000,924	14,318,454	31,024,265	15,864,458	-10%
Официален В	283,474,143	144,956,334	94,867,539	48,511,129	199%
Официален С	674,509,506	344,914,793	126,981,433	64,932,776	431%
Неофициален пазар	1,736,023,634	887,726,900	1,122,311,124	573,901,043	55%
Общо	2,722,008,207	1,391,916,481	1,375,184,361	703,209,407	98%

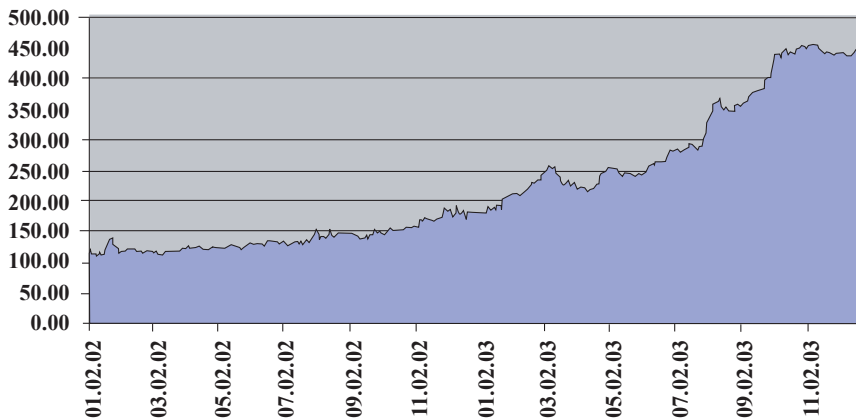
Източник: БФБ-София

Таблица 11 представя пазарната капитализация на БФБ-София. Към края на 2002 г. тя заема скромните 4.44% от БВП при стойност на последния 32,3 млрд. BGN за 2002 г. Данните са далеч от желаните, но все пак следва да се отбележи, че тази стойност на капитализацията не се отличава съществено от стойността към края на 2001 г., въпреки големия брой емисии отпаднали от борсова търговия през 2002 г. Това се дължи основно на покачването в цените на търгуваните емисии на борсата, което ясно личи от графиката на индекса SOFIX на БФБ-София.

ФИГУРА 7. ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ 2002 КЪМ 2003 Г.

Източник: БФБ-София

Пазарната капитализация в края на 2003 г. надхвърля с около 1,5 млрд. лв. тази от предходната година, което е почти 100% нарастване при относително запазване на броя емисии на борсата. Делът на борсовата капитализация към 2003 г. спрямо БВП (34,4 млрд. BGN³⁶) също нараства почти двойно до 8%, което е много добър показател за растежа на капиталовия пазар през 2003 г. Въпреки този положителен факт, ефективен капиталов пазар в страната може да се очаква при поне 20-процентен дял на капитализацията спрямо БВП.

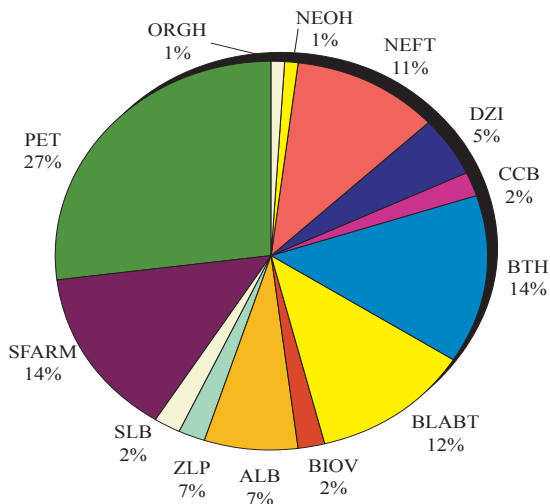
ФИГУРА 8. SOFIX 2002-2003 Г.

Източник: БФБ-София

³⁶ Данните за БВП са от <http://www.nsi.bg/Gdp/GdpList.htm>

Негативната тенденция в цените на акциите, търгувани на борсата, прекъсва в 2002 г. Положителният тренд в цените на акциите започва още от декември 2001 г., което би могло да се определи с положителните очаквания на инвеститорите във връзка с обещанията на новото правителство за обръщане на особено внимание на капиталовия пазар, включително чрез приватизация на пакети от най-атрактивните български предприятия чрез борсата. Както е видно, въпреки изключително много забавилия се процес на приватизация, през цялата 2002 г. очакванията на инвеститорите са оптимистични. От една страна, причината за положителният тренд е свързана с активната търговия на компенсаторни инструменти, която “повлича” и търговията с най-ликвидните акции. Най-малкото желанието за диверсификация на риска на спекулантите би насочило част от инвестициите им и в акции, освен в компенсаторни инструменти. От друга страна, финансовите резултати на много от “сините чипове” през 2002 г. са изключително добри и тази тенденция се запазва и през 2003 г. За да бъде обективна преценката през 2003 г. трябва да се отбележи, и че част от ликвидността и покачването на цените през годината се дължи на периодичното изкупуване на акции от някои от дружествата в индекса от техните мажоритарни собственици или от свързани с тях лица.

ФИГУРА 9. ТЕГЛА НА ДРУЖЕСТВАТА В SOFIX КЪМ КРАЯ НА 2003 Г.



Източник: БФБ-София

Статистиката в Таблица 12 е изготвена при сравнение на резултатите от 2003 г. с тези от 2002 г. С 121% нараства обемът на търговията през 2003 г. Компенсаторните инструменти продължават да бъдат най-ликвидни, но през 2003 г. се забелязва и значително активиране на неофициалният пазар на акции, чийто оборот за 2003 г. надхвърля със 73% този от предходната. За разлика от предходната година, през 2003 г. той е фаворит по оборот са приватизационните сделки с компенсаторни инструменти. Блоковите сделки запазват първото си място по оборот от нормалната търговия, но се забелязва тенденция към извършване на все повече сделки на акционен принцип. Оборътът от блоковите сделки спада с 38% през 2003 г. като същевременно разликата между оборотите от блокови сделки и сделки с акции на неофициален пазар става минимална.

6.6. Преглед на законодателството и органите за регулиране

Правната уредба на пазара на ценни книжа е една относително автономна част от търговското право с преобладаващ брой императивни публично-правни норми, предназначени да гарантират развитието на честна и прозрачна търговия с ценни книжа и да защитават интересите на инвеститорите-непрофесионалисти. Тази правна уредба е в процес на развитие – както в посока на отстраняване на противоречията с действащите нормативни актове, така и в посока на нейното доизграждане. Основополагащият Закон за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) е предимно рамков закон, даващ отправните точки на правното регулиране и предвиждащ в много случаи то да бъде конкретизирано с подзаконови нормативни актове.

Точно от такъв характер са приетите досега и разработени от Държавната комисия по ценни книжа (ДКЦК или Комисията) наредби.

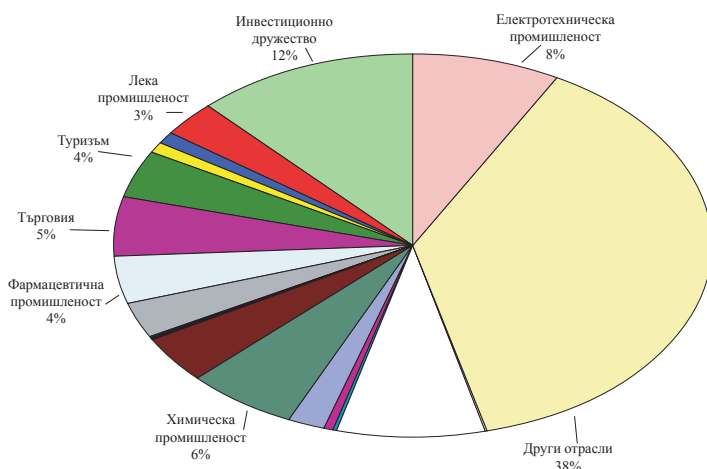
В процеса на изграждане на капиталовия пазар непрекъснато се откриват несъвършенствата в действащите нормативни актове, които са нормална последица от практическата невъзможност в много случаи да се намери първоначално уредба, съответстваща най-добре на началния стадий на българския пазар на ценни книжа, и от типичната за тези отношения динамика, която сама по себе си изисква промяна в регулирането.

Комисията по ценните книжа и фондовите борси възниква с влизането в сила на Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД) през 1995 г. и впоследствие (с влизането в сила на ЗППЦК) от началото на 2000 г. е преименувана на Държавна комисия по ценни книжа (ДКЦК). Понастоящем тази комисия не съществува като самостоятелен орган, а е преоформена в управление към Комисията за финансов надзор (КФН). Комисията обединява финансовия контрол, свързан със застраховане, социално осигуряване и капиталовите пазари.

ТАБЛИЦА 12. ДАННИ ЗА ТЪРГОВИЯТА НА БФБ-СОФИЯ АД (2002 г. СРЕЩУ 2003 г.)

Пазар	Обем			Оборот			Бр. сделки		
	2003	2002	Промяна	2003	2002	Промяна	2003	2002	Промяна
Блокови и други договорени сделки	304,953,997	114,214,952	63%	151,169,771.18	244,703,852	-38%	307	203	34%
Търгово предлагане	702,595	885,971	-26%	11,248,016.86	8,897,515	26%	17	17	0%
Обратно изкупуване	133,066	107,434	19%	1,612,749.90	356,538	352%	8	35	-338%
Приватизационни сделки с лева	352,712	811,922	-130%	16,490,689.79	2,886,742	471%	155	61	61%
Приватизационни сделки с компенсаторни инструменти	4,380,471	42,797	99%	284,063,012.34	309,013	91826%	2,108	33	98%
Неофициален пазар на акции	24,394,715	15,428,564	37%	120,022,574.07	69,547,313	73%	22,492	9543	58%
Неофициален пазар на други ЦК	809,125	1,122,464	-39%	410,239.93	236,021	74%	104	13	88%
Неофициален пазар на облигации	14,155	8,923	37%	25,970,050.07	17,071,829	52%	185	164	11%
Официален пазар Акции сегмент "А"	62,733	76,416	-22%	531,523.09	897,223	-41%	237	45	81%
Официален пазар Акции сегмент "В"	5,472,260	436,948	92%	15,526,422.59	2,124,737	631%	3,681	701	81%
Официален пазар Акции сегмент "С"	9,446,666	4,136,555	56%	44,825,512.25	11,424,393	292%	14,065	5754	59%
Официален пазар корпоративни облигации	39,066	2,610	93%	41,534,670.21	2,452,858	1593%	263	46	83%
пазар на компенсаторни инструменти	337,447,049	174,509,672	48%	78,103,746.55	40,762,088	92%	19,702	6235	68%
Първичен пазар на облигации	1,320	14,719	-1015%	1,320,000.00	14,719,000	-91%	8	60	-650%
Сделки по чл.54, ал.5	145,000	0	100%	269,908.94	0	n.a.	13	0	100%
ОБЩО	688,354,930	311,799,947	121%	793,098,888	416,389,122	90%	63,345	22,910	176%

Източник: БФБ-София

ФИГУРА 10. ТЕГЛА НА ОТРАСЛИТЕ ПО ОБОРОТ, 2003 Г.

Източник: БФБ-София

Комисията като специализиран административен орган, овластен с регулативна и контролна функция, е отговорна за изграждане на координация и обвързаност между различните субекти на пазара на ценни книжа и за изграждане на приемливи правила за търговия.

Пазарът на ценни книжа следва да бъде достатъчно ликвиден, а самите ценни книжа да осигуряват адекватен доход при разумен риск и минимални разходи. В контекста на тези изисквания основните цели на Комисията са да поддържа:

- ◆ прозрачността и честността на сделките;
- ◆ равнопоставеността на участниците на пазара спрямо обема и качеството на информацията;
- ◆ конкурентността на пазара;
- ◆ необратимостта на осъществяване на сделките;
- ◆ минимизиране на транзакционните разходи.

Съгласно действащото законодателство към процеса на регулиране следва да бъдат предявени изисквания за ефективност и универсалност. Сред задачите на Комисията са: възвръщане на доверието на потенциалните инвеститори към пазара на ценни книжа; укрепване на авторитета на регулиращите органи; възпитаване на инвестиционна култура у населението.

Разнообразието и спецификата на основните цели и задачи пред Комисията налагат необходимостта от своевременно изграждане на оптимална организационно-функционална структура, набиране, проверка, обработване, анализ, оценка и съхраняване на огромна по обем информация.

6.6.1. Комисията – основен регулативен и контролен орган

Съгласно ЗКФН и ЗППЦК, Комисията е държавен орган за регулиране и контрол, чиято цел е да защитава интересите на инвеститорите и да стимулира развитието на пазара на ценни книжа. Виден е стремежът на законодателя чрез балансирана държавна намеса да осигури създаването на регулиран пазар, което се обосновава от взаимозависимостта на процесите – развитието на пазара е възможно само когато е налице доверие и присъствие на инвеститорите в него.

