

СТРУКТУРА НА КОРПОРАТИВНИЯ КОНТРОЛ В ПРЕДПРИЯТИЯТА ОТ МАСОВАТА ПРИВАТИЗАЦИЯ

Масовата приватизация оказа и продължава да оказва много сериозно и широкомащабно въздействие върху процеса на реструктуриране на националната икономика. Една от най-сериозните посоки на това въздействие е формирането на нова структура от форми на корпоративен контрол в предприятията, които бяха приватизирани по този начин. Цялата съвкупност от конкретни форми на корпоративен контрол дефинира структурата на корпоративния контрол в дадена страна и именно тази ново-възникваща структура в предприятията, които бяха приватизирани чрез масовата приватизация е представена в настоящата студия. Нейната цел е анализ на реално възникващите форми на корпоративен контрол; както и определяне на ролята и значимостта в този процес на: схемата за масова приватизация, приватизационните фондове с техните стратегии и капиталовия пазар.

Студията застъпва класическата научна традиция на Бърл и Мийнс, че упражняване на ефективен контрол върху корпорацията (респ. върху неговите менаджери) се определя от мащабите и разпределението на акционерното участие в нейния капитал. На основата на този подход в студията се основават, както концепцията за мажоритарен, респективно миноритарен контрол, така и практическия анализ, който се прави на структурата на акционерното участие във всички 1040 предприятия от първата вълна на масовата приватизация. Тя разглежда последователно правната рамка на приватизацията, ролята на приватизационните фондове и на капиталовия пазар, и конкретната структура на корпоративния контрол. Студията заключава, че възникналата структура на корпоративния контрол у нас се различава съществено от контрол в една страна с добре развита пазарна икономика като Великобритания и че възникналите концентрирани форми на контрол не способстват развитието на фондовия пазар в България.

Увод

Масовата приватизация оказа и продължава да оказва много сериозно и широкомащабно въздействие върху процеса на реструктуриране на националната икономика. Няма да бъде преувеличено да се каже, че тя има отражение и върху такива значими фактори като интереса и привличането на външните портфейлни инвеститори и др. Една от най-сериозните посоки на това въздействие е формирането на нова структура от форми на корпоративен контрол в предприятията, които бяха приватизирани по този

¹ Пламен Чипев – ст.н. II ст. д-р, e-mail: tchipev@sofiast.net; Роска Петкова – ст.н. с. II ст. д-р; Веселин Минчев – н.с. I ст. д-р, e-mail: vmintchev@sf.icn.bg; Икономически институт на БАН, секция "Икономика на фирмата", тел: 989 05 95 (в. 861), факс: 988 21 08.

начин. Актуалността и значимостта на проблема провокира силен изследователски интерес, част от който е и настоящата разработка.

Липсата на дълготрайна традиция в изследванията по въпросите на корпоративния контрол у нас често пъти води до отъждествяването му с управлението на корпорацията и оттам до множество спорове какво се включва и какво не в обхвата на понятието. Това неразграничение предизвиква дискусии относно точното съответствие на **corporate governance** - дали е корпоративно управление или корпоративен контрол и т.н. В студията сме се въздържали от включване в тази дискусия, тъй като, макар и интересна сама по себе си, тя по-скоро би ни отдалечила от обекта на изследването – анализ на конкретно възникващите форми на корпоративен контрол в приватизираните предприятия. Затова тук е застъпена класическата научна традиция при третирането на проблема, водеща началото си от основополагащото изследване на А. Бърл и Г. Мийнс, че възможностите за упражняване на ефективен контрол върху предприятието (респ. върху неговите мениджъри) се определят от мащабите и разпределението на акционерното участие в нейния капитал. На тази основа по-късно е разработен и методологически подход за практически изследвания от автори като Кюбин, Лийч, Зейтлин и съвсем не на последно място, Джон Скот, който е взел участие при анализа на корпоративния контрол в много от развитите пазарни икономики.

На този подход се основават както главната концепция за *мажоритарен*, респ. *миноритарен* контрол, така и цялата гама от техни производни форми или механизми. Наличието, респ. липсата на мажоритарен акционер, наличието/липсата на втори силен акционер или група от акционери в капитала на една фирма, съотношението между капитала намиращ се в разпореждане на най-големия (водещия) акционер и останалите, най-накрая общата структура на акционерното участие – всичко това са фактори и критерии, които определят идентификацията на една или друга *форма на корпоративен контрол*. Тези критерии, взети не само в тяхното темпорално развитие, но и в националната им специфика, подробно са анализирани в изследването.

Цялата съвкупност от конкретни форми на корпоративен контрол дефинира неговата *структура* в дадена страна и именно тази нововъзникваща структура в предприятията, които бяха приватизирани чрез масовата приватизация, е обект на нашето изследване. Изборът на този обект е предопределен не само от мащабите и влиянието на процеса, а и от факта, че при него беше налице първоначално разпръсване на собствеността за разлика от всички останали форми, които в България почти изключително се облягаха на преки техники за прехвърляне на собственост в ръцете на един купувач.

Избраният методологически подход се опира на анализа на действителното разпределение на формите на корпоративния контрол към определен момент след завършване на процеса на приватизация, без да разграничава специално отделните етапи при формирането на нормативната основа за този контрол, каквито без съмнение могат да бъдат открити в близо тригодишната епопея от лансиране на първата идея през всички промени на нормативната уредба на масовата приватизация и на приватизационните

фондове в частност. Такъв анализ се съдържа в едно предхождащо изследване, публикувано в сп. "Икономическа мисъл".²

1. Регулиране на приватизационните фондове в аспект на корпоративния контрол

Първата вълна на масовата приватизация приключи. Нейната рожа обаче - приватизационните фондове (сега холдинги, респ. ИД), са и ще продължат да бъдат във фокуса както на научния, така и на практически интерес. Този интерес е обясним на фона на огромната маса предприятия, в които тези формирования имат дялове (по официални оценки чрез тях е раздържавена близо една десета от подлежащите на приватизация активи), както и на възможностите им за непрекъснатото разширяване на влиянието им в икономиката, в т.ч. и по линията на втората вълна на масовата приватизация, независимо от законовите забрани и ограничения за тяхното участие в нея.

ПФ бяха първият опит за създаване и управление на институционални инвеститори и анализът на тяхната практика, възможности и грешки не е без значение за практиката на изграждане и управление на институциите, от втората вълна на масовата приватизация, независимо от съществените различия помежду им.

От значение е и фактът, че приемниците на фондовете (холдингови компании и малко на брой инвестиционни дружества) се оформиха като икономически субекти с дълготрайно пристъствие в икономическия живот на страната и значими функции по управлението и реструктурирането на значителен дял от българските предприятия.

Едва след окончателното оформяне на контролните пакети в инвестиционния им портфейл може да се говори за тях като за агенти на корпоративния контрол. Известно е, че "корпоративното управление е типично упражнявано от големите инвеститори".³ В този смисъл широко лансираната официална оценка на първата вълна на масовата приватизация и в частност, критиката по отношение на ролята на фондовете за подобряването на управлението на дъщерните им предприятия, предполага най-малкото анализ на предусловията - на правната и макроикономическата рамка, предпоставили мястото, интереса и възможностите на приватизационните фондове за изпълнението на тази функция.

Ролята на приватизационните фондове като агенти на корпоративния контрол не може да се разбере и оцени извън оценка на нагласите на фондовете за участие в процеса.

1.1. Нагласи и възможности на приватизационните фондове като агенти на корпоративния контрол

² Чипев, П. Приватизационните фондове в българската схема за масова приватизация. Някои ранни резултати. - Икономическа мисъл, англ. Ред, 1997.

³ Shliefer, A. R. Vishny. A Survey of Corporate Governance. – Journal of Finance, Vol.1. II., 2, June, 1997.

Ролята на нормативната и общоикономическата рамка за функционирането на приватизационните фондове като агенти на корпоративния контрол би могла да се оцени, от една страна, от гледна точка на предпоставената заинтересуваност на фондовете (респ. техните учредители) да управляват и печелят от контрола върху придобитата собственост, а от друга – на предпоставените им възможности за ефективно управленско въздействие върху придобитите от тях предприятия.

Възможността чрез ваучерната приватизация да се привлече и контролира огромен по размерите си специфичен бонов капитал като предпоставка и увеличаване на шансовете за участие в приватизацията беше онази примамка за хората с определен размер финанси и известни позиции и опит в управлението, която ги накара да инициират създаването на приватизационни фондове – посредници при раздържаването. Поемането на риска да инвестират собствен капитал в рамките на утвърдения от закона размер превърна тази примамка в ясно очертан икономически интерес.

Този интерес за разлика от интереса на боновия акционер беше свързан преди всичко с позицията му на собственик, поел риск и вложил собствен капитал, който има правото и задължението да управлява: да взема решения и упражнява контрол върху дейността на придобитите предприятия, както и да получава доходи, съразмерни както със собствеността му, така и с управленския му принос. За него управленската позиция произтича от собствеността му, поради което тя сама по себе е източник на доходи и главен негов мотиватор. Това означава, че интересът към учредяването е свързан не толкова с печалбата от посредническата дейност на фондовете, колкото с възможността им да управляват и контролират дейността на придобитите предприятия.

Косвено свидетелство за тази нагласа на учредителите на фондовете представлява масово заложената в проспектите стратегия, характеризираща се с преобладаващ дял (2/3) от акциите в предприятията, нуждаещи се от дългосрочни инвестиции и 1/3 в бързоликвидни ценни книжа, търгувани на вторичния пазар.⁴ Потвърждение на тази стратегия и знак за заявен интерес към позицията за корпоративен контрол е и силно изразеният стремеж към концентрация на придобитата собственост, свидетелство за което беше интензивната междуфондова размяна на пакети от акции почти веднага след официалните търгове за разпределение на акциите, както и предварителните съглашения за това помежду им. В тази насока могат да се тълкуват и взаимните договаряния за избягване на излишните наддавания на тръжните сесии с оглед улесняване концентрирането на участията при формирането на инвестиционните пакети.⁵ За интереса към позициите на корпоративния контрол свидетелства и масовото пререгистриране на приватизационните фондове в холдингови компании. Израз на стремежа към повишаване на възможностите за контрол в приватизираните предприятия са взаимните съглашения между фондовете за увеличаване дела на собственост в отделни предприятия (след пререгистрацията им като холдинги) чрез

⁴ Tchipev, P. Bulgarian Mass Privatisation Scheme: Implications on Corporate Governance. IE at BAS, Discussion Papers, DP 01/97, p.12

⁵ Петкова, Ив. Приватизационните фондове – настояще и бъдеще. – Икономика, май, 1997.

взаимно пълномощничество на общите събрания,⁶ как и създаването от редица фондове на дъщерни работническо-мениджърски компании.

Самият характер на учредителите - предимно бивши мениджъри на предприятията, подлежащи на приватизация, юридически лица, контролирани от ръководители на фирми, обект на схемата за масова приватизация, както и частни индустриални и финансово-икономически групи,⁷ също навежда на мисълта за мотивация, свързана с позицията на управление. Отделен е фактът, че по времето на учредяването на тези формирования България не изобилстваше с кадри с необходимата специфична подготовка за посредничество и търговия с ценни книжа, за да очакваме масово подобна мотивация от учредителите на приватизационните фондове.

Срещу тази, общо взето, положителна нагласа на по-голямата част от фондовете за поемане на функцията по корпоративния контрол стояха ориентациите и ограниченията на законодателя. Ограничението за участие на фондовете в капитала на приватизираните по схемата за масова приватизация предприятия до 34% не осигуряваше упражняването на реални собственически права в съответното предприятие, а по-скоро само права за доходи, върху размера на които фондът нямаше достатъчно власт да въздейства. Почти без изключение предприятията от схемата за масова приватизация се нуждаеха от оздравяване, реструктуриране, рекапитализация. А това означава инвестиции с дългосрочна перспектива. Нито един стопански субект не е мотивиран да инвестира средства в предприятие, в което участва символично, т.е. без правото на решаващ глас относно бъдещата стратегия на неговото развитие. Правото на собственост фондовете реално можеха да упражнят само ако притежават съществен дял от капитала на съответното предприятие. За съжаление в резултат от първата вълна на масовата приватизация с участието на приватизационните фондове много малка част от предприятията, включени в тази схема, се превърнаха в мажоритарни собственици, мотивирани да управляват ефективно.

В същата насока действаха и ограниченията, свързани с финансовите инструменти, в които можеше да инвестира фондът – акциите на другите емитенти не трябваше да надвишават 10% от неговия капитал, както и да бъдат само такива, които са търгувани на борсата. В допълнение на това те не можеха да придобиват акции на други фондове без специалното разрешение на Комисията по ценните книжа и Фондовата борса.

Самата роля на приватизационните фондове като инвестиционни дружества, създаваща възможност за печелене от търговията с акции, а не само от управление на придобитите активи, също беше демобилизираща по отношение на корпоративния контрол. Придобивайки акциите далеч под търговската им стойност и търгувайки ги след това на борсата по пазарни цени, редица фондове намериха в това значително по-ефективна алтернатива пред поемането на управленска отговорност в предприятията. В деактивизираща посока по отношение на корпоративния контрол повлия и

⁶ Пак там.

