

# СЪСТОЯНИЕ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ И ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА РЕАЛИЗИРАНЕ НА ПУБЛИЧНО ПРЕДЛАГАНЕ НА АКЦИИ

*Автор: Даниел Йорданов<sup>1</sup>*

## **Резюме**

*Докладът цели да анализира състоянието и да изведе тенденции, свързани с развитието на капиталовия пазар, както и възможностите и предимствата, който дава като механизъм за финансиране дейността на компанията. При оценката на състоянието на капиталовия пазар в България е използвана информация от Комисията за финансов надзор, данни от БФБ-София и собствени изчисления. В съвременната история на българския капиталов пазар, и особено вторичния пазар се отъждествява с БФБ-София.*

*Показателите от търговията там в голяма степен се възприемат като картина за състоянието и перспективите за развитие на пазара. На база на този подход в настоящия материал, където борсовите показатели дават аналитична основа за разглеждане на перспективите и възможностите пред българските компании за финансиране през БФБ-София, както и да се извадят някои предимства от предприемането на подобен ход.*

**Ключови думи:** *Капиталов пазар, БФБ-София, Инвестиции, IPO, финансови инструменти*

---

<sup>1</sup> гл. ас. д-р Даниел Йорданов  
катедра „Икономика на транспорта и енергетиката“ УНСС, София, [dansy@abv.bg](mailto:dansy@abv.bg),  
[dyordanov@unwe.bg](mailto:dyordanov@unwe.bg)

В България търговията с емисионни ценни книжа се извършва на фондовата борса в София. Без да задълбочаваме анализа за това, доколко българският капиталов пазар изпълнява отредените му функции, които са присъщи за такъв пазар в развитите икономики, най-общо може да се започне с констатацията, че България се вписва в цялостната картина за региона на един относително по-слаборазвит финансов сектор. Характерно за България обаче е и това, че дори при тази ниска основа делът специално на капиталовия пазар е доста малък.

Банките въпреки много високата си ликвидност, се въздържат от кредитиране, от една страна поради високия риск, произтичащ от ниското ниво на капитал и активи на българските дружества, а от друга може би поради по-консервативното им управление. Същевременно както в глобален мащаб, така и в България има наличен огромен инвестиционен (дългосрочен) ресурс, акумулиран в пенсионните фондове – над 10 млрд. лв.; в застрахователните дружества, във взаимните фондове. За съжаление чуждестранният ресурс заобикаля България въпреки благоприятните данъчни условия, българският поради ниската ликвидност и нормативните ограничения, в голяма степен се инвестира извън България. Като допълнителна тревожна тенденция може да се отчетат и изведените резултати от проведени анкетни проучвания<sup>2</sup>, където в голяма степен анкетираният твърдят, че не познават емитирането на акции на борсата като алтернативен начин на финансиране.

В тази връзка през 2016 година отговорните държавни институции, съвместно с представители на бизнеса разработиха стратегия за развитие на капиталовия пазар<sup>3</sup>, както и стартира ваучерната схема за предоставяне на услуги за емитиране на ценни книжа на капиталовите пазари е насочена към осигуряването на достъп за българските малки и средни предприятия (МСП) до финансиране от капиталовите пазари посредством предоставянето на стимули за свързване с доставчиците на услуги в областта на емитирането на ценни книжа<sup>4</sup>. Един от констатираните проблеми в стратегията за развитие на българският капиталов пазар е недостатъчната финансова грамотност, в тази връзка целта на този доклад е да анализира състоянието и да изведе тенденции, свързани с развитието на капиталовия пазар, както и възможностите и предимствата, който дава като механизъм за финансиране дейността на компанията

### **Обобщен анализ на капиталовия пазар в България**

Както отбелязахме търговията с емисионни ценни книжа се извършва на фондовата борса в София, където акциите са най-разпространения финансов инструмент. Българският капиталов пазар е малък Той все още се характеризира със слаба ликвидност и изключително малки обороти на търговията. Към края на 2017 на БФБ , броя публични дружества и емитенти е 290 от които 6 броя компании регистрирани на Официален пазар акции „Сегмент акции Premium (Основен пазар)“ 80 компании регистрирани на официален пазар акции „Сегмент акции Standard

<sup>2</sup> По подробно: ЦИЕ, Анализ на капиталовия пазар и стратегия на БФБ-София за неговото развитие до 2007 година Януари 2005 г.

