

Център за изследване на демокрацията

**МАСОВАТА ПРИВАТИЗАЦИЯ -
ИНВЕСТИЦИОННИ АЛТЕРНАТИВИ**

СОФИЯ 1996

Настоящата брошура е подготвена в рамките на проекта „Двете измерения на приватизацията в България – масова и пазарна приватизация“ на Центъра за изследване на демокрацията. Той има за цел да подпомогне с независими анализи и препоръки усилията на държавните институции за ускоряване на приватизационния процес. От особена важност за напредъка на икономическите реформи в сферата е степента на информираност на населението и специалистите относно същността и технологичните особености на масовата приватизация. Брошурата „Масовата приватизация – инвестиционни алтернативи“ е предназначена за всички читатели, които се интересуват от проблемите на масовата приватизация в България. Тя ще помогне още по-конкретно на гражданите, които вече са се регистрирали за участие в нея и трябва да направят своя инвестиционен избор. Брошурата се издава със съдействието на Центъра за международно частно предприемачество (САЩ).

Автор: Димитър Бъчваров

СЪДЪРЖАНИЕ

ПРЕДГОВОР НЯКОИ УТОЧНЕНИЯ

Какво е инвестиционно Дружество?

Какво е приватизационен фонд ?

**ПОЗИЦИЯТА НА ПРЕКИЯ УЧАСТНИК В МАСОВАТА
ПРИВАТИЗАЦИЯ**

Преди да изберем приватизационен фонд

Преди да изберем прякото участие в търговете

ПРАКТИЧЕСКИ СЪВЕТИ

Когато инвестираме в приватизационен фонд

Когато инвестираме пряко

ПРЕДГОВОР

Рекламната и пропагандната кампания в началото на подготовката на масовата приватизация бяха насочени естествено към привличането на максимален брой граждани, които да закупят бонови книжки и да се регистрират като участници. Повечето печатни материали и разяснителни брошури до момента също се придържаха към един по-скоро рекламен стил на подчертаване на позитивните възможности и очаквания, отколкото към безпристрастен анализ на българския модел за масова приватизация и на нормативната база, на която е изграден.

С навлизането на приватизационните фондове в този процес и с разгръщането на техните рекламни кампании продължава тенденцията към избирателно изтъкване и съзнателно преувеличаване на евентуалните изгоди от участието в масовата приватизация чрез фондовете. Тази едностранчивост и преобладаващият пропаганден стил на кампанията крият опасност от обратен ефект и пораждаване на съмнения към коректното масово раздържавяване изобщо.

С изтичането на срока за регистрация на участниците в масовата приватизация в България става ясно, че в първия тур ще вземат участие около 3 млн. собственици на бонови книжки. Това е по-малко от 50 % от правоимашите. Сравнително niskият процент на регистрираните граждани показва, че при подготовката на масовата приватизация не е изградено в достатъчна степен положително обществено мнение към този процес и лична мотивация за участие в него. Въпреки безпрецедентните мащаби на начинанието и огромното му значение за структурната реформа на националната икономика за отделния гражданин е естествено решението за закупуване на бонова книжка да бъде продиктувано най-вече от прагматични съображения. Мотивацията за участие е свързана преди всичко с вероятността за изгода и печалба, която да оправдае разходваното време и макар и малкия размер вложени средства. За да се прецени шансът за подобна изгода, необходимо е отделният гражданин да има известна представа за **позицията на акционера в акционерните дружества, както и за мястото и ролята на основните агенти в инвестиционния процес.** Наред с това участниците трябва да са наясно какви са **различните варианти за използване на инвестиционните бонове и свързаните с това интереси** в българския модел за масова приватизация, както и **процедурите за участието и за вида и източниците на информация, въз основа на която притежателите на бонови книжки биха могли да направят своя избор.**

Тъй като регистрацията на участниците (закупуването на бонови книжки) вече окончателно приключи, все по-остро се чувства нуждата не от пропагандна и рекламна кампания, а от сериозни разяснителни материали относно условията и възможностите, които отделният гражданин има при своя избор на начин и обект за инвестиране на боновете.

Прекият участник в централизираните търгове например е най-неадекватният по своя опит и информираност субект в процеса, а от него се очаква най-сложното решение в сферата на финансовите инвестиции – да се съобрази с перспективите пред отделните предприятия и да ги оцени и въз основа на това да посочи

котировка на акциите, с която успешно да се класира на търга. Необходимо е също така да се открият параметрите на организационно-икономическата и нормативната среда, в която се провежда масовата приватизация, и да се открият възможности за по-аналитичен подход към проспектите и масираната реклама на фондовете, както и към данните за икономическото състояние на отделните предприятия от списъка. Това, от своя страна, следва да доведе до по-реалистични очаквания на боновите инвеститори за изгоди и печалба от акциите на фондовете или на предприятията.

Настоящата брошура е опит да се представи във възможно най-сбит вид необходимата информация за позициите на двата основни участника в масовата приватизация: приватизационните фондове като особен вид инвестиционни дружества и гражданите, които участват пряко в централизираните търгове за придобиване на акции от предприятията, предложени за масова приватизация. Тя съдържа и кратък обзор на основните характеристики и проблеми, свързани с ролята на отделния бонув инвеститор като съдружник в приватизационен фонд и в отделно предприятие. Добре е за тях да се държи сметка при избора на участие. Накрая са дадени и препоръки за по-голямо внимание по отношение на някои процедурни особености на единия и на другия вид участие в масовата приватизация.

В този смисъл в брошурата се прави опит за безпристрастен и същевременно целенасочено критичен преглед на уредбата на масовата приватизация в нормативен и икономически аспект. Тя е адресирана към широк кръг специалисти, ангажирани с фирмено управление, както и към всички, които желаят да надникнат отвъд рекламите за участие в масовата приватизация.

НЯКОИ УТОЧНЕНИЯ

В редица материали и радиотелевизионни предавания за разясняване на масовата приватизация изразите "индивидуално участие,, и „участие чрез приватизационен фонд" се лансират като алтернативни възможности. Строго погледнато, то при всички случаи е индивидуално. По принцип участниците могат да бъдат или физически лица (отделните граждани), или юридически лица (приватизационните фондове), като и едните, и другите са „индивидуални" в юридически смисъл.

В различните рекламни материали и пропагандни клипове, а дори и в изказванията на „експерти" се Твърди, че пред лицата, закупили бонови книжки, се откриват няколко възможности за участие в масовата приватизация, включително прехвърлянето на личните бонове на родственици от определения от закона кръг, както и упълномощаване на други лица да ги инвестират от името на притежателя им. За да се ориентираме в препоръчваните възможности, е необходимо да се изясни **какво означава „участие в масовата приватизация"**. Изразът не е изрично дефиниран, но от общото определение на понятието „приватизация" в Закона за преобразуване и приватизация на държав. и общински предприятия (ЗППДОБП) и от смисъла на други законови текстове „участието в масовата приватизация" може да се определи като **„придобиване от гражданите на акции от държавните предприятия или от приватизационните фондове срещу инвестиционни бонове по особения ред на глава осма от ЗППДОБП"**. Ако се изхожда от това

определение, не е коректно прехвърлянето на инвестиционните бонове на родственици да се посочва като една от възможностите за участие в масовата приватизация.

Всъщност прехвърлянето на родственици, както и внасянето на бонове в приватизационни фондове (ПФ), (уредено с ПМС N 57 от 1996 г.) са възможности за разпореждане със самите бонове. Това обаче все още не е „участие“ в приватизационния процес. Прехвърлянето на боновете на родственици например е по-скоро точно обратното – безвъзвратен отказ от участие, тъй като прехвърлителят отстъпва това свое право безвъзмездно на други лица.

Дори прехвърлянето на боновете на приватизационен фонд в известна степен също е отказ от участие в същинския процес на приватизация. По-нататък не прехвърлителят, а приватизационният фонд ще участва в централизираните търгове и ще придобива акции от предприятията, посочени в списъка за масово раздържавяване. Тези акции ще бъдат собственост не на лицата, предоставили на фонда своите бонове, а на самия фонд. Той е акционерно дружество и юридическо лице отделно от своите акционери.

За да се изяснят ролите в масовата приватизация, добре е накратко да се спрем на двата типа участници, като разгледаме:

1. Мястото и ролята на инвестиционните дружества (ИД) на капиталовия пазар (пазара на различни ценни книжа, включително акции от търговски дружества, регистрирани по Търговския закон), и съответно на приватизационните фондове като специфични инвестиционни дружества.