⁷ Tchipev, P. Privatisation Funds in the Bulgarian Mass Privatisation Scheme...

възможността, регламентирана в закона, самите фондове да бъдат управлявани от други специализирани фирми, чийто интерес е свързан единствено с комисионата за управление, без да ги стимулират да търсят решения за повишаване ефективността на предприятията.

Степента на концентрация на портфейлите на приватизационните фондове предопредели не само степента на мотивация, но и реалните възможности за упражняване на ефективен корпоративен контрол. Разпръснатата собственост в голям брой предприятия от различни региони и отрасли затруднява, а също и значително оскъпява мониторинга и управлението на предприятията. За по-малките фондове с разпръсната собственост такива разходи са и финансово невъзможни.

Ограниченият набор от средства за корпоративен контрол в ръцете на приватизационните фондове допълнително сви възможностите им за упражняване на управленски въздействия върху предприятията. Участието в надзорните съвети, респ. в управителните съвети, или налагането на "свой" изпълнителен директор в предприятието бяха основните механизми за корпоративен контрол. Комбинацията на акционерните участия в съответното предприятие – на държавата, на други приватизационни фондове (съответно техния брой и сила) и индивидуалните акционери определяше практическата реализация на тези възможности.

Специфично ограничение на възможностите за корпоративен контрол наложи и практическата невъзможност на фондовете за финансово въздействие върху дъщерните им предприятия. Поради голямото протакане на подготвителния период на масовата приватизация, приватизационните фондове стартираха в значително изменена и влошена в сравнение с периода на тяхната подготовка икономическа среда, характеризираща се най-вече с назряващото недоверие, а по-късно и колапс във финансовата система.

Към това трябва да се добавят и специфичните финансови ограничения за фондовете, регламентирани в нормативната уредба, които стесняват възможностите им за натрупване на финансови средства като: ограниченията (близки до забраната) да ползват заеми, забранителния период за продажбата на акции, както и да развиват друга дейност – източник на средства и т.н. Ограничени по линията на фиксираната структурата на активите бяха дори такива източници на финансиране като увеличаването на капитала чрез емисията на нови акции и осребряването на част от активите. В тази насока действаше и състоянието на капиталовия пазар – далеч от стандартите за привличането на външен капитал по линията на публичното предлагане на корпоративни ценни книжа. Неохотното оттегляне на държавата от приватизираните срещу инвестиционни бонове предприятия създаде проблема с винкулираните акции, които, от една страна, фондовете можеха да прехвърлят единствено на фондовата борса, а от друга, борсата отказваше да извърши тази операция поради тяхната непрехвърлимост. Несъвършенството на нормативната уредба на корпоративния контрол и в частност допуснатата непрозрачност в управлението в фондовете също отблъскваше външните инвеститори. Например предвидената в нормативните актове възможност за вдигане на капитала под условие, с решение само на управителите на фонда, позволяващо рязката

едностранна промяна в структурата на участията в капитала, засягаше силно интересите на външните инвеститори.

В резултат от това през 1997г. фондовете почти не реализираха постъпления: от една страна, фондовата борса и търговията с ценни книжа бяха открити едва през последните месеци на годината; от друга, държавата нормативно задържа дивидентите на предприятията. През 1998г. постъпленията бяха главно от търговията с ценни книжа.

Грубото разминаване между реалното предназначение и нагласа на приватизационните фондове да управляват и печелят от управлението на придобитите активи, от една страна, и предложената им от законодателя и обективните икономически фактори среда, от друга, родиха специфичните механизми за защита на интересите на учредителите им - под формата на различни типове коалиции, съглашения и договаряния помежду им и с други агенти на корпоративния контрол, създавани най-често зад гърба и за сметка на боновите акционери. Така забранителният период за търговията с акции, както и 34-процентния "таван" за придобиване на акции от капитала на едно и също предприятие, роди взаимното договаряне за размяна на акции по цени, известни само на непосредствените участници в договарянето, определено като "скрита касова приватизация" и превърнало се в "условие за корупция на учредителите на фонда". Съглашенията за взаимно представителство в общите събрания на някои предприятия, сключвани на базата на определено възнаграждение, се използваха като средство за разширяване на влиянието на фонда в тях, но и за излизане извън контрола на дребните акционери. Договарянето с фирмата, поемаща управлението на фонда, е другият източник на "компенсиране" на финансовите загуби на учредителите. Своего рода "защитни механизми" са създаваните от фонда нови фирми, регистрирани на името на частни лица, лансирането на "близки" фирми на входа или изхода на дъщерните предприятия, сключването на неизгодни сделки с тях и т.н. Точно обобщение на тези факти е изводът, за "подчертано забранителният характер на закона...." като "основната, макар и не единствена причина за опорочаването на боновото раздържавяване".⁸

Пропуските в нормативната уредба допълнително улесниха проявата на противоречието между учредителите и боновите акционери. Те започнаха още със забавянето на поправките в Закона за ценните книжа и фондовите борси, влезли в сила едва след като забранителният период за търговията с акции изтече и учредителите и други, свързани с тях лица, успяха да изкупят на безценница от боновите акционери голямо количество ценни книжа, необходими им за установяването на контрол върху дейността на дружеството.

Недостатъчното осигуряване чрез нормативната уредба на прозрачността на действията на приватизационните фондове също допринесе за това. Не беше дефинирана дори категорията "публично дружество", към която принадлежаха фондовете; липсваше всякаква информация от Комисията по ценните книжа и фондовите борси за блоковата търговия, чрез която именно се регистрираха предварително скрепените от учредителите сделки; не се следяха промените в предварително заявените в проспектите

⁸ Петкова, Ив. Цит. съч., с. 10.

на фондовите портфейли, не се даваше гласност за нарушенията на фондовете, не се съобщаваше дори причината за санкционирането им.

Почти нерегулирана се оказа и практиката на общите събрания. Наредбата за пълномощните не поставя никакви изисквания нито към лицата-пълномощници, нито към броя на упълномощителите на едно лице, което позволява на управата на фонда да събира огромен кворум и да режисира общите събрания в свой интерес. Преуреждането на дейността на приватизационните фондове като холдингови компании не премахна деформациите в поведението им, доколкото частта от регулациите по Търговския закон си остава същата.

1.2. Портфейли след края на първата вълна

Правната регулация на дейността на приватизационните фондове намери отражение в структурата на техните инвестиционни портфейли след края на първата вълна. Таблица 1 показва действителното разпределение. Първото нещо, което прави впечатление, е, че групата на фондовете с изразени стратегически портфейли (над 60% от всички придобитите пакети от акции са с размер от 25 до 34% от целия капитал на даденото предприятие) не са преобладаващи. Това е най-характерно за особено големите фондове. Малките и средните са успели да направят значително по-компактни портфейли. Обяснението за това може да се открие във факта, че фондовете закупуваха доста изгодно акциите, при което техният ресурс от инвестиционни бонове се оказва със значително по-висока покупателна мощ от очакваната и тогава стремежът да го оползотворят пълноценно ги доведе до закупуване на голям брой участия под 25% от капитала на предприятията.

Нестратегическите портфейли бяха предпочетени от почти равен брой фондове, което е аргумент, че тези портфейли възникват по-скоро като **пасивен резултат** от развитието на процеса, отколкото като съзнателно преследвани стратегии.

Въпреки всичко големият брой балансирани портфейли, който е характерен за фондовете от всички размерни групи, трудно може да бъде обяснен. Още по-силно впечатление прави наличието на много пакети с размер от 10 до 25% от капитала на предприятието в тези портфейли. На практика точно тази структура на портфейлите не е свойствена нито за холдинговите компании, нито за инвестиционните дружества - двете единствени възможности, предоставени от закона за продължаване дейността на фондовете.

Таблица 1

Класификация на приватизационните фондове според структурата на техните портфейли след първата вълна на масовата приватизация

Приватизационни фондове според размера на набрания капитал	Портфейли с изразен стратегически характер		Балансирани портфейли		Портфейли с инвестиционен характер	
	Брой фондове	Брой акции	Брой фондове	Брой акции	Брой фондове	Брой акции
Много големи (над 2 млрд. лв.)	1	4,221,146	5	17,278,381	5	14,921,949

Големи (0.5-2.0 млрд. лв.)	4	3,466,817	4	4,345,304	7	5,004,664
Средни (0.2-0.5 млрд. лв.)	6	1,728,087	7	1,673,856	8	3,199,805
Малки (0.07-0.2 млрд. лв.)	10	1,193,487	13	1,943,707	11	1,092,997
ОБЩО	21	10,609,537	29	25,241,248	31	24,219,415

Източник: Център за масова приватизация (ЦМП)

Забележка: Тук е включен броят на акциите, придобити от съответните фондове в групата, тъй като и досега липсват данни за точната стойност на портфейла на даден фонд. Използването на цените на придобиване е силно заблуждаващо, тъй като те отразяват по-скоро особеностите на приватизационната процедура, отколкото реалната стойност на придобитите активи.

Едно възможно обяснение на този феномен е участието “по двойки”, при което два фонда сключват предварително споразумение да участват за пакети от две предприятия. Така те придобиват по един пакет за себе си и по един - за партниращия фонд, като впоследствие си разменят взаимно управлението или собствеността върху “поръчаните” пакети, допълвайки “собствените”, т.е. увеличавайки техния размер до величината, която им е необходима за контрол. Тъй като “собственият” пакет по принцип клони към горната допустима от закона граница (34%), размерът на “поръчания” пакет може да е по-малък и да варира. 17% за него е типичен случай, защото двата дават класическите 51%, необходими за мажоритарен контрол.

Хипотезата за участието по двойки има много голямо значение за връзката ПФ - корпоративен контрол. В хода на приватизационния процес се появило множество твърдения за такива двойки, но те естествено не можеха да бъдат потвърдени. Доста по-сигурен критерий за тяхното наличие е съвместното участие на два фонда в капитала на едно предприятие. Наличие на такава връзка се приема при пет и повече случая на съвместно приватизиране на предприятия.

Таблица 2

Участие на “двойки” ПФ в първата вълна на масовата приватизация

Брой общи участия на една двойка фондове	5-10	10-15	Над 15
Честота	11	2	5

Източник: Собствени изчисления на база данни от ЦМП.

Таблица 2 съдържа резултатите от този тест, групирани по брой на случаите. Разбира се, не можем да претендираме за изчерпателност. На практика проследихме всички съвпадения само при комбинацията най-голям/втори по големина акционер, някои случаи най-голям/трети и отделни комбинации втори/трети акционер в капитала на дадено предприятие. Тези 18 случая на практика представляват над 30% от всички фондове. Може обаче със сигурност да се предполага, че комбинациите са повече и в няколко случая включват също триъгълни конфигурации, когато един голям фонд има споразумение с повече от един партньор.

Тази хипотеза се свързва много добре и с още един парадокс на първата вълна на масовата приватизация. Въпреки че портфейлите от акции на 3/4 от всички ПФ непосредствено след процеса неблагоприятно стратегическо поведение, а около 1/3 са особено неподходящи, огромното мнозинство (76) ПФ се пререгистрира като холдинг компании, като само един

голям фонд се регистрира като инвестиционно дружество. Смятаме, че това е основание да приемем твърдението за вярно и да го приложим в точка трета при разглеждането на променените структури за корпоративен контрол в отделните предприятия.

1.3. Някои особености и проблеми на съвременния корпоративен контрол у нас

Ако въпросите “Кой и как спечели и кой загуби от участието си в първия кръг на масовата приватизация?” имат предимно морален характер (не те определяха ефективността на корпоративния контрол) и така или иначе са вече състоял се факт, то въпросите “как “облагодетелстваните” ще се разпореждат с производствените ресурси?”; “как ще ги управляват?” и “какво печелят или губят от това всички, не само дребните акционери, но и обществото като цяло?” имат огромно практическо значение за икономиката ни и заслужава да бъдат обект на непрекъснато наблюдение както от акционерите, така и от държавата.

Регулаторният режим и проблемите, свързани с упражняването на управленската функция на приватизационните фондове, наложиха своя отпечатък върху възможностите и начина на осъществяване на корпоративния контрол в рамките на холдинга, особено в началния период. Решаващо значение тук има, от една страна, ограниченият набор от управленски механизми, използвани в практиката на бившите приватизационни фондове, съответно липсата на опит в упражняването на корпоративен контрол; и от друга, раздробеността на участията в собствеността, съчетани с разнородност на инвестиционния портфейл на бившите приватизационни фондове - резултат от нереализирания замисъл на законодателя и предполагащ специфични умения и практики на корпоративно управление.

Ограниченията пред бившите ПФ като агенти на корпоративен контрол резултираха както в степента на готовност на холдингите да упражняват управленските си функции към специфичното множество от разнородни предприятия, разпръснати в цялата страна, така и в съдържанието на самата практика на корпоративен контрол. Наблюденията над дейността на тези холдинги показва значително разширяване на намесата в управлението на предприятията, излизаща извън границите на мониторинга и стратегическите решения, и навлизане в сферата на конкретните управленски въздействия, представящо се понякога като “разширяване обхвата на корпоративния контрол”. Налице са случаи на директно участие на холдингите във вземането на решения в отделните предприятия, свидетелство за тенденцията към сливане на функциите на собственика и управленеца и нетипичността на холдинговите образувания от гледна точка на корпоративния контрол.

