

## **КОРПОРАТИВЕН КОНТРОЛ В ПУБЛИЧНИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ В БЪЛГАРИЯ**

Предмет на изследването са два важни проблема – как се разкрива информацията за корпоративния контрол и какъв е неговият модел в българските публични предприятия. Анализирани са въвеждането и прилагането на директивата на ЕС, третираща разкриването на информацията, както и статистическо изследване на корпоративния контрол в 104 съществени публични предприятия, търгувани на Софийската фондова борса, чрез тяхната акционерна структура. Сред най-важните заключения на изследването са. Първо, възприемането на строгите изисквания на Европейската директива 88/627 е безспорен успех за по-нататъшното развитие на нормативната база, регулираща публичните компании и търговията с техните ценни книжа. В същото време нейното практическо прилагане не е достатъчно последователно, което не е в интерес на инвеститорите, главно миноритарните и индивидуалните. Второ, собствеността на публичните компании в момента е строго концентрирана в ръцете на малък брой акционери. Последните разполагат с контролиращи гласове над 50%, което им позволява да извличат много повече изгода от управлението на компанията, отколкото да разчитат на класическите инвестиционни цели за капитален доход и дивиденди.

JEL: G32; K22

Анализът на публичните предприятия в България по необходимост включва разреза на корпоративния контрол, тъй като тяхната най-важна характеристика е отвореността им към най-широк кръг инвеститори. От начина, по който се осъществява връзката между собствениците и мениджърите и се регулират отношенията между мажоритарни и миноритарни собственици, зависи ефективността във функционирането на публичните предприятия и тяхната атрактивност за инвестиране. В крайна сметка корпоративният контрол играе роля и за добрата работа на капиталовите пазари.

Подобно разбиране не е чуждо на кръговете, правещи икономическата политика на България. Свидетелство за това беше т.нар. масова приватизация, която освен всичко останало успя да осъществи едно доста широко първоначално разпръсване на собствеността на над хиляда предприятия - от доста малки до големи монополисти като "Нефтохим" например, между няколко милиона граждани на България. Разпръсването породило известни опасения във връзка с това дали не е твърде голямо и няма ли да блокира управлението на новоприватизираните предприятия. Тези опасения обаче бяха бързо преодолени, а собствеността на предприятията се оказала предмет на активна търговия, която според различни пилотни изследвания води към концентрация (Чипев, Минчев и Петкова, 2000;

Петранов, 2000). Така или иначе досега няма сведения за това докъде е стигнал процесът на концентрация, липсват и сравнения с други страни от Източна Европа.

Въпросът как работи корпоративният контрол има и друга страна. В публичните предприятия той има огромна роля за правилната оценка на стойността на техните активи от страна на пазара, а оттам и за тяхната търговия. За никой не е тайна, че в момента активите на нашите предприятия са многократно подценени, а в същото време липсва необходимото търсене към тях. "Тайната" е в причината за това явление и тя се крие не само в контрола сам по себе си, но и в прозрачността (по-точно в нейната липса), която този контрол предлага на независимите външни инвеститори.

Така се очертават два много важни проблема, предмет на това изследване – как се разкрива информацията за корпоративния контрол и какъв е неговият модел в българските публични предприятия. Анализът е концентриран върху два конкретни момента - въвеждането и прилагането на съответната директива на Европейския съюз, която третира въпроса за разкриването на информация и статистическо изследване на корпоративния контрол в 104 публични предприятия, търгувани на Софийската фондова борса чрез тяхната акционерна структура.<sup>1</sup>

### **Разкриване на информация за корпоративния контрол във фирмите**

Директива 88/627 на Европейския съюз, известна още като Директива за големите холдинги,<sup>2</sup> е най-сериозният опит да се регламентира разкриването на информация за това кой всъщност контролира една публична корпорация. Съгласно нея всички лица (физически и/или юридически), чиито холдинги в едно публично предприятие достигнат до или паднат под определени прагове са задължени да съобщят за това на фирмата-емитент на борсата и на комисията по ценни книжа. Праговете са 10, 20 33,3, 50 и 66,6% от гласовете в общото събрание. Допускат се леко изменени или по-строги прагове в страните-членки в зависимост от конкретната ситуация.<sup>3</sup>

Най-важното в нея е, че за пръв път към правата на глас, произхождащи от директно притежаваните акции, се натрупват и следните права на глас:

---

<sup>1</sup> Авторът изказва благодарност на Европейската мрежа за корпоративен контрол, която осигури възможността да се направи статистическото изследване чрез програмата ACE PHARE.

<sup>2</sup> Тук и по-надолу под понятието холдинг се разбира освен фирмената институция също и пакета от акции, които са държани по всеки възможен легален начин от някое физическо или юридическо лице в дадена фирма. Употребата на термина е в пълно съответствие с неговото използване в англоезичната литература и макар и рядко, се среща и у нас, още повече, че ние нямаме аналогичен български термин.

<sup>3</sup> Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988. - Official Journal L348, 17/12/1988, p. 0062 – 0065.

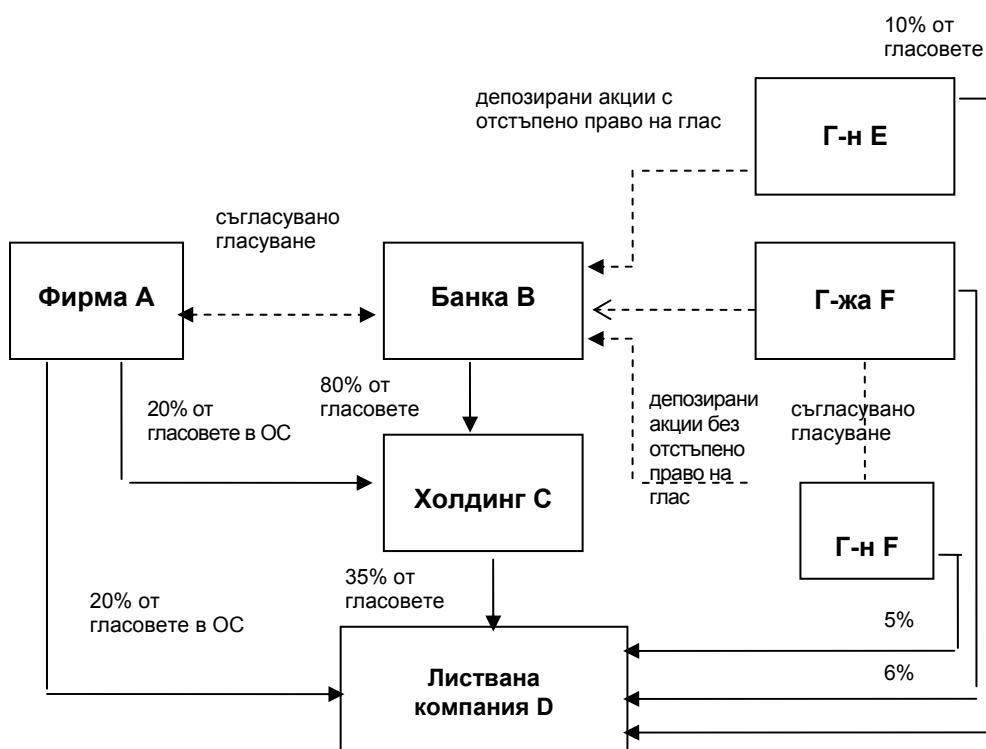
- права, държани от други лица на тяхно име, но за сметка на въпросното лице;
- права, държани от юридическо лице, контролирано от въпросното лице;
- права, държани от трета страна, с която това лице има сключено писмено споразумение за поддържане на дълготрайна обща политика по отношение на въпросната компания чрез съгласувано гласуване;
- права, държани от трета страна, с която лицето или контролирано от него лице имат сключено писмено споразумение за временен трансфер на въпросните права на глас;
- права, произхождащи от акции, чийто собственик е въпросното лице и които са заложен, освен ако лицето, което ги държи като залог, не декларира намерението си да ги упражни;
- права на глас на акции, в които въпросното лице има жизнен интерес;
- права, които въпросното лице или някое от по-горе споменатите лица ще придобият на основа на формално споразумение;
- права на акции, депозирани при въпросното лице, които последното упражнява по свое усмотрение при липса на инструкции от техните собственици.

