

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

The first wave of mass privatization: results and perspectives

Petranov, Stefan

Foundation Free Initiative

September 1998

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/109353/>
MPRA Paper No. 109353, posted 25 Aug 2021 14:06 UTC

Стефан Петранов

ПЪРВАТА ВЪЛНА НА МАСОВАТА ПРИВАТИЗАЦИЯ: РЕЗУЛТАТИ И ПЕРСПЕКТИВИ

1. Какви са резултатите?

1. Масовата приватизация в контекста на общия процес на приватизация

На 3 март 1998 г. формално завърши първата вълна на масовата приватизация. В приетата от Народното събрание на 19.12.1995 г. "Програма за приватизация чрез инвестиционни бонове"¹ бяха заложени пет етапа за нейното осъществяване. Последният, пети етап, наречен следприватизационен период, продължава шест месеца след края на последната тържва сесия. За този етап първоначално съществуваше нормативна забрана за търговия с акциите, придобити чрез "Програмата". В последствие, тази забрана бе частично отменена. Тя отпадна по отношение на акциите на предприятията, но остана в действие по отношение на акциите на приватизационните фондове. По този начин, с официалното въвеждане на резултатите от третия централизиран търг в Централния депозитар на 3 септември 1997г. започна да тече следприватизационния период и той завърши на 3 март 1998 година. Така може да се счита, че първата вълна на масовата приватизация формално е приключила.

Оценките на наблюдателите за този уникален процес не са единодушни и варират от умерено положителни до силно отрицателни както за самия процес,² така и за участниците

¹ Програма за приватизация чрез инвестиционни бонове. Държавен вестник, бр. 1., 1996г.

² В свое публично изказване Росен Карадимов, член на Политическия съвет на Евролевицата, определя масовата приватизация по следния начин: "Масовата приватизация е недомислица и грешка. Тя е организирана кражба в условията на валутен съвет", в. "Тари", 9.1.1998, стр. 6.

С Р Ъ Р Ж А Н И Е

Стр.

Стефан Петранов. *Първата вълна на*

масовата приватизация: резултати и перспективи

1. Какви са резултатите	3
1. Масовата приватизация в контекста на общия процес на приватизация	3
2. Обхват на процеса	8
3. Институционални участници	11
4. Активност на населението	14
5. Цели и резултати	17
II. Какви са перспективите	23
Джефри Милър, Стефан Петранов. <i>Изграждане на капиталов пазар в условията на преход: примерът на България</i>	29
1. Икономическа среда	32
2. Капиталовите пазари в икономиките в преход: перспективи и опасности	40
3. Възможности за подобряване на корпоративния контрол и функционирането на капиталовия пазар	52
4. Заключение	60
5. Библиография	63

в него³. В масмедията, за съжаление, най-често отразяваната тема е дали приватизационните фондове са пирамиди, което вероятно е интересно от журналистическа гледна точка, но не отговаря на същността и на важността на процеса⁴.

Официалните институции още в средата на 1997 г. дадоха определено негативна оценка⁵. Тази оценка бе афиширана преди още да бяха оповестени официално резултатите от проведенния трети търг, преди свикването и провеждането на големата част от общите събрания на приватизираните дружества и преди публикуването на каквито и да било показатели за финансово-икономическото състояние на дружествата от програмата или на приватизационните фондове.

Чисто формално погледнато фактите обаче говорят съвсем друго нещо. Върхност в големото си болшинство приватизираните чрез програмата за масова приватизация дружества показват успешни финансови резултати за 1997 г., които са значително по-добри в сравнение с 1996 г. Направените разчети в Националния статистически институт показват, че като цяло приватизираните дружества са имали по-висока рентабилност през 1997 г. в сравнение с дружествата от об-

³ Според Бойко Радев, депутат от Евролевицата, приватизационните фондове са бомба, която ще избухне след отваряне на пазара на акциите от масовата приватизация. Много фондове са продали във валута акциите си на съмнителни лица под масата, в. "Тари", 9.1.1998, стр. 6.

⁴ Един внимателен преглед на печата от втората половина на 1997 г. ще се натъкне на десетки или дори стотици публикации на тази тема. Мненията са различни от "Атарчев наддухва бъдещи пирамиди?", в. "Континент", 24.7.1997, до "Фондовете са нарочени за пирамиди, но прокурорските доказателства кудат", в. "Труд", 30.7.1997 г. В същото време редица анкети, проведени сред широката публика, категорично показват, че хората като цяло останаха в голяма степен незапознати със същността на процеса, техническите подробности, резултатите и най-важното останаха неинформирани за правата си на участници и за това какво може реалистично да се очаква от процеса.

⁵ Вж. напр. изказване на вицепремиера Александър Божков, в. "Капитал", 23.6.1997 г., стр. 27. В него отрицателният резултат се обосновава с аргументите, че се получава разпилно управление на предприятията, блокират се много управленски и правни решения при смесена собственост с държавата, невъзможно е бързо действие на приватизационните фондове, блокира се капиталовия пазар и преразпределянето на собствеността. Изключение от общия официален тон прави позицията на Центъра за масова приватизация, според които процесът може да се отчете като успешен. "Четири милиона българи станат собственици", интервю на Пирин Атанасов, изпълнителен директор на центъра, в. "24 часа", 25.7.1997 г.

ществения сектор. Брутната рентабилност на приватизираните дружества за деветмесечието на годината е била 1.6 пъти по-висока⁶ в сравнение с държавните дружества.