Едва след преуреждането на дейността на приватизационните фондове като холдингови компании и реструктурирането на инвестиционните им портфейли чрез продажба на малките пакети и закупуване на допълнителни акции в приоритетни за тях предприятия, т.е. едва с оформянето на участията им в собствеността на отделните предприятия, те придобиват смисъла на

реални агенти на корпоративния контрол. Това означава, че наред с управлението на структурата на инвестиционния портфейл, от гледна точка на постигането на оптималното съотношение между доходност и риск холдинговото дружество поема реалния ангажимент за участие в управлението на придобитите предприятия, за тяхното продуктово, технологично и пазарно реструктуриране; за подпомагането им в инвестиционния процес, в т.ч. и чрез пряко финансиране на дейността на дъщерните компании, за привличането на чуждестранни инвеститори в тях или стабилни местни партньори. Класическият холдинг не финансира дъщерните си дружества, а единствено упражнява контрол върху тяхната дейност. В нашата практика корпоративният контрол носи "разширения" смисъл, включващ не само контрол, но и конкретни управленски въздействия. Това е и една от характерните черти на холдинговите компании у нас. Възложената им функция по реструктурирането на предприятията като начин за тяхното оздравяване и укрепване превърна финансирането на стопанската дейност на дъщерните предприятия в един от центровете на тяхната политика.

Ключов проблем на корпоративния контрол е мотивацията на мениджърските екипи на дъщерните компании. Без съмнение нашата практика в това отношение е далеч от стандартите на световния опит и заслужено е подложена на критика.⁹ Косвено признание за това е и опитът да се наложи прякото управление на дъщерните предприятия от представител на управленския екип на холдинга (под формата на изпълнителен или дублиращ директор). Изхожда се от презумпцията, че в качеството си на по-едър акционер на холдинга той има по-голяма мотивация за ефективно управление на предприятието от обикновения изпълнителен директор.

Ако вземем предвид обаче спецификата на тази мотивация, може да се оформи и друго заключение. Връзката на интересите на мениджърите на холдинга с глобалния финансов резултат от неговата дейност превръща печалбата в основен негов мотив и на равнище предприятие. Интересите на изпълнителния директор на предприятието са свързани преди всичко със запазването на статута му и разширяване на възможностите за реализация на управленските функции, което пряко кореспондира не толкова със самия финансов резултат, колкото с възможностите за разширяването на дейността на компанията, с укрепването на нейните пазарни позиции. А от гледна точка на обществен интерес за разширяване на възможностите за иновация и повишаване на конкурентоспособността това е по-изгодно, отколкото положителния финансов резултат.

Кардинален от гледна точка на ефекта на различните видове политики на холдинга е проблемът за принципа на неговите взаимоотношения с дъщерните му предприятия. Във връзка с това е необходимо изясняването на границите на управленската функция на холдинга и параметрите на управленска свобода на дъщерните му фирми. Все още в процес на уточняване и разработване са конкретните технологии за целеполагане и

⁹ Георгиев, Ил. Сп. Керемидчиев. Корпоративното управление на приватизираните предприятия. С., 1999, 73-75.

контрол върху дейността на предприятията. Експериментират се различни управленски механизми. Целта е да се намерят както подходящите управленски лостове, така и оптималният предел на управленско въздействие, гарантиращ достатъчно свобода и самоинициатива на предприятията. Липсата в по-голямата част от управленските екипи на холдингите на необходимите умения и нагласи за промяна в стила на управление крие опасност от рецидивизиране на взаимоотношенията между бившите държавни стопански обединения и клоновете им предприятия. Без съмнение промяната в стила на взаимоотношенията на холдинага с дъщерните му компании е най-сложният и дълготраен процес. Той не може да се осъществи извън промяната в стила на управление на самите дъщерни компании

В заключение, историята и поведението на приватизационните фондове са ярък пример за влиянието на нормативната среда върху стопанските субекти. Противоречията в нормативната уредба, регламентираща протичането на първата вълна от масовата приватизация, бяха израз на противоречията в заложените цели за нейното осъществяване. Не пропуските, а невярната ориентация на тази уредба обусловиха негативния й ефект върху корпоративното управление.

Този извод има огромно значение за практиката на втората вълна от масовата приватизация. Строгата регламентация и двойното лицензиране на пенсионните фондове не са гаранцията за постигането на амбициозните, но отново противоречиви цели на боновото раздържавяване. При нейното осъществяване освобождаването на държавата от губещите предприятия отново излиза на преден план. Свидетелство за това е наборът от пакети, който се предлага на централизираните търгове. Такива са главно дружествата, за които няма реален интерес от касовите купувачи и са в лошо финансово състояние. Този факт от своя страна поставя пречки не само пред съживяването на капиталовия пазар, но създава реални проблеми най-вече пред формирането на ликвидни портфейли на пенсионните фондове и превръщането им в жизнеспособни дружества, изпълняващи социални цели.

2. Фондовата борса в България и промените в корпоративното управление

В този раздел е проследено развитието на фондовия пазар в България, като се излиза от хипотезата, че *системните промени* връщат страните от Централна и Източна Европа към практиките съществували преди Втората световна война. Съвременният фондов пазар в България е изправен пред дефицит от опит и традиции в сфера, в която те означават извънредно много. Това е една от причините, поради която беше допуснато спонтанното и дори анархично развитие на множество самостоятелни борси и посредници в началото на прехода. Спонтанните процеси поставят администрацията пред необходимостта от сериозни инвестиции и усилия за утвърждаването на регламент, без какъвто възникването на ликвиден пазар е невъзможно. Амбициозните намерения за регулиране и съживяване на пазара на последната българска администрация се изчерпват с изграждането на институционална рамка. Корпоративният контрол у нас не разчита на

борсовите механизми, което поставя икономическите агенти в ситуация на ограничена информация и висока степен на несигурност. Те се ориентират към схеми на "изключващ мажоритарен контрол" и така се създават мрежи на непрозрачни лични взаимоотношения.

Следвайки тази логика, в този раздел последователно е направен кратък исторически обзор на развитието на Софийска фондова борса преди 1947г.; разглеждани са проблемите на консолидацията на фондовия пазар през 1990-1995г., както и състоянието му от последните две години.

2.1. Развитие до 1947г.

Закритата през 1947г. Софийска фондова борса (СФБ) никога не е имала значението, което са имали борсите в други страни от Централна и Източна Европа преди Втората световна война.¹⁰ Тя функционира с големи прекъсвания през периода 1918-1947г. За разлика от сега, когато Законът за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД) е приет близо 5 години след "старта" на фондовия пазар, в началото на столетието Законът за борсите (ЗБ) от 1907г. е приет 11 години преди създаването на СФБ. По мнението на политици и стопански дейци от онова време редица клаузи от ЗБ го правят неприложим. Не се отчита нарастващото значение на търговско-индустриалните камари и не се предвижда тяхно участие в управителните тела на борсите; не се прави достатъчно ясна разлика между фондова и стокови борси; отсъства раздел за "помирителен борсов съд"; издръжката на борсата се разпростира не само върху участниците в нейните сесии, а и върху останалата част от търговско-промишленото съсловие. Това се отчита през 1911г. във внесените изменения в ЗБ, приет на 1.03.1912г.

Интересни дискусии се разгарят при второто четене на законопроекта. От името на комисията от финансовото министерство вносителят - известният banker и политик Ат. Буров заедно с Г. Губиделников и финансовия министър Т. Теодоров отстояват ограниченията на чл. 95 в полемика с д-р В. Радославов. Спорът се води за правото да котират акции на изграждащата се СФБ само дружества, съществували поне от две години и внесли не по-малко от 50% от номинала на уставния си капитал (по тогавашния Търговски закон –ТЗ, при регистрирането си търговските дружества внасят 30% от записания уставен капитал). В началото на 20-те години ЗБ е изменен. Земеделците внасят промени, насочени срещу спекулата с валута на СФБ. По-късно тези сделки се извършват единствено в Българска народна банка (БНБ).

Тогавашната СФБ е създадена с указ през 1915г. Тя започва дейността си след края на първата световна война - на 20.01.1918г. Въпреки намесата на държавата (отпуснат ѝ е фонд в размер на 50 хил. лв. в държавни ценни книжа на съхранение в БНБ, като лихвите се прибавят към резервите на борсата) развитието на СФБ е неравномерно. Тя работи едва 9 месеца и през есента на 1918г. дейността ѝ е прекратена. Борсата подновява сесиите си през пролетта на 1920г. През ноември 1925г. поради липса на сделки

¹⁰ Вж. Henn, A. Les bourses en Europe Centrale: Prague cherche sa place. – Le Courrier des Pays de l'Est, juin 1999, N 440.

дейността ѝ повторно е прекратена. След три години - на 15.09.1928г., СФБ възобновява сесиите си. Както личи от теченията на тогавашния Официален борсов лист (1918-1947г.), на борсата се котира не повече от 10 дружества. След отпадането на камбиалните сделки преобладават тези с държавни ценни книжа (ДЦК).

Парадоксално е, че неравномерното развитие на СФБ се съпровожда от "експанзия" на българските акционерни дружества. Според оценките в навечерието на Балканските войни, когато е приет ЗБ, техният брой не надхвърля 200. За сравнение по същото време в Турция те са по-малко от 100. При започването на Втората световна война акционерните дружества у нас вече са повече от хиляда.

СФБ е закрыта с влизането в сила на Закона за банките от 26. 12. 1947 г. Отменя се ЗБ и Правилникът на СФБ. В БНБ се учредява служба, която продължава дейността ѝ. Всъщност СФБ така и не "прохожда" преди прекратяването ѝ през 1947г.

2.2. Трудната консолидация на фондовите пазари – 1992-1995/1996г.

През 1992-1995г. търговията с корпоративни ценни книжа се движи на границата на закоността.¹¹ В края на 1991г. по Търговския закон се регистрират Първа българска фондова борса (ПБФБ) и Софийската фондова борса. Основание за дейността им са наредбите за ценните книжа на Министерството на финансите. Първите сесии и на двете борси датират от пролетта на 1992г. Продължителното "нерегламентиране" на тази материя довежда до създаването на около 20 фондови пазара в страната. Въпреки това ликвидността им е изключително ниска - под 1%.

1995г. е повратна за търговията с корпоративни ценни книжа. На 29 юни е приет Законът за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества. Създадена е Комисия за ценните книжа и фондовите борси и инвестиционните посредници (КЦКФБИП) като държавен орган за регулиране и контрол на процеса. До средата на 1996г. са приети почти всички подзаконови нормативни актове, регулиращи борсовата търговия. През това време търговията с корпоративни ценни книжа е вяла.

Според закона минимално необходимият капитал за регистрирането на фондова борса е 100 млн. лв. Това изискване провокира обединяването на съществуващите по това време фондови пазари, иницирано от Първа българска фондова борса. Създава се Централният депозитар. Той поддържа клиринга и сетълмента на търговията с корпоративни ценни книжа и е приемник на информацията от Центъра за масова приватизация (ЦМП). Капиталът на депозитара възлиза на 30 млн. лв. Три четвърти от него се държат от Министерството на финансите, централната банка и ЦМП.

След като през 1992г. Министерство на финансите възразява срещу търговията на фондовите пазари с ДЦК от 1994г. на тях освен с корпоративни ценни книжа се търгува и с известни обеми валутни и левови зункове. По принцип рефинансирането на бюджетния дефицит с ДЦК, високите равнища

¹¹ През 1996г. френският консултант Даниел Хансън определя ситуацията на българския капиталов пазар като "тотална анархия" и без перспективи в средносрочен план. Вж. Hantson, D. Les marchés financiers en Europe centrale et orientale. – CPE, 1997, N 420.

на инфлацията и респ. - поддържането на високи равнища на лихвения процент, както и девалвацията на българския лев задържат развитието на фондовия пазар.

2.3. Съвременно състояние

Приемането на ЗЦКФБИД,¹² променян впоследствие нееднократно, провеждането на първата вълна на масовата приватизация; острата икономическа и политическа криза от края на 1996 и началото на 1997г. са повратните жалони, определящи развитието на фондовия пазар през последните две години.

Моделът, по който беше проведена първата вълна на масовата приватизация поставя главните действащи лица в нея - приватизационните фондове, пред алтернативата да се ориентират или към "стратегически пакети за придобиване на мажоритарен контрол", или към "пакети за продажба".¹³ Анализът на проспектите на фондовете показва предпочитания към "стратегически ориентирани портфейли", каквито са намеренията на 23 ПФ пред "пакетите за продажба", предпочитани едва от 8 ПФ. Краят на първата вълна разкрива различна от заявената в проспектите за набиране на бонов ресурс картина - 31 ПФ, концентрирали над 24 млн. акции, са по-скоро с портфейли за продажба. Стратегически ориентирани са портфейлите на 21 ПФ с над 10 млн. акции. Тази ситуация би могла да бъде обяснена със сключването на предварителни споразумения между ПФ.¹⁴ Т.нар. блокова търговия на фондовата борса, съставляваща около 80% от оборота ѝ през 1998г., илюстрира обхвата на предварителните споразумения.