2. Позициите на притежателя на бонова книжка, който участва пряко в централизираните търгове за акции от предприятията в списъка за приватизация чрез инвестиционни бонове.

Какво е инвестиционно дружество?

Определението се съдържа в ал. 1 на чл. 109 от Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФ-БВД).

„Инвестиционното дружество е акционерно дружество, получило разрешение при условията и по реда на този закон, чийто предмет на дейност е инвестиране в ценни книжа, освен в ценни книжа на учредителите си.“

Законовото определение изхожда единствено от предмета на дейност и разрешителния режим за нейното упражняване. От него не може да се съди за икономическата същност на инвестиционното дружество и неговата роля и значение в инвестиционния процес. За да се очертаят мястото и ролята му на капиталовия пазар, без да се навлиза в излишни подробности, би трябвало да се подчертае следното:

- **Основната цел на едно инвестиционно дружество** е да инвестира парите на своите акционери така, че да им осигури приемливи по размер дивиденди при минимален риск. Тази цел е постигната толкова по-успешно, колкото в по-голяма степен разпределяните дивиденди се доближават до обичайната лихва за срочен банков депозит или дори я надхвърлят.

За да постигнат своята цел, инвестиционните дружества създават и поддържат т. н. „инвестиционен портфейл“. Това е пакет от ценни книжа, съставен от акции на най-различни предприятия, държавни облигации и други финансови активи, които дружеството купува с получените пари от продажбата на емитираните от него акции. От какви книжа да се състои портфейлът би трябвало да се определят от експерти по портфейлно инвестиране, които са служители на дружеството, или от наето по договор друго специализирано дружество – инвестиционен посредник, което да управлява инвестиционната дейност на инвестиционното дружество. Те оценяват потенциалната доходоносност на акциите от различните предприятия и на другите предлагани за продажба книжа. Освен това прогнозира и преценяват тенденциите и рисковете в стопанската дейност на емитентите, пазарната конюнктура и други фактори на капиталовия пазар така, че в портфейла на инвестиционното дружество да се поддържа оптимално съотношение между очаквания доход и възможния риск. Според ЗЦФБИД, „емитент“ на ценни книжа е всяко лице, което издава, продава, предлага да продаде издадени от него ценни книжа или което набира кандидати за публична подписка по определения от същия закон ред.

• **Инвестиционното дружество е „вторичен“ (финансов) инвеститор,** който влага парите на своите акционери не в средства за производство (материални активи), а в ценни книжа (финансови активи). По принцип за този тип инвестиции не са от първостепенна важност развойната, производствената и маркетинговата дейност на предприятието-емитент, а само доходоносността и тенденциите в бъдещата ликвидна стойност на емитираните от него акции (цената, на която те са продаваеми в даден момент).

Ако дадени акции осигуряват стабилно и приемливо равнище на дивидента, инвестиционното дружество ги задържа трайно в своя портфейл като източник на приход от финансово участие. Ако имат конюнктурно ниска котировка на борсата, но голяма вероятност за повишение в краткосрочен период, дружеството ги купува на възможно най-ниската цена, за да ги продаде при възможно най-високата котировка и да реализира приход от разликата между цената на придобиването им и тази на продажбата.

Поради изтъкнатите особености инвестиционните дружества обикновено не се ангажират със стопанското управление на предприятията, произвеждащи стоки и услуги, чиито акции държат. Тяхната дейност се състои в това да поддържат своя портфейл в определени икономически параметри, като непрекъснато купуват и продават акции от предприятия в т. н. „реален сектор“, както и други ценни книжа, включително и да изкупуват обратно собствените си акции. Участието на инвестиционното дружество в управлението на предприятията, от които държи акции, както и обвързването с тяхната стопанска дейност е нежелателно, от една страна, поради сравнително високия инвестиционен риск при съсредоточаването на интереса в отделното предприятие в сравнение със силно диверсифицираната (разпръсната в много обекти) инвестиция, и от друга страна – поради опасността от трудно контролируеми и още по-трудно доказуеми обвързани спекулативни сделки от страна на мениджърите на дружеството и на отделното предприятие. Тези

сделки обикновено носят вреда на инвестиционното дружество. За предпазване на инвестиционните дружества от подобни опасности са въведени нормативни ограничения, като не се допуска делът на тяхното участие в капитала на отделните предприятия да надхвърля определен процент, както и делът от капитала на самото инвестиционно дружество, вложен в закупуване на книжа от един емитент, да надхвърля определен процент. Чл. 135 на ЗЦКФБИД регламентира тези ограничения така, че ИД в България не могат да влагат повече от 5 на сто (а с изрично разрешение от съответния държавен орган – до 10 на сто) от своя капитал в ценни книжа, издадени от един и същ емитент. Текстът на чл. 136 от същия закон пък гласи, че „Инвестиционното дружество не може да придобива участие в акциите с право на глас на един емитент, което му дава възможност да упражнява контрол върху него.“ Тъй като съгласно т. 4 от допълнителната разпоредба на закона всяко лице, което притежава над 10 на сто от гласовете в общото събрание на едно дружество, упражнява контрол над него, следва, че дружеството не може да притежава повече от 10 на сто от акциите с право на глас на едно акционерно дружество.

- **Инвестиционните дружества по принцип имат голям брой акционери (инвеститори).** Това произтича от организационно-икономическия смисъл на ИД, който се състои в непосредственото участие на дребния инвеститор в инвестиционния процес без риск или при много малък риск, съчетан с приемлив по размер дивидент. Осигуряването на такава възможност е много важно, тъй като пазарната икономика се нуждае от алтернатива на банковите депозити. Отсъствието на подобна алтернатива и влагането на спестяванията на населението единствено на срочни депозити в банките предполагат евентуално по-широко дестабилизиране на финансовия сектор при масово теглене с цел обръщане в твърда валута или по други съображения.

- **Поради специфичния характер и роля на инвестиционните дружества като инструмент за „масово“ инвестиране тяхната дейност подобно на банките се контролира от държавата по специален ред с цел защита интересите на вложителите.** Контролът над дейността на ИД е уреден в ЗЦКФБИД. Той е свързан с редица изисквания и ограничения в инвестиционната дейност, с особен режим на отчетност на сделките и текущото финансово състояние на дружеството, задължения за поддържане на нормативно определени размер, структура на капитала и минимални ликвидни средства, размера на участието на ИД в търговски дружества, дела, притежаван от отделни лица в ИД, възлагането на управлението, емитирането на акции, ролята на т. н. „свързани лица“ и др.

Контролът се осъществява от държавата чрез специален неин орган – Комисията по ценните книжа и фондовите борси (КЦКФБ). Тя подобно на Централната банка спрямо търговските банки има големи правомощия по отношение на ИД, включително да налага санкции на органите на управление и да отнема неговия лиценз (правото му да извършва дейност), което води до прекратяване на дружеството.

Изтъкнатите по-горе особености определят ролята и мястото на инвестиционните дружества в общия инвестиционен процес като по-

близко до това на банките, отколкото до предприятията в реалния сектор. Съответно интересът и ролята на дребния акционер в ИД са много по-близки до тези на депозанта в една банка, отколкото на акционера в едно дружество за производство и търговия. Затова на практика **стопанските резултати на инвестиционните дружества и действията на техните органи за управление се контролират не толкова от общото събрание на неговите акционери, колкото от КЦКФБ.**

От друга страна, **ИД са по принцип много по-стабилни от банките.** За тях не са характерни резки обрати във финансовото състояние в рамките на един отчетен период, което нерядко се случва с банките. Резултатите на инвестиционните дружества обикновено се променят плавно и за малките дружества, опериращи само на вътрешния пазар, те в повечето случаи следват общото икономическо състояние на страната. В големите ИД, чиито портфейли съдържат книжа на транснационални компании и на международни финансови институции, резултатите са още по-стабилни и почти не зависят от конюнктурата на националния капиталов пазар.

Стабилността и сигурността на дохода прави ИД особено привлекателни за дребните инвеститори и незаменими в случаите, когато сигурността е по-важна от ръста на дохода. Такива например са пенсионно-осигурителните структури. Затова в цял свят е много разпространено финансирането на пенсионното осигуряване чрез пенсионни инвестиционни фондове.