Разбира се, подобренията финансови показатели за 1997 г. в сравнение с 1996 г. се дължат в немалка степен на обстоятелството, че годината не е "обичайна" от счетоводна гледна точка. За формирането на "благоприятни" финансови показатели действаха съществени външни за дружествата фактори като рязката обезценка на лева и ниските амортизационни отчисления. Но тези фактори действаха еднакво за всички дружества, включително и за тези от общественния сектор. Следователно същественото различие в рентабилността на частния и общественния сектор не може да се обясни с изброените външни фактори, а по-скоро трябва да се търси в подобряване на ефективността в резултат на приватизацията. Именно това е и смисълът на целия процес.

Ако емоциите, пристрастията и въпросите за "пиримидалност на фондовете" бъдат оставени на страна, то към институционалните участници в масовата приватизация - приватизационните фондове, а оттам и към самия процес бяха отпразнени две основни критики:

- фондовете не инвестират, защото нямат свежи финансови ресурси и следователно не могат да реструктурират предприятията;
- фондовете не са добри управители и стопани на предприятията, тъй като нямат опита и експертизата, нужни за това.

Отправена през 1997 г., първата критика е съвсем неоснователна. Обективният анализ би отчел, че през 1997 г. фондовете не биха могли да имат съществени финансови ресурси. Причината е в характера на техните постъпления. Основно тези постъпления са от два източника - дивиденди от инвестиции и приходи от търговия с ценни книжа. И двата източника бяха на практика затворени през 1997 г., тъй като държавата нормативно задържа дивидентите на предприятията, а фондовата борса и търговията с ценни книжа бяха открити едва в самия край на годината.

⁶ В. "Български бизнес", 4-10.12.1997 г., стр. 9.

Освен това инвестирането предполага съответно вдигане на капитала на дружествата. Такова вдигане от страна на фондовете е по принцип възможно, но не така стои въпросът с държавното участие. Държавата не може да участва с финансови средства в увеличението на капитала и в същото време като правило няма готовност и виждане да провежда политика на понижаване на относителния дял на участието си, ако само другите акционери участват в увеличаване на капитала. По този начин всякакво инвестиране на практика се блокира, тъй като във всички дружества от програмата остана и държавно участие в по-голям или по-малък размер.

Колкото до втората критика, че фондовете не са добри управители и стопани на предприятията, тъй като нямат опит и експертиза, това може би може да се отнесе в най-добрия случай към някои от фондовете, но едва ли е валидно за всички. Освен това експертизата и управленческите умения също стават постепенно въпрос на пазар и особено по-големите фондове видимо разполагат с достатъчно ресурси за тяхното осигуряване.

В този смисъл заслужава да се отбележи един особен нюанс на процеса в България. Докато в процеса на масова приватизация в Чехословакия (Чехия) фондовете са сменили 80-90% от мениджърите на предприятията, то в България този процент е коренно различен - в границите на 3-7%. Какви са точно икономическите и социално-психологическите причини за това явление е интересно само по себе си. Но така или иначе факт е, че фондовете сменят малко от мениджърите и то значително по-малко, отколкото политическите сили. При това положение може да се очаква, че на дружествата, в които фондовете имат влияние върху управлението, не им липсва опит и експертиза в по-голяма степен, отколкото на държавните предприятия или отколкото на тези предприятия, приватизирани от работническо-мениджърски колективи.

В крайна сметка официално оповестените бързо и без сериозна дискусия негативни оценки за процеса послужиха само за формално обосноваване на смяна на модела на масова приватизация. Правителството на ОДС пристъпи към прилагане на принципно друг подход за т.н. "втора вълна".

Все пак как приключи "първата вълна" на фона на политиката на структурни реформи в страната и в контекста на съпоставяне с критериите, заложили в споразуменията на България с международните финансови организации? Какви са очертаващите се резултати?

В резултат на първата вълна са приватизирани 81.5% от предлаганите акции на дружествата от масовата приватизация или около 12-14% от държавния дял в икономиката. Общият принос на касовата приватизация в намалването на държавното участие в икономиката до края на 1997 г. се оценява на около 5 - 7%. Така сумарният процент на приватизирания държавен капитал остава на равнището около 18 - 20%⁷ и е един от най-ниските проценти за страните в преход. Отчитайки и частния сектор извън приватизацията, като цяло българската икономика остава все още с много висок дял на държавния сектор, което е интегрален показател за напредъка на пазарните реформи (Вж. Таблица 1.1.)

Таблица 1. Дял на частния сектор в БВП (%) на страни в преход-1996 г.

Албания	85	Русия	70
Армения	65	Словакия	71
България	46	Словения	55
Естония	67*	Украйна	55*
Македония	65	Унгария	73
Полша	65	Хърватско	55*
Румъния	55*	Чешка република	75

*Данните са за 1997 г.

Източник: *Europeal Bank for Reconstruction and Development, Transitional Report, 1997.*

⁷ Различни официални източници публикуват различни данове поради липсата на единна методология за оценка на размера на държавните активи, както и поради различия в дефиницията на понятието *приватизирано предприятие*. Поради това, цитираните тук числа са в ориентировъчни граници.

С този мащаб на приватизацията България не можа да изпълни критериите на споразумението FESAL със Световната банка за 25%-на приватизация на активите до края на 1997 г. Първото полугодие на 1998 г., при всички декларации за ускоряване на приватизацията, добави само 1.7% приватизирани дълготрайни материални активи на държавата⁸. Изостанването на приватизацията в България и в сравнителен план (спрямо другите страни) и във времето прави провеждането на втора вълна на масовата приватизация и логична и наложителна. А перспективата за повторение на процеса остро налага избора на подходяща схема, по която да се проведе тази втора вълна.