Институционалното укрепване на фондовия пазар е сред приоритетите на програма "България 2001" на Министерския съвет. БФБ-София е лицензирана официално от КЦКФБИД през октомври 1997г. След увеличението на капитала ѝ през 1998г. той възлиза вече на 263 млн. стари лева. Остава уставното положение, че най-малко 2/3 от капитала на борсата трябва да се притежава от банки, инвестиционни посредници, финансови къщи и застрахователни дружества. Акционер на борсата не може да е собственик на повече от 5% от капитала ѝ, което не важи за държавата, придобила участието си чрез апортна вноска. След последното увеличение на капитала делът на държавата намалява от 49 на 37%.

Съществени са проблемите с пререгистрирането по ЗКЦКФБИД на емитентите отпреди 1995г., както и на инвестиционните посредници. Към днешна дата са лицензирани над 100 инвестиционни посредника, от които 28 са банки. Съществуват изисквания за капиталовата адекватност и ликвидност на небанковите посредници. Минималният капитал за действащите само като агенти небанкови посредници е 90 млн. стари лева. За пълен лиценз, позволяващ им да действат и като принципиали, необходими 250 млн. стари лева. Със съдействието на Американската агенция за икономическо развитие

¹² Държавен вестник, 14.07.1995, бр. 63.

¹³ Вж. Чипев, Пл. Роля на приватизационните фондове в първата вълна на масовата приватизация. – В: Приватизационните фондове и реструктурирането на корпоративния контрол, 1999.

¹⁴ Вж по-подробно пак там.

(USAID) е създадена Българската асоциация на лицензираните инвестиционни посредници (БАЛИП), претендираща нейни представители да участват в управителното тяло на борсата. Някои от посредниците временно са отстранени поради неспазване на изискването за поддържането на 2 брокерски места. В момента с лиценз са над 200 брокери.

Емитенти на фондовия пазар са предприятията от първата вълна на масовата приватизация. Твърде малко от тях обаче имат интерес от преобразуването си в публични дружества. За това говори неколкото продължаване на срока за изготвяне на проспекти, необходими за търгуването на официалния пазар. Последният срок за проспектите е краят на 1999 г. Високите такси по никакъв начин не стимулират компаниите да внасят за обсъждане дори изработени вече проспекти. От това се въздържа компанията като "Нефтохим", която е с готов проспект. Софийската община би платила такса от 250 хил. германски марки, ако беше пуснала облигационната си емисия на пода на борсата.

Тревожен е фактът, че около 1/3 от публичните дружества закъсняват с изискуемите по закон отчети. Към крайния срок за подаване - 31.03.1999г., в комисията са постъпили отчетите само на 649 дружества, въпреки угрозата от глоби, възлизащи между 2 и 10 млн. лв. за физически лица, носещи отговорност за задържането на документите, и 10 и 50 млн. лв. за юридически лица.

През 1998г. на пода на БФБ се сключват сделки с над 900 емисии. На официалния и свободния пазар са изтъргувани над 26 млн. ценни книги на стойност 214 млрд. стари лева. Средните месечни нива са от порядъка на около 2 млн. ценни книги, възлизащи на 17.8 млрд. стари лева. Почти половината от годишния оборот е реализиран от чуждестранни портфейлни инвеститори.¹⁵

Подът на БФБ-София включва официален пазар с три сегмента - "А"; "В" - паралелен пазар; "С" - временен пазар и свободен пазар. На официалния пазар се предлагат ограничен брой емисии. Сегмент "А" стартира с 60% на предприятие "Елкабел" АД. На по-ниските сегменти излизат преобразуваните приватизационни фондове. По-голямата част от предприятията от първата вълна на масовата приватизация - над 980, се предлагат на свободния пазар. С измененията на ЗЦКФБД те се регистрират в Регистъра за публични дружества на Комисията за ценни книжа и са задължени на предоставят информация за дейността си. Чрез пласмент на БФБ през 1998г. са приватизирани активи на стойност над 11 млрд. стари лева. Тази сума е едва около 1% от постъпленията от приватизация през 1998 г., така че въпреки обявените в програмата за развитие на фондовите пазари в България намерения пласментът на борсата по никакъв начин не би могъл да бъде причислен към приоритетните приватизационни техники.

Борсовият правилник търпи развитие с оглед защита интересите на непрофесионалните инвеститори. На официалния пазар за защита срещу резки промени на цените се допуска отклонение от среднопретеглената цена на сделките от последната сесия, когато е търгувана емисията в диапазона

¹⁵ Прохаски, Г. Годишен отчет на Българска фондова борса - София АД за 1998г.

+/-5% и +/-10%, когато на три последователни сесии съответната емисия не е търгувана. Аналогично, на свободния пазар са въведени ограничения в диапазона +/-25% от среднопретеглената цена на последната сесия на емисията и +/-50%, когато с нея не е търгувано на 5 поредни сесии. Ограниченията отпадат за ценни книжа, с които не се извършват сделки през последните два месеца. Същевременно съществува възможност Съвета на директорите на БФБ-София да променя или отменя ограниченията за определени емисии за даден период.

При блоковите сделки на официалния пазар се практикува долен праг на количеството търгувани акции - 25 000. Те не могат да са с обеми под 25 млн. стари лева. Цените са ограничени в диапазона +/-20% от среднопретеглената цена на последните сделки. На свободния пазар долният праг на количеството търгувани ценни книжа при блоковите сделки е 10 000 акции и 10 млн. лв. Ценовият диапазон е значително по-широк - варира в рамките на +/-100%. Все с оглед защита на инвеститорите при кросовите сделки, наследили блоковата търговия, съществува защитен триминутен изчаквателен период при въвеждането на две насрещни поръчки от един и същ брокер.

Програмата за развитие на фондовия пазар търси увеличение на търгуваните обеми чрез:

- листиране на официалния борсов пазар и продажба на мажоритарни пакети на големи дружества;
- листиране на официалния пазар на миноритарни пакети от структуроопределящи дружества по време или след продажбата им на стратегически инвеститор;
- продажба на официалния и свободния пазар на БФБ на остатъчни пакети, собственост на държавата;
- листиране на официалния пазар на нови емисии на приватизирани дружества;
- листиране на емисии на нови частни емитенти;
- развитие на облигационния сегмент на борсата.¹⁶

С програмата се цели пазарната капитализация на БФБ-София да достигне критична маса от над 1 млрд. щатски долара, което би направило българския капиталов пазар забележим за международните инвеститори.

През 1998г. пазарната капитализация е от порядъка на 150 млн. дол.; а през текущата година се очертава да е на половината от това ниво. Изчерпването на блоковата търговия, поддържало пазара през 1998г., разкрива нежеланието на централната администрация да се раздели с контрола си над структуроопределящи предприятия и монополисти чрез пласмент на фондовия пазар. На борсата не може да се експериментира с неизвестни средни и дори малки предприятия. На високите сегменти на официалния пазар могат да се търгуват от пет до десет емисии. Същевременно на свободния пазар би могло да се очаква активизиране на предлагането на остатъчни държавни дялове от първата вълна на масовата приватизация. Активизирането на корпоративния облигационен сегмент и

¹⁶ Вж. Прохаски, Г. Развитие на капиталовите пазари в България. Доклад, изнесен на семинар "Икономическа политика 1998-2000", Сандански, 20-22 март 1998.

търгуването на пода на борсата на известни обеми ДЦК биха имали позитивно въздействие. Проблем във втория случай обаче е очакваната съпротива от страна на сегашните първични дилъри на ДЦК.

В момента се изчисляват различни борсови индекси. Те се основават на среднопретеглени цени на акции, търгувани на свободния пазар. Такива са индексите на "Експандия България 50" - EBI ("Български бизнес"); "Бул рейт - топ 20" ("Делова седмица") и др. Най-популярен е индексът, изчисляван от BSE Warburg от Лондон, публикуван в "Капитал" и "Банкеръ". Всички индекси отбелязват спад. Така Уорбърг-30 намалява от 110 на 60 пункта за една година.¹⁷ Всъщност борсовите индекси в Словакия и особено в Чехия, откъдето е заимствана схемата за масовата приватизация, бележат драстичен спад. Съвършено различна е ситуацията на фондовата борса на Будапеща, чийто оборот достига 27 млрд. евро, което е над 1/3 от БВП на страната през 1998г. Неслучайно Унгария каптира между 27 и 30% от всички портфейлни инвестиции в региона. Индексът BUX се увеличава над 6 пъти за периода 1991-1998г.

Таблица 3

Борсови индекси в Централна Европа и България

Име	Страна	Базова стойност	Брой на дружествата в индекса	Стойност на 31.12.1998г.
SAX	Словакия	100 септември 1993	В момента 16	94,0
BUX	Унгария	1 000 януари 1991	В момента 18	6307,6
WIG 20	Полша	1 000 април 1994	20	1400,0
PX 50	Чехия	1 000 април 1994	50	394,2
Warburg 30	България	100 януари 1998	30	60,0

Източник: Henn, A. Цит. съч., с. 55.; Капитал, 19.12.1998-08.01.1999.

Всъщност единствено Фондовата борса на Будапеща би могла да конкурира създаващата се във Виена (реализация на съвместна немско-австрийска инициатива) Борса за Централна и Източна Европа.

През близо двете години от официалното лицензиране на обединената БФБ-София през октомври 1997г. се натрупаха проблеми,¹⁸ наложили разработването на нов закон – Закон за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК). С него се цели по-ефективна защита на интересите на дребните непрофесионални инвеститори, както и създаването на условия за привличане на специализираните за Централна и Източна Европа портфейлни инвеститори.¹⁹ Ограничават се възможностите за увеличаване на капитала, търси се по-подробен регламент на публичните дружества. Въвежда се институцията "управляващи дружества", на които с договор ще се възлага управлението на портфейлите на институционалните инвеститори - пенсионни фондове, здравноосигурителни каси. В първоначалните варианти на законопроекта се предвижда ограничаване дейността на инвестиционните

¹⁷ Вж. Гроздева, В. Състояние и проблеми на българския фондов пазар. – Икономика, март 1999.

¹⁸ Вж. Гроздева, В. Цит. съч.; Борсата през 1998 - преразпределяне на акции вместо истински пазар. – Капитал, 19 декември - 8 януари 1999.

¹⁹ В момента България привлича по-малко от 1% от портфейлните инвестиции в ЦИЕ, 2/3 от които са съсредоточени в Унгария, Полша и Чехия.

посредници само до услуги за физически лица. При второто четене в Икономическата комисия надделява компромисният вариант, според който посредниците могат да извършват услуги не само за физически лица, но и за институционални инвеститори с изключение на инвестиционните дружества и пенсионните фондове, което значително се отличава от първоначалния вариант на проектозакона. И не на последно място, законопроектът отчита съответните директиви на Съвета на министрите на ЕС, а именно: 89/298/ЕЕС относно изискванията за изготвяне, контрол и публикуване на проспект при публично предлагане на ценни книжа; 85/611/ЕЕС относно дружествата за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа; 88/627/ЕЕС относно разкриване на дялово участие в дружество, чиито ценни книжа са приети за търговия на фондовата борса; 89/592/ЕЕС относно вътрешните лица и вътрешната информация; 93/22/ЕЕС за инвестиционните услуги в областта на ценните книжа; 82/121/ЕЕС за периодичната информация, която трябва да се публикува от емитента; Директива 82/981/ЕИО за разделянето на акционерните дружества и др.²⁰

2.4. Обобщение

В България фондовият пазар не достига равнището на развитие на фондовите пазари в останалите ЦИЕ страни. Фондовата борса в Букурещ (да не говорим за Полша и Унгария) възниква значително по-рано, отколкото у нас. В действителност, както свидетелства Официалният борсов лист отпреди декември 1947г., по-активна борсова търговия в България се забелязва единствено през 1933-1936г. Тази ситуация е парадоксална (само "на пръв поглед", разбира се) на фона на динамиката на т.нар. "акционерни инициативи" (както много автори от онова време като Ив. Хараламбев, Ст. Бочев и др. наричат акционерните дружества). Т.нар. "акционериране" не е съпроводено със съответна динамика на фондовата борса и дружествата се управляват без нейното "посредничество".

Ако е вярно, че *преходът* възстановява статуквото в Европа отпреди Втората световна война (всъщност увеличаващата се разлика между Централна и Югоизточна Европа е потвърждение за тази хипотеза), то *стихийното* възстановяване на фондовия пазар в България след началото на системните промени не би трябвало да е изненада. Спонтанните процеси през 1992-1995г. и продължителното отсъствие на ясен регламент в тази толкова деликатна от гледна точка на доверието на непрофесионалния дребен акционер материя създават сериозни ограничения пред развитието на фондовия пазар. *"Разцветът"* на новите *акционерни инициативи* (развили се най-вече в резултат от първата вълна на масовата приватизация), също както преди близо половин век не е съпроводен от динамизиране на борсовата търговия. Неслучайно, както ще стане ясно по-нататък, у нас за разлика от развитите индустриални държави преобладава *изключващ мажоритарен контрол* (exclusive majority) пред формите на контрол, предполагащи развит финансов пазар - като *"съзвездие от интереси"* (constellation of interests).

²⁰ Вж. Мотиви към проекта на Закон за публичното предлагане на ценни книжа.