Тази подробна и усложнена класификация има един много важен ефект – разширява кръга на лицата, които трябва да разкриват холдингите си и по този начин спомага да се разкрият истинските фигури на контрола в компаниите. Това дава възможност за по-прозрачно функциониране на публичните дружества, което в края на краищата има за цел да елиминира максимално влиянието на собствеността при пазарната им оценка. Знаем добре, особено от практиката на България, че заплахата от прехвърляне на големи пакети акции, която е и заплахата от *концентриране на собствеността* и в крайна сметка от затваряне на публичните предприятия, е в основата на ниската им ликвидност. Последното допълнително улеснява злоупотребите с дребните инвеститори. Очевидно е, че тази директива извежда един проблем, който засяга не само преходните икономики, но и високо развитите пазари.

На фиг. 1, цитирана по Майкъл Олсен (2001) е показано ясно действието на директивата. Ако без нея във фирмата D щяха да се разкрият само холдингите А и С, представляващи съответно 20 и 35% от гласовете в Общото събрание (ОС), при това поотделно, а банката въобще нямаше да се появи на сцената, то директивата изисква да се натрупат и гласовете на г-н Е – 10%, формирайки общо 65% гласуващ блок. При това тези гласове трябва да се разкрият именно от банката, която, от една страна, има споразумение за съгласувано гласуване с А, наричано в литературата гласуващ пакт, а от друга, контролира напълно холдинг С.

Отделно, семейство F трябва да разкрие дял от 11% поради наличието на семейна връзка, която е също вид пакт за съвместно гласуване. Това променя

съществено картината на контрола във фирмата D и ако миноритарен инвеститор разглежда възможност за инвестиране, той трябва да е наясно, че два големи инвеститора държат почти три четвърти от собствеността и вероятността за “силнови” действия от тяхна страна силно нараства.



Фиг. 1

*Възприемане на Директивата за големите холдинги (ДГХ)  
в нашето право*

Началната точка за прилагане на ДГХ беше поставена през 1995 г. със Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД). Той въведе някои от най-съществените черти за акуратно разкриване на информацията у нас.

Първо, законът визира гласовете, а не само дяловете в собствеността. Така стана възможно, поне на хартия, да се проследят действителните контролиращи лица, а не само участващите в структурата на собствеността на компанията, която е обект на анализ.

Второ, той задължи да обявят притежанието си лицата, които всъщност придобиват гласуващи позиции или се разделят с тях в Общото събрание на фирмата-обект.

Трето, задължението за обявяване беше приложено не само към действителните, но и към потенциалните права на глас, тъй-като чл. 93 от ЗЦКФБИД постановява, че обект на разкриване са не просто акциите, но и облигациите, които са конвертируеми съгласно Търговския закон (гл. 14).

Четвърто, праговете бяха определени на 10% и кратните на 10 деноминации от гласовете, като обявяването беше изпълнимо в двете посоки при надвишаване и при падане под тези прагове. В действителност нашите прагове не следваха точно препоръчаните от ДГХ, но носеха потенциал за ефективно разкриване наличието на големи холдинги. Особено ако се вземе предвид, че този закон не предвиждаше никакви прагове за задължителни търгови предложения. В него беше посочено само, че инвеститор, който иска да придобие 25-процентен пакет, трябва да направи търгово предложение, но двусмисленото формулиране на правилото не позволи нито един пример за прилагането му.

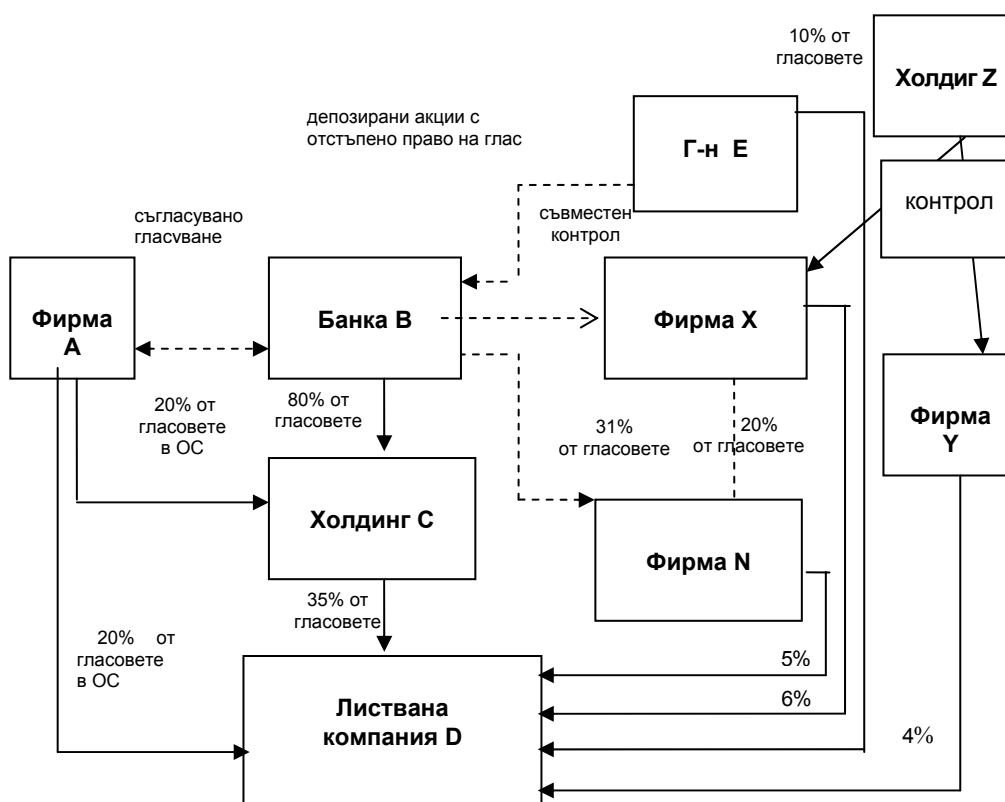
Пето, директивата за големите холдинги беше доста близко, но не напълно приложена в още една съществена точка - акумулирането на гласовете, разпръснати между т.нар. "свързани лица". Законът изиска въпросното лице при натрупване на гласовете да брой следните акции с право на глас:

- държаните от други лица на тяхно име, но за сметка на въпросното лице;
- държаните от юридическо лице или негова дъщерна компания, контролирана от въпросното лице;
- държаните от трета страна, която има съглашение с лицето за обща политика по отношение управлението на въпросната компания;
- държаните като залог ценни книжа освен тези, за които техният собственик си запазва правата за себе си;
- депозираните при въпросното лице, на които то може да упражнява правата.

