

## **Двойното листване, или какво да очаква компанията от две борси**

**адв. Жулиета Мандажива, в. Дневник, 16.06.2010 г.**

Често пъти преди 2008 г. чувахме оплакването на борсовите играчи, че на българския пазар няма достатъчно качествени компании. Вероятно донякъде това оплакване е валидно и сега, но какво би станало, ако компаниите в България се оплачат, че тук няма достатъчно качествена борса, и потърсят друг вариант?

Неведнъж в периода на краткия борсов разцвет в България са били изтъквани плюсовете на листването за всяка компания, която е решила да излезе от възтесните рамки на семейния/приятелския бизнес и да потърси свеж капитал от финансов инвеститор - прозрачност, реклама, ликвидност, пазарна цена на инвестицията, възможност за справедлив изход от нея.

Това естествено е теза по принцип и винаги е правена с уговорката, че тези предимства може и да не са толкова валидни на един малък, неликвиден и волатилен пазар.

След присъединяването на България към ЕС за българските публични дружества, търсеци горните предимства, се открива още една възможност на законодателно ниво, а именно: лесна и бърза регистрация за търговия на друга борса в рамките на ЕС на принципа на единния паспорт – процедурата по закон е максимално опростена и обхваща потвърждаване на проспекта по общия ред от българската Комисия за финансов надзор и изпращане на съответното уведомление в най-кратък срок на аналогичния надзорен орган на държавата членка, където акциите на българското дружество ще бъдат регистрирани за търговия.

Улеснението идва от това, че проспектът се одобрява веднъж от надзорния орган на изпращащата държава (в случая – по седалището на дружеството), а форумът за търговия на акциите му се разширява с капиталите, присъстващи на чуждата борса.

### **Как стоят нещата на практика**

Регулаторните пречки, сведени до минимум вследствие на паспортизацията, за съжаление не са единственото препятствие пред достъпа до чужди пазари на българските публични дружества. Следващите два най-важни момента са сетълментът на сделките и данъчният режим по отношение на сделки с финансови инструменти, сключени на регулиран пазар. За разлика от регулаторната рамка в страните - членки на ЕС, сетълментът на сделките все още е далеч от унификация въпреки подетите инициативи за преодоляването на този проблем, включително на ниво Европейска комисия (където бариерите са най-ясно очертани в т. нар. Giovannini Report от 2003 г.).

Причините за това са много - различната история на депозитарните институции в държавите членки, структурата на собствеността им (там, където контролът се държи от борсата или от членовете/потребителите, мотивацията за развитието и унификацията на системите за сетълмент и клиринг е по-различна от случаите, когато краен мажоритарен собственик е държавата), различните срокове на сетълмент.

Добър пример в това отношение е продължилото стряскащо дълго (около 4 години) ухажване между българския и полския депозитар. Не е тайна, че Варшавската фондова борса през последните години се представя повече от добре и дори засенчва много по-стари и развити пазари.

Освен някои законодателни трикове, които не са по вкуса на ЕС (например ограничението за до 5% чужди инвестиции на тамошните пенсионни фондове), роля играе и размерът на полската икономика, както и проактивният пазарен подход към привличане на нови емитенти на полската борса и депозитар.

В крайна сметка техническата изолация на българския Централен депозитар (липса на SWIFT членство, неподдържане на определени стандарти за разменяните съобщения) беше преодоляна, а необходимата връзка между двата депозитара - изградена: така теоретичната възможност за двойно листване на български публични дружества на Варшавската борса придоби реални измерения.

### **Какво предстои**

Някои български публични дружества отдавна бяха заявили интерес към подобна реализация на акциите си и вероятно ще го осъществят до края на 2010 г. Пред тях обаче стоят доста предизвикателства, които нямат еднозначно законодателно разрешение и ще поставят доста интересни въпроси от правно, техническо и данъчно естество.

Ще бъде интересно да видим на практика обмяната на информация за целите на получаване на актуален списък на акционерите преди общи събрания и разпределение на дивиденди (предвид това, че и периодът на сетълмент на Варшавската борса е с ден по-дълъг от този на БФБ). Независимо че съществува теоретична възможност инвеститорите, закупили акции на полския пазар, да бъдат вписани директно в регистъра на акционерите, поддържан от Централния депозитар, по-лесният и вероятен сценарий поне в началния период на търговия е вписването вместо това на номинален собственик (възможно е това да е самият полски депозитар), при когото има разкрита омнибус (събирателна, неразкриваща крайните притежатели) сметка. За тези случаи гласуването по пълномощие на общи събрания на акционерите на българското дружество не е достатъчно прецизно уредено в действащата уредба – тъй като един и същ номинален акционер ще трябва да гласува по различен начин с части от притежаваните акции в зависимост от волята на действителния собственик.

Възможно е чрез купуването на акции на чуждия пазар местни и чужди играчи да опитат да заобикалят и изискването за задължително разкриване на крайния притежател на безлични акции в зависимост от процента акции, търгувани на чуждия пазар, това може да улесни и евентуално търгово предложение за враждебно придобиване на българската компания: ето защо е препоръчително от гледна точка на мажоритарния собственик дружества, които са листвани и на чужд пазар, да предприемат засилени превантивни мерки срещу враждебни придобивания чрез промяна на устава си.

В допълнение, двойните листвания имат потенциал да поставят и някои интересни казуси във връзка с прехвърлянето на заложили акции, доколкото забраната за разпореждането с тях следва да обхване и прехвърлянето free of payment (свободно от плащане) от сметката на акционера при

Централния депозитар към тази на полския депозитар – подобна уговорка ще трябва да бъде изрично записана в договора за залог и/или конкретизирана при първоначалното блокиране на ценните книжа.

При всички случаи, докато БФБ се съживи, борсите в други страни членки с ниски административни разходи ще останат интересна алтернатива за компаниите, които има какво да предложат на инвеститорите, а пионерите сред тях ще начертаят пътя за преодоляване на предизвикателствата в тази насока.

**Тази статия има характер на анализ и не може да бъде разглеждана като индивидуална консултация, отчитаща спецификите на конкретната ситуация и участници. Въпреки усилията ни да предоставяме точна и актуална информация, не съществува гаранция, че тя ще остане такава и след датата, на която е статията е написана. За повече информация по засегнатите по-горе въпроси, както и за индивидуална консултация, можете да се обърнете към автора - адвокат Мандажиева, на адрес: [mandazhieva@tmlawoffice.bg](mailto:mandazhieva@tmlawoffice.bg).**