<sup>3</sup> Стратегията за развитие на българския капиталов пазар е приета на заседание на Съвета за развитие на капиталовия пазар, проведено на 17 Ноември 2016 г.

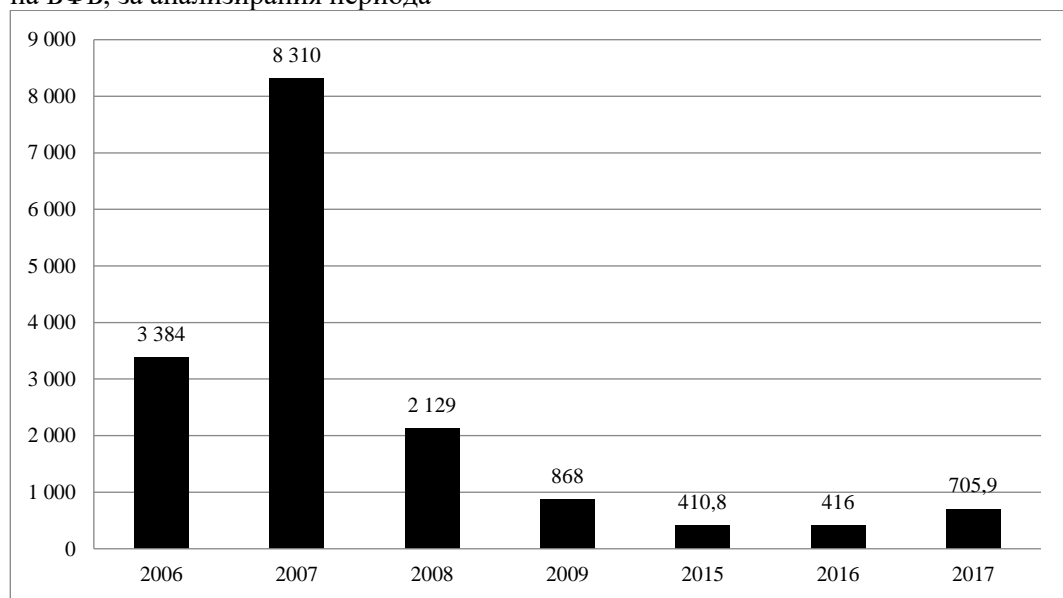
<sup>4</sup> По подробно: [https://www.sme.government.bg/?page\\_id=42122](https://www.sme.government.bg/?page_id=42122) (10.09.2018)

(Основен пазар)<sup>4</sup> – 80 компании, и 165 компании търгувани на ниско ликвидният Сегмент акции (Алтернативен пазар)

Наблюдава се тенденция на отписване на дружества от регистъра на КФН, което води до прогресивно намаляване на публично търгуваните емисии от акции. В сравнение на старта на БФБ-София са се търгували над 1000 емисии акции.

Намаляването на публичните дружества не е толкова тревожна защото в по-голяма от тях се превръщат в дружества със силна концентрация на собствеността – над 95% в ръцете на един стратегически инвеститор. Този факт подсилен от лошите финансови резултати, лошото корпоративно управление и пълната загуба на интерес от портфейлните инвеститори, обезсмисля публичната търговия с техни акции. От друга страна дружествата които остават публични, реализират все по добри финансови резултати, както и показват все по добро ниво на мениджмънт и корпоративно управление.

