ИКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ, ГОД. IX, № 4

Ас. д-р ДАНИЕЛ ЙОРДАНОВ
УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО, СОФИЯ

ПЪРВИЧНОТО ПУБЛИЧНО ПРЕДЛАГАНЕ НА АКЦИИ КАТО МЕХАНИЗЪМ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ФИРМАТА

INITIAL PUBLIC OFFERING OF SHARES AS A MECHANISM FOR FINANCING THE COMPANY

Assist. Prof. DANIEL YORDANOV, Phd
UNIVERSITY OF NATIONAL ANG WORLD ECONOMY, SOFIA

Abstract: The alternative for business owners who do not have the necessary financial resources and having fallen into the trap of excessive leverage (significant interest expense) and falling sales, or attracting equity firm , or implementation of an initial public offering IPO.
IPO - initial public offering, or IPO, as the Bulgarian legislator has translated it represents the initial sale of shares of individual and institutional investors with the main purpose to raise money for a company.
The term is used only for the first case of placement of shares, any subsequent sale is called SPO (Secondary Public Offering), or secondary public offering.

Key words: IPO, capital markets, finance, stocks

За да се развива и да расте една фирма, при равни други условия, са нужни инвестиции – в разширяване на капацитет, в подобряване на ефективността, в проучвания и развитие, в оборотни средства и т.н.

Инвестициите обаче сами по себе си не гарантират растеж за фирмата. Точно това се случва в момента, не само в България, но и в глобален икономически план – инвестициите, направени от фирмите в близкото минало, не носят очакваната (планирана) доходност, а прогнозите са рецесията да продължи още години, което отлага възвръщането на последния лев от инвестирания вече капитал за един много по-късен етап, “разтягайки” доходността във времето. Разбира се има и изключения. С други думи, поетите рискове за съжаление се сбъдват.

Въпросът е кой ги поема, което веднага опира до **източниците на финансиране** на фирмата[17].

Изхождайки от правилото, че придобиването на фирмени активи, чиито срок на откупуване (възвръщане) е относително дълъг, е нужно да се финансират с дългосрочни капитали (собствени или привлечени) и обратно – тези активи, които могат да бъдат обърнати в налични парични средства, да речем в рамките на годината, каквито са запасите например, е нужно да бъдат финансирани с краткосрочни парични потоци.

Един от основните въпроси, на които е необходимо да се даде отговор е от какво зависи изборът на мениджмънта

[17] Йорданов, Д. "Методи за финансиране на индустриалните предприятия" Научна конференция " Българските предприятия: предизвикателства при присъединяването на България към ЕС, 20.10.2004 г. УНСС- София;

за един или друг начин на финансиране на дейността на фирмата?

От една страна зависи от това, дали досегашните собственици на капитала на дружеството имат финансовите възможности да осигурят необходимите средства, а от друга - от това кой капитал е "по-евтин".

Конюнктурата в страната през последните години бе такава, че и двата вида капитал (собствен и привлечен) бяха относително еднакви като цена, при което въпросът кое финансиране е по-удачно от гледна точка на цената му, не стоеше на дневен ред.

Следователно кой трябваше да е критерия за избор на единия или другия начин на финансиране на фирмената дейност? Отговорът се състои в **изискуемостта на самия капитал**.

Теорията предполага, че собственият капитал е по-скъп от привлечения (облигационни, банкови заеми)[18], тъй като рискът при него е по-голям. В случай на фалит първо биват обезщетени кредиторите и чак накрая собствениците на акции, ако все още съществува нетна ликвидационна стойност на фирмата. Освен това лихвата по привлечения капитал е гарантирана, докато дивидентът зависи предимно от нетните резултати.

Лихвените разходи са фиксирани разходи – те не зависят от това дали фирмата продава и печели повече или не. Следователно при прекалено голям дял на привлечения капитал в структурата на пасива на баланса и в условията на спад на продажбите, може да се стигне до значителни продължителни нетни загуби за компанията и оттам за акционерите й. Много вероятно е и обявяването на фалити, ако кризата продължи достатъчно дълго.

От друга страна, в условията на дефицит на капитали, банката, поради изтичане срока на договора, може и да не пожелае да рефинансира заема (облигационен или банков), който е бил използван за финансиране на дейността на фирмата, което отново поставя под въпрос физическото оцеляване на фирмата.