2. Обхват на процеса

Общо в програмата за първа вълна на масова приватизация в България бяха включени 1050 предприятия, като доминиращата част от тях (812) са предложени с над 2/3 от капитала си. Разпределението на предприятията според дела на капитала им, с който те са включени в програмата е показано на Таблица 2.

Таблица 2. Разпределение на предприятията според частта от капитала, предложена за масова приватизация

Част от капитала, предложена за МП	Брой на предприятията	Общ регистриран капитал (хил. лв.)	Капитал за МП (хил. лв.)
до 1/2	230	127,802,109	33,141,005
от 1/2 до 2/3	8	845,494	483,695
над 2/3	812	81,575,645	56,758,437
Общо	1,050	210,223,248	90,383,137

Изт. Център за масова приватизация.

⁸ Данните са събрани от А. Дюлгеров, председател на Надзорния съвет на Агенцията за приватизация, и цитирани във в. "Капитал", 25-31.7.1998 г. Изчисленията са на база общата стойност на дълготрайните материални активи към 31.12.1997 г., като се използва методика, при която предприятията, в което са приватизирани 67% от капитала се смята за 100% частно, а под 67% се пресмята само точната стойност на раздържавените активи.

По своя обхват българската програма на този етап отстъпва на чешката, на руската, а и на сходни програми в други страни⁹, но тя е по-машабна от полската. В чехия програмата за масова приватизация обхваща 3 650 предприятия в две вълни. Руската програма обхваща 5 000 - 6 000 големи предприятия и 16 000 - 20 000 средни предприятия. Полската програма е значително по-свита - тя включва 512 предприятия.

Важна характеристика на процеса е степента на приватизация, която се осъществява чрез него на микро равнище - в отделните предприятия. Това е свързано с въпроса до каква степен предприятията преминават под частен контрол, което е показателно за перспективите за тяхното реструктуриране. От тази гледна точка българската програма отстъпва на анализиранияте тук програми. В сравнение с другите, разглеждани случаи, именно в българския вариант на масова приватизация остава най-голям дял от предприятията в ръцете на държавата. В над 1/5 от предприятията държавата остава мажоритарен собственик с над 50% от капитала. Освен това в голямото болшинство от случаите, когато държавата остава с миноритарен дял, то той е 33% от капитала на дружествата, което често я прави най-големия акционер, тъй като приватизационните фондове са ограничени да придобиват до 34% от капитала на дадено дружество. Такъв размер на държавното участие дава възможности да бъдат блокирани редица съществени решения на частните собственици¹⁰. За сравнение с

⁹ Например литовската масова приватизация обхваща 2 700 малки предприятия, 2 000 средни и големи предприятия, както и около 700 000 жилища.

¹⁰ В това отношение заслужава да се отбележи следното: първоначално големата част от предприятията бяха предвидени да участват в програмата с 65% от капитала си, т.е. под 2/3, което според Търговския закон оставя на държавата пълен контрол над дружествата. В същото време обаче, непосредствено преди провеждането на първия централизиран търг, държавата промени условията на много от тези предприятия по такъв начин, че нейното, макар и намалено, участие отново да може да блокира на практика редица важни решения в управлението на дружествата.

другите страни - в Полша държавата задържа 25% от капитала на дружествата, в Чехия 8-10%, в Русия средно около 20%.

Изводите за сравнително големия дял на капитала, който държавата задържа, се засилват още повече, ако се вземе предвид програмата не като план, а като фактическо изпълнение. Първо, държавата извади някои дружества от програмата. Също така специфичните правила, по които се провежда централизираните търгове, доведоха до това, че в държавата останаха много по-голямо количество от акциите, отколкото бе първоначално планирано. В резултат на това частните собственици получиха съществен контрол в по-малко на брой предприятия, отколкото се предвиждаше в програмата. Разпределението на предприятията по този показател е дадено в Таблица 3.

Таблица 3. Разпределение на предприятията според частта от капитала, приватизирана чрез МП

Част от капитала приватизирана чрез МП	Брой на предприятията
до 1/2	293
от 1/2 до 2/3	81
над 2/3	666
Общо	1.040

Изт. Център за масова приватизация

Обикновено обемът на капитала, който държавата задържа, се разглежда в светлината на баланса между бързина и приходи. По-ниска степен на задържане означава по-бърза приватизация за сметка на липса на приходи за държавата. Обратно, по-висока степен на задържане означава по-бавна приватизация, но с възможности за бъдещи приходи за държавния бюджет при евентуални продажби на остатъчните дялове. От тази гледна точка българският вариант не е добре изчистен. От една страна, държавата задържа сравнително голям дял от предприятията и забавя тяхната приватизация,

което предполага стремеж към бъдещи приходи от касови продажби. От друга страна, държавата стимулира работническо-мениджърските колективи с големи преференции и възнамерява да предлага остатъчните дялове най-вече в рамките на втора вълна на масова приватизация. И в двата случая не могат да се очакват сериозни приходи за бюджета.

3. Институционални участници

Много важен аспект на всички програми за масова приватизация е формирането на институционалните участници. Конкретните възможности за тяхното формиране, характеристики им и регулирането на дейността им имат много голямо значение за развитието на дружествата, които са включени в масовата приватизация, в дългосрочен план. Наличието или липсата на концентрация на собствеността, както и поведението на мажоритарните собственици налагат съществен отпечатък върху корпоративното управление на дружествата и върху перспективите им за реструктуриране.