На фигура 1 са представени данни за общият годишен оборот<sup>5</sup> на официален пазар на БФБ, за анализирания периода



Фигура 1 Общ годишен оборот – млн. лв. (регулиран пазар)

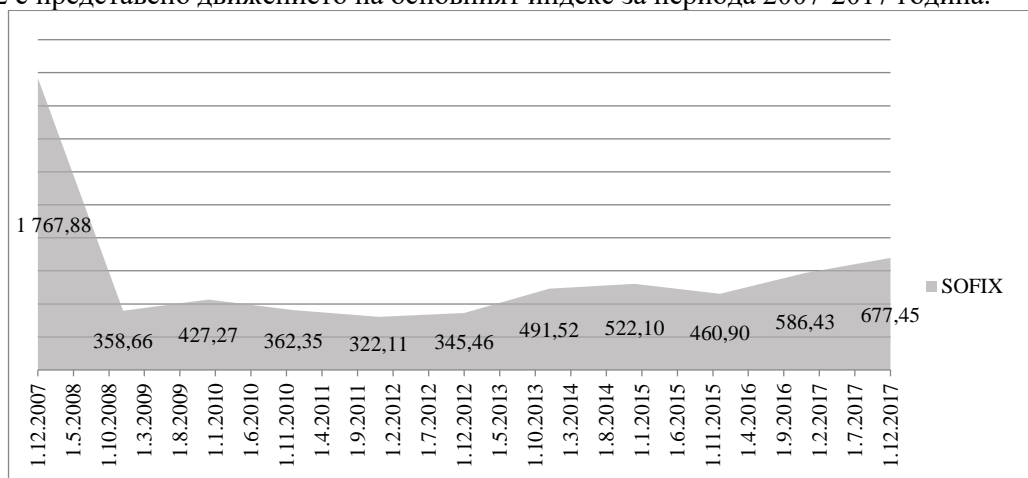
Общият реализиран оборот с акции на регулирания пазар през 2017 година отчита съществен ръст спрямо 2016 г. достигайки малко над 700 млн. лв., реализирайки ръст от над 80 %. Това обаче не е достатъчно, за да компенсира общия спад по отношение на търговията с акции. Все още реализираният оборот не може да достигне нивата реализирани през 2008 г. – 2 129 млн. лв. и е много далече от нивата преди световната криза – 8 310 млн. лв. през 2007 г. и над 3 300 млн. лв. през 2005 и 2006 година. През 2015 година е регистриран най-ниският реализиран оборот на официалният пазар малко над 400 млн. лв. Все пак резултатите през 2017 година

<sup>5</sup> За анализа е използвана информация от КФН, БФБ-София, НСИ, БНБ и се отнасят към 31.12. на съответната година, ако не е посочено друго.

показват, че периодите на страх натрупани в предходните години започват да отминават и българските фирми може да погледна по смело при търсенето на източници за финансиране на своята дейност чрез емисия на акции.

През 2017 година най голям оборот е имал сегментът акции Standard (Основен пазар) – 333,82 млн. лв. реализиран от 38 281 бр. сделки, сегментът акции Premium (Основен пазар), реализирал оборот по над 150 млн. лева, сегментът за дружествата със специална инвестиционна цел (Основен пазар) и сегмент акции (Алтернативен пазар) са реализира оборот от 82,222 млн. лева. На извън регулираният пазар за 2017 г. общият оборот е 1 185,99 млн. лв. и основно е реализиран на сегментът акции Standard (Официален пазар), който спрямо 2016 реализира увеличение от 21 %. Оборотите на извън регулиран пазар се реализират основно от блоковите сделки на институционалните инвеститори, които оказват подкрепа на изтъргуваните обеми.

Борсовите индекси на БФБ са четири – SOFIX, BGBX 40, BGREIT и BGTR30. Водещият индекс SOFIX обединява най-ликвидните дружества на пазара. На фигура 2 е представено движението на основният индекс за периода 2007-2017 година.



