

КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ И КОНТРОЛ В БЪЛГАРИЯ

МАРИЯ ПРОХАСКА

доктор по икономика, координатор на Икономическата програма,
Център за изследване на демокрацията

ПЛАМЕН ЧИПЕВ

доктор по икономика, старши научен сътрудник,
Икономически институт на БАН



**Център за изследване на демокрацията
2000**

Центърът за изследване на демокрацията благодарни за бележките и предложенията на:

проф. Бистра Боева, член на Държавната комисия по ценните книжа;

Валентин Карабашев, председател на Асоциацията на индустриалния капитал в България и изпълнителен директор на „Златен лев холдинг“;

Доналд Крейн, юридически съветник, проект „Капиталови пазари“, Агенция за международно развитие, САЩ.

CSD Анализи/Reports

1. България и структурните фондове на Европейския съюз. С., 1999.
ISBN 954-477-050-X
2. Структурните фондове на Европейския съюз: кратко ръководство. С., 1999.
ISBN 954-477-036-4
3. Социални проблеми на присъединяването на България към Европейския съюз. С., 1999.
ISBN 954-477-052-6
4. Подготовка за преговори за членство на България в Европейския съюз. С., 1999.
ISBN 954-477-056-9
5. Присъединяването на България към Европейския съюз: ролята на политическите партии. С., 1999.
ISBN 954-477-054-2
6. Капиталовите пазари в процеса на присъединяване на България към Европейския съюз. С., 1999.
ISBN 954-477-058-5
7. Корупция и контрабанда: мониторинг и превенция. С., 2000.
ISBN 954-477-077-1
8. **Корпоративно управление и контрол в България. С., 2000.**
ISBN 954-477-083-6

Редакционен съвет:

Бойко Тодоров

Огнян Шентов

Александър Стоянов

ISBN 954-477-083-6

© Център за изследване на демокрацията
Всички права запазени

ул. "Лазар Станев" 1, 1113 София

тел.: (+ 359 2) 971 3000, факс: (+ 359 2) 971 2233

www.csd.bg

СЪДЪРЖАНИЕ

Увод.....	5
1. Приоритетни проблеми на корпоративното управление в България (М. Прохаска).....	6
1.1. Неяснота на понятието и терминологични трудности.....	6
1.2. Продължаващо реструктуриране на акционерната собственост и контрола.....	7
1.3. Реализация и защита на правата на акционерите.....	9
1.4. Състав и поведение на управителните органи.....	11
1.5. Корпоративно управление и капиталов пазар.....	13
1.6. Прозрачност и разкриване на информация.....	14
1.7. Ролята на бившите приватизационни фондове в корпоративното управление в България.....	15
1.8. Специфичната роля на държавата в корпоративното управление.....	17
2. Структура на корпоративния контрол в предприятията от масовата приватизация (Пл. Чипев).....	19
2.1. Ролята на приватизационните фондове в първата вълна на масовата приватизация.....	20
2.1.1. Учредители на приватизационните фондове.....	20
2.1.2. Портфейли от акции на приватизационните фондове.....	23
2.1.3. Портфейли след края на първата вълна.....	27
2.2. Структури на корпоративния контрол в приватизираните предприятия.....	29
2.2.1. Теоретични основи на анализа.....	30
2.2.2. Тенденции за формиране на структурата на корпоративния контрол, заложиени чрез предложените за приватизация предприятия.....	35
2.2.3. Разпределение на предприятията по форми на корпоративен контрол.....	37
2.3. Обобщение на резултатите.....	48

УВОД

Днес малко страни по света могат да си позволят да пренебрегват проблемите на корпоративното управление и контрол, още повече ако се стремят да привлекат чуждестранни инвестиции. Това е валидно и за икономиките в преход. Доброто корпоративно управление и контрол гарантират изгода за акционерите, ограничават злоупотребите и корупцията и в крайна сметка са гаранция за икономически растеж и социално развитие.

Положително е, че и България е част от глобалния процес на теоретични дискусии и практически инициативи за прилагане на най-добрите световни стандарти в тази област. Съвсем неотдавна „корпоративното управление и контрол“ бяха отвлечено и неразбираемо понятие не само за масата дребни акционери, придобили собственост чрез масовата приватизация, но и за представителите на държавните институции и частния бизнес. Днес важността на проблема, особено за икономика, остро нуждаеща се от реструктуриране, се осъзнава на най-високо държавно равнище. През последните години в България с активните усилия на професионалната общност и медиите бяха организирани срещи и дискусии, семинари за обучение, социологически проучвания и бяха публикувани първите по-сериозни издания по темата.

Настоящата публикация има за цел да представи състоянието и специфичните проблеми на корпоративното управление и контрол в България. Тя е подготвена като част от дейността на Инициативата за корпоративно управление в България с финансовата подкрепа на Центъра за международно частно предприемачество – САЩ. Основната ѝ цел е да се улесни въвеждането на съвременни стандарти на корпоративно управление и процедури, които ще гарантират отговорност и отчетност, прозрачност в икономиката и механизмите за контрол във фирмите.

В изданието са включени две изследвания, които анализират тенденциите в корпоративното управление в България след първата вълна на масовата приватизация и началните етапи на концентрация на собствеността. В тях са представени както основните характеристики и проблеми на корпоративното управление, така и структурата от форми на корпоративен контрол и очакваните последици за бъдещето на корпоративното управление в България.

1. Приоритетни проблеми на корпоративното управление в България

В изследването са анализирани основните проблемни области на корпоративното управление в България в периода, когато преобладаващата част от предприятията като брой и приблизително половината от активите са приватизирани. Освен разнообразяване формите на собственост приватизацията на държавните предприятия означава и необходимост от нови механизми за контрол над мениджърите и съгласуване интересите на собствениците. Стремехът е да се идентифицират специфичните особености на корпоративното управление и контрол за икономиките в преход и по-конкретно в България, които предполагат и адекватни мерки за преодоляване на конкретните проблеми¹.

1.1. Неяснота на понятието и терминологични трудности

В България все още няма изградено и наложено общоприето разбиране за съдържанието и обхвата на корпоративното управление. Дори и на експертно равнище се констатира различия в интерпретацията на това понятие. Характерна илюстрация за отсъствието на общоприето разбиране на корпоративното управление е неговото многократно смесване със стратегическия и оперативен мениджмънт. В редица случаи в обхвата на понятието се включват и елементи като управление на човешките ресурси, реализация на продукцията, финансов мениджмънт и други. Затрудненията в това отношение се проявяват и в „терминологичната недостатъчност“, произтичаща от използването на понятието „управление“, което се натоваарва с различни значения. За широката публика, представена в дискусиите от индивидуалните акционери и представителите на медиите, проблемите на корпоративното управление се поставят изключително в практически план, без да се търси тяхната концептуална основа.

В България сега корпоративното управление най-често се интерпретира като управление на отношенията и съгласуване на интересите между собствениците (принципал) и мениджърите на корпорациите (агент). Специфичен детайл е допълнението, че корпоративното управление засяга и взаимоотношенията между различните категории акци-

¹ В публикацията са използвани данни от социологически изследвания (осъществени от Агенция Витоша РИСЪРЧ по поръчка на Центъра за икономическо развитие), както и публикации на международни организации и специализирани издания. Направените в доклада изводи за България се основават на информацията от качествено социологическо изследване за проблемите на корпоративното управление. То е проведено в края на януари 1999 г., като е използван методът *дискусии във фокус-групи*. В тях взеха участие представители на министерства, Агенцията за приватизация, Центъра за масова приватизация, Комисията по ценните книжа и фондовите борси, Българска фондова борса – София, ръководители на предприятия и инвестиционни дружества, инвестиционни посредници, организации на инвеститорите, индивидуални акционери, журналисти.

Основните емпирични данни в доклада са резултат от анкетно социологическо изследване, проведено през есента на 1998 г. В извадката влизат 52 предприятия с над 100 работници, стойност на притежаваните активи, по-голяма от 20 млн. лв. (към 31.12.1995 г.) и приватизирани преди края на 1996 година.

онери, които имат специфични интереси и много често неравностойни възможности да влияят върху поведението на акционерните дружества. В обхвата на корпоративното управление се включват и въпросите на структурата на управление, правата и отговорностите на управителните органи на акционерните дружества, както и вътрешните отношения в органите на управление (например между вътрешни и външни директори). Това разбиране за същността на корпоративното управление показва, че постепенно се преодоляват терминологичните пропуски и неясноти най-вече поради необходимостта от ежедневното прилагане на правилата на корпоративното управление за решаване на много и специфични казуси в условията на реструктуриране на икономиката и собствеността.

Като специфичен елемент на корпоративното управление в процеса на преход в България се откроява и ролята на държавата в корпоративното управление – и като отговорна за създаването на общите правно-нормативни и икономически условия, в които се осъществява корпоративното управление, и като специфичен субект на тези взаимоотношения. Практически в съдържанието на понятието "корпоративно управление" обикновено в българските условия не се включват взаимоотношенията със заинтересованите лица – клиенти, доставчици, местната общественост. Много рядко се прави връзка между корпоративното управление и ролята на банките в него.

1.2. Продължаващо реструктуриране на акционерната собственост и контрола

Голямата част от българските предприятия са относително малки и те по-често предпочитат модела на дружеството с ограничена отговорност вместо акционерното дружество. Повечето от акционерните дружества в България днес са продукт на масовото им преобразуване предвид предстоящата приватизация, а не на естественото развитие на пазарните механизми. В това се състои и най-сериозното предизвикателство пред тях през преходния период. Акционерните дружества трябва за кратко време да създадат и укрепят корпоративната си структура и да въведат ефективни механизми за корпоративен контрол.

Значителен брой предприятия, приватизирани по схемата на масовата приватизация, и бивши приватизационни фондове имат вече статут на публични дружества. Новият модел на акционерна собственост с различни схеми на взаимодействие на капитала (частен и държавен), както и статутът „публично дружество“ са основата за развитието на корпоративното управление и контрол в България. Развитието на корпорациите и особено формирането на публични дружества в България невинаги се подчинява на икономическата необходимост, а се прилагат административно-правни средства. Това е съществена пречка за утвърждаването на принципите на корпоративното управление и контрол.

В настоящия момент акционерните дружества все още нямат нито сериозна икономическа мотивация да прилагат принципите на корпоративното управление, нито изградена корпоративна култура. Това формира представата в експертната общност за „изкуственост“, „принудителност“ и „неефикасност“ на правно-нормативната уредба.

Продължаващите промени в структурата на собствеността също се отразяват негативно (в смисъл на неопределеност) на корпоративното управление в българските фирми. За разлика от много бивши социалистически страни в България не се наблюдават често срещаните при тях деформации в структурата на собствеността: прекомерна разпръснатост на собствеността в резултат от масовата приватизация и значително акционерно участие на вътрешните за фирмата инвеститори (работници и мениджъри).

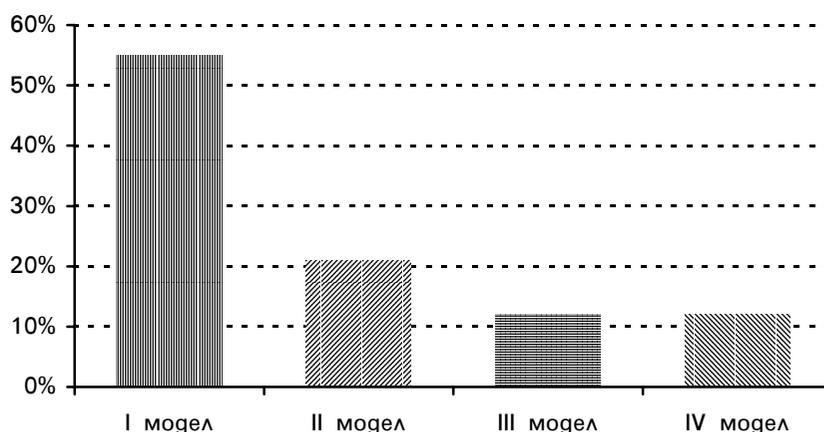
Според данните от количественото социологическо изследване най-значимата категория собственици в българските предприятия след приватизацията са местните юридически лица (23%) и приватизационните фондове (19%). След тях се нареждат настоящите работници и мениджъри на дружеството и бившият персонал (24%) и чуждите инвеститори (10%). Държавата все още е собственик на 18% от изследваните предприятия.

Характерна черта в структурата на собствеността е високата степен на концентрация на собствеността. В 60% от фирмите присъства стратегически инвеститор, притежаващ над 50% от акциите. В 32% от изследваните дружества този инвеститор притежава повече от две трети от собствеността, което му гарантира пълен контрол над управлението. В останалите 21% от фирмите най-големият инвеститор не може да влияе върху управлението и ръководството, тъй като притежава по-малко от една трета от акциите. В същото време не повече от трима от най-големите инвеститори притежават контролния пакет акции в 87% от акционерните дружества.