Във всички разглеждани страни се изхожда от разбирането, че успешното реструктуриране на икономиката и повишаването на ефективността изискват или поне ще бъдат съществено стимулирани при висока концентрация на собствеността, при ефикасен контрол над оперативното управление и при професионален мениджмънт, ориентиран към чисто икономически цели. По тази причина в разглежданите страни основна роля в процеса имат институционалните участници - приватизационни фондове, за които се предполага, че са в състояние да отговорят на тези изисквания. В Полша фондовете са институционализирани от държавата - 15 фонда от затворен тип. В Чехия и Русия те се създават спонтанно на пазарен принцип - 435 фонда и 654 фонда съответно. След проведането на масовата приватизация и в Чехия и в Русия могат да бъдат посочени редица несполуки, свързани с дейността на приватизационните фондове, но тук е много важно да се подчертае следното: каквито и негативни моменти да се проявяват в дейността на приватизационните фондове в тези страни, те са свързани с регулирането на дейността им, с нормативната база и с инфраструктурата на капиталовия пазар.

Това не компрометира становището, че институционалните участници в процеса биха могли да осигурят концентрацията на капитала, ефикасен контрол, възможности за реструктуриране. И че без наличието на тези характеристики развитието на предприемачеството в дългосрочен план може да бъде по-тавено под въпрос.

Един от аргументите за допускането на колективни форми за инвестиране (т. е. фондове) в процеса на масова приватизация е възможността за постигане на по-голяма ефективност от инвестициите. Тя се осъществява чрез професионална ангажираност и по-добра информационна база, които са на разположение на институционалните инвеститори и които не могат да присъстват в такава степен при индивидуалните граждани. Тези черти на институционалните инвеститори се проявява съвсем ясно и в българската програма. Показателни са например загубите, които различните групи инвеститори са претърпели поради неизползване на ресурсите, с които са разполагали. Тези резултати са показани в Таблица 4.

Таблица 4. Загуба от неизползвани инвестиционни бонове

	Общ капитал (хил. инв. лв.)	Загуба (хил. инв. лв.)	Относителен дял на загубата
Големи фондове*	46,500,492	276,602	0.59%
Малки фондове**	16,305,067	178,819	1.10%
Граждани	12,221,166	3,056,005	25.01%
Общо	75,026,725	3,511,426	4.68%

*Фондове с капитал над 1 млрд. инв. лв.

**Фондове с капитал под 1 млрд. инв. лв.

Източник: Изчисления на автора

Както се вижда от таблицата, общо около 3.5 млрд. от инвестиционните бонове, което представлява 4.68% от всички инвестиционни бонове, останаха неизползвани в процеса. Причините са основно две. В някои случаи участниците в третия Търг не са преценили точно конкуренцията и са подали за-

явки, с които не са спечелили. В други случаи вероятно не са подавали заявки изобщо поради различни причини (неинформаност, изпускане на срокове, пътуване в чужбина и т.н.). Вероятно съществува също така и някаква неизбежна за българските условия бройка технически грешки. Но това, което прави впечатление от таблицата, е драстичната разлика в загубите, които са понесли различните групи. Докато фондовете са понесли сравнително малки загуби - около 1% и около 0.5% за малките и големите съответно, то за индивидуалните инвеститори всеки четвърти инвестиционен бон е директно загубен.

Отчитането на това каква част от разполагаемото количество бонев ресурс е била използвана разкрива само една страна от ефективността на участниците в процеса. Другата страна е начинът, по който се използва тази част от ресурса. Конкретните емпирични данни от търговете категорично показват, че фондовете са успели като цяло да използват по-рационално ресурсите си. Те са успели да придобиват акциите при по-благоприятни цени, адаптирали са по-успешно поведението си на базата на информацията от предходните търгове и са получили относително повече безплатни акции в случаите на разпределение на такива акции¹¹.

По отношение на институционалните инвеститори българският опит има шанс да се окаже положителен на фона на останалите страни. Българските приватизационни фондове - 81 на брой, бяха създадени в добре изградена, за тогавашния момент, нормативна среда. За разлика от всички други страни, те бяха регламентирани по специално създадения за целта Закон за приватизационните фондове. Те са най-контролираните и дейността им е най-регулирана в сравнение с техните аналози в останалите страни. От самото си основаване те действат в рамките на Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества и се контролират от специална институция - Комисията по ценните книжа и фондовите борси. Дали обаче ще изиграят съществено положителна роля при реструктурирането на реалния сектор и при пови-

¹¹ Вж. "Първата вълна на масовата приватизация в България: инвестиционни стратегии и резултати", Изследователски проект на фондация "Отворено общество", 1998г.

шаването на ефективността на предприятията, ще зависи от конкретната среда, в която те ще оперират. Новият етап, след приключването на първата вълна на масова приватизация, поставя редица проблеми от институционално естество. Те са основно в две насоки - едната посока е развитието на инфраструктурата на капиталовия пазар, а другата е усъвършенстването на регулирането дейността на субектите на този пазар. От успешното решаване на тези проблеми ще зависи и ролата на институционалните инвеститори в българската икономическа дейителност.

4. Активност на населението

Българската програма предвиждаше получаването на боновите книжки срещу заплащане на минимална такса от 500 лв. Определени категории граждани (пенсионери, учещи) ползваха намаление и можеха да получат бонова книжка срещу 100 лв. Първоначалният срок за регистриране беше определен за периода 8.1. - 8.5.1996 г. В последствие този срок бе удължен допълнително с краткия период 1.6. - 9.6. 1996 г. В крайна сметка за участие в програмата се регистрираха над 3 млн. български граждани, което е около 47% от броя на гражданите, които имаха законово право да участват¹².