Фигура 2 Движение на борсовият индекс Софикс

Трябва да се подчертае фактът, че въздействието на глобалната криза у нас най-силно засега се отрази главно на капиталовия пазар, но конкретни глобални фактори създават рискове от продължаване на спада не само на борсовата търговия, но и по-неблагоприятни ефекти върху реалния сектор. Средносрочният технически анализ на капиталовия пазар свидетелства, че вертикалният спад на СОФИКС, който се наблюдава след 2007 г., на практика е показателен, че "мечият" пазар, започнал през октомври 2007 г., не е завършил, въпреки, че към края на 2013 г. започна процес на повишаване на индекса и към 2017 година стойностите на индекса са близки до тези към края на 2004 година

На Таблица 1 е представено движението на пазарната капитализация спрямо БВП.

Позициите, които бяха придобити преди 2008 г. бяха загубени под влиянието на глобалната финансова криза. Бързият ръст на капитализация на фондовият пазар от 10 % от БВП през 2004 г. до 51 % през 2007 г. беше сериозно намален и сведен до

10,19% през 2015 г. През 2017 г. е 24,08% и се наблюдава съществен ръст спрямо 2015 и 2016 г.

По данни на Световна банка<sup>6</sup> от 2013 година, ръстът на пазарната капитализация спрямо БВП с всеки 10 процентни пункта води до нарастване приблизително с 2500 долара на БВП на глава от населението. През 2017 г. капитализацията на БФБ е 24,08% от БВБ, в развитите европейски държави е 60 – 100% а в САЩ и Великобритания – 120% от БВП<sup>7</sup>. Това показва, че при правилна държавна политика в посока развитие на капиталовия пазар и на фондовата борса като канал за привличане на инвестиции, може да се окаже предпоставка за бъдещето развитие на икономиката на България.

**Таблица 1** Движение на пазарната капитализация спрямо БВП

Показател	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Пазарна капитализация (млн. лв.)	8 587	9683	23 621
БВП по данни на БНБ (млн. лв.)	84 236	88 939	98105
Пазарна капитализация/БВП	10,19%	10,89%	24,08%

Малкият пазар се обслужва от 61 брой инвестиционни посредници към края на 2017 г, от които 21 са част от банкови групи.

През 2017 г. за търговия на борсата бяха регистрирани общо 43 нови емисии ценни книжа от които 2 са вторично публично предлагане на акции, девет емисии облигации. За сравнение през 2016 година имаме едно първично публично предлагане, 3 вторични публични предлагания и осем емисии облигации от 23 нови емисии. През 2015 година имаме 18 нови емисии. Въпреки ниските нива на нови емисии през анализираният период показва, че финансирането чрез емисията на акции и облигации през българския капиталов пазар би бил възможен за реализиране.

Първичните публични предлагания бяха в центъра на вниманието на инвестиционната общност и медиите най силно през 2007 г. Когато на БФБ-София дебютираха 9 компании след успешно осъществени първични публични предлагания, като набраха допълнителен финансов ресурс от над 305 млн. лв.

Новите дружества, които се регистрираха на борсата в резултат на успешни първични публични предлагания увеличиха представителността на различни сектори от икономиката, които до момента не бяха достатъчно застъпени на борсата. Сред тези сектори могат да бъдат посочени хранително-вкусова промишленост, търговия на дребно, строителство, добивна промишленост, финансовия сектор и др.

Увеличения на капитал с права, регистрирани за търговия на БФБ-София за периода 2015-2017 г, особено при дружествата със специална инвестиционна цел

<sup>6</sup> Цит. съч. Стратегията за развитие на българския капиталов пазар е приета на заседание на Съвета за развитие на капиталовия пазар, проведено на 17 Ноември 2016 г.