В действителност българският ЗЦКФБИД е дори доста по-обхватен от еуродирективата, тъй като той изисква за целта на разкриването на информация всички акции на свързаните лица да бъдат натрупвани, като последният термин включва съпрузи и близки роднини и вече споменатия случай на контролирано предприятие или негова дъщерна фирма. Но това, което е по-интересно, че съгласно тази дефиниция свързани са и всеки две лица, които заедно контролират трето лице, както и две лица общо-контролирани от трето лице.

На фиг. 2 е развит примерът на Mikael Olsson за случаите на "свързани лица", дефинирани съгласно ЗЦКФБИД. На мястото на семейството сме поставили четири нови фирми. Така освен акумулираните 10% на г-н Е, съгласно концепцията за "свързани лица" в разглеждания закон банка В

трябва да обяви очевидните 5% от N, но също и 6% от X, защото те са свързани лица на основание, че контролират заедно компанията N. Така В е задължена да обяви 81% холдинг в D. Дали А, В или С трябва да разкрие информацията, зависи от това кой е последният придобивач, макар и тук да има известна двусмисленост, тъй като X и Y са също свързани лица. Всъщност това е може би и най-интересното - X, Y или двете заедно трябва също да докладват друг холдинг от 10%, защото и те са свързани лица на основание, че са контролирани едновременно от холдинг Z.



Фиг. 2

И сега идваме до най-противоречивия въпрос - трябва ли холдингите да се обявят като един общ, тъй като В е свързан с X, който пък е свързан с Y. Не бих искал да отделям много внимание на абсурдите на този случай, защото той беше изоставен чрез по-късните редакции на Закона за ценните книжа, но това е добро свидетелство докде може да се стигне в желанието

все повече да затегнем регулациите, без да се прави комплексен анализ на техните последици.

По-късно с приемането на Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) ДГХ беше възприета още по-прецизно. Праговете са адаптирани по-стриктно – първо уведомяване на 5% и след това на всеки надвишени или изоставени 5% за компаниите, регистрирани на официалния пазар (листваните), а за останалите е възприета скалата, предложена в ДХГ.<sup>4</sup>

Останаха невъзприети два случая на оркестрирано действие между различни юридически и физически лица – т.нар. право на глас в жизнени интереси и правата, договорени за бъдещо прехвърляне на въпросното лице или лица. Възможната причина, изглежда, е липсата на концепция за жизнени интереси в нашата правна система, но това не е достатъчно ясно. Процедурата на еуродирективата беше напълно възприета в смисъла на кой, кого и кога известява. В действителност българските правила са дори по-стриктни, тъй като не само придобиващото лице беше задължено да обявява, но и Централният депозитар (ЦД), който е единствената институция за прехвърляне на публични ценни книжа.

#### *Приложение на ДГХ*

В рамките на такава детайлна правна структура изглежда изненадващо, че много малко записи на акумулирани гласове могат да бъдат намерени в регистрите на българската Комисия за ценни книжа. Там се държи цялата информация за публичните компании и за него се предполага, че е единственото място, където може да бъде събрана систематизирана информация за блоковете от гласове. Регистрите са електронни с много възможности и Интернет-достъп, но информацията е недостатъчна, непълна и непоследователна.

Една от причините за това се крие в старата болест на българската правна традиция – всеки закон се обляга на голям брой от подзаконовни актове и наредби, издавани правителството по негово усмотрение, без които обаче законът блокира. В конкретния случай съответната наредба е одобрена почти година по-късно от закона, независимо че тя просто го повтаря и предлага само няколко нови члена с минимално значение. Следва безпрецедентното решение на предишното правителство да забави избора на нов състав на Комисията след изтичането на нейния мандат за почти година, а всички записи в регистрите са възможни само чрез официално решение на Комисията. Друго сериозно препятствие е все още неприложената централизирана форма за събиране на информацията за големите холдинги. ДГХ изисква сложна, сравнима и подлежаща на проверка

---

<sup>4</sup> Фирмите, непокриващи изискванията на официалния пазар, се търгуват на неофициалния, който де факто е много по-значим от официалния, защото над 90% от борсовата търговия се осъществява на него.

информация, която не може да бъде събрана чрез заявления в свободна форма, където нещо винаги липсва или е преагрегирано.

Освен това важният въпрос е поведението на компаниите, защо те рядко пращат уведомления? Ниските глоби безспорно имат отношение – няколко хиляди лева без да се засягат по никакъв начин правата за гласуване<sup>5</sup> на следващото общо събрание са слаба бариера срещу премълчаването на информация, когато то може да донесе много по-високи изгоди.

Има обаче една по-обективна причина за неподаването на тази информация. Проблемът е в дефинициите за оркестрирани акции. По отношение на България голяма част от тях засягат ограничени случаи. В действителност, за да се разгласи наличието на съглашение за гласуване, трябва да има основателна причина – добре настроена правна система и развита съдебна власт. Защо е необходимо да се афишира подобно споразумение, ако поради бавно и неефективно прилагане на закона биха могли да се ползват изгодите на необявените отношения?

Малко по-действена изглежда дефиницията за оркестрирана акция чрез контролирани от даден акционер предприятия – ако са налице формални критерии, тогава той трябва да обяви “добавъчната” гласуваща мощ в негово притежание. Но какви са формалните критерии - 50+ процента гласове, за да се приеме, че дадено лице има контрол в някое контролирано от него предприятие. Ако обаче същото това лице си осигури доминираща позиция например с 49+ процента в някоя дъщерна фирма, то не трябва да обяви нищо. Разбира се, някой може да възрази, че има и допълнителни условия за контрол<sup>6</sup> - над 50+ процента от управляващите органи, или дори определяща власт над решенията на дъщерната фирма, но такива случаи са още по-невъзможни за доказване. Необходимо е да има втори силен акционер в дадена фирма, който да прави опит да наложи свои мениджъри и да не успее заради първия акционер, за да се пледира в съда, че е налице необявена връзка между парентална и дъщерна фирма. За страна с възникващи пазари тази ситуация изглежда абсолютно нереална.