Принципно различните схеми в Русия и Полша не дават възможност за директни сравнения на активността на населението в България. Но силната аналогия с чешката схема дава възможност. Такова сравнение по отношение на активността в България и Чехия е показано на Таблица 5.

Според данните активността в България е значително по-ниска в сравнение с Чехия. В България само 47% от гражданите са се възползвали от правото си да участват в програмата, докато в Чехия този дял е 77.6% и 81.6%, съответно за първата и за втората вълна. Прави впечатление, че в Чехия доверието в процеса се е засилило след провеждането на първата вълна и при втората вълна повече граждани са преценили, че желаят да участват.

Таблица 5. Активност на населението

	България	Чехия*	
		I-ва вълна	II-ра вълна
Брой на граждани, имащи право на участие (млн.)	6.5	7.6	7.6
Брой на участвали граждани (млн.)	3.0	5.9	6.2
Относителен дял на участвали спрямо имащи право(%)	47.0	77.6	81.6
Брой бонови книжки, прехвърлени към ПФ (млн.)	2.4	4.3	3.9
Относителен дял на бонови книжки, прехвърлени към ПФ спрямо всички бонови книжки (%)	80.5	72.8	62.9

* Данните се отнасят само за Чехия, като първата вълна е проведена в рамките на Чехословакия.

Изт:Център за масова приватизация, *Mass Privatization in Central and Eastern Europe and the former Soviet Union*, The World Bank, 1995.

Няколко са факторите, които повлияха за сравнително слабата активност на населението в България. По-важните от тях са следните:

- слаба разяснителна работа от страна на правителството;
- късно стартиране на кампанията на фондоте. Редица правни и институционални неуредници забавиха процеса на лицензиране на приватизационните фондове. Поради тази причина тяхната рекламна кампания стартира сравнително късно и на практика тя се проведе след периода на регистрация на участниците. Това от своя страна доведе до невъзможност рекламната кампания на фондо-

¹² Право на участие имат гражданите, навършили 18 г. възраст.

вете да привлича нови участници в процеса. Няма съмнение, че ако на фондовете бе разрешено да рекламират по време на регистрационния период, то броят на участниците щеше да е значително по-висок. Подобен ефект се е наблюдавал в Чехословакия - след включването на фондовете в рекламната кампания, броят на регистрираните участници рязко е нарастнал:

- нееднозначна публична оценка на процеса. Различните политически сили не бяха на единно мнение за ползата от провеждането на масова приватизация. Редица политически сили от опозицията преценяваха процеса като изкуствен, непазарен и неносещ приходи за бюджета. Нещо повече, имаше и елементи на открита политическа агитация против участието в програмата.

Интерес представлява и сравнение на прехвърлянето на инвестиционните бонове към приватизационните фондове. В това отношение българските граждани са се насочили в по-голяма степен към фондове в сравнение с чешките. Около 80% от участниците в българската програма са прехвърлили своите бонови книжки към фондове, докато за Чехия този дял е 72.8% и 62.9% съответно за първата и втората вълна. Такава висока степен на доверие на българската публика към новосъздадени финансови институции е донякъде изненадваща. Тя е необичайна както на фона на сравнението с Чехия, така и на фона на традиционното недоверие на българите към правителствени мероприятия. Още по-изненадващ е този показател, ако бъде разгледан в светлината на факта, че фондовете набираха бонови книжки в среда, в която вече беше започнала кризата на финансовата система. Бяха рухнали редица финансови пирамиди и вече имаше затворени банки.

Обяснението на този феномен може да бъде намерено най-вече в обстоятелството, че процесът бе абсолютно уникален и че характеристиките на инвестициите на капиталовия пазар бяха непонятни за широката публика. В резултат на това повечето граждани предпочетоха все пак да се доверят на приватизационните фондове и сравнително малко граждани участваха като индивидуални инвеститори.

Резултатите от участието на приватизационните фондове и индивидуалните участници са показани в Таблица 6.

Таблица 6. Обобщени данни за проведените тържни сесии на първата вълна на масовата приватизация

Брой акции, предложени на трите тържни сесии (млн.)	I-ва тържна сесия	II-ра тържна сесия	III-та тържна сесия	Общо
	Брой акции, продадени на търговете (млн.)	32.4	24.2	
Брой на индивидуални участници с допуснати заявки до класиране в тържните сесии (хил.)	242.0	88.0	65.0	303*
Брой заявки на индивидуални участници, допуснати до класиране в тържните сесии (хил.)	386.4	130.0	90.0	607.0
Използван бонов ресурс от индивидуалните участници в тържните сесии (млн. ин. б.)	8.4	2.5	1.6	12.5
Изразходван бонов ресурс от индивидуални участници за придобиване на акции (млн. ин. б.)	6.2	1.7	1.2	9.1
Общ брой придобити акции от индивидуални участници (млн.)	4.3	2.4	2.4	9.0
Изразходван бонов ресурс от ПФ за придобиване на акции (млн. ин. б.)	44.9	12.9	4.5	62.4
Общ брой придобити акции от ПФ (млн.)	28.0	21.8	10.1	60.0

* Общият брой не е сумарен от трите тържни сесии.