В резултат от приватизацията и трансформациите в собствеността в изследваните български фирми се формират четири основни модела на структурата на собствеността. Първият и най-разпространен модел (55% от дружествата) е с преобладаващо участие в собствеността на външните местни инвеститори, при който в 25% от фирмите това са приватизационни фондове, а в 30% – други български юридически лица. Вторият модел е с преобладаващо участие на работниците и мениджърите – в 21% от изследваните предприятия. При третия модел преобладава участието на външни чуждестранни инвеститори (12%), в четвъртия – нито един от субектите на собствеността няма по-значимо участие (12%). Подобна картина на концентрация на собствеността разкрива и изследването, представено в следващия доклад, което е съсредоточено само върху предприятията от схемата за масова приватизация.

Графика 1

Модели на структурата на собственост в България



В 64% от предприятията в изследваната извадка се прилага едностепенна система на управление, а в 36% – двустепенна. Като цяло съставът на управителните органи на дружествата съответства на структурата на собствеността в тях. Все още много често в тях са представени лица, свързани по един или друг начин с държавата. Очакванията са в близките години да завърши реструктурирането на собствеността по линия на концентрацията ѝ (особено в бившите приватизационни фондове) и държавата окончателно да се оттегли от ролята си на собственик.

От гледна точка на структурата на собствеността перспективите за приложение на съвременно корпоративно управление и контрол в български условия са добри. Не следва да се очакват значителни трудности при съгласуване на интересите и вижданията за развитието на бизнеса на различни групи собственици. Много по-съществен проблем е как чрез механизмите на корпоративното управление да се преодолее краткосрочното мислене и поведение от страна на собствениците и мениджърите.

1.3. Реализация и защита на правата на акционерите

В резултат от програмата за масова приватизация през периода 1996–1997 г. около 3,5 млн. български граждани станаха собственици на финансови инструменти. (Общият брой на пълнолетните граждани е около 6,5 млн.) Около 3 млн. граждани притежават акции от 81 приватизационни фонда. Около 0,5 млн. граждани притежават акции от предложените в програмата 1050 дружества.

Тези многобройни по силата на масовата приватизация индивидуални акционери обикновено нямат достатъчно познания относно своите права и отговорности, както и опит в упражняването им. Реали-

зацията на техните права се затруднява и от недостига на финансов ресурс и нежеланието на мениджмънта да работи за изгода на акционерите. Мотивацията и интересите на индивидуалните акционери са твърде слаби.

При тези условия в България индивидуалните акционери са по-често пасивни. Ролята им понастоящем се разглежда като периферна и икономически второстепенна. Те все още не се третират като източник на финансов ресурс и по-скоро се възприемат като проблем, а не като възможност. Въпреки скептичното отношение към индивидуалните акционери понастоящем очакванията са, че в бъдеще тяхното значение като източник за акумулиране на финансов ресурс ще нараства непрекъснато. Активността им като участници в корпоративното управление предстои да се прояви. За разлика от САЩ и Западна Европа, в страните от Централна и Източна Европа вероятно е те да са по-активни поради стремежа им „да навакнат пропуснатото време“, и по-малкия среден размер на предприятията в региона.

В българските условия все още не е решен въпросът за най-подходящия начин, по който да се защитават интересите на миноритарните акционери. Няма и достатъчно практика по реализацията и защитата на правата на миноритарните акционери. От една страна, по законодателен път са регламентирани правата на акционерите за влияние по отношение на мениджмънта и за предотвратяване на сериозни нарушения от страна на мениджърите. Това ще се постигне в максимална степен с прилагането на Закона за публично предлагане на ценни книжа. Обсъждани са също предложения за законови предписания, които да позволят гласуване по пощата, кумулативно гласуване и други. В същото време налице са все още редица пречки от организационно и бюрократично естество за пълноценната реализация на правата на миноритарните акционери: участие в общото събрание на акционерите, представителство в управителните органи, получаване на дивидент и т.н. Не може да се разчита докрай и на съдебната система, която бавно и невинаги професионално се намесва в решаването на спорове в областта на корпоративното управление и контрол. Трудността в такава среда е да бъдат запазени правата на акционерите и същевременно да се осигури необходимата степен на свобода при неразвита институционална база, която ясно да дефинира отношенията между собственици и мениджъри.

В тази ситуация предстои да се намери приемлив баланс между интересите на акционерите и мениджърите. Освен законовите предписания важно значение ще имат редица други мерки, целящи превръщането на индивидуалните акционери в „активни“ собственици – обучение и подкрепа от неправителствени организации, информационно-разяснителни кампании с участието на всички заинтересовани страни, разгласяване от медиите на положителни примери и т.н.

1.4. Състав и поведение на управителните органи

Специфични за преходния период измерения има и друг важен въпрос за корпоративното управление и контрол: кои са членовете на управителните органи на дружеството, каква е тяхната роля за реструктурирането и определяне насоките за развитието му? Тук е необходимо да се проследи също така дали са спазени изискванията за представителност и екипност в управлението, за прозрачност и отговорност в работата на ръководните органи.

В България тези аспекти на корпоративното управление и контрол все още не са напълно осъзнати и в недостатъчна степен се реализират на практика. Липсва емпирична информация, от която да се определи каква е ролята на вътрешните и външните за фирмата лица и има ли баланс между тях в управителните органи. Слабо проучен е и въпросът за мотивацията на оперативното ръководство да работи в интерес на дружеството и на всички акционери.

Както в другите бивши социалистически държави, така и в България структурата и персоналният състав на органите на корпоративното управление не са окончателно формирани. Според данните от социологическото изследване в повече от половината от фирмите в съответните съвети заседават представители на бившия собственик, т.е. на държавата. Те присъстват дори в 20% от фирмите с чужд инвеститор. От една страна, този факт свидетелства за стремежа на държавата да продължава да влияе върху приватизираните предприятия, а, от друга – че в голяма част от предприятията в най-добрия случай все още не са преодолени инерцията на миналото и зависимостта от държавните органи. В най-лошия случай това може да бъде проява на някаква форма на корупция.

Поредната голяма група членове на надзорните/директорските съвети са собствениците – вътрешни за фирмата лица. Те присъстват в 44% от фирмите, преди всичко в тези с превес на собствеността на работниците и мениджърите. В 36% от фирмите има също и представители на български юридически лица (без приватизационни фондове), а в 22% от фирмите присъстват представители на приватизационните фондове. Ако се обобщят тези данни от гледна точка на доминиращите позиции на някоя от групите, то резултатът е следният: в 66% от изследваните фирми в съветите доминират външни представители, несвързани с държавата; в 24% – вътрешни представители (работници и мениджъри), и в 10% – външни представители, свързани с държавата.

Към този аспект на корпоративното управление в България следва да бъде отнесена и проблематиката за взаимоотношенията между собствениците и избраните от тях представителни ръководни органи и изпълнителните органи на управление – преди всичко с изпълнителните директори. Ролята и функциите на тези основни субекти, чиито отношения се регулират от корпоративното управление, все още не са ясно дефинирани и разграничени в България. На тази основа възникват конфликти и съществуващата практика се разминава с принципите на корпоративното управление.

Изпълнителните директори все още нямат нагласата да подчинят управлението на акционерните дружества на интересите на собствениците. Обикновено не схващат задълженията си да работят в интерес на дружеството и неговите акционери, а по наследство от миналото постръпват като еднолични собственици или обслужват интересите на някои от по-големите акционери. Този управленски модел се оценява като твърде устойчив, което поражда пречки пред утвърждаването на принципите на корпоративното управление. Понякога изпълнителните ръководства успяват да влияят силно на някои от акционерите (например работници и служители), заплашвайки ги с уволнение, и даже на някои външни за фирмата лица, като ги лишават от достъп до важна за фирмата информация.

Днешната ситуация е следствие до голяма степен от продължителното отсъствие на ефективен контрол върху мениджърите поради забавената приватизация, постоянната нестабилност на управленските екипи, наличие на обща среда и механизми, мотивиращи поведение на мениджърите, което ги облагодетелства за сметка на управляваните от тях фирми. В България все още няма задоволителна регламентация на проблема „конфликт на интереси“ и тези прояви не се санкционират. Сериозен е и проблемът с обективната липса на познания и опит за работа в пазарна среда. Опитите да се обвърже възнаграждението на ръководителите с постигнатите икономически резултати (например чрез изплащане на бонус на изпълнителните директори като процент от реализираната печалба), невинаги са резултатни. Налага се мнението, че законово допустимите икономически стимули не притежават мотивиращата сила на личния интерес, който често се формира извън рамките на легалната икономическа практика.

В заключение трябва да се отбележи, че и в България голяма част от предишните изпълнителни ръководства на фирмите, които запазиха позициите си и след приватизацията, ще продължат да бъдат противници на реструктурирането и изграждането на нов тип взаимоотношения със собствениците. При това в България приватизационните фондове са сменили 3–7% от мениджърите на предприятията след приключване на първата вълна на масовата приватизация. (За сравнение в Чехия този процент е в границите на 80–90%².)

Постепенното навлизане на стандартите на корпоративното управление в България ще спомогне и за изграждането на нов тип ръководители – със знания за пазарната икономика и със съответния респект и умения за работа с акционерите и заинтересованите лица. Става дума и за ръководители, познаващи и ползващи капиталовите пазари, които ще съдействат за спазването на нормите на публичност и прозрачност. Използването на такива методи като разкриване на информация за възнагражденията на управителните органи и изпълнителните директори, създаване на спомагателни органи, например комитет по възнагражденията, по назначенията и звено за вътрешен одит, ще по-

² С. Петранов, Дж. Милър. Масовата приватизация и изграждане на капиталовия пазар в България. С., Фондация „Свободна инициатива“, 1998.

добри значително практиката на корпоративното управление. Налице е необходимост и от активизиране на усилията за обучение и повишаване на професионалната квалификация на участниците в управителните органи на дружествата и изпълнителните ръководства.

1.5. Корпоративно управление и капиталов пазар

В България все повече се осъзнава двустранната връзка между прилагането на принципите на корпоративното управление и развитието на капиталовите пазари. Утвърждаването на професионалните стандарти на корпоративно управление е необходимо условие и важен стимул за развитието на капиталовия пазар. Те имат особено значение за поддържане доверието на инвеститорите и гарантиране ликвидността на пазара. Обратната връзка (капиталов пазар – корпоративно управление) също си пробива път. Капиталовият пазар е изключително важен контролен механизъм, който оценява корпорациите и селектира тези от тях, които са добре управлявани и ефективно работещи.

В същото време налице са редица фактори, които възпрепятстват потенциалните възможности за реализацията на този тип взаимодействие. Преобладаващата оценка на експертите е, че понастоящем капиталовият пазар в страната е все още в зачатъчно състояние и стагнация. Той съществува най-вече като вторичен пазар и на практика обслужва предимно преразпределението на собствеността. Очакванията са, че без развитието на първичния пазар, който да позволи набирането на финансови ресурси при изгодни условия, капиталовият пазар в България ще има незначителна роля.

Липсва доверие у инвеститорите, че предоставяните от тях ресурси ще бъдат управлявани ефективно. От една страна, това е свързано с неефективното прилагане на принципите на корпоративното управление, а, от друга – с ограничената и много често неточна информация, която се предоставя за състоянието на публичните дружества.

Голяма част от акционерните дружества, които имат статута на „публични дружества“, нямат интерес и желание да го поддържат. За тях това е свързано с административен натиск и предполага значителни разходи, без да осигурява икономическа изгода. С приемането на Закона за публично предлагане на ценни книжа са предвидени възможности за промяна на статута на „публично дружество“ при изпълнението на съответните изисквания в закона, с което постепенно ще се регулира ситуацията в тази област.

Дори и в случаите на проявен интерес за емитиране на акции и облигации държавата в лицето на Държавната комисия по ценни книжа често пъти налага рестриктивна политика. Според мнението на експертите, проявява се стремеж към „свръхрегулация“, който допълнително спъва развитието на първичния пазар.

Демотивиращ фактор за инвестиране в акции е и тяхната ниска ликвидност. Това не позволява да се задействат и контролните функции на капиталовия пазар – акционерите нямат сигурността, че могат да

санкционират евентуално неефективно управление на акционерните дружества.