<sup>7</sup> Пак там

(АДСИЦ), извън случаите на задължителното първоначално увеличение на капитала е в диапазона 7-12 емисии

Един от може би най-важните индикатори показващи развитието и състоянието на пазара е ликвидността. Ограничената ликвидност (по отделни позиции или агрегирано) традиционно се определя като един от големите проблеми на българския капиталов пазар. В теорията и практиката има различни подходи за измерване и изследване на този показател. Много често у нас ликвидността се отъждествява с оборота, и по-рядко - с обемите на търговия<sup>8</sup>. За целите настоящият анализ приемаме, че ликвидност се измерва чрез съотношението оборот/капитализация в процентно изражение<sup>9</sup>.

За анализирания период в таблица 2 е показан Коефициента на годишна ликвидност на пазара на акции в %.

Таблица 2 Коефициента на годишна ликвидност на пазара на акции

към 31.12	2015	2016	2017
Коефициент на ликвидност - %	4,78	4,30	2,99

Източник: БФБ-София, собствени изчисления

Спадът на пазара в годините след финансовата криза отблъсна много инвеститори, които през 2007 г. търгуваха на българската борса, когато цените на акциите растяха бързо и бяха нереалистично високи. Периода след кризата се отрази на резултатите на публичните компании, но в анализираният период те започнаха да отчитат подобрене в продажбите и печалбата си, което може да възвърне доверието в инвеститорите, а от там и да се улесни достъпа до финансиране на българските фирми чрез емисия на акции и да стане алтернативен вариант за финансиране на българските предприятия.

### Решение за преобразуване в публична компания

Редица фактори карат мениджърите да се замислят, за това какво би станало ако направят своята компания публична. Преди реализацията на публично предлагане на акции един от основните въпроси пред мениджърите как трябва да разберат и схванат да ли е необходимо. Основни признаци подсказващи кога може да е необходима реализацията на IPO, могат да бъдат:

- Някой от конкурентите е решил да става публична компания и е представил искане за регистрация пред КФН, за да предложи акции;
- Вашата компания е станала обект на посещение от инвестиционни банкери с интерес за IPO/ обсъждане на процедура за IPO;
- Темата за IPO се обсъжда от основните акционери на компания или от членове на Съвета на директорите;

<sup>8</sup> ЦИР, Анализ на капиталовия пазар и стратегия на БФБ-София за неговото развитие до 2007 година Януари 2005 г. с. 13

<sup>9</sup> Пак там с. 9-14

- Компании със сходни инвестиционни характеристики добре се приемат на пазара;
- Вашата фирма е единствената не публична компания сред вашите конкуренти;
- Вашата компания стремително расте и скоро ще има необходимост от допълнителни средства, за поддържане на темпа на ръст;
- Вашата компания е достигнала определено ниво на развитие, и за нейното дългосрочно развитие е необходимо да излезе на борсата.

### **Предимствата на преобразуване в публична компания**

През 2010 година БФБ-София публикува Ръководство по публично предлагане на БФБ-София на което целта е да запознае собствениците и мениджърите на непубличните компании у нас с предимствата и отговорностите на публичния статут и да обобщи процедурите и по-важните моменти при организирането на първично публично предлагане и последващата търговия на регулиран пазар. В него са обобщени няколко групи предимства включващи: „Финансова и стратегическа гъвкавост“; „Пазарна оценка на дружеството“; „По-силна обвързаност на персонала“; „Публичността като част от маркетинга“; „Подпомага създаването на лоялна клиентска база“; „Подобряване на бизнес взаимоотношенията“; „Стратегия за изход“.

Към посочените предимства при преобразуването на фирмата в отворена корпорация може да се допълнят, конкретизират и доразвият още предимства най-важните от които могат да са:

- Диверсификация на вложенията на инвеститорите.
- Ликвидност.
- За евтин начин за привличане на по-нататъшно финансиране.
- Сигурност в стойността на фирмата.
- Готовност за сливане и поглъщане на други фирми.
- Разширяване на пазарите на продукцията(маркетингов ефект).

Публичността позволява дружеството да разшири спектъра си от акционери, които могат да осигурят допълнително know-how и други стратегически предимства, като в същото време осигурява на мажоритарните акционери запазване на контрол над дейността на компанията.