Изт: Център за масова приватизация

5. Цели и резултати

За успешното провеждане на първата вълна от масовата приватизация следва да се съди преди всичко от позициите на това доколко са постигнати нейните цели. Целите на програмата са част от нея и експлицитно присъстват в текста при приемането ѝ в Народното събрание. Официално целите са формулирани по следния начин:

1. Да осигури прелом в процеса на приватизация

Обект на програмата са предимно големи и средни държавни предприятия. Приватизацията им трябва да ускори

развитието на частния сектор на националната икономика, като даде приоритет на корпоративната собственост. Така ще се направи решителна крачка по пътя на структурната реформа, чието забавяне има негативни последици върху икономическите перспективи на Държавата и върху социалното положение на нейните граждани. От програмата се очаква да отстрани основните препятствия пред приватизацията у нас: недостига на платежоспособно търсене; трудностите на предлагането; отчуждеността на мнозинството българи от този процес. Масовата приватизация ще активизира създаването на съвременен капиталов пазар и на принадлежащата му инфраструктура.

2. Да включи в процеса на трансформация на собствеността гражданите на Република България и да им открие възможности за участие в управлението на преобразуваната собственост

Всеки ще получи своите бонове и ще реши как да се разпореди с тях. Пазарът ще оцени този избор по своите правила. Каквато и да е тази оценка, участниците ще придобият акции с реална пазарна стойност. Те сами ще решат по-късно дали да останат акционери или да продадат книгата си. Каквото и да диктува личният им интерес, те ще са участници в позитивния процес на създаване на отговорни пазарни субекти и на утвърждаване на конкурентна икономическа среда.

3. Да подчини дългосрочната структурна политика на конкретните цели на текущата икономическа политика: *оздравяване на държавния бюджет; решително подобряване на управлението на държавния сектор; ясни приоритети на държавата в областта на инвестициите.*

Състоянието на държавните финанси не позволява на правителството да осъществява широкомащабна инвестиционна политика. Неговите правила на стопанска дейност правят невъзможно ефективното управление на хилядите предприятия, в които държавата е едноличен собственик или съсобственик. В тези условия сме свидетели на бърза декапитализация на държавните предприятия с всички произтичащи за бюджета последици, краткосрочното равновесие и растежа на стопанството. Масовата приватизация позволява този процес да бъде спрял чрез намиране на нови, заинтересувани

собственици и управители. Тя дава шанс на много по-широк кръг от хора да се включат като активни участници в икономическата дейност на страната.

Непосредствена цел на програмата е прехвърлянето на собствеността върху акции от капитала на 1063 търговски дружества от държавата върху гражданите на обща стойност по номинал 80.439 млрд. лева.

За сравнение в Таблица 7. са показани декларираните цели на програмите за масова приватизация в други страни.

Таблица 7. Цели на програмите за масова приватизация

Полша	Чехословакия	Русия
Равномерно разпределение на държавната собственост	Равномерно разпределение на държавната собственост	Преференциално разпределение в полза на работници и мениджъри
Преструктуриране на предприятията чрез държавни приватизационни фондове	Преструктуриране на предприятията чрез активни частни собственици (фондове и граждани)	Преструктуриране на предприятията чрез въздействие на външни собственици върху вътрешните за предприятия собственици
Развитие на капиталовите пазари	Развитие на конкуренцията и на капиталовите пазари	Развитие на конкуренцията и на капиталовите пазари
Програмата е един от елементите на процеса на приватизация	Ускоряване на приватизацията	Ускоряване на приватизацията

Изт.: Mass Privatization in Central and Eastern Europe and the former Soviet Union, The World Bank, 1995.

Внимателното анализиране на резултатите по отношение на поставените цели води до следните изводи.

Преди всичко непосредствената, краткосрочната цел на програмата не може да се счита за изпълнена. В крайна сметка не се получи прехвърлянето на собствеността върху акции от капитала на 1063 търговски дружества на обща стойност по номинал 80.4 млрд. лева. В програмата участваха 1040 търговски дружества с обща стойност на акциите по номинал 84.8 млрд. лв. Но не е толкова съществено разликите между анонсираното в програмата предлагане на акции и фактически осъщественото предлагане. По-важното е, че

сравнително голяма част от фактически предложените акции не бяха прехвърлени от държавата към частни икономически субекти. В резултат на търговете към приватизационни фондове и граждани бяха прехвърлени 69.1 млн. акции, което е 81.5% от предложените акции. За сравнение в Чехия бяха прехвърлени 93% от предложените в програмата акции. Причината за този резултат е в самата система, по която се провеждат търговете, предполагаща ценова дискриминация на участниците и възможност за голямо неравновесие между търсенето и предлагането. Регулиращите органи не се съобразиха с редица предложения за друга система или за корекция в приетата система, която да осигурява крайно равновесие или поне постигане на по-висок процент на раздържавяване на предложените акции. По този начин непрехвърлените 18.5% от акциите остават държавна собственост за неопределено време с всички проистигащи проблеми за скоростта и качеството на тяхната приватизация.

Третата цел на програмата има и краткосрочен и дългосрочен аспект. В краткосрочен аспект целта е ориентирана към изтегляне на държавата от пряко участие в стопанската система като собственик. Това се мотивира с невъзможността държавата да управлява ефективно собствеността си, да спре декапитализирането на предприятията и да осъществява инвестиционен процес. Предлага се също така шанс на много по-широк кръг от хора да се включат като активни участници в икономическата дейност на страната. Този аспект на целта е постигнат. Дългосрочният аспект на тази цел обаче предполага намирането на нови заинтересувани и отговорни собственици и управители. Доколкото в резултат от програмата новите собственици и управители ще действат в корпоративна среда, това означава налагането на подходяща система за корпоративен контрол и управление. За сега нормативната база и цялостната институционална среда все още не са намерили такава система, която да осигурява ефективно управление на корпоративната собственост в интерес на всички акционери.