В периода след приватизацията в България капиталовият пазар ще играе все по-активна роля за реструктурирането на предприятията (права на собственост и контрол). То ще се реализира изключително на пазарна основа от мениджърите, които започват да чувстват заплахата от собствениците и другите заинтересовани лица, както и от превземане. Ефективно работещият капиталов пазар може да изиграе важна роля за дисциплиниране на мениджърите и за намиране на обективна пазарна оценка на резултатите от тяхната дейност.

Чрез капиталовия пазар участниците в масовата приватизация, които не искат да останат собственици, трябва да имат възможността да се освободят от акционерното си участие при справедливи условия, като по този начин допълнително се консолидира собствеността и се подобри корпоративното управление. Ще продължи и реструктурирането на портфейлите на стратегическите и институционални инвеститори. Развитият и ликвиден капиталов пазар в България ще насочи акциите на дружествата към най-ефективната структура на собствеността и ще концентрира собствеността у най-ефективните инвеститори.

1.6. Прозрачност и разкриване на информация

Създаването на законов ред и механизъм за осигуряването на свободен, бърз и евтин достъп до информация за състоянието на акционерните дружества е ключово условие за реализацията и на останалите принципи на корпоративното управление.

Всички участници в дискусиата във фокус-групи са единодушни, че в момента публичността и достъпът до информация са изключително ограничени.

Дори и законовото изискване за публикуване на годишните баланси на акционерните дружества се нарушава. Ръководители на предприятия декларират, че предоставят информация за състоянието и дейността на дружествата с голяма неохота и само по необходимост в рамките на законовите си задължения.

Парадоксално е, че голям обем информация, която в много случаи е една и съща, се събира от различни институции. В същото време последващият достъп до нея е изключително труден, което в голяма степен обезсмисля усилията за събирането ѝ.

Публичните дружества, които по дефиниция трябва да гарантират максимална прозрачност за своята дейност, на практика не реализират този основен принцип на корпоративното управление.

Основната причина за това състояние се търси в липсата на мотивация на акционерните дружества да предоставят информация. Първо, отсъства важният мотив, че предоставяйки информация на ши-

роката публика, е възможно да се привлече финансов ресурс. Това предоставяне е мотивирано не от реален икономически интерес, а от законов и административен натиск. Второ, съществуват опасения, че информацията може да бъде използвана срещу интересите на организацията. Трето, изказват се мнения, че предприятията нямат интерес да предоставят пълна и достоверна информация, което в някои случаи проличава в различията между данните, които се подават на данъчната администрация, от една страна, и на Националния статистически институт, от друга страна.

Осигуряването на прозрачност за състоянието на публичните дружества не може да се постигне с административен натиск дори и когато е постановено като законова норма. Предвидените санкции, когато не са подкрепени от икономическа мотивация, са неефективни.

През последните месеци в България е постигнат съществен напредък в тази насока. Държавната комисия по ценни книжа работи активно за осигуряване на бърз и евтин достъп до информация за акционерните публични дружества. Най-подходящият начин за това е електронната форма на единния регистър. Информацията трябва да се получава оперативно и във форма, която дава възможност за анализ и обобщения.

Особено важен е и въпросът за необходимостта от предоставяне на подходяща информация на дребните индивидуални акционери. Наличието на пълни и достоверни данни за състоянието на дружествата, чиито акции те притежават, е най-сигурният механизъм за защита на техните интереси. Доверието към акционерното дружество и очакванията за получаване на доход, по-висок от средния лихвен процент, са основни мотиви за дребния инвеститор. От тази гледна точка достоверната информация за съществуващия риск и очакваната доходност от покупката на акции са изключително важен елемент на търсената информация.

1.7. Ролята на бившите приватизационни фондове в корпоративното управление в България

Програмата за първата вълна на масовата приватизация в България предвиждаше участието на приватизационните фондове в качеството им на институционални участници. За целта бяха регистрирани и след това лицензирани от Комисията по ценните книжа и фондовите борси 81 приватизационни фонда. Конкретните условия за тяхното формиране, характеристиките им и регулирането на дейността им имат много голямо значение в дългосрочен план за развитието на дружествата, в които те притежават акции в резултат на масовата приватизация. Тяхното влияние върху корпоративното управление и перспективите за реструктуриране на дружествата зависи най-вече от относителния дял на собствеността им в приватизираните предприятия и собствената им дългосрочна стратегия. Самите бивши вече приватизационни фондове представляват също интересен пример за приложение и развитие на механизмите на корпоративното управление.

В резултат от програмата за първата вълна на масовата приватизация около 3 млн. граждани притежават акции от 81 приватизационни фонда с обща номинална стойност около 60 млрд. лв. Самите приватизационни фондове притежават диверсифицирани портфейли от акции на общо 1050 дружества. След приключването на програмата преобладаващата част от бившите приватизационни фондове се преобразуваха в холдинги, а единични техни представители – в инвестиционни дружества.

За разлика от други страни в Централна и Източна Европа, в България няма достатъчно емпирична информация от специализирани изследвания, посветени на поведението на приватизационните фондове в следприватизационния период, както и такива, проследяващи проблемите на корпоративното управление в самите тях. Влиянието на приватизационните фондове върху развитието на корпоративното управление в България предстои да се прояви пълноценно и да бъде оценено в близките няколко години. Но отсега може да се каже, че те в значителна степен отговарят на изискванията да осигурят висока концентрация на капитала и собствеността, ефикасен контрол над оперативното управление и професионален мениджмънт, ориентиран към чисто икономически цели. Това намира потвърждение в анализите на структурата на портфейлите на приватизационните фондове, представени в следващото изследване.

Целите, които си поставят, и поведението им в следприватизационния период показват, че те действат по-скоро като стратегически, отколкото като типично институционален инвеститор. Съществен проблем за бившите приватизационни фондове се оказва слабата подготовка (в смисъл на опит и обучение) на членовете на управителните органи на техните дъщерни дружества. Затова допълнително обучение и квалификация са крайно необходими. Ще се засилва значението и на чисто пазарните механизми за набиране на подходящи кадри с необходимата експертиза и управленски умения. Трудности има и във взаимоотношенията с изпълнителните директори, които изземват повечето управленски функции. Не може все още да се преодолее и слабата заинтересованост и неразбирането на акционерните отношения от страна на работниците и служителите, които са получили минимални пакети безплатни акции по линия на масовата приватизация.

Сериозни проблеми пред корпоративното управление се очертават и в случаите, когато някои приватизационни фондове се контролират от мениджърите на основните фирми в техните портфейли, т.е. вътрешни акционери контролират предприятията. Външните акционери (притежателите на акции от приватизационния фонд) са твърде некомпактна група, за да упражняват значително влияние. Налице са и пропуски в нормативната уредба, в регулирането и инфраструктурата на капиталовия пазар, които правят възможни злоупотреби и нарушаване правата на акционерите на бившите приватизационни фондове.

1.8. Специфичната роля на държавата в корпоративното управление

В голям брой предприятия в момента все още съществува изключително неприятен прецедент на съдружие между държавата и частните акционери. В много случаи държавата е все още мажоритарен акционер, но акционерното ѝ участие с малко превишава това на останалите акционери и се очаква финализиране на приватизационните процедури. В още по-голям брой случаи държавата е миноритарен акционер, т.е. държавата за първи път изпада в ситуация, в която е просто един от акционерите, не е собственикът.

В тази ситуация представителите на държавата демонстрират няколко типа поведение. Те или се дезинтересират от предприятието и изобщо не участват в управлението му, или определените от държавата представители лесно намират общ език с частните акционери във вреда на държавата като акционер. Накрая често злоупотребяват с положението на представители на държавната администрация и се намесват извън правомощията си като акционер. При всички тези случаи възникват конфликти, чието решение следва да се търси в стриктното спазване на принципите на корпоративното управление.

Много е важно в процеса на преход, докато държавата се оттегли практически от предприятията или пък там, където държавата за известно време все още ще запази сериозно или мажоритарно участие в големите предприятия на инфраструктурите на обслужващата сфера, да стане ясно какво е корпоративно управление чрез подходящи форми на обучение и постоянен диалог с държавните органи. Вероятно все още не е късно да се разработи и приеме съответната нормативна уредба за участието на държавата в корпоративното управление, която да отговаря на променената структура на собствеността.

Държавната намеса във функционирането на частните икономически субекти създава ситуация, която благоприятства нежелателната неформална обвързаност на фирмите с държавните служители и често ненужното политизиране на икономически по същество решения. Това ще се преодолее с приключването в общи линии на приватизационния процес и с изграждането на единна държавна политика по въпроса за акционерното участие на държавата.

Както показва анализът, в България все още няма ясно установени правила и практика, за да се упражнява ефективно корпоративно управление и контрол. Засега нормативната база и цялостната институционална среда не са намерили такава система, която да осигурява ефективно управление на собствеността в интерес на всички акционери. Опит да се даде тласък на тези процеси в България, са и усилията на Инициативата за корпоративно управление за реализация на предложените в нейния основен документ – *Политика за развитие на съвременното корпоративно управление и контрол в акционерните дружества в България* – насоки за действие (www.csd.bg/cgi). След приемането ѝ от

всички заинтересувани институции на форума, проведен през есента на 1999 г., в близките няколко години предстои изпълнението на редица конкретни мерки в областта на законодателството, подобряване на съдебната практика, подкрепа за развитието на капиталовия пазар и активизиране участието на институционалните инвеститори, обучение и предоставяне на информация на миноритарните акционери.

Литература

- Боева, Б. Корпоративното управление и икономиката в преход. Бюлетин, Комисия по ценните книжа и фондовите борси, брой 9, 1998.
- Петранов, С., Дж. Милър. Масовата приватизация и изграждане на капиталовия пазар. С., Фондация „Свободна инициатива“ 1998.
- Следприватизационно развитие на предприятията в България. С., 1999.
- Fuster J., J. Poirson. Corporate Governance Mechanisms for Accelerating the Restructuring of Privatized Enterprises in Central and Eastern Europe.
- Corporate Boards in Market and Transition Economies, ed. Marek Hessel. Center for International Private Enterprise, 1998.
- Corporate Governance, State-Owned Enterprises and Privatisation. OECD, 1998.
- OECD Principles of Corporate Governance. OECD, 1999.

2. Структура на корпоративния контрол в предприятията от масовата приватизация

Масовата приватизация оказва и продължава да оказва много сериозно и широкомащабно въздействие върху процеса на реструктуриране на националната икономика. Това въздействие се разпростира не само върху пряко включените предприятия, но и върху други важни институции на пазарната икономика като фондовата борса. Огромният брой индивидуални участници в нея влияе върху доверието и нагласите на инвеститорите, вкл. и на външните портфейлни инвеститори. Може би най-сериозната посока на това въздействие е формирането на нова структура от форми на корпоративен контрол в приватизираните предприятия.

Настоящият доклад представя част от резултатите от изследване на тази структура, осъществено с финансова помощ от програмата PHARE – ACE и Икономическия институт на БАН³. В него е застъпена класическата 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 мениджмънта на предприятието се определят от мащабите и разпределението на акционерното участие в неговия капитал. Този класически подход не отменя и не изчерпва цялото многообразие от аспекти на корпоративния контрол. То включва наред със собствеността и проблемите на структурата и правата на управителните органи на компанията, въпросите за заплащането на мениджърите и други въпроси, третирани широко в литературата. Подходът само очертава основата и спомага за класифициране на фирмите в широки основни групи на контрол. Впоследствие очертаните форми на контрол се изследват по-детайлно. 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 го е приложил при мащабно сравнително изследване на корпоративния контрол във Великобритания, Съединените щати и Япония⁴.

Причината да се избере този подход, е възможността за съпоставка на тенденциите, които се наблюдават при формирането на структурата на корпоративния контрол у нас под влияние на масовата приватизация, с подобни структури в споменатите развити пазарни икономики. Този фокус на доклада е предопределен не само от мащабите и влиянието на масовата приватизация, но и от факта, че при нея беше налице първоначална дисперсия на собствеността. Това е съществена разлика с всички останали форми на приватизация, които в България почти изключително се облягаха на преки техники за прехвърляне на

³ При подготовката и обсъждането на материала взеха участие Р. О. Драгнева (Съсекс университет, Великобритания), Ю. Бакхаус (Маастрихт университет), Фр. Стивен (Стратклайд университет, Великобритания), Р. Петкова и В. Минчев (Икономически институт на БАН, София).

⁴ J. Scott. *Capitalist Property and Financial Power*. London, Wheatsheaf Books, 1986.

собственост в ръцете на един купувач. По такъв начин чрез масовата приватизация бе направен най-мащабният засега у нас опит да се стимулира развитието на корпоративен контрол чрез капиталовия пазар и да се насърчи приложението на англосаксонския модел на корпоративно управление.