Ефективният пазар на ценни книжа осъществява важни социални и икономически функции: упражняване правото на собственост, разширяване на свободата на избор върху средствата за формиране на печалби, финансиране на капиталовите инвестиции при оптимизиране цените на вложенията. От друга страна, както показва и световният опит, качествени пазари са стриктно регулираните пазари, следователно регулирането не е самоцел, а произтича от интересите на обществото като цяло.

Регулативният ефект е пряка и непосредствена последица от реализираните контролни правомощия на КФН, които се проявяват чрез:

- ◆ идентификация на участниците на пазара чрез процедурите по лицензиране и набиране на информация със съдействието на други органи и институции;
- ◆ наблюдение дейността на подконтролните лица, при което чрез механизмите на текущите проверки и анализа на представяната задължителна информация се създава информационната база данни за факти и обстоятелства, свързани с развитието на пазара.

В аспекта на контролното си въздействие Комисията осъществява своите разрешително-ограничителни и предписващо-задължаващи правомощия и по този начин осигурява информирането на обществеността чрез водения публичен регистър и осведомяване относно

определените в закона обстоятелства. В последния пункт трябва за се подчертае, че тя играе значителна роля за изграждане на инвестиционната култура на българския инвеститор като конкретна форма на проявление на законоустановеното задължение за защита на инвеститорите. Поддържането на актуална и лесно достъпна база данни в публичния регистър, изработените от Комисията стандарти за публична информация и своевременното оповестяване на конкретни обстоятелства за допуснати закононарушения са изключително в нейните прерогативи в сравнение с регулативните правомощия на останалите институции.

Комисията е отговорна за разследване на потенциални нарушители на законовите и подзаконовите нормативни актове, регламентиращи функционирането на пазара на ценни книжа. Целта на извършваните от ДКЦК проверки е своевременно разкриване и санкциониране на нарушенията и равнопоставения достъп до пазарна информация при търгуване на регулираните пазари или при наличието на злоупотреба с вътрешна информация и гарантиране на пълна прозрачност на пазара на ценни книжа чрез разкриване на фалшификации, финансови манипулации и измами, както и налагане на принудителни мерки и административни наказания за измами и други нарушения, допуснати от участниците на пазара на ценни книжа.

В своята работа Комисията следва да обръща специално внимание върху постигането на пълно взаимодействие и сътрудничество между различните участници на пазара на ценни книжа (клиенти и търговци, купувачи и продавачи) с цел бързи превантивни мерки и недопускане на нарушения и измами. Усилията трябва да се съсредоточат върху изграждането на лесно достъпна и всеобхватна база данни, както и върху сътрудничеството за бързи съвместни действия между съдебна система, полиция и саморегулиращи се организации – вътрешни структури за надзор, регулатори на пазара на ценни книжа.

Общият подход за работа на Комисията се изразява в определяне на процедурите по проверка, контрол, надзор, разследване, налагане на наказателна мярка, проследяване хронологията на транзакциите, цената на акциите, възможностите за изтичане на вътрешна, секретна информация, а също така събиране, обобщаване и проверка на достоверността на събраната информация и подробни анализи (сравнителни и аналитични) на базата данни.

6.6.2. Комисията – източник на информация

Важно изискване към дейността на ДКЦК е регламентираното в ЗППЦК задължение за водене, актуализиране и съхраняване на регистрите за:

- ◆ регулираните пазари и инвестиционните посредници;
- ◆ емитентите, чиито ценни книжа са предложени публично;
- ◆ публичните и инвестиционните дружества и техните управляващи дружества.

Регистрите се основават на единна компютърна база данни и картотека на регистрираните лица. Те обхващат голям брой реквизити, включващи максимална по обем информация за основните субекти на капиталовия пазар. Публичността на водените от Комисията регистри е предпоставка за изграждане на стабилен пазар на ценни книжа, който да бъде привлекателен както за местните, така и за чуждестранните инвеститори.

За постигане на горните цели Комисията осъществява сътрудничество с международни финансови и консултантски институции. Една от първостепенните задачи на Комисията е да се възстанови поне частично доверието сред инвеститорите, за да може свежите парични ресурси, необходими в следприватизационния период, да бъдат набрани чрез пускането на ценни книжа на фондовата борса.

Освен изложеното дотук Комисията трябва да уведомява инвеститорите за взетите мерки за тяхната защита. За целта се организират програми за обучение във връзка с предстоящото отчитане на контролираните от Комисията субекти, включително и по теми, свързани с гарантирането на ефективно и законосъобразно осъществяване на тяхната дейност.

Комисията разработва и програми, насочени към повишаване квалификационното равнище на мениджърските екипи на фондове и дружества с цел ефективно управление на инвестиционните им портфейли и защита интересите на инвеститорите.

6.7. ЗППЦК и прилагането на стандарти за корпоративно управление и контрол върху публичните дружества

Съгласно Закона за изменение и допълнение на Закона за публичното предлагане на ценни книжа от 2002 г. в чл. 93а-98а от ЗППЦК

се допълват и променят изискванията към отчетите и уведомяванията на емитентите и публичните дружества, изпращани в Комисията и регулираните пазари, където се търгуват техните ценни книжа. По-съществените от тях са свързани с въвеждането на изискване за разработване и прилагане на програма за корпоративно управление от емитентите, а от Комисията да определя конкретни стандарти за добро корпоративно управление. Освен това отчетите са синхронизирани с изискванията по новия Закон за счетоводството и е намалена периодичността за разкриване на информация от 6 на 3 месеца.

Новите изисквания към регулираните пазари относно своевременното разкриване на информацията, предоставена им от емитентите в чл. 99, ал. 2, 3 и 4 ЗППЦК са доста сериозни. Въвежда се на практика незабавно оповестяване от регулирания пазар, най-късно до началото на следващия работен ден, както и в извънредни издания на неговия бюлетин. Същевременно нито Комисията, нито емитента могат да публикуват информацията преди регулирания пазар. Идеята на тези промени безспорно е положителна и ще спомогне за своевременното разкриване на информация и предотвратяване на търговията с вътрешна информация.

В ЗППЦК обаче липсва сериозна уредба на електронното и централизирано разкриване на информация. Практиката до момента показва, че емитентите по-скоро изпращат редовно информация на КФН, отколкото на БФБ-София. Най-вероятно поради опасения от административно-наказателна отговорност пред Комисията, а в някои случаи и поради некомпетентност³⁷. Следователно, за да се спазят кратките срокове за публикуване на получената информация, единственият път е информацията да се изпраща по електронен път, а когато е необходимо и по факс. БФБ-София вече работи по подобен проект. Следва да се отбележи, че е възможно уреждането на централизирано разкриване на информация по електронен път в предвидената наредба в чл. 100 ЗППЦК³⁸.

В ал. 4-6 на чл. 111 от ЗППЦК се уреждат специални изисквания към публичните дружества относно намаляването на капитала им чрез

³⁷ Например, все още има емитенти, които считат, че с уведомяването на ДКЦК те уведомяват и регулирания пазар.

³⁸ Това е Наредбата за проспектите при публично предлагане на ценни книжа и за разкриване на информация от публични дружества и други емитенти на ценни книжа, която очевидно подлежи на промяна.

обратно изкупуване и обезсилване на акции. Подобно намаляване на капитала си публичните дружества могат да извършват единствено при условията на търгово предлагане така, както е уредено в чл. 149б от ЗППЦК, освен в случаите на обратно изкупуване на акции без право на глас. В тези случаи дружеството е длъжно да изкупи съразмерно акциите на приелите предложението. Относно увеличаването на капитала на публично дружество, вече е забранено използването на способа с увеличение на номинална стойност на акциите (т.е. увеличението се извършва единствено с издаване на нови акции). В допълнение е налице и една нова, важна забрана, а именно – забраната за записване на акции без пълното изплащане на емисионната им стойност. Липсата на подобна забрана създаваше доста трудности при необходимостта търговията с непълно изплатени акции да бъде забранена.

В ЗППЦК вече съществува специален ред за увеличение на капитала на публичните дружества, който се очаква да гарантира правата, равнопоставеността и интересите на всички акционери в тях, т.е.:

- ◆ да се гарантира преференциалното право за записване от досегашните акционери;
- ◆ да се позволи на досегашен акционер да се обезщети при нежелание за закупуване на нови акции;
- ◆ да се ограничи до минимум “разводняването на капитал” чрез увеличение с прекалено ниска емисионна цена, което ще доведе до спадане на стойността на акциите (т.е. намаляване на стойността на инвестициите на досегашните акционери) без възможност за компенсация на старите акционери.

За постигането на тези цели са създадени новите чл. 112а -112г от ЗППЦК. Увеличението на капитала на публично дружество вече е допустимо единствено, ако преди стартирането на записването на акциите бъдат издадени права, които са безналични и свободно прехвърлими. Срещу всяка съществуваща акция преди увеличението се издава по едно право. Акционерният състав 14 дни след датата на решението за увеличение на капитала от общото събрание или 14 дни след обнародване на решението на управителния орган за увеличение на капитала получава служебно по сметки в Централен депозитар по едно право срещу всяка съществуваща акция. Единствено притежатели на права имат право да запишат от новите акции, като записването на нови акции води до обезсилване на съответните права. Едновре-

менно с подписката за записване на акции от увеличението се дава възможност на всеки притежател на право да го продаде на регулиран пазар, т.е. паралелно с подписката се извършва и търговия на правата. Записването на акции се извършва директно в Централен депозитар посредством инвестиционен посредник, негов член. Срокът за прехвърляне на правата е не по-кратък от 14 дни и не по-дълъг от 30 дни. Срокът за записване на акции е не по-кратък от 30 дни и започва едновременно със старта на прехвърлянето на правата, но не може да приключи по-рано от 15 дни след изтичане на срока за прехвърляне на правата. Допълнително, 5 работни дни след приключване на срока за прехвърляне на правата, се организира еднократен аукцион за продажба на всички неизползвани права. В тези случаи емитента действа за сметка на своите акционери като им разпределя съразмерно получените приходи от аукциона. Целта на този аукцион е да се направи последен опит за обезщетение на досегашни акционери, които няма да си закупят от новите акции. По този начин се намалява и рискът от непроджба на право поради неинформираност или поради други възпрепятстващи дребните акционери причини.

Новият метод за увеличение на капитала на публичните дружества безспорно гарантира преференциалните права на старите акционери и до голяма степен им позволява справедливо обезщетение при нежелание за участие в увеличението. Потенциален проблем при този метод е липса на достатъчна защита, която да гарантира на настоящ инвеститор (акционер), че той ще може да се обезщети в достатъчна степен при много ниска емисионна цена на новите акции и нежелание за тяхното закупуване, т.е. липса на гаранция, че евентуалната цена на правата ще компенсира спада на стойността на притежаваните от инвеститора акции³⁹.

³⁹ Този проблем е породен от ниската ликвидност на голяма част от публичните дружества и от силната концентрация на собственост в тях. (Вж. Разд. II Бел. ред.). Това води до липса на инвеститорски интерес при увеличение на капитал и няма почти никаква търговия на права или пък ако има, цените на правата са нищожни и не обезщетяват акционера от спадането на стойността на акциите му след увеличението. Съответно, мажоритарния собственик може да изкупи всички права на нищожна цена на финализиращия аукцион. Така специалният ред за увеличение на капитал на публично дружество може да се използва от мажоритарен акционер като средство за превземане на компанията на нищожна цена и в ущърб на останалите акционери. За разлика от изискванията за определяне на цена при търгови предложения за закупуване или замяна на акции, която е обвързана с три аналитични метода плюс борсова цена, то при увеличения на капитал няма изисквания към емисионната цена на новите акции (Б. а.)

Определена трудност също така е липсата на възможност за публичните дружества да организират подписка с наддаване от страна на купувачите на нови акции, което би довело до нарастване на допълнителния им капитал едновременно с основния. Трябва да се спомене и фактът, че броят на издадените права точно съответства на броя на акциите преди увеличението на капитала, което би създавало проблеми при упражняването на правата и формиране на продажната им цена – съществува голям риск с едно право да може да се запише част от нова акция или няколко нови акции плюс част от допълнителна акция, т.е. единствената възможност за пълно оползотворяване на правата е акумулирането на повече от едно право от съответните лица. Идеята на закона е правата да се търгуват само на регулиран пазар, но от друга страна в него се говори за срок на прехвърляне на правата, а това означава че срокът за реалната им търговия е минимум 3 работни дни по-кратък поради технологичното време за реалното прехвърляне в ЦД. Проблем създава и обстоятелството, че в закона не е определен точният момент, когато се фиксират в Централния депозитар използваните права, които ще бъдат пуснати за продажба на специалния аукцион, цитиран по-горе.

