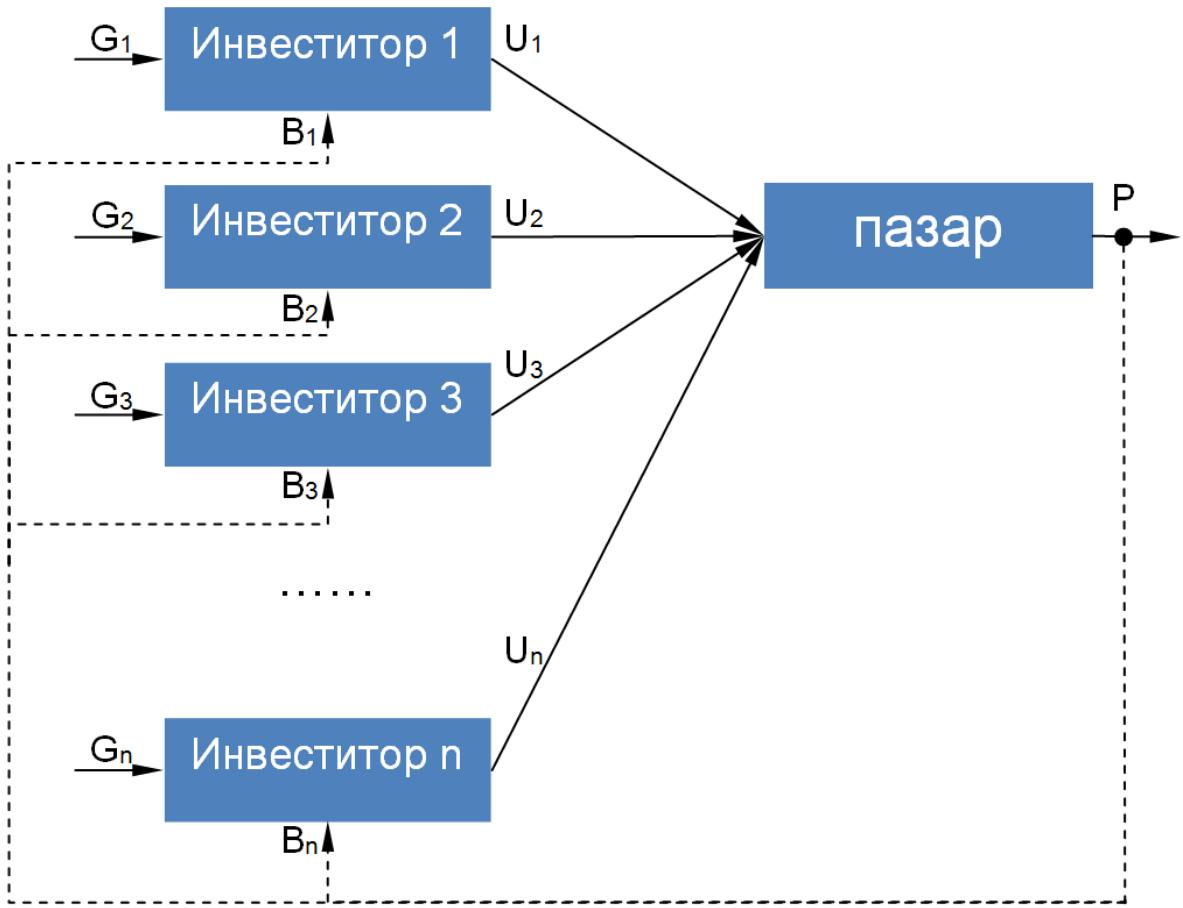
Ангел Ангелов Марчев

ПРИВАТИЗАЦИЯ ЧРЕЗ ПУБЛИЧНО ПРЕДЛАГАНЕ НА ФОНДОВАТА БОРСА



Издателство „Евдемония Продъкшън“ ЕООД
София 2016

Приватизация чрез публично предлагане на фондовата борса

Монографично изследване

Автор: Ангел Ангелов Марчев, мл.