Всъщност, както подчертават анализаторите, основният проблем на фондовия пазар в България е отсъствието на *подходяща стока* - корпоративни книжа на атрактивни предприятия. Твърде малко от търгуваните на различните сегменти на борсата ценни книжа наистина представляват интерес както за масовия непрофесионален инвеститор, така и за специализираните на възникващите пазари транснационални портфейлни инвеститори. Т.нар. "блокова търговия"; търгуването на едни и същи акции на различни сегменти на борсата и редица детайли от нейната работа отблъскват инвеститорите. Неслучайно БФБ-София се характеризира не като *възникващ* (emerging), а по-скоро като *граничен* пазар. Оценката, че българският фондов пазар все още е в *ембрионална фаза* на развитие и че борсовите механизми не намират място в слагащата се структура на корпоративен контрол на публичните дружества в страната, не е пресиленена. Отсъствието на ефективен борсов пазар увеличава неинформираността и несигурността на икономическите агенти. В тези условия те се ориентират към краткосрочни решения и механизми на контрол, които се основават на мрежа от лични контакти и непрозрачни за широката публика договаряния. В условията на глоболизиращата се световна икономика и информационно общество това може да се окаже наистина фатално за България. Без сигналите на фондовия пазар страната ще продължи да бъде встрани от международния инвеститорски интерес. Времето за заемане на позиции в региона изтича. Българска фондова борса - София изостана още на старта в конкуренцията с възникващите пазари от Централна Европа и южните ни съседи. Най-вероятно, както и в началото на столетието, когато книжа на "Мини Перник АД" например се котираха на европейските борси десетилетие преди възникването на тогавашната Софийска фондова борса, и сега конкурентноспособните предприятия и институционалните инвеститори ще търсят алтернативни източници на финансиране на фондовите пазари извън страната. Резултатите от схемите за масова приватизация и ситуацията на фондовите пазари в страните, от които България заимства тези схеми, подсказват такова развитие.

3. Структури на корпоративния контрол в приватизираните предприятия

3.1. Теоретични основи на анализа

В едно пространно сравнително изследване на корпоративната структура на фирмите във Великобритания, САЩ и Япония Дж. Скот²¹ извежда следните характерни механизми за осъществяване на корпоративен контрол: *контрол от обществени органи, главно държавата чрез различни нейни министерства и агенции; еднолично (пълно) притежаване; специален тип контрол при взаимни и приятелски компании (mutual and friendly companies); изключващ мажоритарен контрол; поделен мажоритарен; изключващ миноритарен; поделен миноритарен; ограничен миноритарен; съзвездие (constellation) от интереси.*

²¹ Scott, J. Capitalist Property and Financial Power. London, Wheatsheaf Books, 1986.

Първите два механизма са класически познатите механизми на контрол, възникващ при държавните предприятия и при едноличните фирми. Скот дори уточнява, че държавните предприятия в общия случай не приемат корпоративна форма във Великобритания и нямат акционерен капитал. По една или друга причина и двата модела нямат отношение към нашето изследване и не са предмет на по-нататъшно разглеждане - няма нито един случай собствеността на дадено предприятие да е резултирала в подобна форма на контрол.

Третият механизъм (mutual and friendly societies) е много интересен. Той се характеризира с особен режим на права в посочените компании, при които един човек представлява един глас в тяхното управление. Както веднага става ясно, този механизъм се основава на особена правна регулация, каквато липсва у нас, и затова не намира приложение в приватизационния процес. Интересно е все пак да се отбележи произволната реклама на приватизационните фондове на определени етапи от приватизацията, която напълно неоснователно свързваше последните с взаимните фондове, характерни за пазарната икономика, обявявайки ги едва ли не за техните аналози. Така или иначе тази форма на контрол също не представлява интерес и няма да се спираме на нея.

3.2. Тенденции за формиране на структурата на корпоративния контрол, заложиени чрез предложените за приватизация предприятия

На първия етап обект на анализа е степента, в която самата схема благоприятства създаването на активен контрол, дяловете, които се предлагат, и тяхната честота. Според схемата са предложени 1050 предприятия, от които 10 не бяха допуснати въобще. В изследването интерес представлява типът контрол, установяван в останалите 1040, като данните се отнасят до цялата съвкупност. Общият размер на капитала на предложените предприятия е 223795998, а средният размер на капитала на едно предприятие - **215188 хил. лв.**

Таблица 4

Групиране на предложените предприятия по размер на дела за масова приватизация

	Брой предприятия		Среден размер на капитала на едно предприятие от групата (хил. лв.)	
	По схемата	Фактически	По схемата	Фактически
I група	804	684	109,652	96,476
II група	8	53	109,746	150,345
III Група	228	303	591,197	494,516

Източник: Център за масова приватизация.

Дяловете, предложени в схемата, варират в широки граници – от 10 до 90%, като винаги се предвиждат поне 10% за реституционни претенции. Последните не би трябвало да се възприемат като променящи концентрацията на собствеността, въпреки че вероятно има случаи, при

които тези дялове могат да се коалират със съществуващ друг голям инвеститор и да повлияят на картината, но те така или иначе нямат пряко отношение към резултатите от масовата приватизация.

В първа група се включват всички предприятия, от чиито активи поне 67% са предложени за масово раздържавяване. Границата на тази група не е избрана произволно. Тя осигурява две трети от гласуващата мощ в компанията и съответства на един от най-често разпространените модели на контрол. Към неговите добре познати в пазарната икономика характеристики, целящи недопускане на блокиране на каквито и да е решения при управлението на компанията, се добавят и някои български особености – приетите непосредствено преди приватизацията в много държавни предприятия ограничения на възможността за промени в бордовете (най-често две трети мнозинство), а също и самият МП модел. Предлагането над две трети от гласуващата мощ на дадена компания за приватизация позволява (поне теоретично) една относително проста коалиция от два фонда да си осигури мнозинство, което е много важно, като се има предвид, че първоначално всеки от фондовете не можеше да набира повече от 34% от дяловете на една компания. Такава коалиция може априори да бъде подсигурана срещу появата на “изненадващи” блокиращи пакети. Това е и най-често срещаната стойност за размер на предложен пакет – тя се покрива с *модата* на разпределението на дялове за масова приватизация от предложените предприятия.

Втората група обхваща случаите над 50 и до 67%. Ако трябва да се търси аналог в световната практика, може да се посочи т.нар. поделено мнозинство – *shared majority*. Тук няма да се прави детайлен анализ на този случай, главно поради неговото изключително слабо разпространение – 8 случая. Очевидно е, че тяхната поява трябва да се припише по-скоро на безкрайните включвания и изключвания от списъка, при които се натрупват често противоположни интереси в причудливи комбинации. Този модел получава по-сериозно третиране на следващия етап при реалното разпределение на собствеността в хода на процеса.

Третата група от дялове, която се откроява сред предприятията, предложени за масова приватизация, е тази от 50 и по-малко процента. В действителност в по-широк план тази група е нееднородна и най-актуалните изследвания върху контрола в света се извършват именно в нея, главно поради широкото разпръскване на акционерната собственост. В случая обаче и като брой, и като вариация тези случаи са определено по-слабо представени. Освен че като общ брой те са почти четири пъти по-малко от предпоставящите мажоритарни форми на контрол, те и вътре в групата си са съсредоточени главно в 10 и 25-процентни дялове, т.е. това са огледалните образи на предприятията от първата група, при които се предвиждат също мажоритарни форми на контрол, но постигнати чрез други форми на приватизация.

Сред така очертаните три групи ясно различими са няколко тенденции:

Първо, да се предлагат дялове, които да доведат в хода на процеса (или скоро след това) до формиране на категоричен модел на контрол в предприятията. Тази цел обаче, съчетана с 34-процентното правило, е доста странно реализирана.

Второ, да се избягва предлагане на дялове, които ще доведат до конкурентни модели на контрол, т.е. извън горните да се предлагат дялове, запазващи възможността за бъдещ exclusive control, само че постигнат по друг начин.

Трето, средният размер на капитала, който се пада на едно предприятие в отделните групи, дава основание да се твърди, че този категоричен контрол, допускан от МП, се отнася за по-малки предприятия. Обратното, големите (и може да се каже съществени) предприятия не предполагат формиране на контрол чрез МП.

3.3. Разпределение на предприятията по форми на корпоративен контрол

Преди да се представят резултатите от анализа по форми на контрол, е необходимо да бъдат отбелязани някои общи методологически подходи, които са приложени.

Преди всичко за основа са представени данните от Центъра за масова приватизация след приключване на процеса. Те отразяват резултатите от търговете и затова при тях акциите, които подлежах на служебно разпределение, са показани като непродадени. Приложен е заложеният в наредбата за организиране на търговете принцип, съгласно който всеки агент (фонд или гражданин) придобил определен брой акции, има право да получи допълнителен брой от непродадените акции, ако те не са повече от 5% от капитала на раздържавеното предприятие или не са повече от 25 хил. бр. Представените по-долу данни отразяват това завишение.²²

Следващият методологически проблем е свързан с раздадените безплатни акции от предприятията – по 10% от капитала и при определени ограничения за стойността им, предложена на едно лице съгласно наредбата. Поради децентрализирания характер на процеса (всяко предприятие само осъществява записването за тези акции) единственият контрол върху действителната част на записаните акции е действително приватизираният дял от капитала на даденото предприятие на търговете. Там, където той е по-малък или равен на предварително обявения процент за масова приватизация минус 10% за безплатни акции, се приема, че има пълно изпълнение на тази опция и така се завишава съвкупният дял на индивидуалните участници с максималните десет %. Там, където реално приватизираният дял на търговете е по-висок, т.е. очевидно не е изпълнена квотата за безвъзмездно участие на персонала, завишението на дела на индивидуалните участници е равно на размера на това неизпълнение.

Най-сериозният методологически проблем е свързан с прилагането на критериите за отделните групи. Независимо от прецизирането и адаптирането на тези критерии към спецификите на процеса в българската масова приватизация остават множество сложни случаи, които много трудно се класифицират според групите на корпоративен контрол. Затова в изследването е избран принцип, при който всички междинни или противоречиви случаи са отнесени съобразно смисъла на механизма на

²² В отделни случаи това доведе до леко превъзходно на максимално допустимия таван от 34% за участие на приватизационните фондове.

корпоративния контрол, характерен за дадена група, независимо че това понякога води до противоречие с формалните количествени критерии, характерни за групата.

Освен тези особености, свързани с базата от данни, с която разполагахме при разпределяне на предприятията по формите на контрол, има и други специфики, свързани с особеностите на самия процес, които се дискутират подробно по-долу.

Изключващ мажоритарен контрол

В теоретичен план този вариант е класически. При него един акционер или група от свързани акционери държат мажоритарен пакет от акции, който им дава възможност да вземат решение по всички главни проблеми на управлението и развитието на даденото предприятие. Размерът на необходимия пакет трябва да осигурява половината плюс един от гласовете (voting power) на акционерите.

Организацията на процеса на масова приватизация изключваше възможността за възникване на мажоритарни форми на контрол, защото един фонд да не може да придобива над 34% от капитала. Трудно е да се допусне, че причината за това е свързана с преследваните от управляващите форми на корпоративен контрол. По-скоро тук е изиграло роля копирането на чешкия модел, където има дори още по-стриктно ограничение (20%), но в него то е продиктувано от разбирането за природата на приватизационните фондове като инвестиционни посредници. В същото време у нас нямаше такова разбиране – още от самото начало схемата за масова приватизация беше проектирана да допусне развитието на тези фондове в посока към индустриални холдинги.

Така това изискване се превърна в сериозно вътрешно противоречие, което стимулира фондовете към намиране на различни форми за неговото заобикаляне. Както се вижда от табл. 4, тези форми бяха успешни и голям брой фондове образуваха “двойки”, играещи съвместно за придобиване на контрол в дадено предприятие. След приключване на процеса те фактически узакониха тези пакети чрез блокови сделки на борсата. Това дава основание при анализа на мажоритарните форми на контрол придобитите дялове от два фонда да се разглеждат като единен пакет за класифициране на даденото предприятие. Не винаги обаче може да се установи с точност дали двата фонда се намират в договорни отношения и затова е по-добре да се вземат актуалните данни за разпределение на собствеността няколко месеца след процеса, което несъмнено би било по-правилно, но се оказва невъзможно. Прочутата двусмисленост при създаването на правните норми у нас се проявява и тук. В декларациите за публичния характер на Централния депозитар липсата на яснота какво точно от неговата база данни е публично и до какъв кръг от публиката се отнася, доведе до практическа невъзможност да се получат данни за актуалната структура на собствеността към която и да е друга дата освен непосредствено след завършване на масовата приватизация. Тези данни бяха заложили в основата на анализа.

Другото възражение всъщност няма пряко отношение към проблема. Обстоятелството, че понякога не можем да кажем кои точно от фондовете,

участващи в структурата на собствеността на дадено предприятие – най-големия и втория по-големина или първия и третия или втория и третия, формират група, не е от значение в случая. Онова, което ни интересува, е дали структурата на собствеността позволява или блокира наличието на дадена форма на корпоративен контрол. И това за по-сложните случаи. А там, където имаме само два фонда, от които първият притежава максимума от 34%, а вторият – 17% и няма никакъв друг институционален акционер, очевидността на целта на такова участие се налага от само себе си. Още повече, че в много случаи същата двойка се среща в още 10 предприятия със същото разпределение на дяловете, разменяйки си само водещата роля в отделните предприятия.