Въз основа на този подход се извежда и основната концепция за *мажоритарен/миноритарен* контрол и цялата гама от производни форми (механизми) – наличието, респективно 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 капитала на останалите акционери, най-накрая общата структура на акционерното участие – всичко това определя идентификацията на една или друга *форма на корпоративен контрол*. Цялата съвкупност от конкретни форми на корпоративен контрол определя *структурата на корпоративния контрол* в дадена страна. Тези критерии, взети не само в тяхното темпорално развитие, но и с тяхната национална специфика, подробно се анализират в доклада. Най-същественият извод, представен в него, е, че възникналите концентрирани форми на контрол не способстват за развитието на капиталовия пазар в България.

2.1. Ролята на приватизационните фондове в първата вълна на масовата приватизация

В този раздел се изследват стратегиите и действията на приватизационните фондове като главни участници в схемата за масова приватизация за формиране на техните портфейли от акции на приватизираните предприятия с цел да се определи до каква степен тези действия предопределиха структурата на корпоративния контрол, представена в точка трета⁵.

След отпадането на една група от 11 фонда, които не можаха да натрупат необходимия минимум от инвестиционни бонове за покриване на изискването за минимален капитал, останаха 81 фонда, допуснати до участие. Те преследваха различни цели за привличане на капитал и конструиране на портфейли. В рамките на едно предварително проучване фондовете са класифицирани според техните *учредители* и според намеренията им за вида на техните *портфейли от акции*, обявени в проспектите за набиране на капитала. То е опит да се анализира какво влияние имат тези два фактора при реализирането на новите форми на корпоративен контрол след приватизацията.

2.1.1. Учредители на приватизационните фондове

Голямото раздробяване на собствеността на приватизационните фондове между хиляди акционери засилва ролята на техните учреди-

⁵ По-подробно виж: Пл. Чипев. Приватизационните фондове в българската схема за масова приватизация (Някои ранни резултати). – Икономическа мисъл, 1997 (на английски език).

тели. Съгласно Закона за приватизационните фондове учредителите нямат запазени права спрямо останалите акционери, затова те осигуриха влиянието си чрез редица други механизми. Най-напред беше поставено изискването многобройните притежатели на ваучери да делегират правомощия на някои от учредителите за първото общо събрание. Така получиха права да определят почти безапелационно управленската структура на фондовете. Когато те не притежаваха такива правомощия, се наблюдаваше друга особеност. В действителност повечето дребни акционери никога не присъстваха на тези заседания. Тяхното мнение не се вземаше под внимание и те на практика не участваха във вземането на решения от учредители и ръководители.

Тези специфични особености налагат по-подробно изследване кои са всъщност учредителите и какви бяха техните цели и програми за реализирането им. В изследването са разграничени пет основни групи учредители, характерни за българската масова приватизация.

Държавни финансови институции – банки и застрахователни дружества

Приватизационните фондове, попадащи в тази категория, бяха организирани около финансови институции – банки и застрахователни дружества, контролирани от държавата. Те притежаваха по-голямото количество от капитала и предопределиха избора на стратегия за вида на портфейла на съответния фонд. Много е важно да се разграничи тази група учредители, тъй като спецификата на финансовите институции предопредели до голяма степен ролята на разглежданите фондове в приватизацията. Тези приватизационни фондове бяха от най-големите и се ползваха от доверието към самите държавни финансови институции в условията на кризата в банковия сектор. Фондовете имаха и специфична инвестиционна политика и управление. Тясната връзка между учредителите им и държавата обещаваха допълнителни предимства за бързо реструктуриране на придобитите предприятия заради възможностите за определена икономическа политика на корпоративен контрол.

Юридически лица, контролирани от ръководители на фирми, подлежащи на приватизация, или от висши чиновници

Това бе втората най-разпространена група учредители – мениджърите са най-активната икономическа група, притежаваща стопанската инициатива в повечето сектори. Ако към тях се прибавят и приватизационните фондове, създадени от бивши директори на предприятия, тя би станала със сигурност най-голямата. Характерни за нея бяха доминиращите лични и приятелски взаимоотношения между учредителите, които играеха първостепенна роля поне в ранните стадии от дейността на фондовете.

Частни отраслово или предметно базирани фирми

Това е най-голямата група като брой на участниците в нея, но не и по отношение на акумулирания капитал. До известна степен тя припокриваше споменатата група от бивши държавни ръководители и официални лица, вече започнали успешен бизнес. Техните частни фирми в дадена сфера бяха в голяма степен ядрото, около което се групираха фирмите, включвани от приватизационните фондове в портфейлите им.

Частни финансови институции

Тази категория учредители имаше най-ясна и конкретна програма за инвестиционна политика. В много от случаите те имаха добре установен вече бизнес и приватизационните фондове разполагаха с възможност да играят структурна роля, докато стане възможно разпределянето на инвестициите им по сектори в една заздравена икономика.

Частни финансово-икономически групи с комплексно развитие

Този вид учредители имаха вече изградени структури и разнообразна дейност в няколко сектора от икономиката. Те бяха силно мотивирани да създадат холдингови дружества и да закрепят позициите си в различни икономически сектори.

Физически лица и малки фирми

Учредители бяха скоро навлезлите в бизнеса лица. В някои случаи те представляваха по-големи инвеститори и интереси, които предпочитаха да не се афишират в началните фази на приватизацията. Друг важен компонент бяха просто икономически активни лица, акумулирали често под свой контрол сериозни количества инвестиционни фондове от роднини и приятели.

В таблица 1 приватизационните фондове са дадени в зависимост от типа на своя учредител. Преобладаващият вид е безспорно третият – отраслово базираните частни фирми, съставляващи 23 фонда; следва вторият вид – 19 фонда. По отношение на наличния капитал тези две групи са отново доминиращи – 53% от общия капитал на всички приватизационни фондове. Минимален е броят на приватизационните фондове с учредители от пети (частни финансово-икономически групи) и първи тип (държавни финансови институции – банки и застрахователни дружества). Най-малка се оказва групата на физическите лица и малките фирми. Тя съставлява само 4% от общия капитал.

Таблица 1

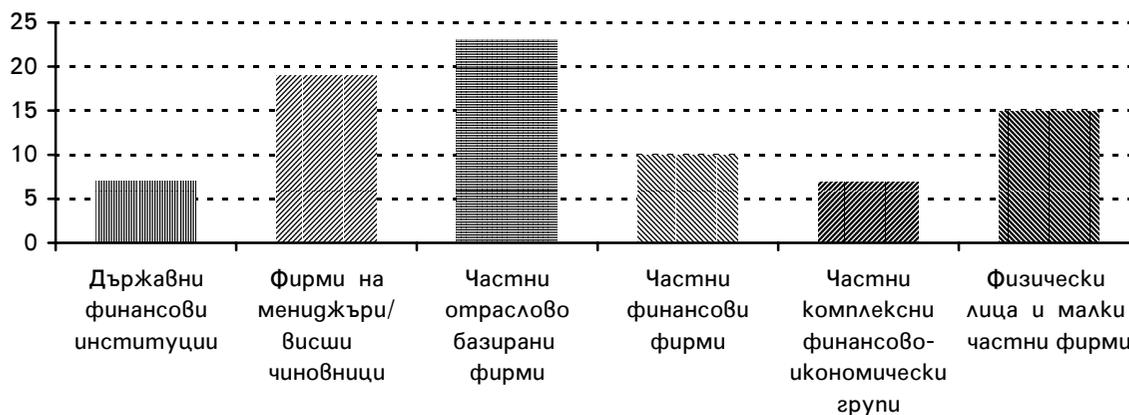
Видове приватизационни фондове според учредителите⁶

Учредители Размер на капитала млрд. лв.	Държавни финансови институции		Фирми на мениджъри/ висши чиновници		Частни отраслово базирани фирми		Частни финансови фирми		Частни комплексни финансово-икономически групи		Физически лица и малки частни фирми	
	Брой	Капитал млн. лв.	Брой	Капитал млн. лв.	Брой	Капитал млн. лв.	Брой	Капитал млн. лв.	Брой	Капитал млн. лв.	Брой	Капитал млн. лв.
Особено големи (над 2,0)	2	10 444,10	4	13 018,80	2	4 895,22	1	2 108,06	2	4 868,59	0	0,00
Големи (0,5–2,0)	2	1 266,37	3	3 005,69	4	4 915,18	2	1 798,67	4	3 727,86	0	0,00
Средни (0,2–0,5)	0	0,00	7	2 260,43	7	2 402,72	3	1 052,93	1	214,08	3	870,54
Малки (0,07–0,2)	3	402,91	5	652,48	10	1 135,12	4	515,32	0	0,00	12	1 655,71
ОБЩО	77		119		223		110		77		115	

Източник: собствени изчисления, базирани на проспекти на приватизационни фондове за набиране на капитал

Графика 2

Брой приватизационни фондове според учредителите



2.1.2. Портфейли от акции на приватизационните фондове

Обликът на портфейлите се определя от типа на пакетите акции, които приватизационните фондове се стремяха да придобият. В общия случай те се свеждаха до следните три типа: стратегически пакети, позволяващи контролни позиции в предприятието; пакети, гарантира-

⁶ В разработката сумите са в неденоминирани левове.

щи максимизиране на доходи без риск от прекалено въвличане, и т.нар. пакети „за продажба“.

Стратегически пакети

Практически всички приватизационни фондове се стремяха (и успяха) да инвестират немалка част от придобития капитал в пакети с пределно допустими от закона размери (34% от общата стойност на предприятието) в различни предприятия. Това се обяснява със стремежа за активна роля в управлението на приватизираните предприятия и предполага с вложените средства да се извърши реструктурирането и да се подсигури по-дългосрочна рентабилност. Критериите за избор на предприятие варираха. Най-важни бяха икономическото състояние и значимостта на дадено предприятие в сектора на неговата дейност. Дефиницията „стратегически интерес“ обаче често съдържа и някои допълнителни критерии като: наличност на потенциален купувач или стратегически инвеститор; връзка с дейността на учредителите; възможности за постигане на затворен производствен цикъл; размер на предприятието; размер на акциите, предлагани при масовата приватизация, наличието на касова приватизация; област.

Наличието на „друг“ стратегически инвеститор едва ли би улеснило фондовете при управлението. Както ще видим по-долу, появата на втори сериозен инвеститор води до формирането на по-различни форми на контрол. Така че този фактор по принцип би трябвало да има негативно въздействие върху стремежа към формирането на стратегически интерес. На практика обаче немалък дял от акциите на предприятията, включени в списъка за масова приватизация, бе предложен или предвиден за предлагане чрез други техники. В някои от случаите приватизационните фондове бяха (или се опитваха да станат) представители (коалиционни партньори) на тези „други“ стратегически инвеститори. Действието на този фактор има позитивно влияние върху интереса на приватизационните фондове към стратегическо инвестиране. При все това стратегическото инвестиране, направено по такъв модел, следва да се разглежда внимателно от управленска гледна точка. Такова направление на фондова политика предполага твърде пасивни и консервативни действия, но може да означава и образуването на управленска коалиция в по-късен етап. Именно възможността за коалиции определи и долната граница на пакетите, разглеждани като стратегически – 25% от капитала на приватизираните предприятия. Така два фонда, които се намират в договорни отношения за размяна на придобитите пакети от две предприятия след отпадане на ограниченията за търговия, могат да си осигурят мажоритарен контрол всеки в едно от тези предприятия дори и ако тези пакети са на долната граница $25 + 25 = 50\%$. Обобщено всички участия на даден фонд в дадено предприятие в лентата между 25 и 34% се определят като стратегически.

Максимизиране на дохода

Тази насока на фондова политика се разглежда като основен източник на дивиденди в междинния период, осигуряване на т.нар. cashcows в рамките на портфейла. Един приватизационен фонд може да харесва много дадено предприятие, но в същото време да прецени, че не би се справил или би било нерентабилно за него да придобива голям дял от предприятието, и по този начин да играе активна роля сред акционерите. Съображенията тук биха били малък наличен капитал или малък размер на приватизираната част от фирмата.

Най-важните критерии за избор на такъв пакет са финансовата стабилност, пазарният потенциал на предприятието, неговият размер, а в някои случаи и връзката му със „стратегическа“ група. Това е само една интерпретация на разгледания по-горе случай на наличие на стратегически инвеститор. При практическото разграничаване на тези пакети от акции са приложени 10 и 25% – съответно за долна и горна граница.