Не така стоят нещата при **собствения капитал** – веднъж набран, той на практика е **неизискуем**. Дивидент ще има само, ако акционерните собственици вземат положително решение за такъв и ако текущото финансово състояние на дружеството го позволява.

Следователно собственият капитал може да се разглежда като онази стабилна основа, която прави съществуването на компанията по-малко рисково и по време на криза вероятността от фалит е значително по-малка.

Той е буфер, който е в състояние да поеме сбъднатите рискове, съпътстващи прогнозите на мениджърите по отношение на инвестиционните им програми, с цената на по-ниска (средногодишна) възвращаемост.

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 първично публично предлагане IPO[19].

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

[18] Христов, С.; Акции, облигации, акционерни дружества: [Ръководство за специализантите от ИУ - Варна] - Варна : Сита-МБ, 2012

[19] Тачков Б., "Пари на борсата", УИ "Св. Климент Охридски", София 2007

SPO (Secondary Public Offering), или вторично публично предлагане.

В световната практика IPO-то се поема от една или повече инвестиционни банки, наричани underwriters (поемателе). Компанията, издаваща акции (емитентът - issuer) плаща комисионна в процент от стойността на продадените акции, който варира в зависимост от задълженията на поемателя. В България предлагането обикновено се поема от един инвестиционен посредник, а в търговска банка се открива набирателна сметка, където средствата, набрани от IPO-то са блокирани до успешното му приключване. За да бъде допусната компания да извърши IPO, е необходимо Комисията за финансов надзор да потвърди проспект за публично предлагане на акции. Проспектът се подписва от емитента и от инвестиционния посредник и съдържа информация за емитента и за предложените ценни книжа, необходима на инвеститорите за оценка на икономическото и финансовото състояние на емитента и на правата, свързани с ценните книжа (в определени случаи отпада задължението за проспект).

Съществуват различни методи за извършване на първично публично предлагане на ценни книжа, като един от тях е смесения закрит аукцион, най-често прилаган на Българската фондова борса.

При аукциона е възможно въвеждането на лимитирани и на пазарни поръчки, като при вторите се определя единствено максималната сума, която участникът е готов да плати. Приоритети при лимитираните поръчки са първо цената, следвана от времето на въвеждане, а на пазарните - само времето.

Решение за преобразуване в публична компания

Редица фактори карат мениджърите да се замислят, за това какво би станало ако направят своята компания публична. За едни това е необходимо за да донесат допълнителна печалба, за други публичния статус е добре от маркетингова гледна точка, защото се увеличава вниманието към компанията, увеличава се и доверието към нея защото всички финансови отчети са в Комисията за финансов надзор. Компаниите понякога стават публични, за да диференцират източниците на капитал.

Статусът публична компания, независимо от причината довела до вземане на това решение изисква не само седмици но и месеци непрестанна работа. Менажерите и другите заинтересовани страни се стараят да завършат по бързо пласирането докато пазара има интерес към компанията. По пътя на IPO менажерите не само управляват компанията но и провеждат редица срещи с юристи, счетоводители, инвестиционни банкери и други експерти.

Много от ръководителите никога не са се занимавали с IPO или техният опит е остарял за новите потребности на корпоративното управление, за това те се обръщат към специалист, а те гледат да свършат възможно най-бързо, за което получават крупно възнаграждение. Процеса изисква бърза и екипна работа, която в повечето случай се оказва непривична за ръководството. Те са свикнали само с рутинни процеси и са неспособни да се пренастроят за по бърз темп на работа, което по правило означава се ръководния екип не е готов да управлява публичната компания на необходимото ниво.

Един от основните въпроси преди реализацията на публично предлагане на акции е как сами да разберете и схванете дали ви е необходимо.

Основни признаци кога може да е необходима реализацията на IPO:

- ❖ 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;

❖ 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

Преобразуването на фирмата в отворена корпорация дава на фирмата и на неговите собственици множество предимства, основните от които са[20].

❖ **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).**[21]

Недостатъците на публичния статут на компанията

❖ **Разходи за публикуване на отчети и оповестявания -** публичните фирми са длъжни да представят тримесечни и годишни отчети в КФН. Подготовката на тези отчети може да бъде скъпо струваща процедура особено за малки фирми.