В чл. 114, 114а и 114б, както и чл. 116а-116г от ЗППЦК се вменяват нови изисквания относно действията на управляващите органи на публичните дружества, най-вече с цел защита правата на акционерите и засилване на техния контрол върху управляващите. Въвеждат се редица случаи на забрана за разпореждане с имущество на дружеството или за сключване на сделки от заинтересовани лица, освен при изрично упълномощаване от общото събрание на акционерите. Много от новите разпоредби в цитираните членове са продиктувани от съвременните тенденции на корпоративно управление. В тази връзка е залегнало и изискването на чл. 116г от ЗППЦК за назначаване на директор за връзки с инвеститорите. Директорът за връзки с инвеститорите се отчита за дейността си пред общото събрание.

Отговорностите при провеждане на общо събрание на публичните дружества се засилват от чл. 115 – 117. Всяко дружеството се задължава да изпрати протокола си от всяко общо събрание на Комисията и БФБ-София в тридневен срок от провеждането му. Редът за определяне на лицата, имащи право на дивидент и за получаване на дивидента, е по-подробно описан в чл. 115а и 115б. Съществен момент в случая е

уредбата на изплащането на дивиденди със съдействието на ЦД, което ще улесни изключително този процес, а и ще съкрати разходите по получаване. Точната процедура ще бъде разписана в специална Наредба.

Чл. 119 от ЗППЦК съдържа промени за отписването на дружества от публичния регистър, които дават лесна възможност за отписване на всички малки дружества с мажоритарен собственик, притежаващ над $\frac{2}{3}$ от дружеството и засилват изискванията при отписване чрез търгово предлагане за изкупуване или замяна на акции.

Явно целите на закона са от една страна да определи минимален праг, при чието достигане да се приема, че дружеството не е достатъчно голямо (стойност на активи под 500 000 лв.) и няма достатъчно акционери (под 300) за да продължи да бъде публично. От друга страна да се осигури сигурна защита на инвеститорите в големите публични дружества. Тези промени са продиктувани от практиката, която отчете липсата на ликвидност и интерес към публичност при малките компании, а съответно показва доста несъвършенства на предходната уредба на отписване от публичния регистър с организиране на търгово предложение.

Другите изменения на ЗППЦК във връзка с подобряване на корпоративното управление са свързани най-общо с:

- ◆ промени в реда за преобразуване на публичните дружества;
- ◆ уреждане на договор за съвместно предприятие;
- ◆ промени в изискванията за разкриване на дялово участие (уеднаквяват се изискванията за всички регулирани пазари – 5% и кратни на 5%);
- ◆ промяна в реда за осъществяване на търгови предложения и изискванията за отпращането им;
- ◆ доразвитие на забраните за пазарни манипулации на ЗППЦК;
- ◆ промяна във възможните активи за инвестиране от инвестиционните дружества от отворен тип;
- ◆ доразвитие на принудителните административни мерки и административно-наказателната отговорност.

Основният метод за превземане на публично дружество е чрез отпращане на търгово предложение за изкупуване или замяна на акциите на останалите акционери в него. ЗППЦК позволява и използването и на други два подхода за тези цели, а именно: увеличаване на капитал и преобразуване.

Последните изменения в ЗППЦК въвеждат доста сериозни мерки за защита на правата на акционерите при отправяне на търгово предложение, най-сериозните от които са задължителните финансово-счетоводни методи за определяне на цената на предложението, което защитава акционерите при ниска ликвидност на техните акции и невъзможност да се приеме, че борсовата им цена е справедлива. Видно от примера (Казус 5), е че практиката през изтеклата година отчита положителния ефект от тези промени. По друг начин стои въпросът за увеличението на капитали и преобразуванията.

Засилената защита при търговите предложения насочва вниманието на някои агресивни инвеститори (особено на мажоритарните собственици в дружествата) към търсене на алтернативни подходи за превземане на максимален дял в интересуващото ги дружество. Описаните недостатъци при реда за увеличения на капитали изпъкват най-остро при нисколиквидни дружества със силна концентрация на собственост.

В такива случаи (Вж. Казус 4 “Антикороза” АД – Кнежа, Б.р.) едно увеличение на капитал може да се използва за увеличаване на дела на мажоритарния собственик в дружеството едновременно със силно “размиване” на стойността на акциите.

Едно обикновено математическо изчисление ще покаже, че например при изкупуване на солидно количество права на нищожна цена от няколко стотинки, с които се записват евтини акции на емисионна цена от 1 лв., може да се окаже доста по-евтин начин за превземане на дружеството от търговото предложение. Разбира се, при този подход дребните акционери ще понесат всички негативи. В тази връзка може да се заключи, че въпреки усилията настоящия ЗППЦК не защитава в достатъчна степен правата на акционерите при увеличенията на капитали и създава предпоставка за използване на този подход от недобросъвестни собственици за превземане на дружеството, заобикаляйки сериозните мерки за защита при търговото предложение.

ЗППЦК описва доста подробно реда за осъществяване на преобразувания на публични дружества, но както е видно от посочените примери като че ли този ред касае по-скоро отношенията между дружеството и КФН, а не е обърнато внимание на нуждата от своевременно разкриване на информация пред регулирания пазар с оглед предотвратяване на търговия с вътрешна информация от една страна, и евентуалното временно спиране на търговията – от друга страна.

Може би в предвидената наредба, която ще регулира преобразуванията в детайли, или в последващите промени в ЗППЦК следва да се обърне особено внимание на информираността на регулирания пазар и на публиката при стартиране на такива производства. Допълнително трябва да се предвидят всички случаи на задължително временно спиране на търговия, сроковете за спиране, както и да се ограничи кръга на възможните преобразувания на публични дружества. Ограничаването се налага от факта, че акциите на публичните дружества са безналични, те се търгуват на регулирани пазари и е задължително да бъдат спазени принципите на равнопоставеност на акционерите и на прозрачност във всякакви корпоративни събития.

Казус 5. “Парк хотел Москва” АД - търговски предложения за закупуване на акции

На 26.06.2001 г. ”Българска Холдингова Компания” (БХК) АД чрез упълномощения инвестиционен посредник “София Инвест Брокеридж” АД внася търгово предложение за закупуване на акциите на “Парк хотел Москва” АД. Броят на акциите, обект на търговото предложение е 86 651, като самият предложител притежава 2 226 927 бр. /96.25% от капитала/. Предлаганата цена за една акция е 1.00 лв. В рамките на периода, използван за определянето на пазарната цена на акциите на дружеството, на БФБ-София АД са се сключвали сделки на нива между 0.50 и 1.40 лв., но в голяма част от тях продавач се е явявал упълномощеният инвестиционен посредник. Последователно, на 5-ти и 24-ти юли 2001 г. ДКЦК издава временна и окончателна забрана за публикуването на търговското предложение.

На 27.02.2003 г. БХК АД отново внася търгово предложение към акционерите на “Парк хотел Москва” АД, този път чрез инвестиционния посредник “Авал ин” АД. Предложението се отнася за 87 286 акции, като търговият предложител притежава 9 307 856 бр. / 99.07% от капитала/. Предлаганата цена е 1.47 лв. Към тази дата дружеството се търгува на БФБ-София АД на нива от около 1 лв. С решение от 11.04.2003 г. КФН разрешава публикуването на търговското предложение, като броят акции, придобити в резултат на него е 9 225. Второто предложение е отправено след влизане в сила на Наредбата за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително

към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане. Съгласно нейните разпоредби и с оглед по-голяма прецизност и защита на акционерите при обосновката на цената на търговото предложение е необходимо да се използват и други, счетоводни методи, освен пазрната цена на БФБ-София. В конкретния случай, при обосновката на предлаганата цена за една акция са използвани и трите метода, посочени в наредбата, като по метода дисконтираните нетни парични потоци е изчислена цена на 1 акция от 0,26, по метода на нетна стойност на активите тя е 1,57 лв., а по метода на съотношението цена/печалба на дружества аналози – 0,26 лв. Съгласно наредбата, на трите метода са присвоени относителни тегла, като в случая те са 10 %, 80 % и 10 %. Преди влизането ѝ в сила търгови предложения (с изключение на това на “Солвей-Соди” АД, което се осъществи на над 3 пъти по-висока цена от пазарната, въпреки че мажоритарният собственик закупи над 400 000 акции преди внасянето му за одобрение) се осъществяваха на текущи пазарни цени и акционерите на дружествата нямаха реална мотивация за приемането им освен факта, че търговото предложение е било извършено с цел отписване на дружеството от регистъра на ДКЦК.

Казус 6. “Дружба” АД и “Стинд” АД

На 06.11.2002 г. в ДКЦК постъпва заявление от “Дружба” АД, гр. Пловдив и “Стинд” АД, гр. София с искане за одобрение за плана за преобразуване на дружествата чрез вливане на Стинд “АД в “Дружба” АД, докладът на Съвета на директорите на преобразуващите се дружества и докладът относно проверка на резултатите от оценката и плана за преобразуване, изготвен от независимите експерти. В плана за вливане на “Стинд” АД в “Дружба” АД е определено съотношение на замяна на акциите на преобразуващите се дружества - акционерите на “Стинд” АД при вливането ще получат акции от “Дружба” АД в съотношение една акция от “Дружба” АД за 18.94 броя акции от “Стинд” АД. Съгласно представената информация справедливата цена на една акция от капитала на “Дружба” АД е 15,15 лв.

Горепосоченият план за преобразуване не е внесен в “БФБ-София” АД, въпреки че тази информация се явява съществена по

отношение на цената на акциите на дружеството. Неразкриването на информацията относно предстоящото преобразуване, въпреки че самият план все още не е одобрен от ДКЦК, от една страна представлява пропуск на законодателството и създава сериозни предпоставки за търговия въз основа на вътрешна информация. От друга страна, предвид сравнително дългата процедура по одобрение на плана и свързаните с нея срокове, спирането на търговията с акциите на дружеството, за да се избегне възможността за търговията с вътрешна информация, е нецелесъобразно. Въпреки това, на 21.11.2003 г. Съветът на директорите на БФБ-София временно прекратява търговията с акции на “Дружба” АД гр. Пловдив, до изтичане на срока по чл. 91 от ЗППЦК (срока за одобрение на плана за преобразуване) поради откриване на производство по налагане на принудителна административна мярка по чл. 212, ал. 1 т. 4 от същия, на Българска Фондова Борса-София АД.

На 04.12.2002 г. ДКЦК одобрява плана за преобразуване чрез вливане на “Стинд” АД гр.София в “Дружба” АД, гр.Пловдив, доклада на Съветите на директорите на преобразуващите се дружества и доклада на независимите експерти. Въпреки това, горепосоченият одобрен план за преобразуване е внесен в БФБ-София АД едва на 04.03.2003 г. На 10.04.2003 г. ОСА, на “Дружба”АД-Пловдив взема решение за преобразуване на “Дружба”АД - Пловдив чрез вливане на “Стинд”АД-София в дружеството и свързаното с него увеличение на капитала на дружеството от 3 548 158 лв. на 6 689 562 лв., чрез издаване на 3 141 404 бр. акции с номинална стойност 1 лв. На 02.06.2003 г. Пловдивския ОС вписва тези обстоятелства в търговския регистър, с което финализира процедурата по преобразуването.

Казус 7. “Индустириална Холдингова Компания” АД

На 29.10.2002 г. “Индустириална холдингова компания” АД, гр. София внася в Държавната комисия по ценните книжа заявление с искане по чл. 124а, ал. 1 от ЗППЦК за одобрение от ДКЦК на плана за преобразуване на дружеството чрез отделяне на дружество, в което ще се концентрират притежаваните от “Индустириална холдингова компания” АД активи в ЗИИУ “Стандарт” АД, гр.Благоевград, както и доклада на Съвета на директорите (СД) на преобразуващото се дружество и експертното становище относно

проверка на резултатите от оценката и плана за преобразуване, изготвено от независимия експерт.

В документите представени във връзка с преобразуването е определено съотношение на замяна на акциите на преобразуващото се дружество - срещу една акция на “Индустриална холдингова компания” АД всеки акционер може да получи една акция от новообразуваното дружество. Съотношението на замяна е едно към едно, като е предоставена възможност на досегашните акционери да заменят всички притежавани акции до момента или само част от тях срещу акции от отделеното дружество.

По аналогичен начин на описания по-горе, планът за преобразуването на дружеството е одобрен от Съвета на директорите (СД) на 30.09.2002 г., но БФБ-София не е уведомена за това. В този случай дори съществува едномесечен период между датата на одобрението от Съвета и датата на внасянето на плана в ДКЦК, което допълнително създава предпоставки за търговия с вътрешна информация.