Така случаите, при които сумата на дяловете на два фонда в едно предприятие превишава общо 50% от капитала на дадено, са дефинирани *като форма на мажоритарен контрол*. Съгласно теоретичната теза, изложена в предишната точка, той има характер на изключващ мажоритарен контрол, когато водещият акционер (в нашия случай група от два обвързани акционера) не е заплашен от наличие (или поява) на друг акционер, с който да е принуден да се договаря за упражняване на ефективен контрол над предприятието.

На Таблица 5 са представени всички случаи, в които след приключване на третия кръг на масовата приватизация два фонда са в състояние да контролират общ мажоритарен пакет, отговарящ на тези условия.

Таблица 5

Характеристики на групата с изключващ мажоритарен контрол

Предприятия в групата		Капитал в групата (хил. лв.)			Среден размер на приватизирания дял от едно предприятие (%)		
Брой	Дял от всички 1040 приват. предпр. (%)	Общ размер	Среден размер на едно предприятие	Медиана	На търговете	След разпред. на непродадените акции	След разпред. на безплатните акции
267	26	19574018	73311	43764	69.95	70.19	78.05
Среден размер на участие на мажоритарния акционер (% от целия капитал на предприятието)					Среден размер на участие на миноритарни акционери (% от целия капитал на предприятието)		
Общо на двата фонда от "двойката"	Само на водещия фонд	Само на втория по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест втори фонд	На третия по-големина фонд	На 3-ти, 4-ти и 5-ти фондове общо	На съвкупен дял на граждани
59.00	33.48	25.53	Доверие	Петрол фонд	3.54	3.87	15.18

Източник: Собствени изчисления на базата от данни, предоставени от ЦМП.

1. Тук са отнесени преди всичко само предприятия, в които реално приватизираният дял е над две трети от целия им капитал. Това означава, че техните акционери не са заплашени от поява на голям акционер след евентуална продажба на остатъчния пакет от акции чрез някаква форма на касова приватизация - в най-лошия случай този пакет би бил около 23%, тъй като от 33-те възможни 10% са запазени за евентуални реституционни претенции. Както се вижда от табл. 5, средният приватизиран дял е още по-

висок, което автоматично снижава възможния размер на касово приватизиран пакет.

2. В тази форма на контрол влизат предприятия, които или въобще нямат друг институционален инвеститор, или неговият дял е недостатъчен за формиране на втора група с претенции за намеса в контрола над предприятието, дори и натрупан с евентуалния остатъчен пакет (потенциален общ дял под 30%).

3. Малкото такива предприятия (около 30), където общата гласуваща мощ на институционалните инвеститори извън контролната група надминава 10% (но не повече от 20%), са едновременно с много висок приватизиран дял (над 90%), висок дял на втория фонд от "двойката" и с голям общ дял на индивидуални участници, които съгласно общите принципи на поведение на дребните акционери не могат да формират самостоятелен блок при гласуване и най-често гласовете им ефективно се разпределят в полза на най-големия акционер

Вижда се, че групата е съществена като брой – почти една четвърт от всички предприятия са контролирани по този начин. В същото време това са малки предприятия – не само че средният им размер е под средния за цялата подборка от 1040 предприятия, но и разпределението им е с дясно изтеглен полигон – медианата е почти наполовина на средноаритметичната на капиталите им, т.е. мнозинството от предприятията са с по-малък размер от средния за групата. В същото време те са приватизирани в много висока степен – непродадените акции разпределяни след търговете, са средно 1%, а раздадените безплатни акции на работниците са 7%. Както отбелязахме, извън контролната група практически няма институционални участници – средният размер на участие на трети, четвърти и пети фонд е едва 3.87%. Косвено потвърждение за основателността на анализа е фактът, че двата най-често срещани фонда са играли за едно и също предприятие в 28 случая като първи и втори по големина.

Друга много важна особеност е, че като цяло контролният пакет не е с много голям размер – средно 59%. Като прибавим и обстоятелството, че само в 45 случая въобще е налице пълен контрол – над две трети от гласовете, става очевиден фактът, че налице е значителен интерес на миноритарните акционери, който трябва да получи адекватна правна регулация.

Поделен мажоритарен контрол

Следващата форма на контрол, наблюдавана от Скот, е тази, при която най-големият акционер придобива мнозинство от гласовете, необходимо за оперативен контрол върху компанията, чрез "стабилно сътрудничество от страна на малка група съюзници".²³ Най-характерното за тази група е, че освен наличието на един мажоритарен акционер (или група от свързани акционери) има и други значителни акционери, които могат да се намесват повече или по-малко в упражняването на контрола над приватизираното предприятие. Особеното за българската схема за масова приватизация е, че тя запази големи неприватизирани пакети в значителна част от

²³ Scott, J., Цит. съч., с. 52.

предприятията. По този начин в много случаи тези мажоритарни собственици са заплашени от касово или чрез работническо-мениджърско дружество прехвърляне на съществен остатъчен пакет в едни ръце, което би променило съществено положението на мажоритарния акционер. Разбира се, ситуацията е далеч по-сложна – в много случаи тези остатъчни пакети се вземат от самите мажоритарни акционери, осигурявайки си по този начин изключващ контрол, но така или иначе усложнението остава.

Така в тази група на корпоративен контрол са отнесени в общия случай два типа предприятия – първо, такива, при които самият процес е довел до възникване на втори институционален акционер (в някои случаи има дори и повече от един миноритарен институционален акционер), и второ, такива, при които е бил или все още е налице значителен неприватизиран пакет, позволяващ принципно появата на нов силен субект на контрол. Характеристиките на така определената група предприятия са представени в Таблица 6.

Таблица 6

Характеристики на групата със поделен мажоритарен контрол

Предприятия в групата		Капитал в групата (хил. лв.)			Среден размер на приватизирания дял от едно предприятие (%)		
Брой	Дял от всички 1040 приват. предпр. (%)	Общ размер	Среден размер на едно предприятие	Медиана	На търговете	След разпред. на непродадените акции	След разпред. на безплатните акции
143	1375	21509043	150413	65296	63.05	63.38	70.57
Среден размер на участие на мажоритарния акционер (в % от целия капитал на предприятието)					Среден размер на участие на миноритарни акционери (в % от целия капитал на предприятието)		
Общо на двата фонда от "двойката"	Само на водещия фонд	Само на 2-рия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-ри фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-ти, 4-ти и 5-ти фондове общо	На съвкупен дял на граждани
52.32	32.94	19.38	"Доверие"	"Доверие"	5.12	6.00	12.25

Източник: Собствени изчисления на базата от данни, предоставени от ЦМП.

Групата на тези предприятия е почти два пъти по-малка като брой, но включва по-големи предприятия, въпреки че разпределението отново е несиметрично и броят на предприятията с по-малък от средния за групата капитал преобладава съществено. В същото време тя е със значително по-малък среден обем на приватизиран дял и нараснала роля на втората група от институционални акционери. Тук цифрите за средния дял на третия по големина фонд и сборния дял на третия, четвъртия и петия са подвеждащи поради включването на две групи предприятия с разнородни характеристики, които са представени почти поравно – от една страна, това са такива с повишено участие на трети, четвърти и др. приватизационни фондове в капитала, а от друга, има и с нулево (или близко по значение) участие на тези акционери, но с висок остатъчен дял, т.е. това са предприятия с **потенциална** втора група на контрол. На практика това са противоположни случаи, които при усредняване се балансират взаимно.

Ако обаче изчислим делът на миноритарните институционалните инвеститори поотделно за тези две групи, данните са доста по-показателни - само за онази част от предприятията, които са приватизирани над две трети, той е 14.74%, а натрупан с третите и четвъртите по-големина фондове достига 17.79%. В същото време средният неприватизиран дял на останалите предприятия достига 34%.

Осредненият сборен дял на индивидуалните участници е близък до този от предшестващата група, което означава, че техните акции не могат да бъдат обект на сериозен интерес от институционалните участници при преразпределянето на корпоративния контрол. Като че ли най-съществената специфика в групата е намалението на средния дял на участие на втория фонд във водещата двойка под 20%, което води до доста нисък среден размер на контролния пакет – 52.32%. Така тази цифра сигнализира и една друга възможност в групата – някои от миноритарните институционални акционери да атакуват агресивно самата контролираща двойка в онези случаи, когато все още не е завършен напълно процесът на взаимно прехвърляне на акциите между двата водещи акционера.

Появата на един същ фонд като най-чест първи и втори по големина акционер се обяснява с много големия и доста разпръснат инвестиционен портфейл на “Доверие” и с обстоятелството, че неговите партньори са с относително малки размери. В действителност той участва в общо 34 различни двойки в групата с 14 различни фонда, като само с три от тях изгражда 18 “двойки”, т.е. повече от половината, което несъмнено е друго потвърждение на тезата за наличие на съвместно изградени контролни пакети.

Интересен е и резултатът, когато филтрираме “Доверие” от групата – тогава се появяват с най-голяма честота “Мелинвест” като водещ фонд и “България” като втори фонд – още една от “двойките” с общо 37 случая на съвместно участие.

Исключващ миноритарен контрол

По същество **миноритарният контрол** като икономическа категория се въвежда от Бърл и Мийнс.²⁴ С нея те определят случаите, при които се упражнява ефективен контрол от собствениците без да е налице мнозинство от гласовете на тяхно разположение. И ако горната граница на такъв контрол (50%) е очевидна, това не се отнася и до долната, т.е. онази граница на размера на най-големия пакет от акции, под която ефективният контрол е невъзможен. Бърл и Мийнс приемат такава граница на 20% и на тази основа базират цялото си изследване за ролята на мениджърите в съвременната корпорация. Подробният анализ показва, че простото фиксиране на такъв праг е невъзможно, както и третирането на всички случаи под 50% в една категория. Като допълнително ограничително условие се въвежда **концепцията за 20-те най-големи акционери**. Съгласно нея се наблюдава дали съвкупният дял на останалите 19 акционери е по-голям от този на най-големия акционер, или не, при условие, разбира се, че последният надвишава 10%.

²⁴ Berle A. G. Means. The Modern Corporation and Private Property.

В нашите условия се налага тези изисквания да бъдат модифицирани съществено с оглед запазване логиката на диференцирането на групата предприятия, чиито корпоративен контрол е изключващ миноритарен. Тези особеностите се обобщават по следния начин: водещата група е от два фонда, наблюдението над следващите по големина акционери не би имало смисъл, ако се включват индивидуалните собственици поради несъпоставимо малките им пакети по отношение на фондовете. Освен това случаите, при които имаме участие над пет фонда, са много малко. Третата особеност е, че при всички случаи остават поне 10% неприватизирани пакети, което поставя под съмнение изключващия контрол на водещата група, ако долната граница за нейната позиция бъде смъкната до 10-процентен дял.

Тези специфики обуславят следната промяна в критериите за групата:

1. Поради възможността от поява на нови собственици при продажба на остатъчни пакети са включвани само предприятия с приватизиран дял над две трети от капитала.

2. Приет е класическият праг от 20% за долна граница на водещата група.

3. Наблюдавани са обобщените данни за третия, четвъртия и петия фонд, като е поставено изискването техният дял да не надвишава 10% (а не просто да е по-малък от дела на водещите), тъй като съществува потенциална възможност някои от тях да се обединят с евентуални нови акционери, придобили собственост по касов път или чрез реституционни претенции, или в отделни случаи дори с втория от водещата група, което би принудило водещия акционер да упражнява по-скоро поделен, отколкото изключващ миноритарен контрол.

4. Допълнително са отстранени и предприятия, отговарящи на горните условия, но в които няма данни за връзка между първите два фонда или има връзка на някой от тях с трети, четвърти или пети фонд.

Характеристиките на тази група са посочени в Таблица 7. Групата е сравнително голяма по брой, с висок дял на приватизация, но с много нисък среден размер на капитала на едно предприятие. Това може би подсказва защо интересът на фондовете е бил по-слаб и като цяло индивидуалните участници са представени много добре. Въпреки големия си съвкупен дял обаче последните не създават възможност за преразпределяне на гласуващата мощ в общите събрания, тъй като се предполага, че те равномерно ще разпределят гласовете си при вземането на решения или дори ако предадат акциите, си ще увеличат дяловете на другите участници пропорционално.

Все пак наличието на такъв сериозен дял силно раздробена собственост, прибавено към макар и неголемия остатъчен дял – между 17 и 27%, създава ако не възможност за някаква нестабилност, то поне предпоставки за повишена активност за изкупуване на акциите на индивидуалните участници от вече утвърдените контролиращи акционери. В тази посока е и друг характерен факт за групата – относително високият общ дял на контролиращата група акционери – 41.36%, който означава, че с малко усилия групата може да си осигури необходимите над 50% и да е в състояние да упражни мажоритарен контрол над придобитите предприятия.