Въпросът е в това да се направи добре формалният критерий за контрол. Ако той се заложи достатъчно ниско, това може да помогне да излязат наяве всички големи холдинги, които сега остават зад завесата. Според мен това беше идеята зад 10-процентния праг за контрол, въведен в предишния закон за ценните книжа. Да се сложи такъв праг не е чак толкова неприемливо, като се има предвид, че *фактическото* равнище на контрол е около 20%. В своята книга John Scott (Scott, 1986) казва, че във Великобритания е констатирал фирми с разпръсната собственост, където

---

<sup>5</sup> В много европейски страни невярното разкриване на информация по тази директива се наказва със забрана да се упражняват необявените права на глас от виновния акционер.

<sup>6</sup> Вж. дефинициите към ЗППЦК.



17% са се оказали достатъчни на най-големия акционер за ефективен контрол. Така фирмите могат да осъществят ефективен корпоративен контрол, заобикаляйки формалния критерий за 50+ процента гласуващ пакет в едно предприятие. За съжаление подобна е и формулировката на критерия за контрол в ДГХ - "мажоритарен пакет от права на глас". Според мен тя не допринася за решаване на този проблем.

*Разводняване на правото на глас, ограничения и права на миноритарните акционери в публичните предприятия*

Ефективната защита на правата на миноритарите е ключов въпрос за корпоративния контрол в българските фирми. Със ЗППЦК от 2000 г. бяха въведени промени в тази посока, но все още не може да се каже, че резултатите са задоволителни.

Предишният закон за ценните книжа беше толерантен към вдигането на капитала на фирмата под условие, което директно увреждаше правата на глас в компанията. Под широкия натиск на инвестиционната общност и независими изследователски групи<sup>7</sup> тази възможност беше изоставена в сегашния закон, макар че някои случаи все още остават - за финансови институции в процес на реструктуриране; за всички публични предприятия за целите на сливане, замяна на акции и др. Въпреки това случаите на разводняване не престанаха, най-общо поради това, че и при нормално вдигане на капитала голям брой от т.нар. "масови акционери" не могат и не използват своите права. Примитивната процедура на записване на останалите свободни акции "пръв пристигнал, пръв обслужен", при която доминантните акционери са винаги първи на опашката, използвайки всевъзможни методи за елиминиране на миноритарните акционери, дори и физическа саморазправа, става удобен начин за напълно законно размиване на акциите на миноритарите.

Още повече, че в размиването понякога е въввлечена и държавата, която изоставя правата си чрез нарочен "мълчалив" отказ от участие в увеличението на капитала. ЗППЦК съдържа блокиращи механизми за тази порочна практика, които обаче не са използвани досега - да се емитират отчуждаеми права за подписване на нови акции. Новото правителство се ангажира да направи този механизъм задължителен.

Друга стъпка за по-нататъшна защита на правата на миноритарите е възможността за акционерите, държащи 5+ процента от капитала на публичната компания, да предявят в съда иск срещу трети лица, предполагайки мениджърска небрежност. Възможно е също тези акционери да търсят компенсации чрез съда от мениджърите за вреди, причинени виновно или поради небрежност. Задължителното търгово предложение,

---

<sup>7</sup> Вж. Програмата за действие на Инициативата за корпоративен контрол - независима целева група, сформирани към Центъра за демокрация, в която авторът участва.

въведено с новия закон, е може би сред най-важните мерки за защита на миноритарите. Макар и далеч от съвършенство, това правило показва развитие от предишната си формулировка, която беше лесна за заобикаляне.

Сега има два прага за търгово предложение на 50 и 90 процента. Първият е по-ясен, макар и доста висок в действителност. Той изисква всеки, който е достигнал това равнище от права на глас под свой контрол в ОС, да направи такова предложение или да се раздели с “надхвърлящите” акции в срок от 14 дни след придобиването им. Нормата покрива и случая, при който прагът е преминал от холдинги на т.нар. “свързани лица”. Това е добър пример за непоследователността в закона, тъй като концепциите за оркестрирана акция на ДГХ не са приложени, а вместо тях стои старата концепция за “свързани лица”. Както видяхме, в обсега на действие на двете концепции има съществена разлика. Много по-проблемно е дефиниран вторият праг. Той е пожелателен, осигурява правото на акционера да направи търгово предложение, но също е и задължителен, защото без него не е възможно да се затвори една публична компания, което в същност е целта на такава акция.<sup>8</sup>

Праговете и процедурата за търговите предложения са далеч от техните западни аналози и протекцията, осигурена от тях, не е много ефективна. На практика, както ще видим по-нататък, концентрацията на собственост вече надвишава 50% и в повечето случаи не задейства закона. Специално горният праг е просто шанс да се вземе каквато и да е цена за акциите на миноритарите. Все пак търговото предложение е една възможност и сега, когато инвестиционната общност е повече или по-малко активирана, понякога миноритарите са в състояние да отстоят правата си срещу мажоритарите, поне за малко по-добра цена на техните пакети.

## **Структура на собствеността и корпоративен контрол в публичните предприятия**

### *База данни на изследването*

Държавната комисия по ценни книжа е единственото място, което поддържа база от данни за наличие на свързаност между лицата, а не само за директните собственици, което дава добри предпоставки за анализ на структурата на собствеността. Това е така, защото известията по ДГХ се събират и съхраняват само в регистрите на Комисията.

Българската фондова борса, която също получава тези известия, разпространява информацията текущо чрез своя бюлетин и към датата на изследването не разполагаше с постоянна база от данни, въпреки че се

---

<sup>8</sup> Разбира се, ако общите критерии за минимум капитали и/или акционери не са постигнати, компанията може да се дерегистрира и без търгово предложение.

работеше за създаването ѝ. Дори и когато бъде създадена обаче, не е ясно дали тя ще се актуализира случай по случай, както се очаква това да прави Комисията. Въпреки всичко Фондовата борса може да бъде източник на информация, защото на основата на съществуващо съглашение с Централния депозитар тя получава на определени интервали от време актуализирана информация за действителната структура на публичните предприятия. И най-накрая Централният депозитар е потенциален източник на информация, която е най-общодостъпна за акционерите на дадена фирма.

Както беше споменато, в Комисията са били обявени много малко случаи на гласуващи блокове и невсички записи съдържат датата, на която събитието е станало. Това заплашва анализа, основан на тази база от данни, с времева непоследователност и несъпоставимост на данните. Това е причината да се използват данните, подадени от борсата, които не съдържат проблеми от гледна точка на времето съвпадане на информацията - те са към определена дата, но за съжаление са само за директните холдинги. Все пак картината, която осигуряват, не е изкривена по отношение на тази, която бихме имали от Комисията, поради следните причини: малкия брой на обявени случаи за акумулирана собственост и високото равнище на концентрация на собствеността, което се разкри като резултат от изследването. Концентрацията съществено намалява значимостта на акумулирането на права на глас отвъд тези, получени от директните холдинги, в сравнение с икономиките, в които има много по-диверсифицирана собственост.