На 27.11.2002 г., ДКЦК одобрява плана за преобразуване на “Индустриална Холдингова Компания” АД-София, съгласно който справедлива пазарна цена на акциите е 2,66 лв., а съотношението на замяна на акции на “Индустриална Холдингова Компания” АД-София, срещу акции на новообразуваното дружество е 1:1. От “Индустриална Холдингова Компания” АД-София се отделя дружество, в което ще бъдат прехвърлени 27,516% от чистата стойност на активите на “Индустриална Холдингова Компания” АД-София или в акции отношението е както следва: 231 224 бр. акции следва да останат в “Индустриална Холдингова Компания” АД-София, а 87 776 бр. акции следва да останат в новообразуваното дружество. Акционерите на “Индустриална Холдингова Компания” АД-София се разпределят по следните принципи: Акционерите могат да запишат за замяна своите акции от обнародване на поканата за свикване на ОСА, на което ще се вземе решение за преобразуване до един ден преди деня на провеждане на ОСА. Ако бъдат записани за замяна повече акции, ще бъдат заменени първите 87 776 бр. акции. Ако остане непопълнен капитал, за размера до 87 776 акции, разпределението на акциите ще се извърши по предложение на Съвета на директорите, одобрен от същото ОСА.

На 06.01.2003 г. Общото събрание на акционерите взема решение преобразуване на “Индустриална Холдингова Компания” АД

чрез отделяне на дружество, така както е предложено от СД в Плана за преобразуване и Доклада на Съвета на директорите. Новообразуваното дружество е “Интер Стандартс” АД, с капитал 87 776 лв., разпределен в 87 776 бр. акции с номинална стойност 1,00 лв. От “Индустриална Холдингова Компания” АД се прехвърлят 1 888 бр. акционери с 87 776 бр. акции към новообразуваното дружество и се блокира прехвърлянето на акции на акционерите, които преминават към новообразуваното дружество до вписването му в ЦД.

С Решение на Софийски градски съд (СГС) от 24.01.2003 г., се приключва производството по преобразуване, като се вписва отделянето от “Индустриална Холдингова Компания” АД-София на новото дружество – “Интер Стандартс” АД и се намалява капитала от 319 000 на 231 224 лв.

6.8. Перспективи за появата на нови публични дружества на борсата

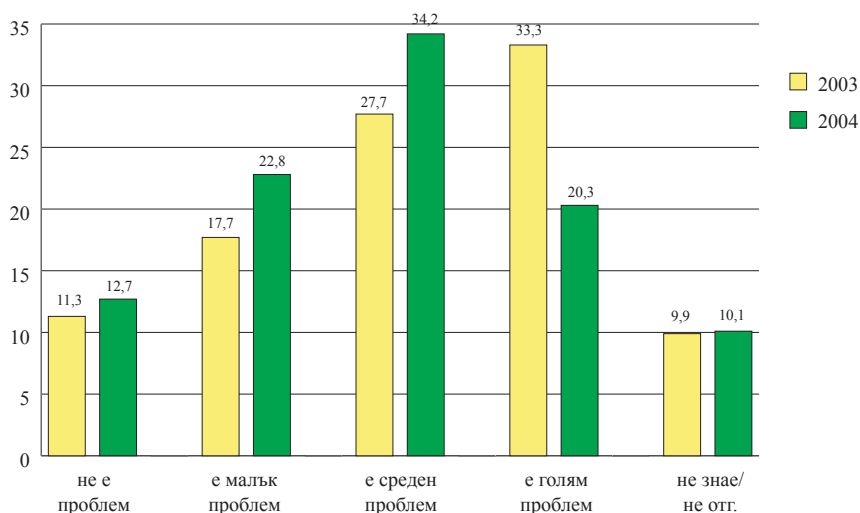
Когато анализираме перспективите за развитие на фондовата борса и корпоративното управление, несъмнено важен елемент е възможността нови фирми да направят първоначално набиране на капитал на борсата. 2003 година отбеляза първата поява на неприватизиращо се ново публично дружество – “Български информационни технологии” (БИТ) (макар и с малка част от капитала), а през 2004 г. първото чисто българско дружество набра капитал на борсата – Инвестор.БГ (малко повече от половина от общия ѝ капитал). Показателно е, че и първата кампания с пускане на облигации на борсата преди няколко години беше от ИТ компания (ПроСофт). Предвижданията са, че и други ИТ компании ще се опитат да се качат на борсата, или поне ще бъдат сред целевата аудитория на стратегията на БФБ за привличане на нови емитенти. Сред тях вероятно ще бъдат Орбител, някоя от водещите местни търсачки (по примера на Google) и доставчици на веб-базирана поща.

Една много привлекателна група компании за БФБ са тези с финансиране с дялово участие от страна на институции като Европейската банка за възстановяване и развитие (ЕБВР) (каквото е примера с Орбител), Българо-американската кредитна банка (БАКБ), Кеърсбек и др. От една страна инвеститорите гарантират едно добро корпоратив-

но управление, а от друга – на борсата инвеститорите имат възможност за по-елегантен изход от капитала (което рано или късно трябва да стане) и от трета, те индиректно постигат същата цел, с която са финансирани тези компании, а именно – да подпомогнат развитието и реструктурирането на частния сектор и пазарната икономика в България.

Емитирането на акции на борсата като форма за финансиране на дружествата трябва да се анализира преди всичко именно в този контекст. Т.е. престижността да бъдеш на борсата едва ли скоро ще бъде основен мотив да се качиш на борсата; по-скоро очакванията за достъп до краткосрочно по-евтин финансов ресурс ще бъдат решаващи. Българските акционерни дружества⁴⁰ оценяват едно леко подобрение в достъпа до финансиране за бизнес дейности през 2004 г. в сравнение с 2003 г. (фиг. 11).

ФИГУРА 11. ДОСТЪП ДО ФИНАНСИРАНЕ ЗА БИЗНЕС ДЕЙНОСТИ



Източник: Витоша Рисърч

⁴⁰ Национални изследвания на Витоша Рисърч: март 2003 г., база: 141 дружества и март 2004 г., база: 79 дружества

В същото време, дружествата оценяват негативно развитието на банковото кредитиране на бизнес дейностите през последната година (за разлика от улесняването на кредитирането на крайните потребители) както по отношение на достъпа до кредит, така и по отношение на цената му (Таблица 13).

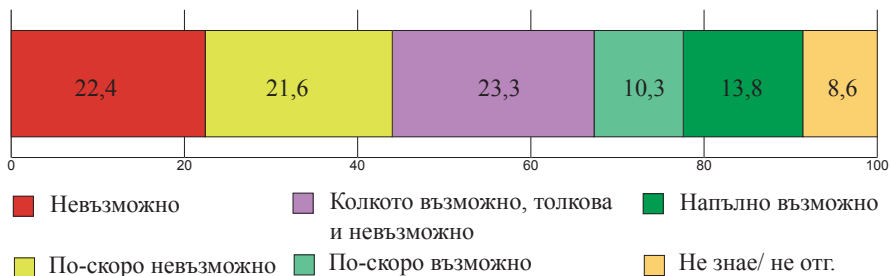
ТАБЛИЦА 13. ДОСТЪП И ЦЕНА НА БАНКОВИЯ КРЕДИТ ЗА ФИРМИТЕ

	Получаването на банк. кредит в България е трудно		Лихвени %-ти по кредитите в България са високи	
	2003	2004	2003	2004
Напълно съгласен	31,2	38,5	48,2	49,2
По-скоро съгласен	32,6	35,4	34,8	36,9
По-скоро несъгласен	25,5	23,1	9,2	6,2
Напълно несъгласен	6,4	1,5	4,3	3,1
Не знае/Не отговорил	4,3	1,5	3,5	4,6

Източник: Витоша Рисърч41

Разликата в тези две тенденции частично може да се обясни с нарасналата увереност на фирмите, че е по-добре да търсят капитал на борсата. Други обяснения могат да се търсят във възможностите за чуждестранно финансиране или от местни бизнес-партньори, както и от намалено търсене на финансиране, но макроикономическите показатели не дават основания да повярваме на тези хипотези.

ФИГУРА 12. НАБИРАНЕТО НА СРЕДСТВА ЧРЕЗ ЕМИТИРАНЕ НА АКЦИИ



Източник: Витоша Рисърч, 2003 г.

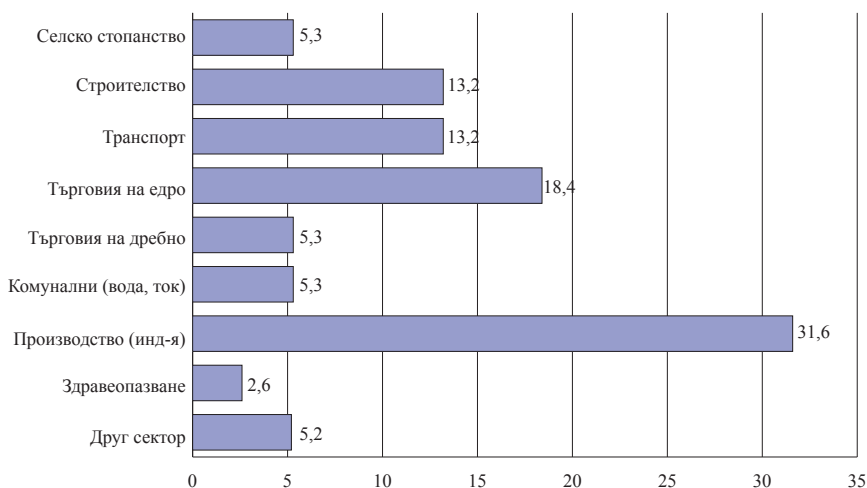
⁴¹ Национални изследвания, март 2003 г., база: 141 акционерни дружества и февруари 2004 г., база: 65 акционерни дружества.

Нагласите на акционерните дружества през 2003 г. относно набирането на средства чрез емитиране на акции са доста консервативни – 44% не смятат възможно да наберат капитал по този начин, но въпреки това, имайки предвид неразвитостта на борсата ни и липсата на традиции, равнището на оптимистите от около 24 % ни се струва обещаващо. Нещо повече, данните от 2004 г. показват, че този оптимизъм не се дължи на сляпа вяра във възможностите на борсата, а на реални преценки. През март 2004 г. 20% от анкетираните акционерни дружества обсъждат перспективата да емитират акции (или облигации) на борсата, а 1% вече са в процес на подготовка на проспект.

Заслужава да се отбележи факта, че някои неакционерни дружества – общо 6% от изследваните неакционерни дружества също обсъждат възможността да емитират акции или облигации на борсата, а други 2% вече са я отхвърлили като неподходяща на този етап.

Допълнителен аргумент за тезата, че борсата има шанс да спечели доверието на повече нови фирми, които да емитират акции (и облигации) е фактът, че сред фирмите, които обсъждат възможността да емитират ценни книжа на борсата има дружества от целия спектър на икономиката (фиг. 13).

ФИГУРА 13. РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ДРУЖЕСТВАТА, КОИТО ОБСЪЖДАТ ЕМИТИРАНЕТО НА АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ ПО СЕКТОРИ ОТ ИКОНОМИКАТА (В ПРОЦЕНТИ)



Източник: Витоша Рисърч, март 2004 г.

В заключение, една малко изследвана опция за държавната подкрепа в развитието на БФБ е по-сериозното използване на публично-частни партньорства, в които държавата или общините (или специално регистрирани дружества за целта) получават тип концесионни (когато има монопол) или други права (при възможност за конкуренция) да предоставят (или съдействат за предоставянето) на публични услуги като например услугите на електронното правителство и едновременно с това емитират акции на борсата. По този начин едновременно може да се намери финансиране на проекти, за които бюджета така или иначе не може да намери пари или които биха могли да се самоиздържат при добро управление (което обикновено политическите партии не могат да осигурят в дългосрочен план).

VII

Един особен поглед върху спецификата на българското корпоративно управление

През последните години се наблюдава засилен интерес към проблемите на корпоративното управление⁴². В основата на дебата стои въпросът как да се защитават сегашните и бъдещите акционери от потенциалното мениджърско “отклоняващо се поведение”. Това е проблемът за защитата на “парите на другите” (Adam Smith, 1776), на дребните разпръснати акционери в американските корпорации (Veagle&Means, 1932), на американските граждани – инвеститори в пенсионни фондове (след Азиатската криза през 1996-1997 г.), на българските граждани – дребни инвеститори (след масовата приватизация през 1996-1997 г.) и т.н.

⁴² Оригиналният термин *corporate governance* се превежда на български като корпоративно управление или корпоративен контрол (Бел. ред.)