От казаното дотук вероятно става ясно защо този, който вложи своите инвестиционни бонове в приватизационен фонд (който има всички качества на инвестиционно дружество), има съвсем различна роля в приватизационния процес от желаещия да придобие акции от конкретни предприятия в масовата приватизация.

На практика с прехвърлянето на инвестиционните бонове на приватизационен фонд участието за прехвърлителя приключва. Оттам нататък той не може реално да влияе на действията и реакциите на фонда в характерната динамична конюнктура на зараждащия се капиталов пазар. Масовият акционер в него е по-скоро пасивен наблюдател, който трябва да разчита предимно на професионализма и почтеността на учредителите и управляващите фонда и на контрола от страна на КЦКФБ, а не толкова на своите права като акционер за участие в дружествените дела.

След като накратко разгледахме мястото и ролята на ИД на капиталовия пазар, целесъобразно е да се разгледат и **особеностите на приватизационните фондове като специфични инвестиционни дружества.**

Какво е приватизационен фонд ?

За разлика от тези, които са прехвърлили своите бонове на роднини и лишавачи се окончателно от възможността лично да придобият някакви акции чрез масовата приватизация, лицата, прехвърлили боновете си на приватизационен фонд, ще получат срещу тях акции, но не от предприятията в списъка за масова приватизация, а от самия фонд. Съгласно чл. 2, ал. 1 от Закона за приватизационните

фондове (ЗПФ) определението за приватизационен фонд гласи:

„Приватизационните фондове са акционерни дружества, получили разрешение от КЦКФБ при условията и по реда на този закон, чийто предмет на дейност е:

1. придобиване на акции от предприятия, предложени за приватизиране по реда на глава осма от ЗППДОБП срещу инвестиционни бонове;
2. управление и продажба на тези акции;
3. инвестиране в ценни книжа на други емитенти.

Акциите на приватизационния фонд подобно на акциите на всяко друго акционерно дружество дават пропорционално на техния брой право на глас на притежателя им в общото събрание. Дори при фондовете с най-малкия допустим от закона капитал и обем от набрани инвестиционни бонове то ще има около 2000 „масови“ акционери. Правото на глас в общото събрание на приватизационния фонд обаче не означава, че акционерът има права по отношение на предприятията, от които „неговият“ фонд е придобил акции в масовата приватизация.

На практика отделните акционери на приватизационния фонд няма да имат възможност да влияят върху оперативното управление и на самия фонд. Те няма да могат да контролират сделките, които той ще извършва, и няма да бъдат информирани от кои предприятия и на каква цена фондът ще придобива акции в централизираните търгове, както и на кого и на каква цена по-късно ще продава тези акции. „Масовите“ акционери на ПФ няма да знаят какви инструкции дава управата му на своите представители в органите на управление на предприятията (ако ПФ има такива представители), от които фондът има акции, нито как тези инструкции се изпълняват и какъв е ефектът от това.

Приватизационните фондове са своеобразни инвестиционни дружества. Ето защо тази „непрозрачност“ (която е характерна за всички ИД) на текущата дейност на фонда за отделния „дребен“ акционер не е нито необичайна, нито би следвало да се възприема като заплаха за неговите интереси. Доколкото обаче в приватизационния фонд освен „масови“ акционери (участващи не с реални пари, а с инвестиционни бонове) по силата на самия закон ще има и съдружници (учредители), вложили значителни суми в левове, обективно ще съществуват **противоречия между тях и вложителите на инвестиционни бонове**. За тези противоречия, както ще видим по-нататък, е добре да се държи сметка, особено като се има предвид, че учредителите на фонда, вложили пари в него, пряко ще управляват или изцяло ще контролират управлението му.

Както вече беше подчертано, приватизационният фонд има всички качества на инвестиционно дружество, но с оглед на специалните цели и механизми на масовата приватизация в нормативната уредба на ПФ има някои съществени различия в сравнение с ИД. Притежателите на инвестиционни бонове трябва да ги имат предвид, когато решават по какъв начин ще инвестират своите бонове. Различията между ПФ и ИД бихме могли условно да разделим на различия от качествено и от правно-техническо естество.

Основни качествени специфики на ПФ

Първата и една от най-важните особености е, че при тях по принцип (по силата на самия закон) има две категории инвеститори. Едните (които са и учредители на фонда) внасят левове или държавни ценни книжа. Другите (които са „масовите“ участници) внасят във фонда своите инвестиционни бонове. За разлика от приватизационните фондове в обикновените инвестиционни дружества всички акционери участват с пари или други ликвидни средства и съответно техните интереси и поетите рискове са еднакви по характер и са право пропорционални на вложените средства.

Няма нормативна забрана освен учредителите да участват и вложителите на инвестиционни бонове при учредяването на ПФ или да закупят с пари акции в някоя от следващите негови емисии. Сигурно е обаче, че основната маса акционери ще бъдат вносителите само на бонове, тъй-като законът изисква при учредяването на ПФ не по-малко от 70 на сто от неговия капитал да бъде във вид на инвестиционни бонове. Това изискване остава в сила и при последващото увеличаване на капитала чрез нови емисии на акции от фонда.

Въпреки че първата категория инвеститори участват с пари и поради това поемат реален и много по-голям риск от вносителите на инвестиционни бонове, **всички получават еднакви акции с еднакви права в общото събрание, независимо дали тези акции са платени с левове или с бонове.** Нещо повече, ЗПФ изрично забранява чрез устава на акционерното дружество (каквото е ПФ) учредителите да запазват предимства за себе си, което по принцип се допуска от Търговския закон при учредяването на акционерни дружества.

Втората, много съществена особеност е, че за разлика от общите ограничения за относителния дял от капитала, който инвестиционните дружества могат да притежават в едно предприятие (и който, както вече се посочи по-горе, не може да надхвърля 10 на сто), приватизационният фонд може да придобие чрез централизираните търгове на масовата приватизация до 34 на сто от акциите с право на глас на едно дружество. Тъй като капиталът на почти всички еднолични акционерни дружества с държавно участие (държавни предприятия), включени в списъка за масова приватизация, се състои само от поименни акции с право на глас, горната норма се отнася и за участието на ПФ в капитала на тези предприятия.

Тази възможност създава условия инвестиционният портфейл на приватизационния фонд да промени своя характер и фондът освен качеството си на ИД да добие и качество на холдинг. Тази възможност е много странна от икономическа и правна гледна точка, тъй като двете качества са взаимно изключващи се. Въпреки че имуществото на холдинга по принцип включва акции или дялове от неговите дъщерни предприятия, ролята, мястото и целите на холдинга в инвестиционния процес съществено се отличават от тези на ИД, а в някои отношения са и диаметрално противоположни:

- При ИД не се допуска участие в капитала на един емитент, **по-голямо** от определен процент. При холдинга не се допуска участие в капитала на отделно негово дъщерно дружество, **по-малко** от

определен процент (25 на сто съгласно Търговския закон).

- При ИД не са желателни и нормативно се ограничават неговите ангажименти и намеса в стопанската дейност на предприятията, от които той държи акции. При холдинга е точно обратното - той "... има за цел под каквато и да е форма да участва в други дружества или в тяхното управление, със или без да извършва собствена производствена или стопанска дейност" (чл. 277, ал. 1 от Търговския закон).

- ИД се стреми да образува колкото се може по-диверсифициран (и съответно по-сигурен) инвестиционен портфейл както по отношение видовете ценни книжа, така и по отношение броя и браншовото разнообразие на емитентите на корпоративните ценни книжа. Холдингът по принцип има интереси само по отношение на точно определени дъщерни дружества, чийто акции държи и които най-често са от един бранш или са технологично и пазарно обвързани.

- ИД се стремят да държат акции само от печеливши предприятия. По този начин те са фактор, ограничаващ преливането на положителен резултат от печелившите към губещите дейности и предприятия, което в една или друга степен е неизбежно за инвестиционния процес. При холдинга една от основните му функции е точно обратната - да акумулира доходи от печелившите дъщерни дружества, за да санира технологично обвързаните в холдинговото пространство дружества, които са във временно затруднение, или да финансира научната и развойната дейност, от която се нуждае общата търговска политика на дъщерните дружества и която те поотделно не могат да поддържат.