Пакети, предназначени „за продажба“

Това всъщност в голямата си част са остатъчни пакети. Тук биха могли да се причислят акции, придобити с цел разнообразяване на портфейлите. Тук още спадат и т.нар. недооценени предприятия, които биха могли да се придобият на сметка, но трябва да се продадат възможно по-бързо. Акции от тази група се купуваха с цел да бъдат продавани в кратък период. Именно те съставляваха задълго основата на активната борсова търговия. Критерий за избор може да бъде високата ликвидност. Накрая в тази категория попаднаха и акциите, които големите приватизационни фондове закупуват просто за да изразходват максимално инвестиционния си капитал. Може да се предположи, че те не влизат в активно разработената стратегия на фондовете.

В действителност още в проспектите се очерта ясно разграничаване само на първата група пакети от акции спрямо останалите. Всъщност присъствието на тези акции определяше възможността на отделните фондове да образуват холдинги за управление на предприятията. Тази тенденция стана напълно ясна след приватизацията, когато повечето от фондовете – без разлика големи или малки, с добре или зле структурирани портфейли – се пререгистрираха като холдинги. На практика само един по-сериозен фонд избра варианта инвестиционно дружество. Т.е. за фондовете главно значение имаха техните стратегически инвестиции. За целите на нашето изследване те също са най-важни, тъй като тази група пакети има основно значение за реструктурирането на корпоративния контрол. Затова класификацията на фондовете се базира на нея.

В зависимост от дела, който заемат стратегическите пакети спрямо целия портфейл на даден фонд, се различават три вида фондове – с изразен стратегически характер на портфейлите (над 60%), с баланси-

рани портфейли (40–60%) и с предимно инвестиционни портфейли (под 40%). В последната група става дума за фондове, чиито портфейли съответстват по-скоро на функциите на инвестиционен посредник, отколкото на дружество, упражняващо контрол над приватизираните предприятия.

Таблица 2 представя разпределението на приватизационните фондове според техните предварителни стратегии, отразени в проспектите им, групирани по размер на капитала. Минималният размер е определен от закона на 70 милиона български лева. Максимален капитал от инвестиционни бонове бе достигнат от приватизационен фонд „Доверие“ – над 6 милиарда лв.

Едва половината от приватизационните фондове заявиха в своите проспекти ясно определена стратегия за структурата на своите портфейли от акции. От трите основни вида портфейли най-предпочитан без съмнение бе стратегическият. Той е избран от 23 фонда, а останалите два са изборът на общо 17 приватизационни фонда. Следователно повечето приватизационни фондове пристъпиха към приватизационния процес с намерението да играят активна роля в реконструкцията и управлението на предпочитаните от тях предприятия. Това заключение се потвърждава и от анализа на разпределението на инвестиции – 31% от общия капитал на всички фондове бе предназначен за стратегически цели, а само 25% – за останалите два типа портфейли.

Анализирани по типа на портфейлите, групите приватизационни фондове показват следните особености.

Групата със стратегическа ориентация на портфейлите се състои главно от средни и големи фондове. По отношение на капитала фондовете с голям и особено голям капитал представляват около 85% от общия капитал на групата.

Групата с балансиран портфейли не включва фондове с особено големи капитали. Очевидно тя не представлява интерес за приватизационните фондове с най-големите инвестиционни капитали. Най-характерни за тази група са малките по размер фондове. По отношение на капитала обаче големите фондове представляват около 70% от общия размер на инвестиционен капитал за групата.

Групата с инвестиционна ориентация се състои от фондове с различна големина, но големите приватизационни фондове са преобладаващите. Анализът на капиталовото съотношение показва, че те съставляват 95% от общия инвестиционен капитал на групата.

Таблица 2

Портфейли на приватизационни фондове по отношение на инвестиционната стратегия

Групи приватизационни фондове според капитала (млрд. лв.)	Приватизационни фондове с изразена стратегическа ориентация на портфейлите		Приватизационни фондове с балансиран портфейли		Приватизационни фондове с инвестиционни портфейли		Приватизационни фондове с необявена стратегия	
	Брой	Капитал	Брой	Капитал	Брой	Капитал	Брой	Капитал
Особено големи (над 2)	3	7 832,85	0	0	2	8 543,97	6	18 917,95
Големи (0,5–2,0)	7	8 347,14	3	2 620,83	3	2 363,70	2	1 382,10
Средни (0,2–0,5)	7	2 123,65	2	604,266	1	289,866	11	3 555,31
Малки (0,07–0,2)	6	764,85	4	483,781	2	316,491	22	3 024,14
ОБЩО	23	19 068,49	9	3 708,881	8	11 514,02	41	26 879,50

Източник: проспекти на приватизационни фондове за набиране на капитал

При анализ според размера на фондовете се вижда, че особено големите приватизационни фондове заложили на една от двете ясно определени алтернативи – активно участие в дейността на повечето от предприятията, за които се кандидатства, или активно поведение на инвестиционен посредник, т.е. търговия с придобитите акции. Такава стратегия явно е подходяща за разнообразно портфолио, съдържащо акции от предприятия с различна рентабилност.

Големите приватизационни фондове представляват групата с най-ясно определена стратегия. Половината инвестират, като следват строго своя стратегически интерес. По отношение на инвестиционния капитал тази група е по-голяма от останалите три. Другата половина от фондовете е почти равно разпределена между останалите две стратегии за изграждане на портфейли. Повечето от средно големите приватизационни фондове, които изразиха определени стратегии, също преследват стратегически икономически интереси. Най-малките приватизационни фондове, освен че са по-слабо ориентирани от останалите, представляват и най-разнообразната група. По брой повечето от тях са стратегически ориентирани. По капитал обаче преобладаваше стремежът към инвестиционно структуриране на портфейла.

2.1.3. Портфейли след края на първата вълна

Таблица 3 показва действителното разпределение след първата вълна и дава възможност то да се сравни с изложеното по-горе разпределение според проспектите на фондовете. Първото, което прави впечатление, е, че групата на фондовете с изразени стратегически портфейли (над 60% от всички придобити пакети от акции са с размер от 25 до 34% от целия капитал на даденото предприятие) не само не се е

увеличила, но дори е намаляла. Фондовете, които не бяха показали ясно своята стратегия в предприватизационния период, са се включили в групите, чиито портфейли от акции нямат изразен стратегически характер, т.е. в които пакетите, позволяващи контрол, са между 40 и 60% или дори под 40% от придобитите пакети. Това е най-характерно за особено големите фондове. Малките и средните са успели да направят значително по-компактни портфейли, докато броят на големите в стратегическата група е намалял спрямо заявеното в проспектите им.

Таблица 3

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

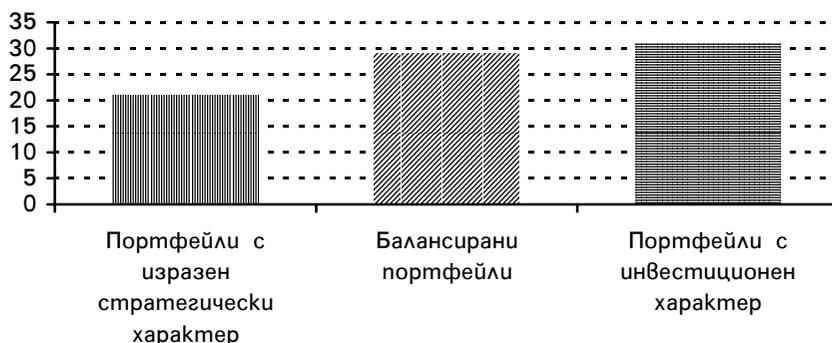
Приватизационни фондове според размера на набрания капитал	Портфейли с изразен стратегически характер		Балансирани портфейли		Портфейли с инвестиционен характер	
	Брой фондове	Брой акции	Брой фондове	Брой акции	Брой фондове	Брой акции
Много големи (над 2 млрд. лв.)	1	4 221,146	5	17 278,381	5	14 921,949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

Забележка: За разлика от таблица 2 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 би било подвеждащо, защото те отразяват по-скоро особеностите на приватизационната процедура, отколкото реалната стойност на придобитите активи. Обяснението може да се открие във факта, че фондовете закупуваха доста изгодно акциите. Техният ресурс от инвестиционни фондове се оказва със значително по-висока покупателна мощ от очакваната. Стремежът да я оползотворят пълноценно, ги доведе до закупуването на голям брой участия под 25% от капитала на предприятията.

Графика 3

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



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

Въпреки всичко големият брой балансиран портфейли, характерен за фондовете от всички групи, трудно може да бъде обяснен. Още по-силно впечатление прави наличието на голям брой пакети с размер от 10 до 25 % от капитала на предприятието. 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 на дейността на фондовете.

Едно възможно обяснение на този феномен е участието „по двойки“ – 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. Впоследствие те си разменят взаимно управлението или собствеността върху „поръчаните“ пакети, допълвайки „собствените пакети“, т.е. като увеличават техния размер до необходимата величина за контрол. Тъй като „собственият“ пакет по принцип клони към горната допустима от закона граница (34%), размерът на „поръчания“ може да е по-малък и да варира – 17% за него е типичен случай. Общо те дават класическите 51%, необходими за мажоритарен контрол.

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

Таблица 4

Участие на „двойки“ приватизационни фондове в първата вълна на масовата приватизация

Съвместно участие на една двойка фондове	От 5 до 10	Между 10 и 15	Над 15
Случаи	11	2	5

Източник: собствени изчисления на база данни от Центъра за масова приватизация

Таблица 4 съдържа резултатите от този тест, групирани по брой случаи. Разбира се, не може да се претендира за изчерпателност. На практика са проследени всички съвпадания 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 включват също няколко случая на триъгълни

конфигурации, когато един голям фонд има споразумение с повече от един партньор.

Тази хипотеза много добре се свързва и с още един парадокс на първата вълна на масовата приватизация. Въпреки че портфейлите от акции на 3/4 от всички приватизационни фондове непосредствено след процеса не благоприятстват стратегическо поведение, а около 1/3 са особено неподходящи, повечето (76 ПФ) се пререгистрират като холдингови компании, а само един голям фонд се регистрира като инвестиционно дружество. Това ни дава основание да приемем твърдението за вярно и да го приложим в точка трета при разглеждането на променените структури за корпоративен контрол в отделните предприятия.

2.2. Структури на корпоративния контрол в приватизираните предприятия

2.2.1. Теоретични основи на анализа

В едно пространно сравнително изследване на корпоративната структура на фирмите във Великобритания, САЩ и Япония, цитирано в уводните бележки, Дж. Скот извежда следните характерни механизми за корпоративен контрол – *контрол от обществени органи, главно държавата чрез различни свои министерства и агенции; еднолично (пълно) притежаване; специален тип контрол при взаимни и приятелски компании (mutual and friendly companies); изключителен мажоритарен контрол; поделен мажоритарен; изключителен миноритарен; поделен миноритарен; ограничен миноритарен; съвкупност (constellation) от интереси.*

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

Третият механизъм (mutual and friendly societies) се характеризира с особен режим на права в посочените компании, при който един човек представлява един глас в тяхното управление. Както веднага става ясно, той се основава на особена правна регулация, каквато липсва у нас, и затова не намери никакво приложение в приватизационния процес. Интересно е все пак да се отбележи произволната реклама на приватизационните фондове на определени етапи от приватизацията. Тя напълно неоснователно ги свързваше с взаимните фондове, характерни за пазарната икономика, обявявайки ги едва ли не за техни аналози. Тази форма на контрол също не представлява интерес и не е третирана по-надолу в изследването.

Изключителен мажоритарен контрол (exclusive majority)

Този вариант на контрол е класически. Един акционер или група от свързани акционери държат мажоритарен пакет от акции, който им дава възможност да вземат решение по всички главни проблеми от управлението и развитието на дадено предприятие. Размерът на необходимия пакет трябва да осигурява половината плюс един от гласуващата мощ (voting power) на акционерите. Характерно е, че при дефиницията се прави разграничение от фирмите (предприятията) с еднолично упражняван контрол, но не се разграничават случаите на стопроцентов едноличен контрол и случаите, когато една фирма упражнява **пълен** контрол, но не притежава всички акции. Това разграничение не е формално. То подчертава, че за разлика от предприятията с едноличен собственик при изключителния мажоритарен контрол има предприятие, в чиято собственост има и други (миноритарни) акционери. Макар и да не са в състояние да оказват влияние върху начина, по който се управлява предприятието, те също имат интереси. Тези интереси освен всичко останало могат да бъдат и в много страни са обект на защита от законодателството. Специално за България то има още по-голямо значение поради общо по-голямата концентрация на мажоритарни форми на контрол в сравнение с контрола в развитите икономики.

Поделен мажоритарен контрол (shared majority)

Следващата форма е контролът, при който най-големият акционер придобива мнозинство от гласовете, необходимо за оперативен контрол върху компанията, чрез „стабилно сътрудничество от страна на малка група съюзници“⁷.