Използваните данни разкриват директните холдинги към април 2001 г. Тогава съгласно борсовия списък са търгувани 502 фирми, от които само 31 на А, В и С сегментите на официалния пазар, а останалите - на т.нар. "свободен пазар". Предприятията, листвани на различните сегменти на борсата, се различават по строгост на изискванията, история на показателите, размер на капитала и брой на миноритарните акционери. Свободният пазар действаше като временна структура, която беше заменена с влизането в сила на регулацията на неофициалния пазар. Тъй като не могат да се търгуват свободно акции на публични предприятия освен през борсата, то на свободния пазар се търгуваха всички акции, за които не е поискана или не е получена регистрация на официалния пазар. Истината е, че последният не е предпочитан по никакъв начин от фирмите и затова неофициалният пазар доминира търговията.

Следователно, за да получим коректен поглед върху борсовата търговия, не е достатъчно да се анализират листваните компании, а е необходимо да се добавят в извадката и доста от най-големите фирми, търгувани на свободния пазар. Тъй като на този пазар се търгуват и голям брой съвсем малки фирми, беше избран един праг от 500 000 лв. за долна граница на техния капитал. Като изключение са добавени няколко по-малки

фирми, търгувани на официалния пазар, и са извадени няколко от големите поради непълнота на данните.

Така извадката достигна общ брой от 104 предприятия, включвайки почти всички големи български публични фирми, сред които 85 индустриални, 2 финансови (банки) и останалите – холдингови компании. Малко странният състав е резултат отново от масовата приватизация, която се съсредоточи само върху индустриални предприятия – двете банки в нашия случай бяха листвани на борсата по-късно.

Друга база данни, използвана в анализа, е BEIS – он-лайн информация на БИК – Капиталов пазар при Българската стопанска камара, която съдържа информация за над 10 хил. наши фирми. Тя има различни равнища на контролиран достъп и се оказва неоценим ресурс за идентифициране на типа дейност на акционерите, особено за т.нар. работническо-мениджърски дружества.

#### *Директни акционерни холдинги*

Информацията за тези холдинги се разкрива под действието на българския Закон за публично предлагане на ценни книжа. Фирмите показват акционерните холдинги в капитала си, така както те се представени в Централния депозитар.

В 104-те предприятия от извадката има 244 директни холдинга, които варират от 1 до 6 за дадена фирма. Така средно една фирма има два или три холдинга. Това е първото свидетелство за висока концентрация на собствеността; повече от 50% от фирмите имат само два различни акционера и 95% - не повече от 4 (табл. 1).

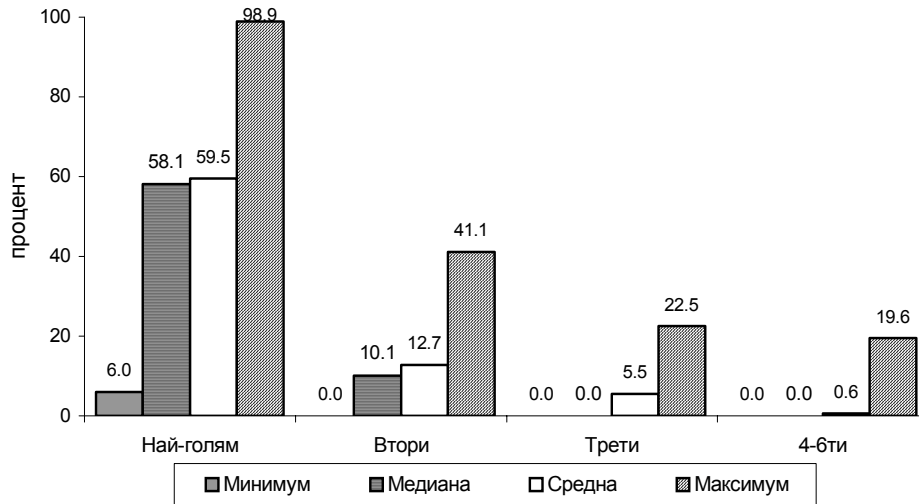
*Таблица 1*

Честотно разпределение на фирмите по брой на директни акционерни холдинги

Брой холдинги на една фирма	Честота на събитието	Честота на събитието, %	Кумулативен процент
1	32	30.8	30.8
2	26	25.0	55.8
3	30	28.8	84.6
4	11	10.6	95.2
5	4	3.8	99.0
6	1	1.0	100.0
Общо	104	100.0	–

Друго, много силно свидетелство, че концентрацията на собствеността на българските публични предприятия е отишла твърде далеч, е представено на фиг. 3. В действителност най-големите акционери дори сами могат да упражняват пълен контрол в повече от половината компании, търгувани на борсата. С почти 60% среден размер на пакетите те имат много малка нужда

от сътрудничество с останалите акционери, главно за промяна на статута на фирмата. Дори и в тези случаи те не срещат сериозни пречки, ако се има предвид че вторият и третият по-големина акционери са наистина малки – средно 12.7 и 5.5%.



Фиг. 3. Основни статистики за директните холдингите (като % от целия капитал)

Като се има предвид ниската активност на дребните акционери, можем да приемем, че най-големите акционери не само са неограничено свободни в действията си по стратегически контрол над фирмата, но на практика те не се нуждаят, в общия случай, от формирането на сложни гласуващи групи и коалиции.

Табл. 2 осигурява възможност да оценим ролята и мястото на малките акционери – тези, които са с под 5% дял и поради това не присъстват в разкриваната информация. Акумулираният среден размер на всички големи холдинги<sup>9</sup> в структурата на най-едрите български публични предприятия е почти 80%. Числото изглежда дори още по-значимо, ако погледнем сумата само на първите три най-големи акционери – те достигат общо до 77.8%, т.е. малките акционери нямат никакъв шанс да устоят на каквато и да е акция на големите. И не само защото са малки, но и защото това тотално доминиране възниква между толкова малко на брой големи собственици, че последните могат да постигната необходимото им равнище на координация помежду си без никакво формално споразумение за съвместно гласуване.

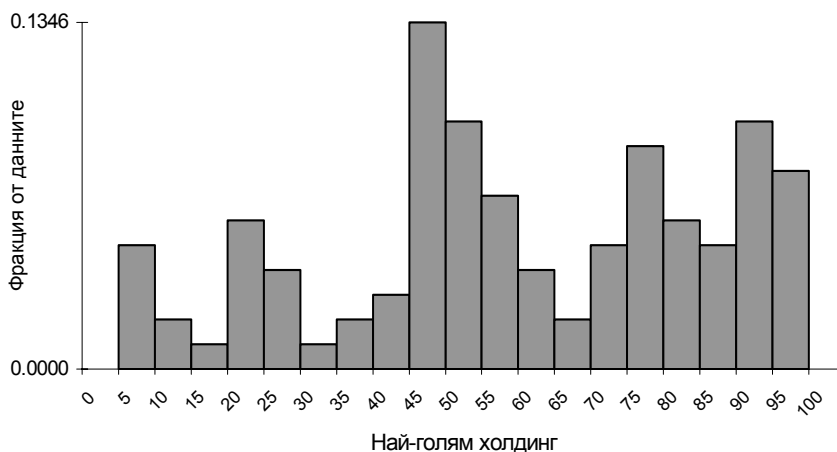
<sup>9</sup> Големи са холдинги над 5%, тъй като това е нормативният праг, изискван за разкриването им.