❖ **Извличане на лична изгода** - собствениците, които също и са явяват мениджъри на затворена компания, притежават повече възможности за извличане на **лични изгоди *(private benefits),***

❖ **Липса на активен пазар/ ниска цена** - ако фирмата е много малка и нейните акции не са ликвидни, то тяхната пазарна цена може и да не отрази истинската им стойност.

❖ **Контрол -** във връзка с опитите на враждебно поглъщане на компанията през купуването на неговите акции на пазара, мениджърите на публичните компании, които нямат контролния пакет сами или през зависими лица трябва постоянно да се грижат за съхраняване на контрола над фирмата. Тези явления вече са довели поредица от публични компании към обратно преобразуване в непублични компании, това е станало в следствие на **изкупуването** от техните мениджъри на акциите от пазара с **използване на привлечени средства *(leveraged buyouts, LBOs)***.

❖ **Отношение с инвеститорите** - на отворените публични компании постоянно се налага да държат своите интереси в течение на последните корпоративни събития. Много от генералните директори на компанията се оплакват от това че им се налага да губят много време в разговори с инвеститорите и с аналитиците, което ги отвлича от изпълнението на техните задължения.

След като разгледахме основните предимства и недостатъци при преобразуването на фирмата в публична, могат да се направят определени

[20] По подробно: Юджин Бригхем, М. Ергхарт, Финансовьі менеждмент, „Питер“, СП, 2007 с. 727-731

[21] Мениджърите на много фирми обявяват че им е станало по лесно да реализират своята продукция и услуги след това когато компаниите им са получили регистрация на най-големите борси, а техните акции са получили широко обръщение.

изводи, че не съществуват точни критерии за това дали струва компанията да се трансформира в публична компания и кога трябва да се прави това. Такова решение се приема във всеки отделен случай с отчитането на всички индивидуални особености на компанията и състава на нейните акционери. Но все пак ако компанията се реши на такава трансформация това става или чрез издаване на допълнителни акции за попълване на своя капитал, или чрез продажба на акциите на пазара на настоящи притежатели, основния въпрос остава на каква цена[22] ще се предлагат акциите на публиката. Компанията и нейните настоящи притежатели ще поискат да установят цената на висока рампа - колкото е по висока цената на предлагането, толкова е малък дяла в компанията, с което настоящите акционери ще са длъжни да се разделят, за да получат нужната сума на инвестициите. От друга страна потенциалните купувачи ще поискат да установят минимална цена[23].

Организация на първично публично предлагане на акции (IPO)

Преобразуване на фирма в публична компания (първоначална публична емисия (Initial Public Offering, IPO)) – е процеса които е сложен, дълъг и скъп, отколкото просто да се вземе решение за правене на такава крачка и да се отпусне проспекта на емисията. За неговата реализация са необходими да се направят поредица от действия, като избор на инвестиционен посредник и при необходимост на синдикат на поемателите.[24]

В обобщение може да се каже, въпреки все още не добре развитият капиталов пазар, емисията на акции е един от бъдещите основни механизми за финансиране на фирмената дейност. Потвърждение на горното е, заложената основна цел на икономическата програма на Българското правителство, която е свързана с ускоряване на структурните реформи в реалния сектор и бюджетната сфера и заявеното желание за развитие на капиталовият пазар в България.

Ситуационен анализ на капиталовия пазар в България

Безпроблемно и безпогрешно изграждане на капиталов пазар в нашата страна няма как да е било възможно. От момента на влизане в сила на Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД) може да се каже, че започва изграждането на регулирания български капиталов пазар. За съжаление от началото до реалния старт на пазара минава доста време (закъснение на приватизацията, забавяне на лицензите на бъдещите участници и дълго продължила забрана за търговия с акции от програмата за масова приватизация). Основната теза за това забавяне е нуждата от защита на индивидуалния инвеститор, чрез изграждане на необходимата правна уредба, и на основните институции, контролиращи и осъществяващи търговията с ценни книжа.