Необходимостта да се разграничава тази форма на контрол, е силно изразена. По-същество тя е една от най-разпространените. Тук въпросът не се състои само в защита на миноритарните интереси в компанията, а и в различната форма, при която те се проявяват – представителство в управляващите органи, блокиращи решения и други. Самият кръг на тези интереси е много по-голям при разглежданата форма на контрол. От съществено значение тук е начинът, по който е уредено гласуването чрез пълномощия (проху) – на кого е дадено то, в каква форма се реализира и пр.

Изключителен миноритарен контрол (exclusive minority)

Сериозните трудности пред типологизацията на корпоративния контрол започват с тази категория. По същество **миноритарният контрол** като икономическа категория се въвежда от Бърл и Мийнс⁸. С нея те определят случаите, при които се упражнява ефективен контрол от собствениците, без мнозинство от гласовете на тяхно разположение.

⁷ J. Scott. Capitalist Property and Financial Power. London, Wheatsheaf Books, 1986, p. 52.

⁸ A. Berle and G. Means. The Modern Corporation and Private Property.

И ако горната граница на такъв контрол (50%) е очевидна, не е така с долната, т.е. онази граница на размера на най-големия пакет от акции, под която ефективният контрол е невъзможен. Бърл и Мийнс приемат за такава граница 20% и базират целия си анализ за ролята на мениджърите в съвременната корпорация на тази основа. Според авторите там, където липсва акционер с поне двадесетпроцентов пакет от акции, налице е контрол от страна на мениджърите. Впоследствие други изследователи на основата на фактически анализ на дисперсията на собствеността в големите корпорации предлагат 10, 5 и дори по-малък процент за тази граница.

Подробният анализ показва, че простото фиксиране на такъв праг е невъможно, 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%. Въвеждането на тази концепция се основава на наблюденията над голям брой случаи на разпределение на собствеността в съвременните корпорации. Така например Скот пише, че в извадката, която той прави от 250 предприятия през 1986 г., във всички случаи, когато най-големият акционер е притежавал под 14%⁹ от всички акции, останалите 19 топакционери са могли да го надгласуват, и обратното – когато той е имал над 18%, винаги е бил в доминантна позиция. В около 16% са се събрали няколко гранични случая, при които е било налице динамично мнозинство (dynamic majority). То е гласувало различно. Без да навлизаме в детайли в дискусиата за тези променящи се граници, е необходимо да се отбележи главно, **че границите и характеристиките на групите варират по страни и се променят динамично във времето за дадена страна**. Тук се възпроизвежда само най-общата класификация като ориентир за по-късното диференциране на приватизираните у нас предприятия по схемата за масова приватизация.

Съгласно Скот изключителен миноритарен контрол има в случаите, когато останалите 19 акционери от 20-те най-големи не са в състояние да „надгласуват“ (outvote) първия от групата. Той настоява тази форма да се нарича „сигурен миноритарен контрол“ (secure minority).

Ограничен миноритарен контрол (limited minority)

Без прилагането на концепцията за 20-те топакционери тази категория би имала остатъчен (residual) характер – за случаи, при които не се наблюдава изявен миноритарен контрол. Въвеждането ѝ позволява ограниченият контрол да се свърже само със случаите, когато, за да реализира своята управленска концепция, най-големият акционер трябва да получи подкрепа поне от част от по-малките акционери. В същото време размерът на неговия дял предполага много голямо разд-

⁹J. Scott. Op. cit., p. 58.

робяване на останалите пакети. Това води до трудно налагане на необходимия контрол и което е по-важно – връзките между главния акционер и останалите са нетрайни. Те 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, която придава значително по-определен облик на самата група.

Това на свой ред дава възможност за дефиниране на други две форми: поделен миноритарен контрол и „съзвездие от интереси“.

Поделен миноритарен контрол (shared minority)

Както и при ограничения миноритарен контрол, най-големият акционер не може да има самостоятелна доминираща позиция, но би могъл да упражнява контрол в сътрудничество с някой от по-малките акционери. Основният белег, който отличава тази група, е наличие на трайна връзка между двама независими акционери, обикновено първите двама. Нерядко тясното сътрудничество между първия и третия или дори някой от по-малките им позволява „да определят стратегията на своя общ съюзник“¹⁰. В същото време се поставя изискването двамата асоциирани акционери да имат по-голяма гласуваща мощ от останалите 18 топакционери. Трудно е да се установи практическият смисъл на това разграничение, но то представлява интерес за нас поради констатирания по-горе модел на често срещано сътрудничество между два приватизационни фонда, породен от схемата за масова приватизация.

Съзвездие от интереси (constellation of interests)

Този е последният тип на корпоративен контрол, анализиран в теоретичен план. Характерно за него е, че липсва акционер с повече от десетпроцентов дял в капитала на даденото предприятие. Това поражда 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 налице доминация на мениджърите при управлението на компанията. Интересно е, че Скот, а и други изследователи не правят тази интерпретация, а визират стратегията на предприятията като съвкупност от интересите на групата.

Обяснение може да се намери в съвременната интерпретация на тезата на Бърл и Мийнс. Факт е, че в съвременната теория няма определено становище за нейната валидност. Практически цели направления в теорията на фирмата, като например *теорията на предста-*

¹⁰ J. Scott and C. Griff. *Directors of Industry*, p. 22.

вителството, считат, че мениджърският договор по същество ограничава свободата на действие на ръководния екип, като запазва върховенството на интересите на акционерите. Макар и по друг път, до същите изводи води и глобалната типология на корпоративния контрол, съгласно която в икономиките от англосаксонски тип той се осъществява чрез фондовата борса. Очевидно става дума точно за тези големи публични корпорации, при които липсва достатъчно голям акционер и които не могат да бъдат класифицирани в някоя от другите форми на миноритарен контрол.

При „съзвездие от интереси“ също е налице дискусия за границата на групата. В този случай се спори за горната граница на пакета на най-големия акционер – дали да е 10 или дори 5%. Кюбин и Лийч, които всъщност за пръв път прилагат концепцията на 20-те топакционери в изследването си на 85-те най-големи британски фирми за периода 1970–1971 г., установяват, че в значителен брой от случаите „контрол“ може да бъде идентифициран и в интервала от 5 до 10% дял на най-големия собственик. Същевременно твърдят, че когато най-големият акционер е финансов посредник, резултиращата форма на контрол е по-нестабилна¹¹. Това дава основание на Скот да не приеме посочената граница.

Този анализ представлява теоретично обобщение на типологията на корпоративния контрол, изведена от **практическо изследване**. Спорните мнения за границите и характеристиките на отделните форми или дори за броя им не бива да се надценяват, тъй като отразяват развитието на корпоративните отношения на даден етап. Естествено е да възникнат противоречия при изследвания, правени в различно време или дори при различна извадка на предприятията. По-важно е да се видят подходът и принципите на тази класификация, които да се приложат при обобщаването на резултатите на схемата за масовата приватизация.

Независимо че такъв подход към проблема крие риск от известна несъпоставимост¹² на данните, тук се привеждат обобщените резултати от изследването на 250-те индустриални компании, проведено от Скот. Те могат да дадат важен ориентир за посоката на развитие на българската икономическа реформа. Скот прави две класирания съгласно предложенията си за прецизиране на групите. Тук е приведена първата. Съгласно нея в двадесет и пет компании, или в 10% от случаите, е налице изключителен мажоритарен контрол, в 6% от случаите той е поделен мажоритарен, в 14,4% контролът е изключителен 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 еднолич-

¹¹ J. Cubin and D. Leach. The Effect of Shareholder Dispersal on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement. – *Economic Journal*, 93, 1983.

¹² Действителната причина за тази несъпоставимост се крие 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.

ни или държавно контролирани фирми, които не са обект на нашето изследване. Вижда се огромният превес на силно разпръснатата собственост над останалите по-концентрирани форми на контрол. Именно тази форма придава **общата характеристика** на съвременната британска икономика и същевременно е обект на спекулации докъде всъщност се простира свободата на мениджърите.

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

Като първа стъпка в изследването е анализирана степента, в която самата схема за първата вълна на масовата приватизация в България благоприятства създаването на активен контрол. Анализира се какви са дяловете, които се предлагат, и каква е честотата им. Според схемата бяха предложени 1050 предприятия, от които 10 не бяха допускани въобще. В настоящото изследване обект на интерес е типът контрол, установяван в останалите 1040, а данните се отнасят до цялата съвкупност. Общият размер на капитала на предложените предприятия бе 223 795 998 лв., а средният на едно предприятие – **215 188 лв.**

Дяловете, предложени в схемата, варираха в широки граници – от 10 до 90%, като винаги се предвиждаха поне 10% за реституционни претенции. Те 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. Така или иначе те нямат пряко отношение към резултатите от масовата приватизация.

Таблица 5

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

В първа група се включват всички предприятия, поне 67% от чийто активи 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 никакъв род 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 (две трети мнозинство най-често), а също и самия модел на масова приватизация. Предлагането над две трети от гласуващата мощ на дадена компания за приватизация позволява (поне теоретично) относително проста коалиция от два фонда да си осигури мнозинство. Това е много важно, като се има предвид, че първоначално никой от фондовете не можеше да набира повече от 34% от дяловете на една компания. По този начин такава коалиция можеше априори да бъде подсиgurена срещу появата на „изненадващи“ блокиращи пакети.

Това е и най-често срещаната стойност за размер на предложен пакет – тя се покрива с *modata* на разпределението на дялове за масова приватизация от предложените предприятия.

Втората група обхваща между 50 и 67% от случаите. 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 главно поради неговото изключително слабо разпространение – 8 случая. Очевидно е, че появата им трябва по-скоро да се припише на безкрайните включвания и изключвания от списъка, при които се натрупваха често противоположни интереси в причудливи комбинации. Този модел получава по-сериозно третиране на следващия етап – при реалното разпределение на собствеността.

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

Сред така очертаните три групи са ясни няколко тенденции:

Първо, да се предлагат дялове, които да доведат (или скоро след това) до формиране на категоричен/и модел на контрол в предприятията; тази цел обаче, съчетана с 34%, е доста странно реализирана.

Второ, да се избягва предлагане на дялове, които ще доведат до конкурентни модели на контрол, т.е. извън горните дялове да се предлагат такива, които запазват възможността за бъдещ изключителен контрол, но 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 масовата приватизация, се отнася за съществено по-малки предприятия. Обратно, големите (може да се каже съществените) не предполагат формиране на такъв контрол чрез масовата приватизация.

2.2.3. Разпределение на предприятията по форми на корпоративен контрол

Преди да представим резултатите от анализа, е необходимо да бъдат отбелязани някои общи методологически особености.

Преди всичко за основа са представени данните от Центъра за масова приватизация след приключването ѝ. Те отразяват резултатите от търговете. Затова при тях акциите, които подлежах на служебно разпределение съгласно наредбата, са показани като непродадени. Приложен е заложеният в наредбата принцип, съгласно който всеки агент (фонд или гражданин), придобил определен брой акции, имаше право да получи допълнителен брой от непродадените акции, ако не са повече от 5% от капитала на раздържавеното предприятие или не са повече от 25 хиляди броя. Така представените по-долу данни отразяват това завишение¹³.

Следващият методологически проблем е свързан с раздадените безплатни акции от предприятията – по 10% от капитала и при определени ограничения за стойността на тези акции, предложени на едно лице съгласно наредбата. Поради децентрализирания характер на процеса (всяко предприятие само се записваше за тези акции) единственият контрол за записаните акции бе действително приватизираният дял от капитала на даденото предприятие на търговете. Приема се, че там, където той е бил по-малък или равен на предварително обявения процент за масова приватизация минус 10% за безплатни акции, има пълно изпълнение на тази опция. По този начин се завишава съвкупният дял на индивидуалните участници с максималните 10%. Там, където реално приватизираният дял на търговете бе по-висок, т.е. очевидно не бе изпълнена квотата за безвъзмездно участие, завишението на дела на индивидуалните участници бе 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 спецификата в българската масова приватизация, остават много сложни случаи, които трудно се класифицират според групите на корпоративен контрол. Затова в изследването е избран принцип, при който всички междинни или противоречиви случаи са отнесени съобразно корпоративния контрол, характерен за дадена група, независимо че това понякога води до противоречие с формалните количествени критерии за групата.

Освен тези особености има и други специфики, свързани с характеристиките на самия процес, които се дискутират подробно по-долу.

Изключителен мажоритарен контрол

Масовата приватизация изключваше възможността за мажоритарни форми на контрол поради ограничението един фонд да не може

¹³ В отделни случаи това доведе до леко превишение на максимално допустимия таван за участие на приватизационните фондове от 34%.