Според съвременните изследвания корпоративното управление разглежда начините, чрез които тези, които финансират корпорациите се подsigуряват да получат възвръщаемост от техните инвестиции (Schleifer&Vishny,1997)⁴³. По-широкото дефиниране на корпоративното управление (стига да не е толкова широко, че да се размие във всички отношения на корпорациите) включва системата от закони, регулатори, прилагане на законите, институции и неформални норми, които определят инвестиционните отношения между спестители (инвеститори) и мениджъри. Основният фокус са отношенията между всички основни икономически актьори “около” корпорацията, в това число и между корпорацията и правителството.

Класическият клон в литературата обикновено изследва концентрацията на собствеността, типове собственици и управленските механизми (governance structures). Съвременният клон акцентира върху правната среда, в която компаниите съществуват. Приемането и спазването на етичните правила за управление на компаниите са нов важен елемент, допълващ правната рамка.

7.1. Проблемът: мениджъри на “парите на другите” и собственици, финансиращи “проекти на другите”

Корпоративното управление се фокусира върху отношенията между висшестоящи мениджъри (вземащи решения за “парите на другите”) и акционери (дали парите си за инвестиционни проекти на другите), специфичния конфликт на интереси между тях основан на различните им цели и предпочитания към риска и механизмите за разрешаване на този конфликт, насочени към задоволяване на интересите на акционерите. Това е гледната точка на *теорията на представителството (agency theory)*, фокусираща се върху отношенията между акционерите (принципала) и мениджърите (агента)⁴⁴.

⁴³ Schleifer, A. and Vishny, R. A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, 52,2, 1997, pp. 737-783

⁴⁴ Някои съвременни изследвания акцентират върху задоволяването на интересите на всички икономически актьори в корпорацията (работници, доставчици, клиенти, кредитори и др.), но както казва Милтън Фридман в едно от последните си интервюта крайната цел на корпорацията е задоволяването на акционерите, защото те са носителите на остатъчния риск, Financial Times, 8 June 2003. (Визираната концепция е известна като концепция за т.н. stakeholders - “всички икономически агенти, които имат интерес от дейността на фирмата” и включва дори по-широки социални групи, напр. общините. Бел. ред.)

Защо се обръща толкова внимание на задоволяване интересите на всички във фирмите и “около” фирмите, а не само на акционерите? Просто защото фирмите днес работят в изключително наситена информационна среда, несравнима с тази от преди години. Фирмите днес “излъчват” десетки пъти по-голям обем информация от фирмите, да кажем, преди 50 години и същевременно те получават огромен обем информация.

От друга страна, в *крайна сметка*, водещото начало в работата на мениджърите трябва да бъдат интересите на акционерите, защото те наистина носят остатъчния риск. Проблемът е, че различните акционери имат съвсем различни интереси. На пръв поглед нещата изглеждат така: мениджърът трябва да се съобрази с волята на акционерите. Но тази воля е твърде често неконсенсусна, с противоречиви искания. Добрият мениджър трябва да бъде и добър политик – да убеди всички акционери, че политиката, която провежда е оптимално добрата за всички тях, а не за всеки отделен акционер. Именно затова мениджърите застъпват широко правилата за управление на фирмите в техните сайтове, за да формулират тази всеобща воля на акционерите.

7.1.1. Ролята на мениджърите

В основата на тази теория стои разбирането, че ако няма институционални ограничения агентите, разпореждащи се с “парите на другите”, ще преследват личния си интерес с измама (*managerial opportunism*). Въпреки многобройните факти и скандали, потвърждаващи това разбиране, съществуват и други по-оптимистични виждания за ролята на мениджърите. Такива са например разбиранията, според които мениджърите и собствениците са един отбор. Мениджърите се стремят да съхраняват репутацията си, разглеждана като форма на капитал, и враждебното отношение между принципала и агента е изключение, а не правило. Управленските механизми не трябва да спъват мениджърската инициатива.

Други оптимистични идеи (завършващи обикновено с печален край) са основани на разбирането, че някакви убеждения (например комунистически или религиозни) могат да играят ролята на ограничител спрямо мениджърските “отклонения”. Българският опит през 80-те години с експериментиране на различни икономически меха-

низми, разчитащи на “честността” на комунистическите мениджъри, потвърждава в крайна сметка основната идея на теорията за представителството. А тя е: без външни институционални бариери вероятността за неефективно мениджърско поведение става неоправдано висока. Обаче това не трябва да води до някакъв социален фатализъм, познат от комунистическото минало на България. С ефективна или неефективна система на национално корпоративно управление (законова рамка, съдебна система, финансова преса и корпоративна култура) в крайна сметка поведението на мениджърите ще зависи от техните лични качества и ценности.

Коя е мениджърската класа в България? Какво образование има и какви национални ценности? Всеки от милионите акционери след масовата приватизация в България си има свой отговор. Всеки мениджър е нещо индивидуално. А и околната среда е често пъти уникална за отделния мениджър. Законовата рамка е само част от околната среда. Дори понякога тя може и да не е решаваща за конкретните действия на даден мениджър. Общата тенденция е, че днешният мениджър трябва да работи и да управлява фирмата си не просто съобразявайки се с това какво става в неговия град, но и с това какво става в цялата страна, дори и в целия свят. Една фирма, ако не може да съпостави дейността си с фирмите от целия свят, рано или късно ще загине. Тя може да се затвори, да се ограда със собствена “желязна завеса” да си вярва, че ще може да продава същата продукция със същото качество и със същите разходи и занаят. В момента в света тече информационната революция. И който се затвори зад “желязната завеса”, в рамките на собственото си малко населено място, е обречен да загине. Другата страна на тази теория, която обикновено се приема за ясна и без коментар, е идеята за рационалното поведение на акционерите.

7.1.2. Ролята на акционерите

Акционерите внасят свои средства (спестявания) на свой риск и получават плодове от делата на мениджърите. Оттук теорията допуска, че няма основание те да не са заинтересувани от съдбата на акционерните дружества (противно на рационалните очаквания акционерската незаинтересованост е факт след масовата приватизация в България). Според изследванията основен интерес на акционерите е

получаването на устойчив нарастващ доход от своите вложения. Типичният дребен акционер не се намесва в управлението на компаниите (както е и в България за периода 1998-2003 г.). Ако не е доволен от мениджърските решения, той просто напуска като си продава акциите и така дава оценка на мениджърските решения (както не е в България през разглеждания период).

Ако акционерът в САЩ не е доволен – той просто абдикира от дружеството, продава си акциите и влага парите си другаде. А къде българският акционер да си продаде акциите, ако не е доволен от мениджърите на дружеството, в което е акционер по модела на масовата приватизация? Просто няма такъв пазар. Ако имаше вторичен пазар (фондова борса), тогава натискът на този пазар срещу зле работещите мениджъри щеше да е огромен. Защото на зле работещите фирми на фондовите борси акциите падат. На зле работещите български фирми няма как да паднат акциите, просто защото няма действаща фондова борса (в момента акции само на 30 фирми редовно се търгуват на борсата). Но добре действащата фондова борса е като болката за здравия организъм. Тя казва дали икономиката на страната е добре или зле. Моделът на прехода в България очевидно е бил тотално сбъркан. Но сега трябва да се гледа напред. А напред означава фирмите в България да започнат да работят при същите принципи и при същите условия, при които работят фирмите от страните с развита пазарна икономика.

В България след масовата приватизация се създава квази-акционер (невложил свои средства на свой риск)⁴⁵. Тепърва предстои формирането на реални акционери, познати от развитите пазарни икономики. Основният интерес на акционерите се изразява в съществуването на две основни институции: (i) капиталовия пазар (където може да продаде акциите си, ако е недоволен) и (ii) институционална среда, която да дисциплинира мениджърите да управляват ефективно. Въпросът за тази институционална среда е същността на дебата за т.нар. корпоративно управление.

⁴⁵ Прецизността изисква да се отбележи, че квази-характерът на акционерите от масовата приватизация не произтича от това, че те не са вложили свои средства на свой риск; иначе всички акционери получили акции по наследство биха били “квази”, а от дефакто непубличния характер на голяма част от компаниите, в които те са “масови” акционери; оттам и ниската ликвидност на техните акции, която пък им пречи да следват примера на американските си колеги (Бел. ред.).

7.2. Системи на корпоративно управление

Класическият клон в литературата обикновено акцентира на концентрацията на собственост, типовете собственици и управленските механизми (governance structures).

Система с разпръсната собственост. В САЩ и Великобритания собствеността е разпръсната; тези страни са най-важните представители на тази система на корпоративно управление и затова тя също е известна като “англо-саксонска” система. Основният конфликт е между дребни разпръснати акционери и висшите мениджъри. Акционерите управляват непряко чрез избрани от тях лица – членове на борда на директорите. Това е едно от типичните проявления на феномена известен като разделяне на собственост и контрол. Преобладаващият тип собственици са разпръснатите акционери. Например в САЩ 80% от 500-те най-големи корпорации нямат акционер, владеещ 10% или повече от акциите. Базово предположение е, че най-едрият или мажоритарен собственик има мотивация и капацитет да дисциплинира мениджърите (Това основно предположение се отнася за тази система на корпоративно управление. При други условия контролиращият едър собственик може да покаже същия опортюнизъм, както и мениджърите в Американската корпорация с разпръсната собственост).

Американската система е на разпръснатата собственост, но в САЩ има много фирми, които са чисто частни⁴⁶ предприятия. При това в някои случаи става дума за фирми, които имат 50 милиарда долара годишен оборот и в тях работят по над 100 хиляди души. Например такава е фирмата “Каргил” от областта на хранително-вкусовата промишленост. За да сравним мащабите, фирми като “Лукойл” имат обем на продажбите около 20 милиарда долара годишно. В някои области – например при винарството в САЩ, най-големите фирми си остават с чисто частна собственост. Така че в САЩ виреят успешно една до друга всички форми на собственост. В кои области е особено необходима разпръснатата форма на собственост? В отраслите, носители на техническия прогрес (например в областта на компютърните технологии – Microsoft и др.). Същото важи и за магазините “Уолт-Март”. Без парите на инвеститорите такива огромни вериги не могат

⁴⁶ В смисъл на английското private companies – на български е възприет терминът “непублични” (Б.р.)

да се създадат. А ако не се създадат в тези мащаби, печалбите няма да бъдат същите, каквито са сега.

Структурите на собственост трябва да се извеждат от изискванията на пазара и на заобикалящия ни свят. Американската икономика е такава, каквато е, не защото принадлежи на определена правна или икономическа система, а защото тя е в състояние гъвкаво да следва потребностите на пазара. Ако няма нови технологични пробиви, изискващи нови концентрации на капитали и разделение на риска между отделните лица, твърде е възможно всички предприятия да станат след време собственост на определени фамилии. Развитието на техническия прогрес обаче ще продължи и занапред да изисква форми на разпръсната собственост и споделен риск между множество акционери.

Система с концентрирана собственост. В по-голямата част на света, обаче, собствеността е концентрирана. Такава е собствеността в страните от континентална Европа, Югоизточна Азия, Япония. Тя още се нарича и “банково-базирана” (bank-based), поради водещото влияние на банките в структурите на собственост. Съществуват две разновидности на тази система: с еднопосочен и многопосочен контрол. В тези страни съществуват и специфични структури на собственост като пирамидална собственост (например в Германия) и кръстосана собственост (Япония).

В страни като Германия, Австрия и Швейцария структурите на собственост са пирамидални. Има верига от собственици като крайният собственик упражнява еднопосочен контрол по цялата верига. *Крайният* собственик е теоретично държавата или семейство (физически лица). Конфликтът тук е между контролиращия собственик-менеджър и дребните акционери. Типичният най-едър *пряк* собственик тук са обикновено нефинансовите компании и финансовите институции (банки, застрахователни компании и др.).

В Япония съществува специфична разновидност на “insider” система. Няколко компании са свързани чрез взаимно владение на своите акции и чрез лицата, заемащи места в техните съвети на директорите. Контролът е многопосочен и всяка компания може да контролира компаниите, които я контролират. В момента в Япония и в Азия протичат изключително сериозни промени на структурите на собственост и управление на фирмите. Днес за да е успешна определена дейност,

тя трябва да е достатъчно специализирана. Днес тези японски кръгове на кръстосана собственост за да оцелеят се принуждават да се специализират в дадена област. Те режат от себе си части, които не са в основното направление на бизнеса им, така както правят и типичните американски фирми. Но този процес изцяло противоречи на идеологията на тези затворени кръгове.

Българската система и собствеността. Откритият нерешен въпрос за икономическата политика в България е към каква система на корпоративно управление върви и трябва да се развива страната – към англо-саксонския модел, “банково-базираната” система, смесен тип между двете (каквото например се наблюдава в Холандия), специфичен български модел. Собствеността в България е на пръв поглед високо концентрирана.