Останалите две цели на програмата имат определено дългосрочен характер. Първата предполага осигуряването на прелом в процеса на приватизация чрез предоплаване на не-

достига на платежоспособно търсене; трудностите на предлагането; отчуждеността на мнозинството българи от този процес. Т.е. тук става дума преди всичко за ускоряване и мащабираност на процеса на приватизация, каквато цел се поставя в практически всички други страни в преход. От тази гледна точка следва да се отчете, че целта е постигната. Програмата протече в повече или по-малко нормални срокове, като се отчита неизбежността на техническите затруднения, характерни за такава уникална и мащабна дейност. Беше приватизиран брой предприятия, който е непостижим при прилагането на други приватизационни техники и в резултат се разшири дела на частния сектор в националната икономика. Бяха преодолени недостига на платежоспособно търсене, проблемите на предлагането, отчуждеността от процеса.

Но тази дългосрочна цел е всъщност по-широка. Тя включва още решителна крачка по пътя на структурната реформа и още, че масовата приватизация ще активизира създаването на съвременен капиталов пазар и на принадлежачката му инфраструктура. В това отношение видимо резултатите са все още далеч от целта. Вярно е, че започна постепенно формиране на капиталов пазар, но също така е вярно, че той се развива по-бавно отколкото се очакваше. Това важи и за нормативното му регулиране и особено за инфраструктурата на този пазар. От друга страна, структурната реформа не би трябвало да се разбира в тесния смисъл само като смяна на структурата на собствеността. По-важното е структурната реформа да се разбира като процес на преразпределяне на производствените ресурси, който да води до повишаване на ефективността от тяхното използване до равнището на международната конкуренция. Ясно е, че постигането на тази цел далеч надхвърля времевите и административните рамки на програмата за масова приватизация. Дали предприятията, които бяха обект на първата вълна на масова приватизация ще дадат принос в процеса на реструктуриране на икономиката, на този етап все още е рано да се отговори.

Втората дългосрочна цел е насочена към разкриването на възможности за участие на гражданите в управлението на преобразуваната собственост. Да се говори за особено участие на гражданите в управлението на търговските дру-

жества, в буквалния смисъл на изреча, едва ли е реалистично. От пояснителния текст към така формулираната цел става ясно, че се има предвид по-скоро индиректно влияние върху управлението на дружествата чрез участие в собствеността. Ако това е целта, то нейното постигане изисква наличието на две много важни условия:

- развиване на капиталовия пазар и осигуряване на ликвидност на акциите от програмата;

- нормативна защита на правата на миноритарните акционери.

На този етап и двете условия не са налице. А без наличието на тези условия, гражданите не могат, със своите малко на брой и разпръснати акции, да участват в "процес на създаване на отговорни пазарни субекти и на утвърждаване на конкурентна икономическа среда" поради липса на инструменти и механизми за влияние върху тази среда.

Ако трябва накратко да се обобщят резултатите от първата вълна на масовата приватизация, то може да се заключи следното: краткосрочните цели на програмата и нейните технически аспекти, макар и ненапълно, са изпълнени. Дългосрочните цели на програмата, свързани с реструктуриране на реалния сектор и изграждане на ефективен капиталов пазар не са постигнати. Тяното изпълнение излиза извън конкретните административни и времеви рамки на първата вълна. Постигането им е въпрос на целенасочени институционални реформи, правилно регулиране на капиталовия пазар и стимулиране на развитието в среда на корпоративна собственост от страна на държавните органи. Това означава, че евентуалното постигане или непостигане на дългосрочните цели на програмата зависи преди всичко от това доколко успешно държавните институции ще продължат реформите на институционалната среда. Тук става дума преди всичко за областта на изграждането и регулирането на капиталовия пазар и на механизмите за корпоративен контрол и управление. Като се има предвид важноста именно на дългосрочните цели, то окончателната оценка на първата вълна на масовата приватизация все още предстои да бъде дадена.

II. Какви са перспективите?

Новата схема за "втора вълна" на масова приватизация е построена върху няколко основни опорни пункта. Накратко те са следните:

- Разширяват се възможностите за използване на инвестиционните бонове. При новата схема инвестиционни бонове ще могат да се използват във всички видове приватизационни сделки, както и като вноски в пенсионни фондове и при капитализирането на работническо-менеджърски дружества (РМД);
- Възможностите във времето за участие също са разширени. Всеки може да придобие полагаемите му се инвестиционни бонове, когато има нужда от тях в период от около две години;
- няма да има колективни инвестиционни форми с характеристиките на бившите приватизационни фондове т.е. като инвестиционни дружества. Гражданите ще могат да участват или самостоятелно или чрез друг тип колективни форми - пенсионни фондове или РМД.

Безспорно в новата схема има рационални моменти, които заслужават внимание. Тя осигурява една по-голяма свобода на избор на формите на участие и на времето на участие. Тя също така интегрира процеса, обединявайки т.н. "касова приватизация" с т.н. "масова приватизация" чрез единство на платежните средства и свободен достъп до всички приватизационни процедури. Това осигурява по принцип единство и непрекъснатост на процеса от институционална и организационна гледна точка. Всички тези предимства са съществени и не могат да се пренебрегнат.

Но новата схема също така далеч не е лишена и от недостатъци. Те биха могли да се обобщят в три направления - наличие на голяма неопределеност, засилване на преференциите за РМД, възможна нестабилност на пенсионните фондове.

Наличие на голяма неопределеност.