Таблица 2

Основни статистики на акумулираните големи директни холдинги (%)

Мярка	Средна	Медиана	Стандартно отклонение	Мин.	Макс.
Най-голям пакет акции	59.5	58.1	26.0	6.0	98.9
Сума от най-големите 3 пакета	77.8	87.2	23.5	6.0	99.5
Сума от всички големи пакети	79.5	88.9	23.6	6.0	99.5

Хистограмата на най-големите директни пакети показва ясно чертите на българската структура на собствеността (вж. фиг. 4). Първо, лесно се открива преобладаването на пакети с размер над 50%. Второ, тези пакети не показват никакви специфични пикове. Компаниите са повече или по-малко равномерно разсеяни и противно на очакванията, има едно локално дъно между 60-75%, което показва липсата на някакви специфични прагове. Единственото място, където може да се открие известно струпване на фирми, е в ранга 90-100%, което е нетипично за страни с добре развит капиталов пазар. Това се обяснява с факта, че много от фирмите се подготвят или са вече в процес на “затваряне” и напускане на публичния регистър и тези равнища са им необходими, за да направят търгово предложение на дребните акционери, което е предписано по процедурата за отписване от публичния регистър.



Фиг. 4. Хистограма на най-големите холдинги

Ситуацията е добра илюстрация за ограничената полза от задължителните търгови предложения, когато праговете и процедурите за тяхното прилагане не са добре обмислени.

Общо сумата от големите директни пакети (5+%) стига до 80% през 2001 г. (вж. табл. 3). Средният кумулативен дял на всички големи холдинги, държани от индустриални и търговски фирми, е дори още по-концентриран. Той се приближава до 90% (при ниска стойност на стандартното отклонение от 7.6%), показвайки, че фирмите от реалния сектор в България функционират почти изцяло като дъщерни на по-комплексни, главно вертикални групи. Съответните фигури за другите два сектора, представени тук – финансовия и този на холдинговите компании, са близко една до друга – съответно 38 и 37.3%, и са доста ниски. Разбира се, когато гледаме финансовия сектор, не бива да забравяме, че само две от стотина финансови фирми са представени на борсата като публични компании, което е друга важна черта на този сектор.<sup>10</sup>

Таблица 3

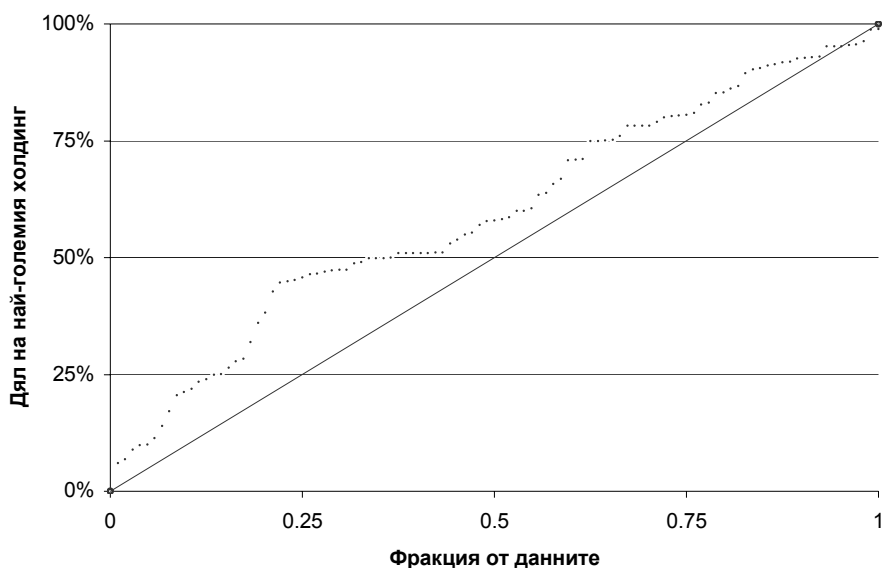
Структура на собствеността на публичните предприятия по типове  
собственици

Акумулирани директни холдинги държани от:											
	Всички инвести- тори	Местни индуст- риални фирми	Местни холдин- гови компани	Местни банки	РМД	Правител- ство	Индивид/ семејство	Чужд портф. инвести- тор	Чужд стратегич инвести- тор	Всички българ- ски	Всички чужди
Панел А: Във всички изследвани фирми (104 случая)											
Холдинг (%)	79,6	4,6	23,4	0,7	8,4	9,6	1,6	6,9	14,4	58,3	21,3
Станд. откл.	23,5	26,0	33,6	2,7	22,1	18,9	10,3	15,2	30,5	36,0	1,4
Панел В: Само в холдинговите компании (17 случая)											
Холдинг (%)	37,3	19,2	6,0	0,0	0,0	5,5	0,0	6,6	0,0	30,7	6,6
Станд. откл.	26,1	24,7	16,2	-	-	22,5	-	9,7	-	28,6	9,4
Панел С: Само във компании те от финансовия сектор (2 случая/банки)											
Холдинг (%)	38,0	7,6	0,0	6,4	0,0	10,6	0,0	13,5	0,0	24,53	13,51
Станд. откл.	15,6	10,7	-	9,0	-	15,0	-	19,1	-	24,53	13,51
Панел D: Само в индустриални/търговски компании (85 случая)											
Холдинг (%)	89,0	13,8	27,5	0,7	10,2	10,5	1,9	6,8	17,6	64,6	24,4
Станд. откл.	7,6	26,6	35,2	2,7	24,1	18,3	11,4	16,1	32,9	34,4	33,6

<sup>10</sup> Разбира се, последното се дължи частично на факта, че няколко от големите български банки бяха продадени на стратегически инвеститори и са сега част от по-големи чужди групи, които са публично търгувани в международен план, но не са листвани на нашата борса.

Случаят с холдинговите компании е доста по-усложнен. Фактически те възникнаха с много разпръсната собственост, набирайки своя капитал чрез инвестиционни фондове и при законова забрана основателите да притежават повече от 10% от техния капитал. По-късно, когато се преустрои на холдингови компании, приватизационните фондове успяха по различни начини, главно чрез увеличение на капитала, да повишат много средния размер на своите дялове. Следователно цифрата от 37% като среден размер е доста висока за тях.