Въпросното „отклонение“ от обичайните норми за минимално дялово участие на инвестиционните дружества в отделните емитенти (предприятия) в посока към нормите, характерни за холдинга, е в съответствие с текста на § 4 от Преходните и заключителни разпоредби на ЗПФ:

„В шестмесечен срок след приключване на последния централизиран търг приватизационните фондове могат да преуредят дейността си като инвестиционни дружества по ЗЦКФБИД или като холдинги по Търговския закон, ако са упражнили правата си по инвестиционните си бонове.“

В допускането приватизационните фондове чрез масовата приватизация да придобиват необичайно висок дял акционерно участие в отделни емитенти законът отразява идеята на законодателя фондовете да удовлетворят спешната необходимост от т. н. „реални собственици“, които да подобрят управлението и ефективността на предприятията. Това съответства и на крайната цел, и на обществения интерес от приватизацията изобщо. Важно е обаче да се подчертае, че преди да „преуредят дейността си“ като холдинги, дори и да притежават 34 на сто от акциите на дадено предприятие, **ПФ няма да могат да действат като реални собственици и инвеститори в предприятията, тъй като по закон нямат право да привличат и управляват значителни по размер парични средства и други активи освен инвестиционни бонове.** С инвестиционните бонове приватизационните фондове могат единствено да придобиват акции от предприятията в списъка за масова приватизация, но не могат да

участват във финансирането и санирането на дружествата, от които вече са закупили акции.

Важно е също да се има предвид, че за да се пререгистрира даден ПФ като холдинг по Търговския закон съгласно посочения текст, той трябва предварително да държи в своя портфейл над 25 на сто от акциите поне на няколко дружества. Обратното, ако ПФ се пререгистрира като ИД, той би следвало предварително да структурира портфейла си в съответствие с ограниченията за дялово участие в капитала на отделни емитенти съгласно ЗЦКФБИД. В първия случай обаче, освен че трябва да се осигури над 25 на сто участие в няколко дружества, тези дружества следва да са браншово, технологично или пазарно обвързани, за да има холдингът характерното за тази модерна стопанска структура икономическо съдържание. Във втория случай пък е целесъобразно ПФ предварително да диверсифицира максимално своя портфейл и по възможност да го изчисти от недоходоносни книжа.

Независимо от осигурената възможност приватизационният фонд да структурира своя капитал като холдингово дружество, ЗПФ не предвижда намаляване нито на ограниченията, типични за инвестиционните дружества по отношение привличането и управлението на парични средства и други активи освен ценни книжа, нито на ограниченията по отношение на типовата структура на книгата в инвестиционния портфейл. Нещо повече, в чл. 31 и чл. 32 на ЗПФ се предвиждат още по-строги ограничения. Например на ПФ се забранява да издава облигации - забрана, която не е въведена по отношение на ИД.

Възможностите за висок процент на участие в капитала на отделните емитенти са в противоречие с посочените крайно строги ограничения върху ПФ за привличане и управление освен на инвестиционни бонове - и на пари, и други ликвидни средства.

Самият закон чрез съчетанието на противоречещи си възможности и изисквания запазва пасивната роля на приватизационните фондове и по отношение на дружествата, от които те са придобили висок процент от акциите. Това ги поставя в неадекватно положение по позицията им на акционер, който по смисъла на допълнителна разпоредба на ЗЦКФБИД „контролира" дадено търговско дружество.

По-важни правно-технически специфики на ПФ

• *ПФ не могат да изкупуват обратно акциите си през първите пет години от учредяването си.*

В това изискване очевидно прозира намерението на законодателя да се попречи през първите години (когато доходоносността на портфейла вероятно ще бъде малка или дори отрицателна) чрез обратното изкупуване от фонда на собствените му акции на произволно киски цени неговото имущество, състоящо се от акциите на приватизираните предприятия, практически да се съсредоточи под контрола на малкото на брой негови учредители. Вероятно се предполага, че вследствие от това ограничение мениджърският екип на фонда ще се стреми да съкрати мъртвия период и да постигне максимална печалба, за да се осигури възвръщаемост на левовите инвестиции (и

защити интереса на левовите инвеститори), при което ще се осигурят дивиденди и за масовите акционери.

* Акциите на ПФ не могат да се прехвърлят по-рано от 6 месеца след датата на последната тръжна сесия на съответния тур на масовата приватизация.

Целта на това ограничение е да се предотврати чрез незабавното прехвърляне на придобитите акции от даден фонд боновите инвеститори на практика да „осребрят“ своите бонове и да заобиколят изричната забрана на ЗППДОБП за продажба на боновете. Това би опорочило заложената в закона „философия“ на масовата приватизация чрез възможността още в самото начало ограничен кръг лица да изкупят „на безценица“ акциите на дребните акционери на ПФ и е в разрез и с ролята на ИД преди всичко като инструмент за масово инвестиране.

Общото събрание на акционерите на ПФ се свиква, без да се спазва изискването на чл. 223, ал. 3, изречение второ от Търговския закон.

Чрез това условие се облекчава процедурата за свикване и законно провеждане на общото събрание на приватизационния фонд. При спазването на посоченото изискване от Търговския закон за свикване на поименните акционери (а всички акционери на ПФ са поименни) чрез писмена покана практически би било невъзможно общото събрание да се свика и то да изпълни своите правомощия. Трудността произтича от факта, че един средно голям приватизационен фонд с около 600 млн. лева капитал ще има не по-малко от 20 000 бо-нови акционери. Техническите трудности при осигуряване получаването на писмените покани за общо събрание на такава маса акционери биха били практически непреодолими.

Може да се посочат и други различия в отделни норми между изискванията на ЗПФ към ПФ и изискванията в ЗЦКФБИД към ИД. Те обаче не са от решаващо значение за ролята на ПФ като един от двата основни типа инвестиционни агенти в масовата приватизация.

Вторият тип участници в масовата приватизация са притежателите на бонова книжка, които пряко участват в централизираните търгове.

ПОЗИЦИЯТА НА ПРЕКИЯ УЧАСТНИК В МАСОВАТА ПРИВАТИЗАЦИЯ

Пряк участник ще наричаме притежателя на бонова книжка, който участва на централизираните търгове, за да придобие срещу своите бонове акции от избрано от него предприятие.

Позициите на прекия участник в търговете се отличават съществено от тези на инвеститора в ПФ. Различията се обосновават от следните обстоятелства:

- При закупуване на акции от отделно предприятие интересът се формира както от тяхната доходоносност, така и от тенденциите (прогнозите) за бъдещата им ликвидна стойност. По най-различни причини контролният пакет акции от предприятията в реалния сектор понякога сменя своите собственици. Поради това за разлика от

инвестиционните дружества при производствените или търговските предприятия ликвидната стойност на акциите може да се променя значително в краткосрочен план. Високият процент дялово участие превръща акционера в собственик, който има реалната възможност да контролира или управлява предприятието единствено съобразно своя интерес, или в т. н. „реален собственик“. Ето защо не е изключено по-често към малките и средните предприятия, а понякога и към големите предприятия да бъде проявен интерес от сериозен, „стратегически“ инвеститор за придобиването на контролния пакет акции. При това тяхната цена рязко се покачва. В подобни ситуации най-често множеството дребни акционери използват възможността да продадат своите акции над тяхната балансова стойност.

Акциите на отделно производствено предприятие по принцип са по-рискова инвестиция от акциите на ИД и съответно на ПФ. Така е, защото другата основна причина за резките промени на цените на акциите в реалния сектор са внезапните конюнктурни изменения в търсенето на някои стоки на пазара (например на определени храни при лоша реколта). Това предполага както рязко повишаване на печалбите на отделно предприятие или в отделен бранш, така и рязко влошаване на резултатите в други предприятия и браншове и съответно значителни загуби. Акциите на предприятията от реалния сектор обикновено са по-бързоликвидни от акциите на инвестиционните дружества при благоприятна конюнктура на капиталовите пазари и повишена инвестиционна активност. При икономически спад е характерна обратната картина.

Основни различия между интересите на прекия участник в централизираните търгове и на вложителя на бонове в ПФ

От посочените особености и обстоятелства, свързани с ПФ и с акциите на отделните предприятия от списъка за масова приватизация, може съвсем накратко да се обобщят следните различия между позициите и интересите на гражданите при двата възможни начина за инвестиране на техните бонове:

- 1. Акциите на отделните предприятия са по принцип инвестиция с вероятност за по-голяма доходност, но с по-малка сигурност в сравнение с акциите от ПФ.**
- 2. Акциите на отделните предприятия дават възможност за печалба освен от дивидент и от евентуално рязко конюнктурно завишение на тяхната цена, което не може да се очаква при акциите от ПФ.**

Освен обобщените две принципни различия между възможностите, които дават акциите на отделните предприятия и акциите от ПФ, трябва да се разгледат и възможностите на директния участник, придобил акции от дадено предприятие, да участва в неговото управление.