Българският бизнес играе основна роля в икономиката във връзка с производствен капацитет, заетост, иновационен потенциал, а оттук и конкурентоспособност на съответната промишленост или страна като цяло. Финансирането на бизнеса в България е една от основните предпоставки за

[22] По подробно Виж: Нил Б., Пайк Р. Корпоратвные финансы и инвестирование, „Питер“, Санкт Петербург, 2006, Pinches, G. E., Essentials of Financial Management, Harper & Row, Publishers, New York, 1987

[23] 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

[24] Виж: Юджин Бригхем, М. Ергхарт, Финансовы менеджмент, „Питер“, СП, 2007, с. 732-744

бъдещото развитие на българската икономика и за постигането на икономически растеж. В настоящия момент търговските банки прилагат консервативна политика при осигуряването на кредити за бизнеса. Повечето от тях предпочитат да поддържат предимно безрискови и нискодоходни активи, а кредитирането на бизнеса е непривлекателно поради редица обективни и субективни причини, като високи разходи при отпускане на малки кредити, невъзможност за предоставяне на желаното обезпечение и т.н. Ето защо различните форми на небанково финансиране са една добра алтернатива на банковите кредити, чиято значимост е още по-голяма в условията на затруднения достъп до финансиране, характерен за страната в момента. Необходими са усилия за увеличаване на техния относителен дял при отчитане на спецификата на всеки от тях, както и на най-подходящите условия за прилагането му на практика.

Капиталовият пазар в България е малък, все още се характеризира със слаба ликвидност и изключително малки обороти на търговията.

На фигура 1 са представени данни за общият годишен оборот на официален пазар на БФБ.

Фигура 1

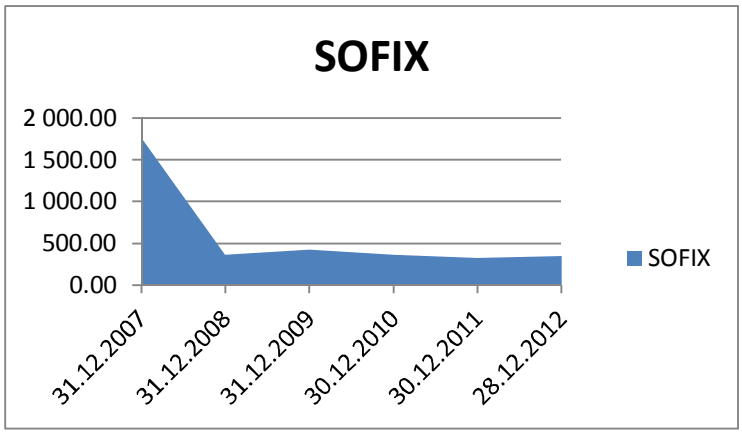
Източник: БФБ и собствени изчисления

Общият реализиран оборот с акции на регулирания пазар през 2012 година е 864 млн. лв. отчитайки минимален ръст спрямо 2011 г – 717 млн. лв. 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. Все пак резултатите през 2012 година показват, че периодите на страх натрупани в предходните години започват да отминават и българските фирми може да погледнат по смело при търсенето на източници за финансиране на своята дейност чрез емисия на акции.

Борсовите индекси на БФБ са пет – SOFIX, BG40, BGREIT, BGTR30 и CGIX. Водещият индекс SOFIX обединява най-ликвидните дружества на пазара.

На фигура 2 е представено движението на основният индекс за периода 2007-2012 година.

Фигура 2



Източник БФБ и собствени изчисления

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.

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 12,67% през 2012 г. На фигура 3 е представено движението на пазарната капитализация спрямо БВП.

Фигура 3

Източник БФБ и собствени изчисления

Малкият пазар се обслужва от голям брой инвестиционни посредници, които наброяват 64 от които 20 са част от банкови групи.

Спадът на пазара през последните три години отблъсна много инвеститори, които през 2007 г. търгуваха на българската борса, когато цените на акциите растяха бързо и бяха нереалистично високи. По-скоро кризата се отрази на резултатите на публичните компании, но напоследък те започнаха да отчитат подобрение 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.

През 2012г. на борсата се наблюдава процес на възстановяване на загубените позиции, регистрираният бе оборот 864 млн. лв. Реализираните сделки през 2012г. на официален пазар са 68 855 бр.

Оборотът на сегмент облигации (Официален пазар) през 2012 година е малко над 95 млн. лв. През 2011 г. оборотът на облигациите на официалният пазар е незначителен 523 хил. лв. докато на неофициален пазар е 122, 3 млн. лв. Като цяло относителният дял на този сегмент в общия оборот обаче остана нисък. Броят на регистрираните облигационни емисии на сегмент облигации (Основен пазар) е 63. Предполага се, че тенденцията за бързо разрастване на пазара на облигации ще продължи през следващите години. Предвид характера на този вид инструменти и предпочитанията на инвеститорите за задържането до падежа им, не се очаква сериозно повишаване на активността на търговията.[25]

Среднодневният оборот на регулираният пазар на фондовата борса през 2012г. бе в размер на 3.512 млн. лв. при 280 сделки и средно дневен оборот от 2,891 млн. лв. през 2011 г.[26].