От 176 големи дружества (с капитал над 200 000 лева), листвани на Българската фондова борса, към ноември 2001 г., 64 % от дружествата имат най-едър акционер, владеещ над 50 % от акциите, само 2 % от дружествата имат най-едър акционер, притежаващ под 20 % от акциите и само 1% от дружествата имат разпръсната собственост (най-едрият акционер притежава под 10 % от акциите). Комбинирането на акционерните притежания на първите двама най-едри акционери показва, че 91 % от дружествата са с мажоритарен контрол, комбинирането на първите трима най-едри акционери увеличава това число до около 94 % (Mueller, Dietl, Peev, 2003)⁴⁷.

Тази структура на собственост е сигурен белег, че темповете на технологичното развитие са все още ниски, че все още в България няма възможност бързо да се концентрират капитали, позволяващи реализация на крупни технологични пробиви. Съществуващата в България структура на собственост може и да е подходяща за развитието на млекопреработването и винарството, но не и на електрониката и информационните технологии⁴⁸.

⁴⁷ Mueller, D., H. Dietl, E. Peev, Ownership, Control and Performance in Large Bulgarian Firms, Journal of Institutional Innovation, Development and Transition, vol. 7, 71-88, 2003.

⁴⁸ Връзката между дисперсираната собственост на публичните (нефамилните) компании и отраслите-носителите на висок НТП, респ. големите инвестиционни проекти е противоречива, не е безспорна и почива на архаични представи за корпоративните финанси. Това става очевидно при обратното твърдение - че концентрираната собственост е белег за ниско технологично развитие - което просто игнорира редица примери от световната практика и е вътрешно-противоречиво, защото отхвърля описаната по-горе система на концентрирана собственост в немските и японските фирми. (Бел.ред.)

Основните типове най-едри *преки* собственици в публичните дружества в България са холдинговите дружества (бивши приватизационни фондове), нефинансови фирми, държавата и чуждестранните собственици. Банките и физическите лица не са типичен едър собственик в България през периода 1998-2002 г. Това е българска специфика, която отличава модела на корпоративно управление в България. Съществуват и особени типове акционери като фирмите, регистрирани в офшорни зони и фирми, принадлежащи към групи на интереси (например членовете на Клуб “Възраждане”). Съществува проблемът за идентификацията на *крайните* собственици на дружествата в България. Така например, повечето холдингови дружества имат разпръснатата и неидентифицирана собственост. Това поражда липса на прозрачност и отчетност, а последните са ключови атрибути на ефективното корпоративно управление.

7.3. Управленски структури

За реалното поведение на мениджърите обаче е важно съществуването или липсата и на други институционални структури, насочени към надзор на мениджърската дейност и дисциплиниране на мениджърите. Те са вътрешни (съвет на директорите, пакети с мениджърски компенсации, акции в компаниите, притежавани от мениджърите и др.) и външни (мениджърски трудови пазари, пазар за корпоративен контрол, капиталов пазар).

За страни като България неразвитостта на пазарните механизми определя водещото място на вътрешните управленски механизми. Особени надежди се възлагат напоследък на ролята на борда на директорите и специално на техните външни членове. Практиката на развитите пазарни икономики обаче е показала, че външните или т.нар “независими директори” имат противоречива и често пасивна роля в надзора и не оправдават очакванията за ефективен управленски механизъм.

Участието на мениджърите в собствеността и компенсациите им са други важни механизми, свързващи техните интереси с тези на акционерите. Странно, но в България информацията за мениджърската собственост и техните възнаграждения е забулена в тайнственост (например в САЩ акционерните владения на топ мениджърите и

компенсациите им са публична информация). Информационното откриване на българските компании ще бъде основен фактор за тяхното развитие в близките години.

7.4. Законова среда

Право и финанси. След Азиатската криза (1996-1997 г.) избуява нов клон на литературата по проблемите между собственици и мениджъри, известен като литература върху право и финанси (law and finance). Основното в тази литература е разбирането, че правната среда и прилагането на законите имат значение за защитата на акционерите и кредиторите. Към това се добавя и значението на неформалните правила, неписаните закони и такива икономически категории като “доверие”. Цялата тази рамка определя общата законова среда за защита на акционерите. Променената информационна среда, в която работи съвременната компания, също оказва огромно влияние.

Съвременните изследвания показват два основни типа правна среда съгласно нейния исторически произход. В системите с общо право, такива са англо-саксонските страни (САЩ, Великобритания, Канада, Ирландия, Австралия, Нова Зеландия) и техните бивши колонии (като например Индия и Нигерия), се наблюдава най-силна защита на акционерите срещу потенциалните мениджърски злоупотреби. В другата правна система, а това страните с гражданско право, защитата на акционерите е по-слаба. В тази система се обособяват различни подгрупи страни, като Германска група (Германия, Австрия, Швейцария), Скандинавска група (Дания, Норвегия, Швеция, Финландия), Френска система (Франция), Азиатско-германска група (Япония, Южна Корея, Тайван). Изследванията показват, че от страните с гражданско право, френската правна система осигурява най-слаба защита на правата на акционерите, а скандинавската – най-силна защита.

Подобни изследвания се критикуват от много автори, но въпреки това те посочват отправни точки за правните различия в защитата на акционерите между отделните страни. Една от критиките е, че правните системи показват само различията *де юре*, а същественият въпрос е какви са различията в защитата на акционерите *де факто*. Други проучвания разкриват високата степен на различие (хетероген-

ност) между структурите на собственост на компаниите в една и съща правна система.

Това е особено актуално за България, защото в страни със слабо корпоративно управление се наблюдава съществуването на ефективни структури на собственост и контрол. Въпросът е кои са факторите, които карат фирмите *частно* да налагат тези ефективни структури в дисонанс с обкръжаващата неефективна правна и съдебна система. Компании с различна концентрация на собствеността, различни типове собственици (нефинансови фирми, холдингови компании, чуждестранни инвеститори, офшорни собственици и др.) с различни цели и стратегии, различно образование и ценностна система на мениджърите създават и различни управленски механизми (степен на информационно отваряне на компаниите за потенциалните инвеститори, пакети мениджърски компенсации и др.) за защита на акционерите.

7.5. Корпоративният дизайн в България

Обикновено се приема, че законовата среда е външна (екзогенна) за икономическите агенти, защото е създадена преди много години. В условията на България и другите пост-комунистически страни това обаче не е така. Има субекти, които създават тази среда по свой образ и подобие и в свой интерес. Това е една от съществените разлики с развитите пазарни икономики, където правната система съществува от векове. В България тази среда е неефективна, както е в първите години на прехода (1989-1996 г.). След въвеждането на валутния съвет през 1997 г. има постепенно подобрене. Неотдавнашни изследвания показват, че България е реформирала и подобрила значително своята правна среда, но остават проблемите с прилагането на закона, например ефективността на съдебната система (EBRD, *Strategy for Bulgaria*, 2001).

Въпреки афишираните намерения на различни правителства в България за развитие на капиталовия пазар и външното финансиране на бизнеса, българската реалност е доста по-различна от “конвенционалната мъдрост”. Например в Годишния доклад за конкурентността на българската икономика през 2001 г.⁴⁹, 85% от фирмите декларират, че финансовите пазари са на ниско ниво на развитие и 84% от мени-

⁴⁹ Докладът се издава от Центъра за икономическо развитие.

джърите считат, че е трудно, ако не невъзможно, да получат заем от банките при представяне на добър бизнес план. През последните години обаче възможностите за получаване на заем се увеличиха. Мястото на Българската фондова борса в живота на големите български дружества е незначително. От 45-те най-големи нефинансови дружества в България през 1998, 1999 и 2000 г., на борсата са листвани само една трета. От 100-те най-големи нефинансови дружества през 2000 г., на борсата са листвани само около една четвърт (Реев, 2003). Това означава, че в големите дружества в България проблемите на представителството ще са доста по-различни от конвенционалното разделяне на собственост и контрол, познато от англо-саксонската система на корпоративно управление.

От друга страна, значителна част от акциите на всички публични дружества не се търгуват. Те са в ръцете на едри акционери, които нямат интерес да търгуват активно с тях. На борсата редовно се търгува с акции само на около 30 от дружествата. Този брой не е достатъчен дори за да се състави представителен индекс за развитието на българската икономика.

7.6. Корпоративно управление и последици за обществото

В крайна сметка как корпоративното управление влияе на икономическите резултати и развитието? През 80-те години на миналия век изследванията са склонни да показват предимствата на системите на корпоративно управление, базирани на банките (каквито са например в Германия и Япония). Изтъкват се характерните за тях стабилни дългосрочни отношения между фирмите и банките, противопоставени на типичните краткосрочни стратегии на американските мениджъри, обсебени от представянето на тримесечни финансови отчети пред акционерите (има, разбира се, изключения като Уорън Баффит например). През 90-те години фокусът се сменя и на преден план се изтъкват предимствата на англо-саксонската система, особено на фона на неблагоприятията с японската икономика, колапса на комунизма и тенденциите към глобализация. Корпоративните скандали през 2000 г. в САЩ обаче доказват, че въпреки модните увлечения остава едно просто правило. То е, че всички системи на корпоративно управление имат проблеми на представителство и тяхното конкретно

изучаване води и до диагнозата за създаване на конкретни управленски механизми, характерни само за тези проблеми. Тук унификацията не дава резултати.

Връзките на системата на корпоративно управление са многопосочни. Някой може да каже, че тъй като в България капиталовият пазар и публичните компании имат незначителна роля, то и проблемите на корпоративно управление в тази страна не са толкова съществени, както например в развитите пазарни икономики. Такова твърдение не е вярно поради много причини. Големите дружества представляват важни центрове на власт, способни да формират коалиции за колективни действия и да оказват влияние върху икономическата политика. Липсата на правна защита на дребните акционери, наблюдавана досега в България, високата концентрация на собствеността и съществуването на “преходни” собственици са пречка за развитието на капиталовия пазар. Българските спестители практически влагат своите средства само в банковия сектор срещу нищожни лихви, защото няма друга алтернатива за тях. Банките се чувстват комфортно, разчитайки на този евтин ресурс и според конюнктурата на световния пазар финансират проекти на българските фирми или не ги финансират. Формирането на нови фирми и финансирането на инвестиционни проекти при тези условия се задушава. Оттук заедно със съществуването на търсене на рента (rent seeking) това неизбежно води и до забавяне на икономическия растеж в България. Конкретното проявление на тези връзки обаче се познава слабо и предстои да бъде разпознато като проблем за българското общество.

VIII

Социално отговорно корпоративно управление

8.1. Социална отговорност на бизнеса

В началото на XXI век бизнесът се изправи пред нови предизвикателства както на глобално, така и на национално ниво. В Европа и САЩ набира скорост и публично внимание дискусията за новата социална отговорност на бизнеса, за необходимостта от “нов социален договор” между корпорациите и обществото. Трайно навлезе в употреба представата за корпорацията като “добър гражданин”.

Европейският съюз дефинира социалната отговорност на бизнеса като концепция, според която фирмите доброволно интегрират социалната и екологичната проблематика в дейността си и във взаимоотношенията с партньорите си. Основната роля на всяко предприятие е да създава стойност като произвежда стоки и услуги, носещи печалба не само на собствениците и акционерите, но и на членовете на обществото.

През последните години ЕС заема активна и консенсусна позиция спрямо възможностите за утвърждаване на социалната отговорност на бизнеса. По време на срещата на върха в Лисабон през 2000 г. ЕС изрази големи надежди, че Европа ще се превърне в най-конкурентно-способната и динамична икономика в света, почиваща на знания и способна на устойчиво икономическо развитие, с по-добри перспективи за работа и по-голямо социално сцепление. Европейската среща на върха в Стокхолм (2002 г.) и издаването на Зелената харта от Европейската комисия катализираха дебата по въпроса за социалната отговорност на бизнеса. Поставен бе акцент върху необходимостта компаниите да работят съзнателно за прилагане на тази концепция на практика. През юли 2002 г. Европейската комисия публикува продължение на Зелената харта, озаглавено *“Социална отговорност на бизнеса: приносът на бизнеса към устойчивото развитие”*.

Европейските корпоративни лидери са убедени, че социално отговорното бизнес поведение води до по-голяма иновативност, конкурентноспособност и рентабилност. Въпреки това, само малцина от тях го виждат като отговорност на всеки отдел в техните компании и малко от тях са измерили въздействието на екологичните, социалните и икономическите проблеми върху техния бизнес. Това раздвояване се показва в изследване на Business in the Community (BITC), оглавяваната от бизнеса британска организация, която води кампания за по-голяма социална отговорност на корпорациите.