Персентилната диаграма (вж. фиг. 5) на най-големите директни холдинги представя кумулативните разпределения на най-едриите акционерни холдинги (във възходящ ред) в 104-те български публични компании от извадката. Тя дава информация каква част от компанията в нашата извадка са с най-големи холдинги под дадена стойност, отчетена на вертикалната ос. Ако тя е близо до 45°-та линия, тогава плътността на фирмите е почти еднаква във всички размерни рангове на най-големите холдинги. Дистрибуция над 45°-та линия отразява преобладаване на компании с най-големи холдинги, а дистрибуция под нея индикира по-разпръсната собственост.



Фиг. 5. Персентилна диаграма на най-големите директни холдинги

Данните потвърждават наблюдението за силна концентрация на собственост - едва 1/3 от фирмите имат най-голям пакет от по-малко от 50%. Диаграмата показва също, че единственият сектор с по-изразена плътност е между 40-45 и 50%. Цялостното впечатление от диаграмата е добро



свидетелство за регулаторното влияние върху модела за контрол, макар и със слабости и двойственост.

#### *Категории на акционерите*

Анализът на данните ни дава друга много важна гледна точка за структурата на собствеността в България - тази на типовете на акционерите. Табл. 3 е разделена на 4 панела. Панел А показва средния размер на кумулативните пакети, притежавани от 6 вътрешни и два чужди типа инвеститори във всички 104 компании. Не е изненадващо, че най-големият пакет е държан от холдинговите компании – 23.4%. Втората група е тази на вътрешните индустриални и търговски инвеститори, следвана много близо от външните стратегически инвеститори. Когато вземем само холдинговите компании, първите два типа си разменят местата. Техните най-важни инвеститори са индустриалните компании, само че с по-малък среден размер на пакета – едва 19.2%. Това е в съзвучие с поначало доста по-малките средни размери на пакетите от акции в холдинговите компании – 37.3%. Директният дял на холдинговите компании една в друга е малък – само 6%, какъвто е и за западните инвеститорски типове. Това свидетелства косвено за специфичната роля на българските холдингови компании, създадени от масовата приватизация, като последна инстанция на собствеността в много индустриални и търговски приватизирани предприятия.

Може би най-изненадващи изглеждат резултатите за публичните фирми от финансовия сектор (панел С) – диверсифицирана собственост със силно присъствие на чужди портфейлни инвеститори и държавни пакети, а също и с отсъствие на инвестиции от холдингов тип инвеститори. Разбира се, критична роля тук играе ненормално малкият брой на представените предприятия, листвани на борсата – две компании трудно биха могли да представят ситуацията в сектора. Има обаче и други особености. Да споменем само две: правителственият сектор е силен, защото една от двете представени банки не беше напълно приватизирана към момента на изследването. Нулевият пакет на холдинговите компания вероятно има за основа факта, че финансовият сектор беше изключен от участие в масовата приватизация и затова техните акции не попаднаха в ръцете на холдингите.

Панел D на табл. 3 показва директната структура на собствеността само в тези 85 индустриални и търговски компании от нашата извадка, които се търгуват на българските фондови пазари. Те са най-големите и представят реалния сектор на икономиката доста добре. Водеща е групата на вътрешните холдингови инвеститори със значителните 27.5% като среден размер. Логично, ако се вземат предвид целите на приватизацията, втората по големина група е тази на чуждите стратегически инвеститори, следвани от вътрешните индустриални фирми. По-нататък са представени отделните инвестиционни типове по-подробно.

#### Холдингови компании

Това е все още най-важният инвеститорски тип в българската икономика – държи среден дял от 23% във всички компании, един сериозен дял, който дори расте, когато се вземат само индустриалните и търговските фирми от нашата извадка (до 27.5%), но пада драматично в самите холдингови компании (6%) и е буквално несъществуващ във финансовия сектор (0%). Тези характерни черти се дължат на неговото специфично възникване. Огромният брой холдинги дойде като приватизационни фондове, с малък и ограничен свеж капитал, акумулирайки боновете на населението. По-късно те почти всички станаха холдингови компании с няколко малки изключения, които се реструктурираха като инвестиционни фондове. Въпреки че са под контрола на различно правно регулиране, последните две групи действат повече или по-малко еднотипно, някъде по-средата между стратегически и портфейлни инвеститори. Фактически при ниската ликвидност на пазара и подценяването на акциите, които притежават, те нямат друг избор освен да намерят други източници на доход, включвайки се в по-голяма или по-малка степен в оперативния мениджмънт на компаниите, в които инвестират.

#### Индустриални/търговски компании

Това е вторият по важност, макар и доста нееднороден тип инвеститори. Включва както чисто индустриални компании, инвестиращи в други компании, за да затворят производствените и маркетинговите цикли, така и търговски фирми, които играят повече или по-малко холдингова роля, но се определят като търговски фирми. Най-общо последните са непублични и информацията за тях е доста оскъдна. Техният акумулиран дял в цялата извадка е 15%, нараства до 19% в панела на холдинговите компании и пада отново до 14% в други индустриални компании. Това предполага относително равномерно разпределение на интересите им в цялата икономика. Те са представени и във финансовия сектор, но както беше споменато, техният среден размер (7.6%) трябва да се третира внимателно поради малкия брой на случаи в извадката.

#### Национални (вътрешни) финансови компании (банки)

Слабото представяне на финансовите компании сред публичните български компании естествено е съчетано и с ниското им появяване в инвеститорска роля – в нашия пример едва 7 случая от 244 холдинга са идентифицирани като държани от един или друг вид финансови институции, главно банки. Това отново е резултат от масовата приватизация, макар и не така изразено. В действителност банките и застрахователните компании бяха приватизирани по-късно и чрез стратегически инвеститори. По този начин те не се включиха директно в участие в собствеността на приватизираните предприятия. Пенсионните фондове все още са в процес на установяване на пазара. Освен това ниската ефективност на функциониране на фондовите пазари изисква активно включване в управлението на компаниите, чиито акции държат, което очевидно засега не е цел на финансовите институции. Така един среден общ размер на държаните от тях пакети от 0.7% с

единствен по-голям дял, държан само във финансовия сектор, от 6.4% изглежда напълно оправдан за текущата ситуация.

#### Работническо-менеджърски дружества (РМД)

Тази специфична форма на инвеститори, създадена с единствената цел да участва в приватизацията, се появи доста късно. Тя получи доста широко приложение в сферата на средните и малките приватизирани предприятия, осигурявайки сериозни изгоди за тези, които я ползваха, но главно за топ-менеджърите. Въпреки че РМД станаха собственици на големи пакети в приватизираните компании, при които този метод беше приложен в общия по-комплексен случай на приватизация, съчетаващ стратегически с малки инвеститори, те имат доста ограничено участие. Пакетите, държани от тях, са със среден размер от 10.2%.

#### Държавната като акционер

Процесът на отдръпване на правителството от собственост в предприятията е на практика в последната си фаза, но все още съществуват значителни участия в някои сектори. Индустиалният и финансовият изпъкват със средни размери на холдингите от над 10% всеки, държани от правителството. Цялостната цифра за извадката е малко по-ниска (9.6%). До известна степен цифрата за участие на правителството в холдинговите компании е изненадваща (5.5%), защото всъщност се отнася единствено до българския тютюнев холдинг, но пък делът му е много впечатляващ - 93%, което се дължи на безкрайно забавената приватизация в сектора.