От 01.03. 2012 г, съществува нова организация на пазарите на БФБ-София въведе нова пазарна сегментация и организира два пазара – Основен пазар BSE и алтернативен пазар BaSE.

Броят на регистрираните за търговия на БФБ-София емисии ценни книжа към 31 декември 2012 г., е 386 емисии.

От които в сегментът акции Standard (Основен пазар) – са 90 емисии, на сегментът акции Premium (Основен пазар) 7 броя емисии, сегментът за дружествата със специална инвестиционна цел (Основен пазар) 14 емисии, на сегмент облигации има 62 емисии и сегмент акции (Алтернативен пазар) – 225 емисии и 50 на алтернативен пазар на дружествата със специална инвестиционна цел.

През 2012 година имаме едно първично публично предлагане 13 вторични публични предлагания от 44 нови емисии. В таблица 1 са дадени новорегистрираните емисии за периода 2010-2012 г. В разгара на световната икономическа криза през 2009 година на БФБ е регистрирано едно първично публично предлагане (Орфей клуб уелнес АД – Пловдив) и 15 вторични публични предлагания, също така има и реализирани 15 емисии на облигации, от 50 нови емисии. През 2010 година имаме 36 нови емисии. Нивата на нови емисии през анализираният период, които съвпада през периода на световната икономическа криза показва, че финансирането чрез емисията на акции през българският капиталов пазар възможен за реализиране.

[25] http://www.bse-sofia.bg/?page=ReportsAndFigures

[26] http://money.ibox.bg/news/id_410267734

Таблица 1

Брой нови емисии, регистрирани за търговия на БФБ-София			
Вид ценни книжа	**2012**	**2011**	**2010**
Първично публично предлагане на акции	1	0	0
Вторично публично предлагане на акции	13	5	7
Акции на ДСИЦ	0	3	1
Облигации	13	9	8
Дялове на договорни фондове	0	0	7
Варанти	0	0	2
Увеличения на капитал с права	14	13	11
ОБЩО:	**41**	**30**	**36**
Източник: БФБ			

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.[27]

През 2012г. новите емисии облигации бяха 13 на брой, спрямо 9 през 2011 г. очаква се разрастване на пазара на облигации през следващите година най малкото да достигне нивата от 2007 г.

Пазарната капитализация на БФБ-София в края на 2012г, е 9 828 млн. лева, реализирайки намаление от 21% спрямо края на предходната година – 12 436 млн. лв..

За съжаление публичната продажба на акции чрез капиталовия пазар в момента е силно затруднена поради вялата търговия на фондовата борса, особено сега когато България е в икономическа криза, повлияна от глобалната икономическа и финансова криза от 2008 година. От друга страна, ниската стойност на реализирания дневен оборот на фондовата борса се дължи на недостига на качествени ценни книжа, които да бъдат обект на търговия.

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 на БФБ-София 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.

[27] http://money.ibox.bg/news/id_410267734

ЛИТЕРАТУРА:

[1] Тачков Б., "Пари на борсата", УИ "Св. Климент Охридски", София 2007
[2] Йорданов, Д. "Методи за финансиране на индустриалните предприятия" Научна конференция " Българските предприятия: предизвикателства при присъединяването на България към ЕС, 20.10.2004 г. УНСС- София;
[3] 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
[4] Христов, С.; Акции, облигации, акционерни дружества: [Ръководство за специализантите от ИУ - Варна] - Варна : Сита-МБ, 2012
[5] Нил Б., Пайк Р. Корпоратвныe финансы и инвестирование, „Питер“, Санкт Петербург, 2006
[6] Юджин Бригхем, М. Ергхарт, Финансовы менеждмент, „Питер“, СП, 2007
[7] Pinches, G. E., Essentials of Financial Management, Harper & Row, Publishers, New York, 1987;
[8] За анализа са използвани данни от www.bse-sofia.bg ; http://money.ibox.bg и http://infostock.bg