В изследването участват широк кръг компании, включително Adecco, Anglo American, British Telecommunications, Cable & Wireless, GlaxoSmithKline, Levi Strauss, Morgan Stanley Dean Witter, Norsk Hydro, Renault и Telefonica. За тези бизнес лидери основните фактори, които ще окажат влияние върху дейността им през следващите 5 години, са привличането и задържането на талантлив персонал, способността им за иновации и корпоративната репутация. Загрижеността им за репутацията, заедно с поемането на социални отговорности, са мотивирани основно от възгледите и очакванията на потребителите.

Около половината считат екологичните проблеми за важни за дейността, но само 13% се тревожат за последствията от протестите срещу глобализацията. Те подкрепят силно идеята, че отговорното социално и екологично поведение носи дивиденди, особено ако е водеща част от деловата активност. Почти 80% са съгласни, че фирми-

те, които интегрират отговорни практики, ще бъдат по-конкурентни, а 73% приемат, че “устойчивото социално и екологично ангажиране може да подобри значително рентабилността.” 76% са съгласни, че иновативността и креативността се подпомагат от отговорните бизнес практики. Само малко повече от половината казват, че ползите за бизнеса в резултат на поемането на социална и екологична отговорност от корпорациите не са преувеличени, макар по-голямата част от тежестта да клони към Великобритания, където 74% от лидерите застъпват това становище в сравнение с 47% за останалата част на Европа.

Когато обаче стане дума за интегриране на отговорното поведение във всички аспекти на бизнеса, нещата се променят. Повечето компании съставят изявления на управителните съвети или кодекси на поведението, но по-малко от една трета от тях са правили някога оценка на рисковете и възможностите, възникващи вследствие на екологичните, етичните и социалните въпроси. Само половината си поставят задачи за изпълнение в тези области.

Изглежда обаче, че поне някои бизнес лидери са наясно със съществуващото разминаване. Почти половината са съгласни, че компаниите не обръщат достатъчно внимание на стойността, която социалните и екологичните инициативи могат да им донесат, макар почти всички да приемат, че висшето ръководство е отговорно за провеждането на тези програми.

Проучването показва несъгласие между бизнес лидерите във Великобритания и тези в останалата част на Европа по въпроса в чий правомощия трябва да бъде социалната отговорност на компаниите. Докато 43% от британските директори смятат, че всички отдели на една фирма трябва да се ангажират, едва 10% от висшите ръководители в останалата част на Европа споделят това мнение. Според WITS това показва, че Великобритания е по-напреднала по пътя на интегрирането на корпоративната социална отговорност, отколкото останалата част на Европа. Почти 60% от шефовете в Европа без Великобритания смятат, че корпоративната социална отговорност трябва да е задача на маркетинг отделите. С това мнение са съгласни само 37% от британските лидери. “Изследването показва, че корпоративната социална отговорност не е неразделна част от организацията, ето защо

е тревожно да се възлага като задача на маркетинга преди да се приложи към целия бизнес”.

Впрочем спорът как да се установи дали една корпорация е “социално отговорна” и дали тя изобщо може да притежава подобно качество съвсем не е отскоро. През 1920 г. Хенри Форд заявява: “Фирмата трябва да носи печалба, иначе ще загине. Но ако искаме от фирмата единствено да се бори за по-голяма печалба, нейната участ ще бъде същата, защото няма да има причина да съществува.”

Петдесет години по-късно Милтън Фридман публикува в *New York Times Magazine* статия, посветена на социалната отговорност на корпорацията. В нея Нобеловият лауреат твърди, че в едно общество, което е възприело принципите на пазарната икономика и свободното предприемачество, единствено индивидите носят социални отговорности. Социалната роля на бизнеса се свежда до оптимизиране на печалбата (разбира се, при спазване на законите и деловата етика), а корпорациите изобщо не са задължени да спазват никакви стандарти за “социалноотговорно поведение”.

Тази професионална дискусия не е приключила и едва ли някога ще приключи с консенсус. Но най-тежкото становище в нея даде самата социална практика в края на ХХ и началото на ХХІ век. Водещите световни икономически сили, особено в Европа и Северна Америка, въведоха много строго законодателство за опазването и възпроизводството на околната среда, защитата на потребителите, условията на труд, правилата на наемане на работна ръка и полагащите се обезщетения. А именно тези, както и редица други аспекти на бизнеса, се третираат като показатели на социалноотговорното поведение на фирмите.

В действителност огромното мнозинство от населението в развитите страни вече е възприело идеята за нов “социален договор” между корпорациите и гражданското общество и е “възложило” контрола за неговото спазване както на правителствата, така и на разнообразните неправителствени организации. В сърцевината на тази идея заляга разбирането, че съвременната фирма трябва да отчита интересите и обосноваваните претенции не само на своите собственици и акционери, а и на много по-широк кръг от социални партньори – работници и служители, клиенти, делови партньори, местни общности. Освен това наред с физическата околна среда, бизнесът трябва да носи отговор-

ност и за духовната и морална “екология”, а оттук нарасна тежестта на принципите на бизнес етиката.

Корпоративният елит, в това число нашият бизнес елит, трябва да отчита факта, че по света и особено в Европа в този контекст е налице нова социологическа и социално-психологическа реалност. Едно проучване, направено през 1999 г. от френски изследователски екип, констатира някои впечатляващи нагласи, например че 86% от европейските потребители предпочитат да купуват от фирми, които са “добри корпоративни граждани”, а 87% от европейските служители чувстват, че са по-лоялни към своята компания, ако тя е “добър корпоративен гражданин”. Проучване на общественото мнение в страните от ЕС през 2000 г. показва, че 20% от гражданите в своето практическо поведение на потребители са “санкционирали” или подкрепяли определени компании на базата на своите преценки за спазването на бизнес етиката.

В този смисъл социално отговорното поведение на корпорацията се е превърнало в ключов компонент на нейната репутация, а вече се приема за аксиома, че репутацията на една съвременна фирма оказва много важно влияние върху дългосрочното ѝ развитие и показатели-те на дейността ѝ. Сигналите, идващи от гражданското общество, се следят внимателно от водещите европейски компании, особено като се имат предвид възможностите на комуникациите чрез Интернет. Съвсем не е случаен фактът, че преобладаващата част от спонсорите на Global Compact (коалиция, създадена през юли 2000 г. от фирми, синдикални и неправителствени организации, и поставяща си за цел да поощрява отговорното поведение на бизнеса) са главно корпорации с централи във Великобритания, Франция, Германия, Австрия. И обратното, някои от най-мощните мултинационални компании (предимно от добивната и преработвателната промишленост) получиха сурови (и скъпи) уроци от европейското гражданско общество, когато се опитаха да прокарат егоистични решения, базирани единствено на текущите финансови разчети.

Разбира се, за да има дългосрочно, устойчиво отношение между корпорациите и тяхната природна, човешка и социална среда е нужно да се докаже, че социалноотговорното поведение е икономически жизнеспособно. За тази цел през последните няколко години се извършват интензивни проучвания върху теорията и практиката на т. нар.

“позитивна спирала”, т.е. това поведение на фирмата, при което тя генерира полза за себе си като отчита интересите на широк кръг социални партньори и носи ползи за тях. Някои от ефектите на социално отговорното поведение са очевидни – предотвратяване на социални, екологични и други конфликти, снижаване на себестойността поради по-ефикасно използване на ресурсите, намаляване на екологичните такси, маркетингово преимущество поради нарасналата мотивация на клиентите, доставчиците и служителите да партнират с компания с добра репутация.

8.2. Развитие на новите стандарти за социална отговорност и участието на България

Реалните изгледи и изисквания на предстоящата евроинтеграция налагат темата за новите стандарти за социална отговорност на българския бизнес като изключително актуална. Това е един от аспектите на реалността, с която българският бизнес елит ще се сблъска в обединена Европа. Вероятно някои ще кажат, че само богатите общества могат да си позволят да спазват подобни стандарти. Това е така, но рано или късно корпоративният бизнес в България ще трябва да отговори на това предизвикателство, при това следвайки правилата на най-добрата международна практика.

В България сред представителите на националния бизнес доминира убеждението, че еталонът за изпълнение на социалните им ангажименти включва коректното плащане на данъците, заплатите и осигуровките на наемните служители и работници. Запазването и увеличаването на работните места в условията на реструктуриране на икономиката е изключително сложно, а в определени случаи и невъзможно. Разбира се, всичко изброено е необходима предпоставка, за да се определи една бизнес организация като лоялна и отговорна към обществото, т.е. като “добър гражданин”. Но в новите условия на глобална конкуренция това вече не е достатъчно.

8.2.1. Инициативата “Глобален договор”

Идеята на Глобалния договор е да привлече бизнеса в цялостния процес на развитие на обществото. Ако погледнем историята малко

назад ще видим, че в началото правителството е било това, на което е приписвана отговорността за развитието на обществото. По-късно се появяват неправителствените организации, които развиват гражданското общество. И така частният бизнес остава като че ли малко встрани от целия този процес. А бизнесът в повечето случаи има много повече пари и възможности да се включи ефективно в реализирането на идеи за развитието на обществото.

През 1999 г. генералният секретар на ООН Кофи Анан представи идеята си за Глобален договор пред участниците в Световния икономически форум в Давос. Идеята е частни компании от цял свят да приемат 9 общовалидни принципа в областта на човешките права, трудовите норми и околната среда.

С Глобалния договор ООН създаде рамката за ангажиране на частния бизнес към всеобщите социални и екологични ценности. Глобалният договор има три основни стожера, които се основават на Общата декларация за правата на човека, трудовите взаимоотношения и опазването на околната среда. Така че компаниите, които искат да станат част от този договор, трябва да приемат и да изпълняват в цялостната си дейност тези принципи. Те трябва да зачитат правото на колективно сдружаване на работниците и правото на колективно договаряне, премахването на насилствения и детския труд, насърчаване на разработването на екологично съобразни технологии и т.н.

Целта на Глобалния договор е да ангажира компаниите в програми и проекти с екологична и социална ориентираност в духа на понятието корпоративно гражданство. Принципите са насочени към представителите на бизнеса и имат смисъла на постулати, които те трябва да спазват и с които следва да съобразяват дейността на управляваните от тях компании.

Инициативата “Глобален договор” се появява в момент на нарастващо недоверие на хората към ключови институции и глобалните компании. Според изследване на Световния икономически форум, цитирано от Гилен Пастре – консултант на ПРООН – тази тенденция е още по-отчетлива в страните от Източна Европа. Обществената нагласа и отношение към бизнеса започват да придобиват все по-голямо значение. Пример за това е мултинационалният гигант “Монсанто”, чиято репутация съществено пострада поради силно негативното обществено отношение към плановете на компанията в областта на генетично

модифицираните продукти. Със сигурност могат да бъдат посочени и други подобни примери. Именно поради това нараства актуалността на идеята за социално и екологично ангажираните компании, която е залегнала в смисъла на понятията като корпоративна социална отговорност.

Глобалният договор е покана към частния бизнес да възприеме девет принципа от областта на човешките права, трудовите норми и околната среда. Принципите са изключване на възможността собствени фирми да бъдат въвличани в действия, нарушаващи правата на човека, свобода на сдружаване и ефективно признаване на правото за колективно договаряне, премахване на всякакви форми на насилствен и задължителен труд, ефективно премахване на детския труд, премахване на дискриминацията по отношение на правото на заетост и професия, подкрепа за предохранителните мерки във връзка с екологичните предизвикателства, предприемане на инициативи, чрез които се насърчава поемането на по-голяма екологична отговорност и насърчаване разработването и разпространението на еко-технологии.

Около 500 дружества в цял свят вече са записали имената си под договора. Над 20 български компании също са изразили желание да се присъединят. Сред тях са “Златна Панега цимент”, “Албена инвест”, “Видима”, “Юмикор Мед”, “Софийска вода”, “Пен д’Ор”, “Астра Зенека”, “Калипсо дизайн” и др.

В миналото дейности като инвестиране в персонала, създаване на добри условия за работа и опазването на околната среда се възприемаха като второстепенни. Сега всяка една компания знае, че инвестиции в тази посока ще донесат възвращаемост не веднага, но след години парите ще се възвърнат. Това е материалната страна, ако може така да я наречем. Глобалният договор и декларирането от страна на компанията, че приема в работата си определени хуманни, социални принципи, може успешно да се използва като корпоративна реклама. Това дава добър имидж на компанията.