Таблица 7

Характеристики на групата с изключващ миноритарен контрол

Предприятия в групата		Капитал в групата (хил. лв.)			Среден размер на приватизирания дял от едно предприятие (%)		
Брой	Дял от всички 1040 приват. предпр. (%)	Общ размер	Среден размер на едно предприятие	Медиана	На търговете	След разпред. на непроданите акции	След разпред. на безплатните акции
159	15	11448649	72004.08	37319	65.93	66.20	73.55
Среден размер на участие на мажоритарния акционер (в % от целия капитал на предприятието)					Среден размер на участие на миноритарни акционери (в % от целия капитал на предприятието)		
Общо на двата фонда от "двойката"	Само на водещия фонд	Само на 2-рия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-ри фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-ти, 4-ти и 5-ти фондове общо	На съвкупен дял на граждани
41.36	31.22	8.58	"Доверие"	"Доверие"	1.57	1.84	31.91

Източник: Собствени изчисления на базата от данни, предоставени от ЦМП.

Силно впечатление прави много ниският размер на участие на вторите фондове в групата при дял на водещите фондове близък до максимално възможния. Строго погледнато, поставените критерии за включване в групата позволяваха разпределението на процентите от капитала, контролирани съответно от първия и втория фонд, да варира от 34:16 през 25:25 до 20:0. Всъщност резултатът е просто още едно добро потвърждение на много високата степен на координация между институционалните участници при играта на отделните търгове. На практика създаването на "двойка" е необходимо само за постигане на мажоритарен контрол и там, където това не се преследва като цел, появата на втори силен акционер всъщност е нежелателна. Тези 8.5% на втория по значение акционер са по-скоро резултат от неосъществен мажоритарен контрол, отколкото обективно преследвана цел. Появата отново на "Доверие" като най-често срещан фонд е резултат от големия размер на набраните инвестиционни бонове. Втори по честота сред водещите фондове е "Албенаинвест", чийто 26 съвместни участия с "Доверие" са сред "двойките" идентифицирани в Таблица 2.

Поделен миноритарен контрол

Някои от специфичните критерии на посочената група се основават на тези от предишната, като изискването е за наличие на поне 20%²⁵ дял на водещия фонд, но има и някои различия. Преди всичко това са предприятия, в които има и втори сериозен институционален интерес наред с първия. Както вече отбелязахме, този втори интерес може да бъде и потенциален чрез остатъчния неприватизиран дял.

Особеното тук е, че влизат и предприятия отговарящи по принцип на условията от предната група, но за които няма данни за връзка между двата

²⁵ Потенциалната възможност за поява на силен миноритарен акционер при последваща касова продажба е причина за включване на няколко предприятия с близък, но по-нисък от 20% дял на водещия фонд в тази група.

водещи фонда, така че тук се предполага независимост на институционалните участници. На първо място, тук влизат онези предприятия които бяха отхвърлени от предната група само по заради тази връзка. Освен това са включени и предприятия, които са с по-нисък общ дял на приватизация (до 40%), т.е. такива, при които след допълнителна касова приватизация могат да се появят нови миноритарни акционери. Въпреки че това означава, че остатъчният пакет може да варира до 60%, т.е. евентуално новият собственик може да бъде направо мажоритарен акционер, 40% са избрани за долна граница на основание на заделените 10% от капитала за реституция. Дори да не бъдат използвани изцяло, все пак те не могат да бъдат включени в касовия пакет, т.е. новият акционер няма да може да си осигури *ex ante* мажоритарен контрол. Това, добавено към факта, че повечето от тези предприятия вече имат силно миноритарно участие, при това с повече от един интерес, е основание да разглеждаме тези предприятия като контролирани от поделени миноритарни интереси. На Таблица 8 са представени характеристиките на предприятията, определени съгласно тези критерии.

Нещата, които правят впечатление в тази група, са няколко. Преди всичко това е високият среден размер на приватизираните предприятия, в които се реализира тази форма на корпоративен контрол. В същото време те са с по-малък среден дял на приватизация, което се дължи на по-ниската граница за допускане в групата. В същото време интересно е намаляването на дела на индивидуалните участници, който поради особеностите на схемата е до голяма степен независима величина

Характерно е също нарастването на участието на третите по-големина фондове. Въпреки че те отново са много по-малки от вторите, разликата между тях е значително по-малка в сравнение с предишните групи. Всъщност тук картината се изкривява от включването на предприятия с нисък дял на третите фондове, но с потенциал за поява на нов акционер след приватизиране на остатъчния дял. Преизчислено само за предприятията от групата с поне две трети приватизиран капитал, делът на третите фондове се удвоява – 10.75%, докато този на вторите се увеличава само на около 15% (при практически непроменен дял на водещите фондове). За пръв път се наблюдава и по-широко представяне на фондове след третия по големина – съвкупното участие на четвъртите и петите по-големина фондове е от порядъка на 1.5%, докато в предишните групи то е доста по-ниско.

Таблица 8

Характеристики на групата с поделен миноритарен контрол

Предприятия в групата		Капитал в групата (хил. лв.)			Среден размер на приватизирания дял от едно предприятие (%)		
Брой	Дял от всички 1040 приват. предпр. (%)	Общ размер	Среден размер на едно предприятие	Медиана	На търговете	След разпред. на непродадените акции	След разпред. на безплатните акции
131	12,6	22,467,420	171,507	95,400	53.42	53.50	60.10
Среден размер на участие на мажоритарния акционер (в % от целия капитал на предприятието)					Среден размер на участие на миноритарни акционери (в % от целия капитал на предприятието)		

Общо на двата фонда от "двойката"	Само на водещия фонд	Само на 2-рия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-ри фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-ти, 4-ти и 5-ти фондове общо	На съвкупен дял на граждани
-	29.41	10.99	"Доверие"	"България"	5.86	7.36	12.30

Източник: Собствени изчисления на базата от данни, предоставени от ЦМП.

Прави впечатление също, че стойностите на контролирания от водещия фонд капитал остават доста високи и няма сериозно различие в съотношението между дяловете на първите два фонда, но не бива да се забравя, че като правило в тази група не се допуска наличие на свързаност между тях, което вече прави картината на акционерното участие значително по-пъстра. Последното нещо, което ще отбележим, е, че въпреки тоталната доминация на фонд "Доверие" и в тази група като най-често представен сред водещите фондове, показателно е, че сред вторите най-често се среща ПФ "България", за който няма данни да са участвали в двойка. Същата ситуация възниква и след филтриране на тези два фонда – следващите по-честота са съответно "Труд и капитал" и "Орел инвест", за които също не е установено съвместно участие.

Ограничен миноритарен контрол

Без прилагането на концепцията за 20-те топ-акционери тази категория би имала остатъчен (residual) характер, т.е. случаи, при които няма изявен миноритарен контрол. Въвеждането на концепцията позволява ограниченият контрол да се свърже само със случаите при които за да реализира своята управленска концепция, най-големият акционер трябва да получи подкрепа поне от част от по-малките. В същото време размерът на неговия дял предполага много голямо раздробяване на останалите пакети, водещо до трудно налагане на необходимия контрол и, което е по-важно, връзките между главния акционер и останалите са нетрайни и могат да бъдат лесно застрашени от появата на агресивен външен потенциален инвеститор, който да предложи открито или неявно изкупуване на дяловете на по-малките акционери. Както изтъква Скот, това е определящата характеристика на този тип контрол, придавайки значително по-определени характеристики на самата група, както и на другите две – поделения миноритарен контрол и "съзвездието от интереси", която разглеждаме по-долу.

За нашата специфика разграничаването на тази група е сравнително по-лесно в сравнение с някои от предишните. Тук са включени предприятия с размер на дела на водещия акционер под 20 и над 10%, което е горна граница за последната група. Изключение правят три предприятия с участие под 10%, но които нямат никакво друго институционално участие при едновременно много високо общо равнище на приватизация – 90%. Така при тях не съществува никаква сериозна заплаха от намеса в контролиращите функции на водещия миноритарен контрол. В същото време изглежда неоправдано отнасянето им в последната група, при която се изисква сложно преплитане на относително равностойни интереси, тъй като е трудно да се предположи, че индивидуалните участници ще съумеят ефективно да противопоставят своя интерес на институционалните акционери (Таблица 9).

Таблица 9

Характеристики на групата с ограничен миноритарен контрол

Предприятия в групата		Капитал в групата (хил. лв.)			Среден размер на приватизирания дял от едно предприятие (%)		
Брой	Дял от всички 1040 приват. предпр. (%)	Общ размер	Среден размер на едно предприятие	Медиана	На търговете	След разпред. на непродадените акции	След разпред. на безплатните акции
27	2.6	2788176	103266	51897	62.48	62.60	69.67
Среден размер на участие на мажоритарния акционер (в % от целия капитал на предприятието)					Среден размер на участие на миноритарни акционери (в % от целия капитал на предприятието)		
Общо на двата фонда от "двойката"	Само на водещия фонд	Само на 2-рия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-ри фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-ти, 4-ти и 5-ти фондове общо	На съвкупен дял на граждани
-	14.51	9.23	"Българо-холандски"	"България"	5.55	9.46	36.15

Източник: Собствени изчисления на базата от данни, предоставени от ЦМП.

Групата е съвсем малка като брой на предприятията и от тази гледна точка има маржинално значение в рамките на общата структура на нововъзникналите форми на корпоративен контрол. Освен това средният размер на капитала на включените предприятия я нарежда някъде по средата, сравнена с останалите групи, макар да е по-малък като цяло от средния размер на едно предприятие от цялата приватизирана съвкупност. Като процент на приватизация тези предприятия също представляват интерес, тъй като са приватизирани средно над две трети от капитала им, т.е. съгласно формалните критерии приватизацията е завършена.

Виждат се много съществени разлики в структурата на акционерното участие в сравнение с всички предшестващи групи. За пръв път обединените дялове на втория и третия могат да надгласуват водещия фонд средно за цялата група. От друга страна, четвъртите и петите по големина фондове са реално представени акционери – среден общ дял от почти 4%, и заедно с третия могат да изместят втория по големина на капитала фонд от контролните му позиции. На практика при тази структура на собствеността акциите на всички институционални акционери са еднакво важни за ефективен контрол над предприятието, което е добра предпоставка за повишен интерес към тях и от класически тип институционални инвеститори.

В същото време е очевидна и сравнително голямата нестабилност на такава структура на корпоративния контрол, която всъщност е и в основата на определението му като ограничен миноритарен. Косвената проверка, която правим чрез съпоставка на двата фонда с най-голяма честота сред първите и вторите по големина акционери, и тук е положителна, тъй като за посочените в табл. 9 два фонда няма данни за съвместно участие, което съвпада с нашето допускане.

Съзвездие от интереси

Този е последният тип на корпоративен контрол, анализиран в теоретичен план. Характерно за него е, че липсва акционер с повече от 10-процентен дял в капитала на даденото предприятие, което поражда много силно разпръсната собственост. При това положение възниква сложен динамичен баланс на интересите между отделните собственици, който не позволява провежданата от предприятието стратегия да се асоциира с нито един от тях. На практика съгласно подхода на Бърл и Мийнс би трябвало да се предполага, че е налична доминация на мениджърите при управлението на компанията. Интересно е, че Скот, а и други изследователи не правят тази интерпретация.

Отчитайки конкретиката в нашето изследване, малкото предприятия за които делът на водещия фонд е под 10%, са отнесени към групата на ограничени миноритарен контрол поради спецификата на двете групи акционери – институционални и индивидуални. В действителност броят на такива предприятия е доста по-голям, но огромното мнозинство от тях са в предприятия с много ниско равнище на приватизация, което наложи те да се обособят в специална група, разгледана по-долу. Все пак водещата характеристика на този тип контрол е равнопоставеност и взаимозависимост на многобройните акционери при определяне на тяхното място в системата на корпоративния контрол на дадено предприятие. Точно затова тук са отнесени преди всичко онези предприятия, в които липсва напълно (с някои изключения) институционално акционерно участие. Изключенията се отнасят до няколко предприятия, в които има по-малко от половин процент фондово участие, приватизирани са във висока степен (над 2/3) и имат голям брой индивидуални участници. Те просто не могат да бъдат отнесени в групата за ограничен миноритарен контрол, защото делът им не позволява такава форма на корпоративен контрол, поне на теория.

Данните за тази група са сравнително малко и затова не са представени в таблица. Предприятията са 48 или 4.6% от всички предприятия за масова приватизация. Общия размер на капитала им е 830798 хил. недоминирани лева, а средният – 17308 хил. Медианата е 10 157 хил. лв. внушавайки още по-малък размер на капитала за повечето предприятия. Средният размер на фондово участие е 0.00%, а на граждани – 82%, което всъщност е и общият среден размер на приватизация.

Сензационното тук е не толкова липсата на интерес от страна на фондовете, колкото огромният интерес на индивидуалните участници. Възможно е това да са случаи на подценени предприятия, работещите в които са комбинирали инвестиционни бонове в рамките на семейството плюс безплатни акции, за да си гарантират преди всичко работното място, ако това въобще е възможно.

Всъщност тази форма на корпоративен контрол при липсата на развита пазар с ценни книжа на практика представлява липса на корпоративен контрол.

Група предприятия за които масовата приватизация не дефинира формата на корпоративен контрол

При схемата за масова приватизация, приложена у нас, не само че имаше доста предприятия, предложени отначало с твърде нисък дял за приватизиране, но имаше и случаи на недопускане на предприятия на един или повече от приватизационните търгове. Това доведе до наличието на огромен брой предприятия -264 или 25% от всички приватизирани по схемата, чийто реално приватизиран дял е толкова нисък, че не могат да бъдат класифицирани по изброените по-горе схеми, тъй като не може да се прогнозира по какъв точно начин ще се приватизират и съответно какви форми на контрол ще възникнат.