По-малко значими напълно естествено са индивидуалните/фамилните холдинги. Наистина има само няколко случая на преминаване на петте процента, които са обявени в нашата база данни. Това е така, защото за един индивид е далеч по-комфортно да упражнява своите права на собственост и контрол чрез посредническа частна фирма. Изгодите са свързани предимно с данъчни възможности, но имат връзка и с възможността за по-дълбоко обвързване с мениджмънта на компаниите.

#### Чужди инвеститори

Те представляват доста важна група с 21.3% среден пакет в цялата извадка от компании, които нараства още повече в сектора на индустриалните и търговските фирми и пада надолу до 13.51% във финансовия сектор. Чуждото участие е по-слабо единствено в сектора на холдинговите компании. Тук съществена роля играе процесът на свободното разпределяне на ваучери в началото, но също и някои последвали превземания, при които вътрешните инвеститори изтласкаха чуждите основатели на приватизационни фондове. Ето защо получихме като резултат едва 6.6% размер на средния холдинг, държан от чужденци в сектора на холдинговите компании.

Чуждите инвеститори са два различни типа – стратегически и портфейлни. Първата група е относително прозрачна. Това са повече или по-

малко добре установени компании със силни позиции в ключови български фирми. Има обаче и изключения - например т.нар. стратегически инвеститор на българския национален въздушен превозвач "Балкан". Логично те имат значимите 14.4% среден размер на пакета в цялата ни извадка, а само в индустриалния сектор - дори 17.6%.

Тези числа са почти два пъти по-високи от съответните за т.нар. портфейлни инвеститори. Последните държат общ среден пакет с размер 6.9% и близки по големина пакети в индустриалните и холдинговите сектори. Значително по-голямо е тяхното участие във компанията от финансовия сектор, но то трябва да се разглежда със съответната прецизност заради споменатите вече причини.

Не може обаче да се пропусне фактът, че българските портфейлни чужди инвеститори са доста двусмислена форма. Причината е, че често става дума за фирми с офшорна регистрация, за които е много трудно, да не кажем невъзможно, да се докаже някаква националност на капитала. За съжаление реалността е такава - дори и някои от стратегическите инвеститори са обект на подобни съмнения.

\*

От всичко, казано в изследването, могат да се направят някои важни заключения.

Първата група е свързана с разкриването на информация за собствеността на българските публични фирми. Възприемането на строгите изисквания на Европейската директива 88/627 е безспорен успех за по-нататъшното развитие на нормативната база, регулираща публичните компании и търговията с техните ценни книжа. В същото време нейното практическо прилагане не е достатъчно последователно, което не е в интерес на инвеститорите, главно миноритарните и индивидуалните. Значимостта на разкриваната информация изпъква още повече в светлината на другата група резултати, които получихме от изследването – тези за разпределението на собствеността.

Преди всичко беше установено, че собствеността на публичните компании в момента е строго концентрирана в ръцете на малък брой акционери. Последните разполагат с контролиращи гласове над 50%, което им позволява да извличат много повече изгода от управлението на компанията, отколкото да разчитат на класическите инвестиционни цели за капитален доход и дивиденди. Този факт е в основата на опитите да се изтеглят компании от борсата и да се отпишат от регистъра на публичните предприятия, които станаха особено масови през 2001 г. В крайна сметка това изтегляне стеснява базата на фондовата търговия и ограничава възможността за широко публично участие в корпоративната собственост, което се наблюдава във високо развитите пазарни икономики.

Същевременно възможността за извличане на управленски изгоди от корпоративния контрол стимулира допълнително мажоритарните собственици да не разпределят дивидент на всички класове от акционери, като осигуряват за себе си свръхдоходи за сметка на останалите групи акционери.

Всички посочени черти на българския модел на корпоративен контрол резултират в слабия интерес на дребните акционери, което на свой ред води до неликвиден пазар. Последният в крайна сметка помага на мажоритарните собственици в техните усилия да докажат правотата на действията си и да опитат да наложат модел на корпоративен контрол, основан на директна намеса в оперативното управление, а не на действието на фондовата борса, нито на големите финансови институции, каквито очаквания бяха заложили в първоначалното силно разпръсване на собственост чрез масовата приватизация.

В крайна сметка освен разочарованите и отблъснати дребни инвеститори този модел ограничава фондовата борса, чрез което силно стеснява възможностите на фирмите за получаване на сравнително евтин финансов ресурс. Не случайно нашите банки продължават да поддържат много висок спред на лихвените равнища по депозитите и кредитите. Освен това високата концентрация на собственост и контрол в съвременните български публични предприятия е факт, който не може да бъде променен чрез нормативни мерки, а и едва ли подобна цел е обоснована в условията на развиваща се пазарна икономика. Редки са случаите, когато развити страни като Великобритания лансират програми за разширяване на акционерната база в публичните корпорации чрез прецизни и добре обмислени приватизационни програми.

В условията на развити пазари усилията са насочени към преодоляване на негативните последици от свръхконцентрацията на собственост, което става главно чрез по-добра защита на малките акционери, чрез по-голяма прозрачност на действията на мениджмънта и по-широка мрежа от изисквания за разкриваната информация от публичните компании.

*Използвана литература:*

- Списък на листваните компании на БФБ – София.  
 Закон за публичното предлагане на ценни книжа. – ДВ, 30.12.1999, бр. 114.  
 Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните компании. – ДВ, 14.07.1995, бр. 63.  
*Петранов Ст., Дж. Милър.* Масова приватизация и създаване на капиталов пазар в България. С., ЦИД, 1998.  
*Петранов, Ст.* Концентрация на капитала в публичните компании, защита на инвеститорите а капиталовия пазар в България: 1997-1999. - Икономическа мисъл, 2000, N 4.  
*Чипев, П., Р. Петкова, В. Минчев.* Структура на корпоративния контрол в предприятията от масовата приватизация. - Икономически изследвания, 2000, Vol. IX, N 1.  
*Becht, M., C. Mayer,* The Control of Corporate Control. ECGN, 2001, mimeo.  
*Becht, M., A. Chapelle, L. Renneboog.* Shareholding Cascades: The Separation of Ownership and Control in Belgium. ECGN, 2001, ръкопис.  
*Scott, J.* Capitalist Property and Financial Power, Wheatsheaf Books, London, 1986.  
*Tchipev, P.* Bulgarian Mass Privatisation Scheme: Implications on Corporate Governance. Economic Institute of the Bulgarian Academy of Sciences, Discussion Papers, DP 01/97.  
*Tchipev, P.* Privatisation Funds in the Bulgarian Mass Privatisation Scheme. Some Early Results. – Economic Thought, 1997.  
 12.II.2002 г.