Капиталовият ресурс, с който ще разполага отделният бонув инвеститор, ще бъде малък. Той ще варира от 25 000 до около 100 000 инвестиционни лева (по-високата стойност предполага прехвърлени инвестиционни бонове от родственици). За разлика от крупния инвеститор, който чрез по-големия брой гласове в общото събрание на

предприятието (всяка акция дава право на един глас) би могъл да се включи в управлението или по другите предвидени в закона механизми реално да контролира дейността му, дребният бонов инвеститор няма такъв шанс. Въпреки това той има право да преглежда книгите на предприятието и да гласува в общото събрание според броя на акциите, които държи, но това едва ли ще му даде възможност сам реално да влияе при взимането на решения. Когато имат повече общи интереси обаче (например ако преките бонови инвеститори в дадено предприятие са и работници в същото предприятие), те биха могли предварително да съгласуват своите намерения и да наложат определени решения на общото събрание на акционерното дружество. Тази, макар и не лесна за осъществяване, възможност може условно да се приеме за третата разлика между директната инвестиция в дадено предприятие и участието в ПФ, доколкото е популярна идеята да се учредяват ПФ именно с цел чрез тях да се приватизират определените дялове за масова приватизация от работниците и служителите на съответните предприятия. Въпреки разгледаните възможности на прекия бонов инвеститор в предприятията много по-реалистично е да се приеме, че **малкото на брой акции, които притежателят на бонова книжка ще може да придобие от дадено предприятие, му предопределят пасивна роля по отношение на предприятието, характерна и за боновия акционер в ПФ.**

След като очертахме принципната роля и интересите на двете основни фигури в масовата приватизация – приватизационния фонд и гражданина, участващ пряко в централизираните търгове, ще се върнем към изходния момент, когато притежателят на бонова книжка трябва да избере какво да прави по-нататък със своите инвестиционни бонове. **Реалните възможности са само две.**

Едната е да внесе боновете в приватизационен фонд.

Другата е лично да участва пряко в т. н. централизирани търгове, за да придобие акции от конкретните предприятия, които сам е избрал измежду посочените в списъка.

Тук е уместно да се спомене, че ЗППДОБП допуска притежателите на бонови книжки да упълномощят нотариално друго лице да участва от тяхно име в централизираните търгове. Това обаче не променя тяхната позиция, тъй като в крайна сметка чрез заявката на пълномощника те ще придобият акции от самите предприятия в списъка, какъвто би бил резултатът и от личното попълване на заявката.

Преди да изберем приватизационен фонд

В редица препоръки на някои специалисти, както и в реклами на ПФ в полза на този избор като основно предимство се изтъква, че участието във фонд е много по-лесно, тъй като в този случай гражданинът няма нужда да прави сложните преценки за икономическото състояние, перспективите и рисковете на отделните предприятия. Разбира се, тези, които препоръчват ПФ, винаги наблягат и на сигурността. И двата аргумента са безспорно верни, но само при нормално ^ вит и функциониращ капиталов пазар.

При нормални условия изборът на инвестиционно дружество (каквото

е ПФ) действително не би бил труден. Достатъчно би било да се погледне дивидентът, който различните ИД са давали през последните години. Ако е стабилен и с приемлив размер и ако дружеството е със сравнително голям капитал, спокойно може да се инвестира в него. В нашия случай обаче няма нито предишни данни (тъй като в България не е имало нито инвестиционни дружества, нито приватизационни фондове), нито гаранции, че проспектят и рекламата на даден фонд ще се потвърдят от резултатите при реалната му дейност, т. е. **отсъства обективната база (отчетните данни), въз основа на която притежателят на бонове би могъл да избере самия ПФ.** Това прави подобен избор при българския модел на масова приватизация в много отношения по-сложен от избора на конкретно предприятие.

Много по-важно обаче е при избора да се изхожда не от това, дали единият или другият начин за участие в масовата приватизация и свързаните с него процедури е по-лесен или по-труден, а преди всичко какви цели и какъв интерес преследва инвеститорът. Тук е мястото да се подчертае, че:

1. Интересът (възможностите и размерът на печалбата) при инвестиране на пари в ИД и в частност на бонове в ПФ е свързан по принцип само с **доходоносността на акциите на самия фонд.** Тя от своя страна зависи от това, колко умело е съставен неговият инвестиционен портфейл. Възможността за печалба вследствие евентуални резки изменения на цената на тези акции не е реалистична, тъй като поначало за акциите на ИД не са характерни нито чести, нито резки изменения. Ако такива са налице (дори когато разликата е положителна), това означава, че в управлението и инвестиционната политика на фонда има сериозни проблеми. Такъв фонд е подозрителен като обект за инвестиции.

2. Както вече беше подчертано, поради различния характер и размер на средствата, които влагат двете категории акционери в ПФ, между тях **съществуват обективни противоречия.** В най-общ план те се свеждат до следното:

- За да участва в масовата приватизация, дори най-малкият фонд едва ли ще побере първоначалните си парични инвестиции в по-малко от 20 - 30 млн. лева. Освен минимално определените от ЗПФ 10 млн. лева, които учредителите трябва да депозират, за да започне процедурата по одобряване проспекта на фонда и неговото учредяване, ще бъдат необходими значителни средства за реклама, за таксите по издаването на съответните документи от КЦКФБ и други държавни органи, за разработване на проспект и различни външни услуги, за устройване на офис, за комуникации, за транспорт и прочие разходи. Някой трябва да осигури тези пари и е естествено той да се стреми да спечели с всички възможни средства от вложените свои пари поне толкова, колкото е лихвата за срочен банков депозит на първоначалната сума плюс капитализираната лихва за „мъртвия период" на инвестицията (времето, през което вложените пари не носят доход). **Той дори теоретично не може да бъде по-малък от 18 месеца, а практически не би било реалистично**

да се прогнозира като по-кратък от две, две и половина години. Това означава, че за участващите с пари при учредяването на приватизационен фонд сметката им ще излезе вярна само ако мъртвият период бъде максимално съкратен, а след него има сигурни перспективи за дивиденди, осигуряващи рентабилност, значително по-висока от номиналния лихвен процент.

От друга страна, за акционерите на ПФ, участващи в него с инвестиционни бонове, нещата изглеждат много по-различно. Дори при дивиденди, десетки пъти по-ниски от номиналната лихва, те могат да спечелят, тъй като реално платените от тях пари (не повече от 500 лева за бонова книжка с 25 000 инвестиционни бона, които са равни на 25 000 инвестиционни лева) са поне 50 пъти по-малко от номиналната стойност на акциите, които те са придобили от фонда със своите бонове. Това обстоятелство прави поносим за боновите инвеститори на даден фонд и над 10-годишен мъртъв период.

- Другата важна разлика между положението на двата вида инвеститори в ПФ е **размерът на риска**. При фонд с общо 100 млн. лева капитал и парична компонента в минимално допустимия от ЗПФ размер от 10 млн. лева съществува теоретична възможност цялата парична инвестиция да е от едно лице. При по-голям капитал левовата инвестиция на едно лице би могла да бъде и по-голяма. На практика обаче едва ли отделни лица (и още повече, ако става въпрос за физически лица) ще участват при учредяването със суми от подобен порядък. Ако разгледаме обаче едно твърде вероятно индивидуално участие от физическо лице при учредяването на ПФ в размер 100 хиляди лева и сравним тази сума с фактически платените не повече от 500 лева от един участник с бонове, разликата е 200 пъти. Този пример илюстрира, че **рискът за отделния участник в учредяването на ПФ с пари и участващите с бонове ще се различава стотици или дори хиляди пъти**.