да придобива над 34% от капитала. Трудно е да се допусне, че причината за това ограничение са преследваните от управляващите форми на корпоративен контрол. По-скоро тук е играло роля копирането на чешкия модел. Там има дори още по-стриктно ограничение (20%). В Чехия то бе продиктувано от разбирането за природата на приватизационните фондове като инвестиционни посредници. В същото време у нас още от самото начало схемата за масова приватизация бе 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 търсене на различни форми за неговото заобикаляне. Както е показано в таблица 4, тези форми бяха успешни и голям брой фондове образуваха „двойки“, които играеха съвместно за придобиване на контрол в дадено предприятие. След приключването на процеса те фактически узакониха пакетите чрез блокови сделки на борсата. Този факт дава основание придобитите дялове от два фонда да се разглеждат като единен пакет за класифициране на даденото предприятие. Невинаги обаче може да се установи с точност дали двата фонда се намират в договорни отношения. По-добре е да се вземат актуалните данни за разпределение на собствеността няколко месеца след процеса.

Несъмнено второто би било по-правилно, но то се оказва невъзможно. Липсата на яснота какво точно от базата данни на Централния депозитар 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 масовата приватизация. Така наличните данни бяха заложени в основата на анализа.

Другото възражение всъщност няма пряко отношение към проблема. Обстоятелството, че понякога не може да се каже кои точно от фондовете, участващи в структурата на собствеността на дадено предприятие – най-големият и вторият по големина или първият и третият, или вторият и третият – формират група, не е от значение в случая. Интересува ни дали структурата на собствеността позволява или блокира наличието на дадена форма на корпоративен контрол. И това се отнася за по-сложните случаи. А там, където има само два фонда, от които първият притежава максимума от 34%, а вторият – 17%, и никакъв друг институционален акционер, целта на участието е очевидна. В много случаи същата двойка се среща в още 10 предприятия със същото разпределение на дяловете, като фондовете само си разменят водещата роля в отделните предприятия.

Така случаите, при които сумата на дяловете на два фонда в едно предприятие превишава общо 50% от капитала, са дефинирани *като форма на мажоритарен контрол*. Съгласно теоретичната постановка, изложена в предишната точка, той има характер на изключителен мажоритарен контрол, когато водещият акционер (в нашия случай група от двама обвързани акционери) не е заплашен от наличие (поява) на друг

акционер, с който да е принуден да се договаря за упражняване на ефективен контрол над предприятието.

В таблица 6 са представени всички случаи, когато след приключването на третия кръг на масовата приватизация два фонда са в състояние да контролират общ мажоритарен пакет, отговарящ на тези условия.

1. Тук са отнесени преди всичко 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 таблицата, средният приватизиран дял е още по-висок. Това автоматично снижава възможния размер на касово приватизирания 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 да е 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 индивидуалните участници. Съгласно общите принципи на поведение на дребните акционери те 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. Това са малки предприятия – средният им размер е под средния размер за цялата подборка от 1040 предприятия и разпределението им е с дясно изтеглен полигон – медианата е почти наполовина на средноаритметичната на капиталите им. 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 е отбелязано по-горе, 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.

Таблица 6

Характеристики на групата с изключителен 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	19 574 018	73 311	43 764	69,95	70,19	78,05
Среден размер на участие на мажоритарния акционер (в % от целия капитал на предприятието)					Среден размер на участие на миноритарни (в % от целия капитал на предприятието)		
Общо на двата фонда от „Двойката“	Само на водещия фонд	Само на 2-ия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-и фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-и, 4-и и 5-и фонд 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 Центъра за масова приватизация

Друга много важна особеност е, че контролният пакет не е с много голям размер – средно 59%. Само в 45 случая е налице пълен контрол – над две трети от гласовете. Става очевиден значителният интерес на миноритарните акционери, който трябва да получи адекватна правна регулация.

Поделено мнозинство

Най-характерното за тази група е, че въпреки наличието на мажоритарен акционер (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 предприятията. По този начин в много случаи над главите на тези мажоритарни собственици виси заплахата от прехвърляне на съществен остатъчен пакет в едни ръце касово или чрез работническо-мениджърско дружество. Това би променило положението на мажоритарния акционер. Разбира се, ситуацията е далеч по-сложна – в много случаи остатъчните пакети се вземат от самите мажоритарни акционери, осигурявайки си по този начин изключителен контрол.

Към разглежданата група на корпоративен контрол са отнесени два типа предприятия:

- при които самият процес е довел до възникване на втори институционален акционер (в някои случаи има дори повече от един миноритарен институционален акционер);
- 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 от предприятия са представени в таблица 7.

Таблица 7

Характеристики на групата с 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 разпределение на непродадените акции	След разпределение на безплатните акции
143	13,75	21 509 043	150 413	65 296	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-ия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-и фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-и, 4-и и 5-и фонд 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 Центъра за масова приватизация

Групата на тези предприятия е почти два пъти по-малка, но включва по-големи, въпреки че отново разпределението е несиметрично и преобладава броят на предприятията с по-малък от средния за групата капитал. 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. Те са представени почти поравно – от една страна, това са предприятия с повишено участие на трети, четвърти и пр. приватизационни фондове в капитала, от друга – има и такива с нулево (или близко по значение) участие на тези акционери, но с висок остатъчен дял. Това са предприятия с *потенциална* втора група на контрол. На практика случаите са противоположни и при осредняване се балансират взаимно.

Ако обаче изчислим дела на миноритарните институционални инвеститори поотделно за тези две групи, данните са доста показателни – само за онази част от предприятията, приватизирани над две трети, той е 14,74%. Заедно 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. Това означава, че техните акции не могат да бъдат обект на сериозен интерес от страна на институционалните участници при преразпределянето на корпоративния контрол. Като че ли най-съществената особеност 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%. Това число сигнализира и за една друга възможност в групата – някои от миноритарните институционални акционери да атакуват агресивно самата контролираща двойка там, където все още не е за-

вършено напълно взаимното прехвърляне на акциите между двамата водещи акционери.

Появата на един същи фонд като най-чест първи и втори по големина акционер се обяснява с много големия и доста разпръснат инвестиционен портфейл на „Доверие“, от една страна, и 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. Това 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“, представени в таблица 4 с общо 37 случая на съвместно участие.

Изключителен миноритарен контрол

Съгласно изложените по-горе теоретични модели, изключителен миноритарен контрол е налице, когато водещият акционер има поне десетпроцентов дял и следващите 19 акционери не могат да оформят дял по-голям от неговия. В нашите условия се налага тези изисквания да бъдат модифицирани съществено с оглед логиката на диференцирането на групата предприятия, чийто корпоративен контрол е изключително миноритарен. Тези особености се обобщават по следния начин: водещата група е от два фонда, наблюдението над следващите по големина акционери не би имало смисъл, ако се включат индивидуалните собственици поради несъпоставимо малките им пакети по отношение на фондовете. От друга страна, случаите на участие на повече от пет фонда са много малко. Третата особеност е, че при всички случаи остават поне 10% неприватизирани пакети, което поставя под съмнение изключителния контрол на водещата група, ако долната граница за нейната позиция бъде смъкната до десетпроцентов дял.

Тези специфични особености обусловиха следната промяна в критериите за групата:

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

2. Приет бе 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). Съществува потенциална възможност някои от тях да се обединят с евентуални нови акционери, придобили собственост по касов път или предявяващи реституционни претенции, или в отделни случаи дори с втория от водещата група, което би принудило водещия акционер да упражнява по-скоро поделен, отколкото изключителен миноритарен контрол.

4. Допълнително бяха 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.

Таблица 8

Характеристики на групата с изключителен 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 разпределение на непродадените акции	След разпределение на безплатните акции
159	15	11 448 649	72 004,08	37 319	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-ия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-и фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-и, 4-и и 5-и фонд 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 Центъра за масова приватизация

Характеристиките на тази група са посочени в таблица 8. Групата е сравнително голяма, 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 защо като цяло индивидуалните участници са представени много добре. Въпреки големия си съвкупен дял обаче те не създават възможност за преразпределяне на гласуващата мощ в общите събрания. Предполага се, че те равномерно ще разпределят гласовете си при вземането на решения или дори ако продадат акциите си, ще увеличат дяловете на другите участници пропорционално.

Все пак наличието на такъв сериозен дял силно раздробена собственост, прибавена 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 тя може да си осигури необходимите над 50% и да е в състояние да упражни мажоритарен контрол над придобитите предприятия. 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 процентите от капитала, контролирани съответно от първия и втория фонд, да варират от 34:16 през 25:25 до 20:0. Всъщност резултатът е просто още едно потвърждение на много високата степен на координация между институционалните участници при играта на отделните търгове. На практика

създаването на „двойка“ е необходимо само за постигането на мажоритарен контрол. Там, където това не се преследва като цел, появата на втори силен акционер всъщност е нежелателна. Тези осем и половина процента на втория по значение акционер са по-скоро резултат от неосъществен мажоритарен контрол, отколкото от 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“, също идентифициран в таблица 4, който има съвместни участия с „Доверие“ общо в 26 случая от масовата приватизация.

Поделен миноритарен контрол

Някои от специфичните критерии на тази група се основават на тези от предишната, като изискването е за наличие на поне 20%¹⁴ дял на водещия фонд, но има и някои различия. Преди всичко това са предприятия, в които има и втори сериозен институционален интерес. Както вече отбелязахме, той може да бъде и потенциален чрез остатъчния неприватизиран дял.

Особеното тук е, че влизат и предприятия, които отговарят по принцип на условията от предишната група, но за тях няма данни за връзка между двата водещи фонда. Така че тук се предполага независимост на институционалните участници. На първо място, влизат онези предприятия, които бяха отхвърлени от предната група само заради тази връзка. Освен това тук 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. Остатъчният пакет може да варира до 60%, т.е. евентуално новият собственик може да бъде направо мажоритарен акционер, а 40% са избрани за долна граница въз основа на заделените 10% от капитала за реституция. Дори те да не бъдат използвани изцяло, все пак не могат да бъдат включени в касовия пакет. Новият акционер няма да може да си осигури *ex ante* мажоритарен контрол. Това е основание да разглеждаме посочените предприятия като контролирани от поделени миноритарни интереси. Таблица 9 представя характеристиките на предприятията, определени съгласно тези критерии.

¹⁴ 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.

Таблица 9

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 непроданите 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-ия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-и фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-и, 4-и и 5-и фонд 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 Центъра за масова приватизация

Нещата, които правят впечатление в тази група, са няколко. Преди всичко високият среден размер на приватизираните предприятия, в които се реализира тази форма на корпоративен контрол. Те са с по-нисък 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 така нарастването на участието на третите по-големина фондове. Въпреки че те отново са значително по-малки от вторите, разликата между тях е доста 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. Преизчислен само за предприятията от групата с поне две трети приватизиран капитал, дялът на третите фондове се удвоява – 10,75 %, докато на вторите се увеличава само с 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.

Прави също така впечатление, че стойностите на капитала, контролиран от водещия фонд, остават доста високи. Няма сериозно различие в съотношението между дяловете на първите два фонда. 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. 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 приватизационен фонд „България“, за който няма данни да е участвал 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

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 между 20% и 10%, което е горна граница за последната група. Изключение правят три предприятия с участие под 10%, но които нямат никакво друго институционално участие при същевременно много високо общо ниво на приватизация – 90%. Така при тях не съществува сериозна заплахата от намеса в контролиращите функции на водещия миноритарен собственик.

В същото време изглежда неоправдано отнасянето им в последната група, при която се изисква сложно преплитане на многобройни, относително равностойни интереси, тъй като е трудно да се предположи, че индивидуалните участници ще съумеят ефективно да противопоставят своя интерес на институционалните акционери.

Групата е съвсем малка като брой на предприятията и от тази гледна точка има маргинално значение в рамките на общата структура на нововъзникналите форми на корпоративен контрол. От друга страна, средният размер на капитала на предприятията я нарежда някъде по средата в сравнение с останалите групи, макар да е по-малък като цяло от средния размер на едно предприятие от цялата приватизирана съвкупност. Като процент на приватизация също представлява интерес, тъй като е приватизиран средно над две трети от капитала им и съгласно формалните критерии приватизацията е завършена.