Новият подход при осъществяване на програмата за приватизация с инвестиционни бонове предполага един сравнително продължителен период, в който държавата ще предлага акции на дружества чрез фондовата борса, чрез централизирани търгове или чрез някои от вече стандартните методи, използвани до сега за "касова" приватизация. Липсата на информация по отношение на характеристиките и количествата на акциите, които ще бъдат предложени, както и времето, когато ще бъдат предложени поражда неопределеност от страна на предлагането. Съществена неопределеност има и от страна на търсенето. То ще зависи не само от инвестиционния климат и от паричните ресурси на инвеститорите. То ще зависи и от количеството на инвестиционните бонове, които ще бъдат придобити от населението, делът от инвестиционни бонове, които ще бъдат насочени към пенсионни фондове (поради преференциалния режим при тяхното използване), както и от количеството на компенсаторните записи, с които ще бъдат обезщетявани собственици на национализирани имоти. Липсата на информация, породена от подобна неопределеност, няма да позволи на инвеститорите да действат оптимално. Освен това ще създаде условия инвеститорите да търсят начини да се сдобият с липсващата информация, по специално за предлагането, от институциите, които ще регулират процеса.

Засилване на преференциите за РМД.

Едната от трите основни възможности за използване на инвестиционните бонове е от работническо-мениджърски колективи, които кандидатстват за приватизиране на дружествата, в които работят. В такива случаи се допуска инвестиционните бонове да бъдат използвани за капитализиране (изцяло или частично) на дружеството, образувано от работническо-мениджърския колектив. Капитализирането става наравно с нормалните парични вноски в съотношение един инвестиционен бон за един лев.

Тази възможност за използване на инвестиционните бонове е насочена към решаването на един основен проблем на приватизацията в условията на преход - липсата на достатъчно средства в работническо-мениджърските колективи и липсата на достъп до кредитни ресурси. В много предприятия, за които няма достатъчно интерес от стратегически или финансови инвеститори, приватизацията чрез РМД се очертава може би като единствена възможност за запазване на предприятията като икономически единици в сегашния им вид и избягване на приватизация чрез ликвидация.

Такъв подход има смисъл и оправдане на фона на все по-високата цена на реструктурирането на икономиката. Цена, която обществото като цяло и отделни групи от него трябва да заплатят поради забавянето на реформите. Следва да се отчита обаче, че в съчетание с допълнителните преференции, които РМД вече имат по отношение на разсрочване на плащанията, това може да тласне процеса на приватизация изцяло в посока към работническо-мениджърска приватизация. А такава структура на собствеността има редица недостатъци в условията на преход. Доказателства в тази насока са приведени от Фридман² на базата на емпирично изследване, обхващащо над 500 фирми в Чехия, Унгария и Полша.

В българските условия потенциалните недостатъци на работническо-мениджърска собственост не са нито малко, нито незначителни. Основните от тях са следните:

- *Слаби възможности за реструктуриране.* По своята същност тази форма на собственост като правило най-трудно успява да се адаптира към променените условия, когато се изисква свиване на разходите, освобождаване на заети, реструктуриране на производството, търсене на нови пазари.
- *Труден достъп до кредитиране.* Закупените на разсрочено плащане акции остават в залог на държавата и по този начин достъпът до оборотни и инвестиционни кредити, които са необходими за раз-

² Friedman R., C. Gray, M. Hessel, A. Paraszkuski, "Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons From Transition Economies", World Bank, Policy Research Working Papers, 1830.

бота и за реструктуриране на предприятието, се затруднява поради липсата на обезпечение.

- *Офериране на нереално високи цени.* Предвид на големите преференции за разсрочване на плащанията във времето (до 10 години), при изгодни ликови РМД имат тенденцията да оферират нереално високи цени. Това води до отблъскване на стратегически инвеститори с експертиза в бранша и възможности да осигурят стабилно бъдеще на предприятието. Особено неразбираемо е, когато това се случва със сериозни чуждестранни инвеститори.

- *Скрити участници.* Сегашната нормативна уредба, за съжаление, дава възможности за това РМД да бъдат използвани като инструмент на скрити участници, които да приватизират, използвайки твърде облекчените условия без да имат законово право на това;

- *Обратимост на процеса.* Ако РМД не са в състояние да посрещнат поетите ангажименти, това ще създаде объркване и обратимост на процеса на приватизация.

Възможна нестабилност на пенсионните фондове

Емитирането на инвестиционните бонове започна без да има нормативна уредба на дейността на пенсионните фондове. Също така все още не е създадена институция, която да контролира и регулира пенсионните фондове по подобие на Банковия надзор на БНБ и Комисията по ценните книжа и фондовите борси. Така единият от основните канали за използване на инвестиционните бонове е практически затворен.

Но този проблем е вероятно само временен. По-съществен може да се окаже друг проблем: Ако много хора внесат своите инвестиционни бонове в пенсионни фондове, то активите на тези фондове ще съдържат рискови ценни книжа, доходите от които ще бъдат несигурни. В същото време фондовете ще дължат задължителни регулярни плащания за пенсии. Такъв дисбаланс между характера на активите и пасиви-

те на евентуалните пенсионни фондове може да ги направи нестабилни. Нестабилността е по-вероятна, ако в тях направят вноски много хора на пенсионна възраст и ако ликвидността на българския капиталов пазар остане ниска.

Със своите предимства и недостатъци "втората вълна" на приватизация чрез инвестиционни бонове така или иначе стартира. Дали тя ще бъде по-успешна от "първата вълна" може би не е съществен въпрос. Същественото е дали тя ще допринесе повече за икономическите реформи, за реструктурирането и растежа на българското стопанство. Това ще зависи от начина, по който тя ще бъде проведена, от разяснителната дейност, от работата на държавните институции по осигуряване на инфраструктура и по регулиране на процеса, както и от навременното реагиране и отстраняване на недостатъците.