- За да възвърнат с печалба вложените средства, инвеститорите на пари (които пряко ще управляват или изцяло ще контролират управлението на фонда) ще трябва да осигурят толкова по-голяма печалба за разпределение като дивидент между акционерите, колкото левовата компонента в капитала на фонда е по-малка от масата на привлечените бонове. Образно казано, ако в един приватизационен фонд паричният капитал е 20 млн. лева, а привлечените инвестиционни бонове са 80 млн., за да бъде защитен интересът на левовите вложители, частта от печалбата, която ще се разпредели като дивидент след един отчетен период, трябва да надхвърля по-голям размер обичайната за същия период годишна лихва по срочен банков депозит от 20 млн. лева над 5 пъти. Четири пети от този резултат ще се разпределят на боновите акционери, които от гледна точка на левовите инвеститори нямат адекватен принос за него. При големите фондове тази разлика може да бъде десетки пъти по-голяма. **Разликата в интересите и рисковете за инвеститорите на реални пари и бонове в приватизационния фонд е толкова голяма, че обективно ще противопостави подхода на едните и другите към дейността на фонда.** Силата на първите ще бъде в инициативата и позицията им на учредители и управляващи го. Срещу това вторите могат да противопоставят своето мнозинство в общото събрание на акционерното дружество, каквото е всеки приватизационен фонд. За да не бъде

компрометирана дейността му от подобни вътрешни противоречия, двете групи инвеститори ще трябва да намерят бързо взаимно приемливи подходи към реализацията на своите интереси на акционери във фонда. Това ще бъде много трудно.

3. Нормално е да се очаква, че учредителите, които ще вложат немалки за българските мащаби реални пари в приватизационните фондове, ще защитават с всички възможни средства предимно своя интерес. Ако има някакъв бърз и лесен начин да спечелят от своята роля и позиция в него, тази категория инвеститори ще го намерят и могат да се опитат да го приложат, независимо дали ще се накърнят интересите както на самия ПФ, така и на вложителите на инвестиционни бонове. Много вероятно е КЦКФБ да не успее да им попречи, отколкото обратното. **Ето защо е необходимо да се държи сметка за някои доста разпространени и коментирани опасения по отношение на ПФ.**

Така например има опасност правата му като акционер в предприятията да бъдат използвани за назначаването в тях на лица, чрез които ще се сключат договори с определени фирми на „входа“ и на „изхода“ с цел финансово „източване“ на приватизираните дружества до тяхното окончателно рухване. Въпросните фирми естествено ще бъдат свързани с управата на ПФ и съответно с неговите учредители.

Друго сериозно опасение е, че управляващите приватизационни фондове могат да приложат схемата на т. н. „аварийна продажба“. При нея вследствие на „обективните“ финансови затруднения, с които се очаква фондовете да се сблъскат (включително поради законовите ограничения за привличане на свежи пари), управляващите го винаги ще могат да оправдаят решението си спешно да продадат акциите на определени предприятия, фигуриращи в портфейла на фонда. Моментът на продажбата може да бъде подбран така, че да е максимално неизгоден за продавача, т. е. за ПФ, и максимално изгоден за купувача. Продажната цена съответно ще е много по-ниска от цената на придобиването. В подобни случаи е вероятно да има и предварителна скрита уговорка между управляващите ПФ и купувача. Съгласно с нея фондът ще придобие с боновете на своите масови акционери „на всяка цена“ акциите, които интересуват бъдещия купувач. Тъй като ще „плаща“ не с левове, а с бонове, той може да заяви прекомерно високи котировки за предварително уговорените акции и със сигурност да се класира на централизираните търгове. След това в удобния момент същите акции може да бъдат продадени на многократно по-ниски цени. Разликата от стойността на придобиване и тази на продажбите при такива сделки ще формира загуба за ПФ, която може да го доведе до фалит. Не бива да се изключва възможността купувачите на „евтини“ акции от ПФ да са финансирали скрито тяхното учредяване и съответно управата му да се състои изцяло или предимно от техни подставени лица.

Подобни недобросъвестни действия ще се различават от поведението на основателите на т. н. „пирамиди“ само правно-технически. От икономическа гледна точка резултатите ще са същите.

4. В списъка на предприятия за първия тур на масова приватизация печелившите обекти най-често фигурират само с 25 % от акциите им. Ако даден фонд успее да състави портфейл предимно от акции на печеливши дружества, което би било естествено и желателно, в

повечето случаи той ще бъде съдружник на държавата в предприятията, в които тя ще държи контролния пакет от акциите. Това, от своя страна, означава, че държавата ще определя колко и дали изобщо ще се разпределят дивиденди, или цялата печалба на предприятието след облагането ще се реинвестира. С други думи, **дори портфейлът на приватизационния фонд да е съставен по всички правила, това не дава гаранции, че той ще получи достатъчно приходи от своите финансови участия, за да се издържа, респективно, че неговите акционери ще има какво да разпределят помежду си.**

5. При избора на ПФ са от особена важност заявените намерения в проспекта за структурата на инвестиционния портфейл, т. е. от какви видове ценни книжа той ще се състои и има ли определени браншове и предприятия, в кръга на които фондът ще ограничи закупуването на акции. Трябва да се подчертае, че **твърде популярните идеи и намерения да се създават фондове за инвестиране в точно определен бранш и дори в отделни предприятия е в разрез с основната функция на ИД да се минимизира рискът на вложенията.**

Ако даден ПФ ще инвестира само в определен бранш или в отделно предприятие, участието в този фонд за дребния инвеститор е лишено от смисъл, освен ако съответният бранш или предприятие са трайно печеливши. В противен случай се компрометира основното предимство на ИД – приемливата печалба при минимален риск. **По-изгодно в подобни случаи е личните бонове да се инвестират пряко в същия бранш или в същото предприятие.** От посредничеството на ПФ гражданинът едва ли ще има някаква изгода.

От друга страна, подобни намерения на даден ПФ са оправдани само ако фондът ще структурира своя портфейл на холдингов принцип. В този случай **намеренията му за следприватизационния период трябва да са предварително категорично обявени.**

Ако в проспекта на даден фонд се прокламира едновременно висока сигурност и гарантиран дивидент в дългосрочна перспектива, като в същото време инвестиционните намерения са локализиращи в отделен бранш или отделни, малко на брой предприятия, това означава, че инвестиционната политика на ПФ съдържа взаимно изключващи се цели и намерения. В този случай боновият инвеститор трябва сам да преценява перспективите пред съответния бранш или отделните предприятия, в които ПФ има инвестиционни намерения. При това ролята на фонда остава твърде съмнителна. В известна степен същото може да се каже и за т. н. „регионални ПФ“, които обявяват намерения за инвестиции само в даден географски район.

6. Резултатите на инвестиционните дружества в страните с нормален капиталов пазар показват с много редки изключения, че **добрият инвестиционен фонд е големият инвестиционен фонд, т.**

е. фондът с голям капитал. Това естествено следва от ролята, мястото и значението на дружеството, като инструменти за масово инвестиране, което беше разяснено по-горе. При масовата приватизация е логично също да се очаква, че приватизационни

фондове, ангажирали по-голям ресурс инвестиционни бонове, ще могат да съставят по-силно диверсифициран портфейл и в по-голяма степен ще изпълнят своята програма. Тук обаче **трябва да се държи сметка за факта, че в проспектите за първоначалното набиране на капитала на ПФ се отразени само намеренията на неговите учредители, а не реални отчетни резултати.**

7. Съставянето на инвестиционен портфейл от книжа, които не носят дивидент, е напълно лишено от смисъл. Тъй като голяма част от предприятията в списъка за масова приватизация не са печеливши и вследствие на това средно претеглената доходо-носност на акциите им е отрицателна, задачата на всички приватизационни фондове е изключително трудна. Съществува теоретичната възможност те да разчитат на приходи освен от дивиденди и от евентуалната положителна разлика между покупната и продажната цена на акциите от своя портфейл. По принцип обаче това е най-рисковата възможност. При нормални обстоятелства инвестиционните дружества избягват подобни операции или ги ограничават до не повече от 5 - 10 % от общия обем на сделките им. Ако даден ПФ предварително обявява в своя проспект подобни сделки като значителна част от своята дейност, отново за отделния гражданин участието в такъв фонд става безсмислено, поне що се отнася до целта да се намали рискът.

Прогнозирането на бъдещото състояние на ИД в крайно неблагоприятна инвестиционна среда (само въз основа на декларираните намерения и при липса на отчетни данни) е почти непосилна задача в сферата на финансовите инвестиции. Точно пред такава задача е изправен собственикът на бонова книжка, избрал варианта ПФ.