Таблица 10

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 разпределение на непродадените акции	След разпределение на безплатните акции
27	2,6	2 788 176	103 266	51 897	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-ия по големина фонд	Най-чест водещ фонд	Най-чест 2-и фонд	На 3-ия по големина фонд	На 3-и, 4-и и 5-и фонд 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 Центъра за масова приватизация

Виждат се много съществени разлики в структурата на акционерното участие в сравнение с всички предшествващи групи. За пръв път обединените дялове на втория и третия фонд могат да надгласуват водещия фонд средно за цялата група. От друга страна, четвъртите и петите по големина фондове са реално представени акционери – сре-

ден общ дял от почти 4%. Заедно с третия фонд те 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. Това е добра предпоставка за повишен интерес към тях като класически тип институционални инвеститори.

В същото време е очевидна и сравнително голямата нестабилност на една такава структура на корпоративния контрол, която всъщност е и в основата на определението му като ограничен миноритарен. Косвената проверка, която се прави чрез съпоставка на двата фонда с най-голяма честота с първите и вторите по големина акционери и тук е положителна, тъй като за посочените в таблица 10 два фонда няма данни за съвместно участие, което съвпада с направеното допускане.

Съзвездие от интереси

Това е последният тип корпоративен контрол, който има практическо проявление след схемата за масова приватизация. Очевидно е, че прилагането на леко видоизменени критерии при дефиницията на предишната група, при които малкото¹⁵ предприятия с дял на водещия фонд под 10% бяха отнесени към групата на ограничения миноритарен контрол, ще повлияе на дефинирането и на настоящата група. В нея са отнесени преди всичко онези предприятия, в които напълно липсва институционално акционерно участие¹⁶. Все пак е запазена водещата характеристика на този тип контрол за равнопоставеност и взаимозависимост на многобройните акционери при определянето на тяхното място в системата на корпоративния контрол на дадено предприятие.

Данните за тази група са сравнително малко, затова не са представени в таблица. Предприятията в групата са 48, или 4,6% от всички предприятия за масова приватизация. Общият размер на капитала им е 830 798 неденоминирани лева, а средният – 17 308. Медианата е 10 157 000 лв., внушавайки още по-малък размер на капитала за повечето предприятия. Средният размер на фондово участие е 0,02%, а на граждани – 82,42%, което практически 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 семейст-

¹⁵ В действителност броят на такива предприятия е доста по-голям, но мнозинството от тях са с много ниско ниво на приватизация, което наложи те да се обособят в специална нетипична група, разгледана по-долу.

¹⁶ Изключения правят 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 към групата за ограничен миноритарен контрол, защото делят им не позволява такава форма на корпоративен контрол поне на теория.

вото 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 развит пазар с ценни книжа на практика е липса на корпоративен контрол.

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

При приложената у нас схема за масова приватизация имаше доста предприятия, предложени отначало с твърде нисък дял за приватизиране. Имаше и случаи на недопускане на предприятия на един или повече от приватизационните търгове. Това доведе до наличието на огромен брой – 264, или 25% от всички „масово“ приватизирани предприятия. Техният реално приватизиран *по схемата за масова приватизация* дял е толкова нисък, че не могат да бъдат класифицирани по изброените по-горе групи, 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 сериозен и си заслужава да приведем някои характеристики на групата. Общият размер на капитала в тези предприятия е 153 610 012 лв., или около три четвърти от предложението за приватизиране, а средният размер на едно предприятие – 581 856 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%, а най-високите стойности се движат в интервала 30–35%¹⁷. Средното участие на водещ фонд е 8,14%, на втория по-големина – 1,33% от капитала на фирмата, а на индивидуалните участници – 10%. В същото време са налице, макар стойностите да са незначителни, и трети, четвърти и пети фонд. Най-често водещ фонд е „Мултигрупелит“.

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

¹⁷ Има и три изключения – предприятия които са приватизирани около и малко над 50%. Тяхният неприватизиран дял не позволява да бъдат отнесени в групата „свезвездие от интереси“, макар че моментното състояние на акционерното участие в тях отговаря на нейните критерии.

2.3. Обобщение на резултатите

Предложеният тук анализ има за цел да представи нововъзникналата структура от различни форми за корпоративен контрол **в 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 дялът на предприятията, в които корпоративният контрол се проявява в своята най-силно концентрирана форма – *изключителен мажоритарен*, достига 34,49% от всички дефинирани; дялът на предприятията с *поделен мажоритарен контрол* е 18,53%. *Изключителен миноритарен* се наблюдава в 20,46% от случаите, *поделен миноритарен* – в 16,86%, *ограничен миноритарен* – в 3,47% и накрая корпоративен контрол, упражняван чрез „*съзвездие от интереси*“ – в 6,18%.

На фона на тези резултати се очертават няколко тенденции. Преди всичко категоричен превес на концентрираните форми на корпоративен контрол. Тук се взема предвид и това, че немало 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. При концентрираните форми на контрол един акционер (група) има възможност да упражнява максимален контрол над дейността на мениджърите на фирмата. В същата посока е и наблюдението, че в немало случаи топмениджъри на приватизационни фондове директно се включват в управлението им. Тази особеност се проявява и като превес на мажоритарните над миноритарните форми, и като превес на изключителния 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.

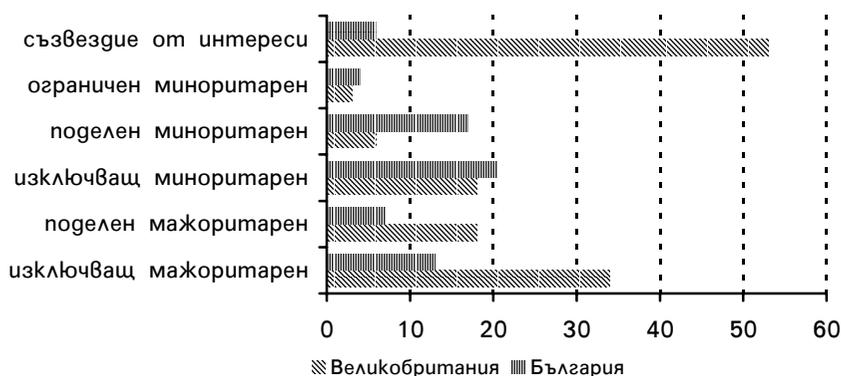
В същото време концентрираните форми на контрол са като правило в по-малки по размер предприятия от предприятията с поделените форми на контрол. Това е до известна степен естествено, тъй като в по-малки предприятия се постига по-лесно концентриране на собствеността. От друга страна обаче, то отразява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

Цялостна представа за специфичните особености на структурата на корпоративния контрол, които се развиват у нас, може да се придобие при съпоставянето ѝ с аналогична структура в страна с развити

пазарни отношения. Такава съпоставка е представена в графика 4, където данните от нашето изследване са противопоставени на данни от изследването на Скот за 250 корпорации във Великобритания, цитирано при теоретичния анализ. Изборът е обусловен от приложената в доклада методика на изследването, която следва макар и с някои различия методологията на британското изследване. Сред тях са откриването на няколко форми на корпоративен контрол, непознати за България или излизаци извън тези, породени от масовата приватизация, затова данните за Великобритания са преизчислени само за формите, общи за двете страни. В същото време данните за България са сведени само до явно дефинираните форми, като са отстранени фирмите с недефиниран контрол за постигане на по-добра съвместимост на резултатите. Трябва да се подчертае, че става дума за съпоставка, а не за сравнение, тъй като последното трудно би могло да се направи при цялостните дълбоки разлики в правните системи, развитието на фондовия пазар и пр., които съществуват между двете страни.

Графика 4

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



Въпреки наличието на известна аналогия в моделите, определена от превеса на изключителните над поделените форми на контрол и свидетелстваща за един и същи стремеж да се дели контролът във възможно най-малко случаи, в цялостната картина има едно много важно различие.

То се състои в дела на формите на корпоративен контрол и 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. Там ефективността на мениджърите в управлението се контролира от повишаването или понижаването на цената на акциите на дадената фирма.

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

* * *

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 голям брой сравнително по-малки и средни по размер предприятия с голям процент за приватизация, което създаде предпоставки те да бъдат приватизирани в много голяма степен в рамките на самия процес. От друга страна, тя си постави за цел едно по-силно диверсифициране на собствеността сред широк кръг от инвеститори. В тази посока действаша както сравнително ограничените дялове, които бяха предложени за приватизация чрез бонове, така и ограниченията, наложени над институционалните участници за размера на участието им в едно предприятие, а също така и самият 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 бе ориентация към структури на корпоративния контрол, упражнявани чрез капиталовия пазар.

В същото време бе заложена и възможността за преминаване на тези приватизационни фондове на определен етап в холдингови компании, което е по същество ориентация към такива форми на корпоративен контрол, при които чрез концентрация на собствеността в по-малко на брой акционери се концентрира самият корпоративен контрол, като не само капиталовият пазар остава встрани, но и контролът придобива много по-директен характер, като в някои случаи акционерите се намесват и в управлението 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 в много по-голяма степен приватизационните фондове се възползваха 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. Този извод се потвърждава и разширява в известен смисъл от резултатите на социологическото изследване, представени в първия доклад, което се отнася не само до масовата приватизация.

Трудно е да се прехвърли отговорността за това развитие само на неразвения капиталов пазар. Очевидно дълбоко в основата стоят други причини, които са свързани с неразвитостта на пазарните отношения

въобще в страните с икономики в преход. Подобен процес се наблюдава 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 тази доминация на концентрирани форми на корпоративния контрол е локално повторение на глобалното му историческо развитие. Първоначалните му форми навсякъде 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 има стабилни и дълготрайни връзки между икономическите субекти, при много силно развита правна база, позволяваща осъществяването на корпоративен контрол чрез пазара.

При цялостната оценка е силно изкушението неблагоприятното развитие да се стовари на гърба на икономическата политика, която да бъде обвинена за наличието на разминаване между проектирания корпоративен контрол и действително установената му структура. Това би означавало да се игнорира наличието на силен икономически интерес от страна на новите собственици към концентриране на контрола в най-малко на брой ръце. При такъв интерес една политика на силови действия в противоположна посока би могла да има за резултат отдръпване на инвеститорите от приватизацията и би забавила още повече процеса. Струва ни се, че обективността изисква да признаем наличието на тенденция към концентрация на собствеността и контрола, адекватна на етапа на развитие, на който се намира пазарната икономика у нас в момента.

В същото време обаче трябва категорично да се отчете, че полученият резултат съдържа множество противоречия – от една страна, има 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, има огромен брой публични дружества, които, освен че не са пригодни да бъдат търгувани на пазара, поставят и 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 индивидуалните акционери, но и институционалните миноритарни акционери, намери израз в множеството предложения за поправки в правната регулация на субектите на масовата приватизация, чийто концентриран израз е Програмата за действие *"Политика за развитие на съвременно корпоративно управление и контрол в акционерните дружества в България"*, разработена в рамките на Инициативата за корпоративно управление в България. Те са съсредоточени главно в това да дадат възможност на дребните акционери, които не получават практически никакъв доход от участието си в собствеността на приватизираните предприятия, да се освободят от нея при

гарантиране на приемливи условия. Вероятно това развитие в крайна 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 големи маси от населението на развитите пазарни страни вземат 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 счита за ефективно решение на проблема.

Литература

- Пл. Чипев. Приватизационните фондове в българската схема за масова приватизация. Някои ранни резултати. – *Икономическа мисъл*, 1997, англ. ред.
- Пл. Чипев. Роля на приватизационните фондове в първата вълна на масовата приватизация. – В: Приватизационните фондове и реструктурирането на корпоративния контрол. С., Горекс прес, 1999 (на англ.).
- Ст. Петранов, Дж. Милър. Масовата приватизация и изграждане на капиталовия пазар в България: Проблеми на прехода. С., 1998.
- A. Berle and G. Means. The Modern Corporation and Private Property.
- A. Shleifer, R. W. Vishny. A Survey of Corporate Governance. – *Journal of Finance*, vol.1.II.No., June, 1997.
- J. Cubin and D. Leach. The Effect of Shareholder Dispersal on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement. – *Economic Journal*, 93, (1983).
- J. Scott and C. Griff. Directors of Industry p. 22.
- J. Scott. Capitalist Property and Financial Power. London, Wheatsheaf Books, 1986.
- P. Tchipev. Bulgarian Mass Privatisation Scheme: Implications on Corporate Governance. – Bulgarian Academy of Sciences – Institute of Economics, Discussion Papers, DP 01/97.

КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ И КОНТРОЛ В БЪЛГАРИЯ
Мария Прохаска, Пламен Чипев

Българска, първо издание
Издателство „АГАТО“
Компютърен дизайн *Красимир Апостолов*
Коректор *Павлина Върбанова*

Печатница при Издателство „АГАТО“
Формат 60 x 84/8
Печатни коли 6,75

ISBN 954-477-083-6

*София 1000, ул. „Алабин“ №38
тел./факс 980 1812, 986 1664
e-mail: agato@omega.bg*