В заключение може да се каже, че алтернативата за собствениците на компании, които нямат необходимите финансови средства и са попаднали в капана на прекалено големия ливъридж (значителни разходи за лихви) и падащите продажби, е или привличане на компания за дялови инвестиции, или реализиране на публично предлагане на акции (IPO/SPO)<sup>10</sup>.

За съжаление публичната продажба на акции, чрез капиталовия пазар в момента е силно затруднена поради вялата търговия на фондовата борса. От друга страна,

---

<sup>10</sup> IPO - initial public offering, или първично публично предлагане, както българският законодател го е превел, представлява първоначалната продажба на акции на индивидуални и институционални инвеститори с основната цел да се наберат средства за дадената компания.

Терминът се използва само за първия случай на пласиране на акции, всяка последваща продажба се нарича SPO (Secondary Public Offering), или вторично публично предлагане.

ниската стойност на реализирания дневен оборот на фондовата борса се дължи на недостига на качествени ценни книжа, които да бъдат обект на търговия. Констатацията която може да се направи е, че при вяла търговия на капиталовия пазар акциите на дружествата са силно подценени и с ниска ликвидност.

За да се засили интереса към БФБ на първо място трябва да се възвърне оптимизма които имаше от приемането на страната в Европейския съюз, както и да се увеличи потока на инвестициите от чужбина. Също така е необходимо успешното да се прилага стратегията за развитие на капиталовия пазар в България едно основните неща на която е акцията за привличане на емитенти и популяризиране на борсата като основен фактор, за финансиране на фирмената дейност който и да повлия върху увеличаването на обемите на търговията. Необходимо е организирането на кръгли маси и срещите с дружествата от различните региони в страната за вземането на решения на някои от тях за регистрация и за придобиване на публичен статут.

### **Използван литература:**

1. Тачков Б., "Пари на борсата", УИ "Св. Климент Охридски", София 2007
2. Йорданов Д., „Алтернативни механизми за финансиране на транспортните предприятия“ Електронно научно-приложно списание " Железопътен и интермодален транспорт", брой 4/2013 г. ISSN1314-5878
3. Йорданов Д., „ПЪРВИЧНОТО ПУБЛИЧНО ПРЕДЛАГАНЕ НА АКЦИИ КАТО МЕХАНИЗЪМ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ФИРМАТА“ - Научно списание “Икономика и управление” - брой 4/ 2013 година - научно списание на Стопанския факултет при ЮЗУ “Неофит Рилски” – Благоевград, ISSN:1312-594X; стр. 70-79.
4. Йорданов, Даниел, „Методи за финансиране на транспортното предприемачество“, в сборник от юбилейна научна конференция „Транспортът в глобалната икономика“. УНСС- София, 2012. – с. 59
5. Ненков Д., Премията за риск и оценката на обикновени акции на капиталовите пазари: Сборник „Корпоративните финанси на формиращите се пазари – изследвания и практики“ - НБУ, София, 2012, с. 9-55
6. Ръководство за публично предлагане на БФБ-София – Как да организираме успешно първично публично предлагане, София 2010
7. Стратегията за развитие на българския капиталов пазар е приета на заседание на Съвета за развитие на капиталовия пазар, проведено на 17 Ноември 2016 г.
8. Център за Икономическо Развитие, “ Анализ на капиталовия пазар и стратегия на БФБ-София за неговото развитие до 2007 година“ Януари 2005 г
9. Нил Б., Пайк Р. Корпоративните финанси и инвестиране, „Питер“, Санкт Петербург, 2006
10. Юджин Бригхем, М. Ергхарт, Финансови менаджмент, „Питер“, СП, 2007
11. За анализа са използвани данни [www.fsc.bg](http://www.fsc.bg) ; [www.bse-sofia.bg](http://www.bse-sofia.bg) ; [www.nsi.bg](http://www.nsi.bg), [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg) [www.sme.government.bg/?page\\_id=42122](http://www.sme.government.bg/?page_id=42122)