С оглед на изтъкнатите по-горе съображения има основания да се твърди, че **за отделния гражданин изборът на приватизационен фонд в много отношения е по-сложен от избора на конкретно предприятие (или предприятия) и изисква по-голяма икономическа и правна култура.**

Преди да изберем прякото участие в търговете

За разлика от бъдещите приватизационни фондове отделните предприятия имат реална дейност и икономическите им показатели може да се видят и оценяват, за да се направи избор.

В този случай безспорно основната тежест се пада не на оценката на моментното състояние, а на преценката за перспективите на различните предприятия. Както вече беше посочено **при директното инвестиране в предприятия, възможностите за печалба са две.** Едната е свързана с евентуални дивиденди, а другата - с повишаване стойността на акциите.

1. За да се преценят перспективите и вероятният размер на дивидентите, необходимо е да се познава финансовото състояние на предприятието. Центърът за масова приватизация към Министерския съвет е задължен да публикува данните за финансовото състояние на всички предприятия от списъка. Преди те да бъдат публикувани,

няма възможност да се прецени дали подобрите критерии за икономическото състояние на предприятията са достатъчни за правилния избор. Независимо от това обаче добре е да се има предвид следното:

- Може би най-важният фактор за преценка на перспективите на дадено предприятие е обемът на продажбите (реализираната продукция) през последните няколко години. Ако е по съпоставими цени (т. е. коригиран с процента на инфлация), стабилен е или има ръст, предприятието е перспективно независимо от възможния нисък размер на отчетената печалба. Тук е уместно да се подчертае, че вследствие на разходи за инвестиции (чрез които производството е обновено и с това е осигурено въпросното трайно пазарно присъствие на продукцията) печалбата може да е сравнително малка или дори да няма печалба. **Ако пазарът обаче е стабилен, състоянието на ниска печалба е временно и вероятността за бъдещи дивиденди е голяма.**

- Като основен проблем за финансовото състояние на предприятията обикновено се сочи високата им задължнялост. Не винаги обаче относително големият обем на задълженията (привлечения капитал) спрямо стойността на дълготрайните материални активи (ДМА) на предприятието е негативен показател. Така например едно предприятие за търговия и услуги може да има малки ДМА (сгради, оборудване, транспортни средства и др.) и да работи с голям обем кредити. Независимо от това то може да печели достатъчно и да обслужва своите задължения безпроблемно. Такова предприятие въпреки големите си задължения може да формира сравнително голяма печалба спрямо своя капитал и да раздаде големи дивиденди. Обратното, едно голямо производствено предприятие с голяма стойност на ДМА може да има относително малко задължения или дори да няма такива. Въпреки това печалбата му (ако има такава), отнесена към неговия капитал, може да е много малка величина и съответно дивидентите да са нищожни. Ето защо при оценката на задължнялостта по-важен показател е не размерът на дълга, а кога и защо той е направен и дали е обслужван безпроблемно.

- Ако дадено предприятие не е отчетло печалба в баланса за последната година и през предходните няколко години финансовите му резултати непрекъснато са се влошавали, почти сигурно е, че в краткосрочен план (от няколко години) то не е перспективно по отношение на очаквания дивидент. От друга страна, ако при едно губещо предприятие през последните няколко години отчетените загуби трайно намаляват, има вероятност в бъдеще то да се стабилизира, да заработи на печалба и съответно да разпределя дивиденди. В този смисъл **освен размера на печалбата много важна е тенденцията за нейната промяна.**

- Трябва да се има предвид, че наред с перспективата за печалба на предприятието, очертана от обстоятелствата по-горе, получаването на дивиденди зависи от решенията на неговото общо събрание. Както и при приватизационния фонд, така и за директния инвеститор в предприятието, ако основният пакет от акции е на

държавата, тя може да прецени, че цялата печалба ще се реинвестира. В този случай останалите акционери няма да получат дивиденди. От друга страна обаче **реинвестирането на печалбата би следвало да даде положително отражение върху финансовите резултати в по-далечно бъдеще.**

2. За да се прецени перспективата за повишаване цената на акциите на дадено предприятие, трябва да се държи сметка за следното: Безспорно стойността на акциите на дадено предприятие в дългосрочен план зависи единствено от дивидента, тъй като получаването му е стратегическата цел на всяко капиталово участие и на всяко акционерно дружество. В действителност обаче тази цел определя интереса и поведението предимно на т. н. стратегически инвеститор – този, който държи контролния пакет акции от дадено предприятие. Той сравнително рядко намалява размера им. Значително по-нестабилно е поведението на дребните акционери, които при рязко нарастване на цената на акциите често ги продават. Прекият бонов инвеститор, придобил акции чрез масовата приватизация, ще бъде типичен дребен акционер. За него продажбата при такова повишение на цената може да представлява по-добрата възможност за печалба от задържането на акциите заради очакваните дивиденди.

- Измененията на цената на акциите могат да бъдат трайни или конюнктурни. Трайните са резултат от трайните промени във финансовите резултати и затова те са постепенни и лесни за прогнозиране. При плавното нарастване на цената, особено ако то е вследствие на трайните положителни резултати на предприятието в резултат от добро управление и стабилни пазари, за дребните акционери е изгодно да не продават.

- Конюнктурните изменения често пъти са непредвидими или са предвидими в много краткосрочен план. Те настъпват в резултат на резки промени на пазара на продукцията на предприятието или на условията за доставка на суровини (на входните и изходните пазари на дадено производство), обусловени на свой ред от най-различни фактори – природни, политически и др. Малко вероятно е дребният бонов инвеститор, притежаващ няколко акции от дадено предприятие, да съумее да използва този вид конюнктурни изменения успешно, т. е. навреме да продаде своите акции преди тяхното рязко обезценяване или когато цената им е достигнала временен максимум. Пречка за това е и характерното за предприятията от реалния сектор по-плавно изменение на положителните резултати под въздействието на внезапни благоприятни фактори и рязък срив вследствие на неблагоприятните доминанти на конюнктурата на входните и изходните пазари на дадено производство. Поради това най-често причините за положителните резултати вследствие на благоприятни конюнктурни изменения на входните и изходните пазари на дадено предприятие остават скрити и успехите се приписват погрешно на добър мениджмънт или на други въображаеми фактори.

Понякога конюнктурата за дадени стоки и услуги успешно се моделира и прогнозира от специалисти по поръчка на крупните

субекти на съответния пазар, които могат да въздействат осезаемо върху търсенето и предлагането чрез спекулативни сделки. Резултатите от подобни прогнозни изследвания рядко се обявяват публично, преди ограничен кръг лица да са реализирали и спекулативните си намерения, и съответните печалби. **Дребният акционер в предприятията в случаите на динамична конюнктура в бранша обикновено губи при продажба на акциите си.** Другият основен фактор за повишение цената на акциите на дадено предприятие е заявеният интерес на сериозен (стратегически) инвеститор. В този случай завишението също е конюнктурно, но зависи не от „сътресенията“ на входните и изходните пазари на предприятието (конюнктурата в бранша), а от конюнктурата на вторичния капиталов пазар. Там за разлика от първия случай цената рязко се повишава и плавно се стабилизира и намалява. В такива случаи изгодният момент за продажба е твърде очевиден. Както беше споменато по-горе, при подобна ситуация е твърде вероятно за акциите да бъде предложена цена над балансовата им стойност и дребните акционери да ги продадат с печалба.

Важно е да се отчита и фактът, че за придобитите акции срещу инвестиционни бонове съответният „масов“ участник в приватизацията фактически е заплатил поне 50 пъти по-малка сума от цената на придобиването им (цената, която той е заявил и се е класирал успешно на съответната тръжна сесия). С оглед на това на практика **директният бонов инвеститор ще спечели на каквато и цена да продаде придобитите срещу бонове акции, стига за тях да се намери купувач.**

След като разгледахме позицията на участника в масовата приватизация при двата възможни варианта за влагане на инвестиционните му бонове, уместно е да се обърне внимание и на **някои важни моменти при практическата реализация на направения избор.**

ПРАКТИЧЕСКИ СЪВЕТИ

Когато инвестираме в ПФ

Прехвърлянето на бонове от боновата книжка на ПФ става по реда на ПМС N 57 от 1996 г. Няма да се спираме подробно на всички действия, необходими за да се прехвърлят бонове на избрания фонд, но е особено важно да се следи за следното:

1. След като е направено нареждането за прехвърляне на боновете на даден приватизационен фонд, необходимо е не по-късно от две седмици след изтичането на определения от Министерския съвет краен срок за подаване на такива нареждания прехвърлителят да провери в пощенската станция дали неговото нареждане не е обявено за невалидно поради техническа грешка. Ако се пропусне този срок, има опасност грешката да не може да се поправи и избраната възможност от гражданина да не може да се реализира.