Основи на Глобалния договор

Човешки права

1. Уважение и подкрепа на закрилата на международните права на човека
2. Изключване възможността фирмите да бъдат включвани в действия, нарушаващи човешките права

Трудови норми

3. Свобода на сдружаване и ефективно признаване на правото на колективно договаряне
4. Премахване на всякакви форми на насилствен и задължителен труд
5. Ефективно премахване на детския труд
6. Премахване на дискриминацията по отношение на правото на заетост и на професия

Околна среда

7. Подкрепа на предохранителните мерки във връзка с екологичните предизвикателства
8. Предприемане на инициативи, чрез които се насърчава по-голяма екологична отговорност
9. Насърчаване разработването и разпространението на еко-съобразни технологии

Принципите на Глобалния договор са основа за широк обществен диалог и партньорство между бизнеса и публичните власти за търсене на хармония между човека, природата и икономическия растеж при решаването на основните проблеми на устойчивото развитие в България. Практиката показва, че най-резултатно е партньорството между бизнеса и местните власти, които са най-близко до социалните проблеми на хората и които са най-пряко зависими от природните условия и ресурси. Бизнесът също зависи от трудовите и природни ресурси и от инфраструктурата и Глобалният договор може да бъде катализатор на това важно и стратегическо партньорство. По този начин се създава нова вид бизнес-общност, която без да нарушава принципите

на конкуренцията поема социална отговорност не само в национален, регионален, но и в световен мащаб. А това е основна предпоставка предимствата на глобализацията да се използват от всички.

Глобалният договор получи широка подкрепа сред фирмите и обществеността в България и ще стане основа на социална ангажираност в изпълнение на икономическите, социални и екологически критерии за членство в Европейския съюз. Глобалният договор има добра почва в България в лицето на десетки фирми, които вече работят за изграждане на толерантно и справедливо социално пазарно стопанство в България. Те прилагат деветте универсални принципа на човешки права, условия на труд и околна среда и така изграждат социално отговорен образ на българския бизнес, който постепенно започва да печели и общественото доверие. Възприемането от фирмите в България на принципите на Глобалния договор е важна предпоставка за ангажирането на бизнеса у нас в решаването на приоритетните за обществото задачи като повишаване на трудовата заетост, подобряването на качеството на живота и намаляване на бедността. И ако българският бизнес съчетае тези социални задачи с разумно използване на природните и енергийни ресурси, както и с опазването на околната среда, би допринесъл пряко за постигането на целите на устойчивото развитие така, както те бяха конкретизирани на Срещата на високо равнище в Йоханесбург.

До голяма степен за внедряването на принципите в дейността на местните компании допринася и фактът, че много от местните предприятия са собственост на големи чужди компании. По този начин освен свежи капитали в дейността на местните фирми се инкорпорират и ценности, тясно свързани с идеята за социално и екологично по-приемлив бизнес.

За България Глобалният договор има и специфичното значение, тъй като тя е страна-кандидатка за членство в ЕС и се подготвя да прилага европейските общи политики в рамките на европейския общ пазар. При прилагането на универсалните принципи на Глобалния договор, фирмите в България, наред с високата конкурентно-способност, ще трябва да постигнат високите европейски стандарти и изисквания в социалната политика и в опазването на околната среда. Тази задача не е лека, но фирмите ще бъдат улеснени от Глобалния договор и особено от потенциалната възможност за обмен на добри практики

в прилагането на европейския икономически и социален модел при гарантирана защита на околната среда. Глобалният договор има значение и за свиване на сивия сектор в българската икономика. Макар да е една инициатива на доброволни начала, Глобалният договор означава легитимност и прозрачност на бизнеса и колкото повече фирми възприемат неговите универсални принципи, толкова по-малък ще е броят на фирмите в сивата зона.

Българските компании ясно изразяват подкрепата си за инициативата “Глобален договор”. Тези, които са взели своите решения да се включат, ще правят всичко възможно да подобрят политиката си по отношение на спазването на трудовото законодателство или по отношение на персонала. Премахването на дискриминацията в трудовите отношения, системите за развитие, оценка, селекция, насърчаване на потенциала на служителите и изграждането на по-благоприятна и ефективна корпоративна атмосфера са акцентите при взаимоотношенията между бизнеса и работната сила.

Все още механизмът за присъединяване към Глобалния договор не е напълно изграден, но ПРООН очаква частният сектор в България да създаде такъв механизъм. В България има бизнес асоциации, които управляват Глобалния договор и са заинтересувани да създадат такъв механизъм. ПРООН и бизнес асоциациите разработват система за вътрешно наблюдение и одобрение на компаниите, които влизат в проекта. Въпреки че одобрението се дава вътре в страната, по тази система решаваща дума имат в централата на ООН в Ню Йорк.

Според процедурата за кандидатстване фирмата изпраща писмо, с което изразява желанието си да се включи. Реален член на инициативата се става едва една година след изпращането на писмото. През този период компанията трябва да докаже, че не само иска да запише името си под един глобален проект, а е твърдо решена да спазва деветте принципа. Проектът се съпровожда с механизъм за потвърждаване, че компаниите са подобрили политиката си или поне че работят в тази посока. Понякога има обективни трудности, които възпрепятстват прилагането на деветте принципа, но като цяло се очаква компаниите да ги следват в работата си.

Най-важното в този процес е фирмите да приемат деветте основни принципа. След това идва споделянето на опит между тях. И едва накрая е подпомагането на проекти, по които се работи в ООН. Прак-

тиката в България е смесена. ПРООН работи и по съвместни проекти с частните компании, които са взели решение да се включат в Глобалния договор като JOBS – за намиране на работа, “Красива България”, в работата с младите хора в превенцията на СПИН. По линия на всеки проект може да се привлече участието на частна компания в някоя от дейностите. Например, фармацевтичните компании могат да се включат в дейности, свързани със здравеопазването. Всъщност много български компании вече работят в тези насоки. Доста от тях полагат усилия в налагането на обща корпоративна отговорност, което е предмет и на Глобалния договор.

“Златна Панега цимент”: Предприятието е част от Heidelberg Cement Group и в дейността му все по-активно се интегрират програми в областта на енергийната ефективност и използването на алтернативни горива от отпадъчни материали. Благодарение на въведените системи за екологичен контрол нормата на запрашеност е понижена значително.

“Геотехмин” АД: Проекти за хвостохранилищата “Бенковски” 1 и 2 и за малките лагуни, в които успешно се съхранява арсен, са сред постиженията на компанията в областта на неутрализирането на негативните за природата ефекти от интензивната добивна промишленост.

“Видима”, “Юмикор мед” и “Астра Зенека” са компании с добри практики, визиращи взаимоотношенията между предприятията и местните общности.

8.2.2. Етичните кодекси

През последните десетилетия е широко разпространена практиката за регулиране на поведението в организациите чрез етични кодекси и кодекси за поведение. Делът на фирмите, които имат етичен кодекс, е следният: в САЩ – 85%, в Германия – 51%, Великобритания – 41%, Франция – 30%.

У нас беше завършено първото мащабно двугодишно проучване на етичните кодекси на фирмите, проведено от Българския форум за бизнес лидери. В него е обобщен опитът на водещи фирми на бъл-

гарския пазар и се предлага практическо ръководство за съставяне на кодекс за добра бизнес практика.

Всеки етичен кодекс съдържа т. нар. “организационен идеал” (мисия, ценности и цели на фирмата), основните етични принципи и стандартите за индивидуално поведение.

За да е смислен и ефективен, кодексът би следвало да е резултат от консенсусно приемане и периодично обсъждане. Обикновена практика е това да става всяка година. Изискванията трябва да съвпадат със стратегията на фирмата като се потърси тънкия баланс между интереси и права. Практиката показва, че прекалено подробните кодекси (понякога над 50 стр.) не са ефективни. Стилът и смисълът на добрия кодекс не събуждат асоциации с наказателен кодекс или друг юридически документ. Кодексът е написан на езика на “Ние”, а не “Вие” (“Ти”), като изтъква общите ни очаквания, а не твоите задължения.

Един конкретен проблем, който би следвало да се регулира чрез етичния кодекс, е защитата на автономността на личността. Във всяка организация има опасност от накърняване на интересите и неприкосновения личен живот на служителя. В организационната етика автономността на личността е ценност. Тя е недопустимо застрашена в такива общи случаи:

- ◆ използване на механизми на надзор над работата и при други дейности и обстоятелства, свързани непряко с нея;
- ◆ наложителна оценка на участието на индивида в различни групи за натиск в организацията и извън нея;
- ◆ работа с информационни масиви;
- ◆ евентуално разпространение на информация от сферата на личното здраве, в това число засягаща въпроси като алкохолизъм, медицински изследвания и генетични тестове, наркомания и други сфери;
- ◆ използване на някои тестове за личностно изследване на служителите.

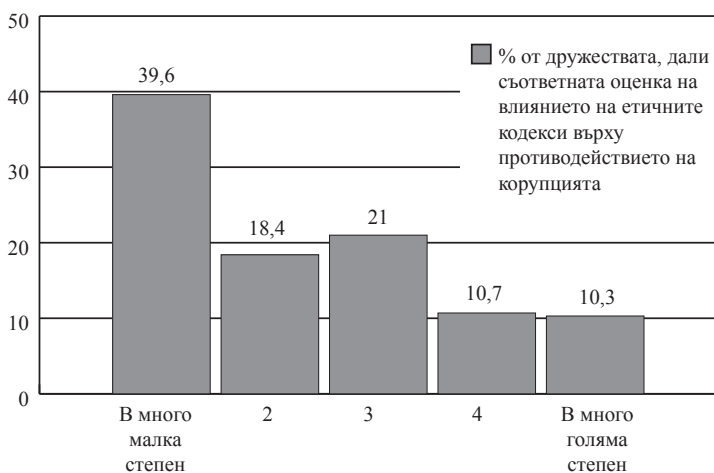
Кодексът би следвало да съдържа водещи правила за защита на неприкосновеността на личния живот. Такива са правилото за информирано съгласие и изискването за периодично унищожаване на информация, каквато не би следвало да се натрупва и използва без знанието на съответния служител.

Изготвянето на добър етичен кодекс изисква експертизата на консултант. Според един от големите специалисти, професора по бизнес етика Р. Соломон, “най-добрите кодекси са онези, разкриващи начините, по които реално се постъпва и мисли във фирмата. Най-лоши са кодексите, в които изпълнителните директори спускат списък от правила и принципи, които не се отнасят дори за тях”.

Най-краткият кодекс, познат в бизнес етиката, е следният: “Вероятността за неетично поведение на служителите в организацията е пропорционална на степента на империализъм, показана от управляващите тази организация” (етичен кодекс на “Nygex”).

Етичният кодекс е само една от многото взаимосвързани стъпки за подобряване на етиката в организацията. Тъй като това е най-видимата и “изписана черно на бяло” стъпка, обикновено се пристъпва най-напред към нея.

ФИГУРА 14. ЩЕ НАМАЛЯТ ЛИ КОРУПЦИЯТА ЕТИЧНИТЕ КОДЕКСИ?



Източник: Антикорупция, учебно помагало, Коалиция 2000, 2003

В края на миналата година експертна група на Европейската комисия отбелязва необходимостта да бъде подобро управлението на предприятията в Европейския съюз в посоката на по-голяма прозрачност и повишени отговорности на административните съвети. И все пак експертите не препоръчват да бъде създадена единна структура в цяла Европа, като наблягат на необходимостта да се запази извест-

на гъвкавост за предприятията, имайки предвид националните различия.

Опитите да бъде създаден единен кодекс в Европа не биха били много полезни, но ЕС може да играе важна роля в изграждане на такова корпоративно управление, което да подпомогне изравняването на националните правила. В областта на корпоративното управление Европейската комисия препоръчва по-голяма съпричастност на акционерите и приканва ЕС да изработи система, която да позволи трансгранично гласуване, например чрез Интернет. Препоръките са да се засили публичността и прозрачността като във фирмените годишни доклади се публикува структурата на ръководството и управленческите практики, следвани от даденото дружество. В препоръките се настоява освен това при номинирането и възнаграждението на ръководителите, както и при надзора на одитите, решенията да бъдат вземани от независими ръководители, за да се избегнат конфликтите на интереси.

Публикации на Центъра за изследване на демокрацията по проблемите на корпоративното управление

В търсене на механизми за по-добър корпоративен контрол, редактор: Пламен Чипев, 2002 г.

Английско-български речник по корпоративно управление, редактори: Бистра Боева, Весела Станчева и Пламен Матеев, 2001 г.

Реформата в корпоративното управление и средствата за масова информация, Пламен Чипев, 2001 г.

Практически мерки за подобряване на корпоративното управление в България, 2001 г.

Доклад за оценка на корпоративното управление в България: 2000, 2001 г.

Корпоративно управление и контрол в България, Мария Прохаска и Пламен Чипев, 2000 г.

Българският капиталов пазар в контекста на присъединяването към Европейския съюз, Стефан Петранов и Джефри Милър, 1999 г.

Политика за развитие на капиталовия пазар в България, 1997 г.