Все пак техният дял е толкова сериозен, че си заслужава да приведем някои характеристики на групата. Общият размер на капитала в тези предприятия е 153610012 хил. лв., или около три четвърти от целия предложен за приватизиране капитал, а средният размер на едно предприятие е 581856 хил. лв., или два пъти над средния за цялата съвкупност. Всъщност в тази група са събрани почти всички големи предприятия. Средният размер на приватизация е само 19.94%, при това след безплатните акции и служебното преразпределяне на непродадените на търговете. Реално приватизираният среден дял е около 16%, като най-високите стойности се движат около 30-35%. Средното участие на водещ фонд е 8.14%, на втория по големина – 1.33% от капитала на фирмата, а на индивидуални участници 10%. В същото време, макар стойностите да са незначителни, са налице и на трети, четвърти и пети фондове. Най-чест водещ фонд е “Мултигрупелит”.

Разбира се, нещата са доста сложни – някои от тези предприятия бяха вече мажоритарно приватизирани, други бяха в преговори, а големи дялове от трети бяха приватизирани след процеса. Има и някои предприятия, в които водещите фондове участват с над 30%. И макар че резултатът от самата схема за масовата приватизация за големите предприятия е по-разпръснато акционерно участие, в крайна сметка те се оказват със значително концентриран корпоративен контрол.

4. Обобщение на резултатите

Направеният анализ на резултатите им за цел да представи ново-възникналата структура от различни форми за корпоративен контрол като резултат от схемата за масова приватизация. За да се състави пълна картина, се налага да се отстранят предприятията с недефинирана форма на корпоративен контрол. Така като краен обобщаващ резултат делът на предприятията, в които корпоративният контрол се проявява в своята най-силно концентрирана форма - *изключващ мажоритарен*, достига 34.49% от всички дефинирани; делът на предприятията с *поделен мажоритарен контрол* е 18.53%. *Изключващ миноритарен* се наблюдава в 20.46% от случаите, *поделен миноритарен* - 16.86%, *ограничен миноритарен* - 3.47% и накрая корпоративен контрол, упражняван чрез “*съзвездие от интереси*” - 6.18%.

На фона на тези резултати се очертават няколко ясно изразени тенденции. Преди всичко категоричен превес имат концентрираните форми на корпоративен контрол. Тук се взема предвид и това, че немалко от

фирмите които поради ниския приватизиран дял по схемата са останали недефинирани, де факто също са придобили или са в процес на придобиване на такава форма на контрол. Концентрираните форми на контрол са тези, при които един (или група) акционер има възможност да упражнява максимум контрол над дейността на мениджърите на фирмата. В същата посока е и изводът, направен в точката за дейността на приватизационните фондове, че в немалко случаи мениджъри на ПФ директно се включват в управлението на фирмите. Тази особеност се проявява и като превес на мажоритарните над миноритарните форми, и като превес на изключващия над поделения контрол.

Прави впечатление слабото присъствие на формите с разпръсната акционерна собственост, при която по-малките акционери имат реална роля в корпоративния контрол. От друга страна, те са представени във всички приватизирани предприятия. Става въпрос не само за индивидуалните акционери, а и за множество фондове, които имат миноритарни позиции в предприятията.

В същото време концентрираните форми на контрол са като правило в по-малки по размер предприятия, отколкото предприятията с поделения форми на контрол. Това е до известна степен естествено, тъй като в по-малки предприятия се постига по-лесно концентриране на собствеността. То обаче отразява наличието на стремеж да се избягва участие в предприятие, в което има доминиращ интерес. Този стремеж е обясним донякъде недостатъчната защита на миноритарните акционери от законодателството. Той обаче отразява и доминиращото разбиране за начина, по който може да се участва в корпоративния контрол над предприятията – или всичко, или нищо.

Цялостна представа за спецификите на структурата на корпоративния контрол, които се развиват у нас, може да се придобие при сравняването ѝ с тази в някоя страна с развити пазарни отношения. Независимо че такъв подход към проблема обещава известна несъпоставимост на данните, ще приведем обобщените резултати от изследването на 250-те индустриални компании, проведено от Скот, защото те могат да дадат важен ориентир за посоката на развитие на нашата икономическа реформа.²⁶ Съгласно него в двадесет и пет компании, или в 10% от случаите, е налице изключващ мажоритарен контрол, в 6% той е поделен мажоритарен, в 14.4% - е изключващ миноритарен, в 4.4% - поделен миноритарен, в 1.6 – ограничен миноритарен и в 40% е "съзвездие от интереси". Останалите проценти до 100 се заемат от форми, нетипични за България, като взаимни фондове или от еднолични или държавно-контролирани фирми, които не са обект на интерес в нашето изследване. Вижда се огромният превес на силно разпръсната собственост над останалите по-концентрирани форми на контрол, което е потвърждение на казаното, че именно тази форма придава **общата характеристика** на съвременната британска икономика и същевременно е обект на спекулации докато всъщност се простира свободата на мениджърите. Фиг. 1 представя данните от това изследване.

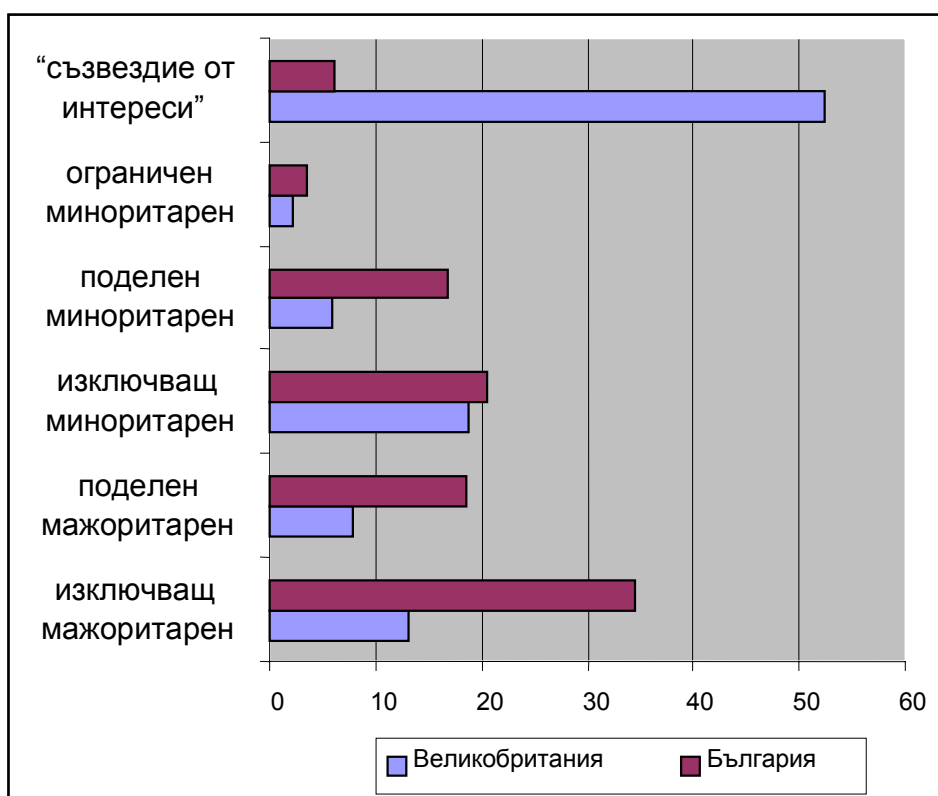
²⁶ Действителната причина за тази несъпоставимост е в разликата на правното регулиране и още повече в степента на развитие на корпоративните отношения в една страна в преход като България и в една развита страна като Великобритания.

Тъй като то обхваща няколко форми на корпоративен контрол, непознати в България или излизащи извън тези породени от масовата приватизация, данните са преизчислени само за общите за двете страни форми.

Въпреки наличието на известна аналогия в моделите, определена от превеса на изключващите над поделените форми на контрол, свидетелстваща за един и същ стремеж да се дели контролът във възможно най-малко случаи, в цялостната картина има голямо различие. Най-съществената разлика е огромният превес на формите на корпоративен контрол, която се основава на сложното взаимодействие на "съзвездие" от интереси. Това силно раздробяване на собствеността, при което най-големият акционер не притежава повече от 10% от целия капитал на компанията, може да се реализира ефективно единствено в условията на развит капиталов пазар, където ефективността на мениджърите в управлението се контролира от повишаването или понижаването на цената на акциите на дадената фирма.

Фигура 1

Структура на корпоративния контрол в извадки от
фирми от България и Великобритания (%)



Тази форма практически отсъства у нас, което има двояко значение. От една страна, неразвеният капиталов пазар не позволява ефективно присъствие на такива форми на контрол. От друга страна, липсата на диверсифицирана акционерна собственост не стимулира активна търговия с корпоративни ценни книжа.

Заклучение

Реализираната у нас схема за масова приватизация включваше две възможни развития на проблемите на създаването на ефективни структури за корпоративен контрол. От една страна, бяха предложени много сравнително по-малки и средни по размер предприятия с голям процент за приватизация, което създаде предпоставки те да бъдат приватизирани в значителна степен

в рамките на самия процес. От друга страна, тя си постави за цел по-силно диверсифициране на собствеността сред широк кръг от инвеститори. В тази посока действията както сравнително ограничените дялове, които бяха предложени за приватизация чрез бонове, така и с ограниченията, наложени над институционалните участници, за размера на участието им в едно предприятие, а също и чрез самия конкурентен механизъм на това участие. Създадената нормативна база по същество дефинираше приватизационните фондове като инвестиционни посредници. Това повтаряше в голяма степен чешкия опит и отразяваше в крайна сметка една по-широка нагласа за създаване на активен капиталов пазар, който е немислим без широко разпръсване на търговията с акции и сред средните и дребните инвеститори. В крайна сметка това беше ориентацията към структури на корпоративния контрол, упражнявани чрез капиталовия пазар.

В същото време беше заложена и възможността за преминаване на тези приватизационни фондове на определен етап в холдингови компании, което е по същество ориентацията към други форми на корпоративен контрол, при които чрез концентрация на собствеността в по-малко на брой акционери се концентрира самият корпоративен контрол. По този начин не само капиталовият пазар остава встрани, но и самият контрол придобива много по-директен характер, като в някои случаи акционерите се намесват и в самото управление на предприятието. Тази възможност вероятно отразяваше неразвитостта на капиталовия пазар и обективната непригодност на много от предприятията да бъдат търгувани на него.

Изследването показва, че приватизационните фондове се възползваха в много по-голяма степен от втората възможност и концентрираха корпоративния контрол както чрез различни форми на предварителни съглашения още в самия приватизационен процес, така и чрез превръщането си в холдингови компании. Трудно е да се прехвърли отговорността за този избор само на неразвения капиталов пазар. Очевидно дълбоко в основата стоят други причини, които са свързани с неразвитостта на пазарните отношения въобще в страните с преходни икономики. Подобен процес се разви и в Чехия, където след първоначалния бум на борсата търговията застина на ниско равнище. Въпросът може да бъде погледнат и от друга страна – по същество доминирането на тези форми на корпоративен контрол е повторение на тяхното историческо развитие. Първоначалните форми на контрол са директното еднолично единство между собственост и контрол, диверсифицирането на собствеността между много агенти и заедно с това – усложняването на връзката ѝ с контрола идва на много по-късен етап, когато имаме стабилни и дълготрайни връзки между икономическите субекти, при много силно развита правна база, позволяваща осъществяването на корпоративен контрол чрез пазара.

Трудно е да се прецени до каква степен това разминаване между проектиран корпоративен контрол и действително установената му структура може да се определи като неуспех на икономическата политика. Полученият резултат обаче съдържа множество противоречия – от една страна, имаме силен превес на концентрирани форми на корпоративен контрол с цялата им присъща дефинитивност в подхода и към управлението, и към дивидентната политика и в крайна сметка към по-дребните акционери. От друга страна,

съществуват огромен брой публични дружества, които, освен че не са пригодни да бъдат търгувани на пазара, имат съвсем други изисквания за отношенията между едри и дребни собственици за мотивиране на последните и в крайна сметка за техния интерес за участие в инвестиционния процес.

Осъзнаването на тези противоречия, при които в позиция на губещи са не само дребните акционери, но и холдинги, оказали се в положение на миноритарни акционери, намери израз в множеството предложения за поправки в правната регулация на субектите на масовата приватизация. Те са съсредоточени главно в това да се даде възможност на дребните акционери, които не получават практически никакъв доход от участието си в собствеността на приватизираните предприятия, да се освободят от нея при гарантирани приемливи условия. Вероятно това развитие в край сметка ще се наложи.

Остава обаче открит важният въпрос за блокирането на капиталовия пазар. Ако и този опит да се разшири базата на дребните акционери и оттам на множеството дребни инвеститори пропадне, трудно е да се предскаже как ще се активизира борсата. А в съвременните условия, при които в развитите страни практически половината население има участие в инвестиционните процеси пряко или косвено, чрез пенсионните и социалните фондове, такова капсулиране на собствеността в малко на брой крупни акционери не може да се смята за ефективно решение на проблема.