2. Прехвърлителите на бонове на приватизационни фондове трябва да следят публикациите на Центъра за масова приватизация в „Държавен

вестник", в които са посочени фондовете, набрали необходимия за фонда капитал. Това се изисква, за да може прехвърлителят на бонове да се уведоми от ПФ кога ще се проведе учредителното събрание на фонда и да участва в него. Участието не е задължително, но е последната възможност прехвърлителят да се откаже от избрания ПФ и да се насочи към друг фонд или да участва пряко в централизираните търгове (виж чл. 173, ал. 1 от ПМС N 57/1996 г).

3. Ако всичко, посочено по-горе, е минало успешно, участникът в ПФ трябва да проследи дали фондът е получил окончателен лиценз от КЦКФБ и дали е надлежно регистриран от съда като акционерно дружество. Ако по една или друга причина приватизационният фонд не получи такъв лиценз или ако след като го е получил, не бъде съдебно регистриран в Търговския регистър, това обстоятелство се обявява в пощенските клонове, обслужващи масовата приватизация. Боновият инвеститор в ПФ трябва да следи и ако такова съобщение се появи за избрания от него фонд, той трябва да поиска служебно да му бъдат възстановени в боновата книжка прехвърлените на фонда бонове. След това трябва да направи нов избор за своето участие.

4. На учредителното събрание на ПФ или преди това, когато още има възможност да се откаже от своя избор, **боновият инвеститор задължително трябва да се информира кога, от кого и в какъв вид ще получи официалния документ за своето акционерно участие – временно удостоверение или поименни акции.** При получаването им акционерът трябва лично да се увери, че е вписан в книгата на акционерите на фонда и че записът в нея съответства на реквизитите на временното удостоверение или акциите, които той държи. Те от своя страна трябва да отговарят на изискванията на Търговския закон.

5. От особена важност за вложителя на бонове в ПФ е да проучи неговия prospect (това може да стане на учредителното събрание). Добре е да има копие от устава на фонда, за да се запознае подробно със своите права на акционер в общото събрание, както и с клаузите за разпределение на финансовия резултат. Важно е акционерът в приватизационния фонд да знае условията за продажба на своите акции, което най-вероятно ще бъде единствената практическа възможност да защити своя интерес при евентуално неблагоприятно развитие на фонча

6. Ако всички процедури по инвестицията на даден фонд са минали успешно, боновите инвеститори би следвало непрекъснато да се информират за резултатите от участието му в поредната тръжна сесия. Ако уставът на приватизационния фонд не предвижда право на такава текуща информация за акционерите, по-добре е боновите инвеститори да се откажат от такъв фонд или да настояват за промяна на предложения устав по време на учредителното събрание. Това е важно, тъй като ако фондът не съумее да вложи чрез централизираните търгове всички свои инвестиционни бонове в акции на предприятията от списъка за масова приватизация, тези бонове губят своята валидност. Това, освен че ще влоши резултатите на

фонда, ще създаде и правно-технически проблеми при по нататъшното му преобразуване в холдинг или инвестиционно дружество.

7. Както вече беше отбелязано, големите приватизационни фондове, т.е. тези, които са обявили в своя проспект намерения за набиране на по-голям капитал, имат по-големи шансове да съставят инвестиционен портфейл, отговарящ на основната цел на всяко ИД – приемлив дивидент при минимален риск. Ето защо особено внимание трябва да се обърне на това, **как ПФ ще измени своите инвестиционни намерения, ако не набере капитала, при който е разчетена неговата програма и който е обявен в проспекта му.**

Когато инвестираме пряко

За пряко участие на централизираните търгове е определена по-проста процедура, отколкото за инвестицията в фонд. Въпреки това преките участници би следвало да обърнат специално внимание на следното:

1. Изходът на заявката за придобиване на акции от дадено предприятие зависи единствено от предложената от заявителя „цена“ в инвестиционни бонове, посочена в типовата бланка на заявката, която участникът подава в съответната пощенска станция. Центърът за масова приватизация (ЦМП) към Министерския съвет има задължението да публикува за всяко предприятие от списъка минималната цена на една акция, под която заявките не се приемат за валидни. Важно за преките участници е да имат предвид, че тази цена е само изходна точка за „наддаване“, а не е някакъв надежден ориентир за състоянието и, което е още по-важно – за перспективите на предприятието. Това е така, защото поради големия брой предприятия в списъка ЦМП няма да има възможност да направи разчети за всяко отделно предприятие на база на детайлен анализ, а ще определя минималните цени по обща формула. В резултат началните цени ще имат твърде големи отклонения спрямо реалната „пазарна“ стойност на акциите.

2. Различните методики, указания и препоръки, лансирани в многобройните печатни издания и експертни мнения относно начините за оценяване на акциите на предприятията от различните браншове, в случая независимо от тяхната научна и методическа стойност не са гаранция за успешно класиране, а понякога са направо неуместни. В най-добрия случай тези указания са приложими за **икономически оправданата цена, а не за печелившата цена** на централизираните търгове съгласно нормативно определения български модел за масова приватизация. Наредбата за реда за организиране и провеждане на централизираните търгове за продажба на акции на предприятия, включени в програмата за приватизация чрез инвестиционни бонове (приета е с ПМС N 171 от 1995 г., но се очаква нейното актуализиране), предвижда процедури, според които приватизационните фондове правят тайни заявки в запечатан плик. Той се отваря в деня на класирането, докато преките участници правят своите „тайни“ заявки на откритата бланка. И едните, и другите заявки се класират общо по низходящ ред в зависимост от посочената в тях цена до изчерпване на предвидените за масова

приватизация акции от съответното предприятие. Тази процедура обезсмисля до голяма степен прогнозите за успешно класиране, почиващи на икономическата логика и правилата за котиране (оценяване) на ценни книжа.

3. При българския модел за масова приватизация понятието търг не съответства на представите за „публична състезателна продажба, при която продавачът получава този, който предложи най-голямата цена“, а се свежда до процедура за класация на предложенията на заявителите. Този модел засега е уникален с възможността за една и съща стока (акция от дадено предприятие), в един и същ момент, при едни и същи условия, един и същ продавач (държавата чрез Центъра за масова приватизация) да се реализира „продажба“ по различни „цени“.

Доколкото пазарът е взаимодействие между търсене и предлагане, при което се постига равновесната цена, процедурите за участие в търговете при българския модел са непазарни. В случая предлагането е донякъде публичен и открит процес. Търсенето обаче е сведено до еднократния **акт на заявка**, при който няма възможност за внасяне на корекции или отказ от заявителя. В резултат на това в един и същ от юридическа гледна точка момент даден участник може да придобие акция от едно предприятие за 1000 лева, а друг – акция от същото предприятие за 25 000 лева. Самата заявка е „скрита“ и се основава само на субективните преценки и предположения на заявителя, което придава силно хазартен елемент на участието.

Наред с това в процеса ще участват две групи „състезатели“, силно неравнопоставени на старта – пряко участващите граждани със своите незначителни от инвестиционна гледна точка бонове и заявки на открита бланка, и ПФ, някои от които ще разполагат с огромен ресурс и чиято заявка наистина ще бъде тайна. Тази процедура (ако не бъде променена) крие опасност от изтичане на обобщена информация за заявените на открита бланка цени от „дребните“ преки участници и съответно за най-ниското ниво, при което е възможно успешно класиране. Поради посочената опасност точно дребният бонув инвеститор трябва да се преосигурява чрез по-висока цена в своите заявки.

4. С оглед на изтъкнатите по-горе съображения единствената конкретна препоръка към отделните граждани, участващи пряко в централизираните търгове на масовата приватизация, е, че освен обявените данни за финансово-икономическото състояние на предприятията от списъка те трябва да потърсят допълнителна информация за обектите, към които предварително са се насочили.

Ако на всяка цена държат да станат акционери в определени предприятия, преките участници трябва да обявят по-високи цени за техните акции, от цените, които експертите са изчислили – чрез общоприетите методи и способности за оценка на корпоративни ценни книжа.