Рецензенти: доц. д-р Мариян Милев

доц. д-р Станамир Кабаиванов

Националност на автора **България**
Език на изданието **Български**
Тематика: **Борсови операции, Публично управление**
Жанр: **Научна литература**
Издател (код **92924**) **Евдемония Продъкшън ЕООД**
ISBN 978-619-7209-22-8

Съдържание:

Въведение ……. 5

1. Приватизация чрез публично предлагане на акции ……. 13

2. Съпоставителен анализ на държави от Източна Европа ……. 39

3. Приватизация по метода публично предлагане чрез Смесен закрит аукцион на „Българска Фондова Борса – София ” АД ……. 57

4. Анализ на резултатите от смесен закрит аукцион за продажбата на държавния дял от „ЕВН България Електроразпределение” АД ……. 93

5. Хипотетичен анализ на казуса при наличие на информация за участие на мажоритарния собственик на предприятието „EVN” AG ……. 135

6. Анализ за конфликт на интереси на ИП „Булброкърс” ЕАД ……. 149

Заключение ……. 191

Използвани информационни източници ……. 201

Приложения ……. 215

ВЪВЕДЕНИЕ

Световната икономическа практика е доказала неоспоримо, че частната собственост се управлява значително по-ефективно от държавната. Ето защо приватизацията се прилага като универсално средство за оздравяване на неефективни и нерентабилни държавни предприятия.

Повод за написването на това монографично изследване е нашумелият наскоро казус около приватизацията на миноритарния дял на ЕВН, по който авторът получи достъп да редица документи.

Монографията е необходима поради застъпеното от автора мнение, че процесът на приватизация в България е протичал и продължава да протича при неправилни условия, освен че е и с бавни темпове и крайно недостатъчен интензитет.

За съжаление разглежданият казус е по-скоро типичен с своите неморални и некеректни отношения между инвеститори и институции, отколкото просто негативно изключение.

Предмет и обект на изследване

Предмет на изследване са използваните подходи и процедури за приватизация чрез публично предлагане на фондова борса по принцип. Конкретен **обект** на изследване са документите за проведената процедура за приватизация на миноритарни дялове в „ЕВН България Електроразпределение” АД, чрез „Българска Фондова Борса – София” АД, през 2011 г.

Приватизация на „ЕВН България Електроразпределение” АД (включително и на миноритарните дялове) е разумно и правилно действие от страна на Държавата. От една страна се допуска частен капитал на пазара на електроенергия, като се освобождава държавата от задължението да поддържа стопанска дейност и от

необходимостта да бъде едновременно участник и регулатор на този пазар, а от друга се цели обществен и съсобственически контрол върху енергиен монопол. Като допълнителни цели са и развитие на търговията на Българска фондова борса, а и известни не-данъчни приходи в Бюджета. Тези цели са частично потвърдени и от изготвената и одобрена Стратегия за продажба на миноритарния дял.

Задачи на разработката

1. Да се разгледат принципите на приватизация и основните моменти при приватизация чрез публично предлагане на фондовата борса.

2. Да се направи съпоставителен анализ на приватизацията чрез публично предлагане в държави от Източна Европа.

3. Да се извърши анализ на принципа на приватизация на Българска фондова борса по метода на публично предлагане Смесен закрит аукцион.

4. Да се направи анализ на въздействието при проведения смесен закрит аукцион за продажбата на държавния дял от „ЕВН България Електроразпределение" АД върху принципа на справедливо провеждане на борсовата търговия.

5. Да се анализира как биха ли се променили цените на пазарните поръчки при наличие на информация за участие на мажоритарния собственик на предприятието EVN AG.

6. Да се анализира наличието на конфликт на интереси поради обстоятелството, че ИП „Булброкърс" ЕАД.

7. Да се отговори и на всички останали въпроси, възникнали в хода на изследването.

Методи

С цел изследователска коректност, при изготвяне на настоящата разработка се налага изясняване на методическите особености. Те включват: разясняване на методическия подход, изясняване на изследователския обхват и издигане на разумни допускания относно някои фактически положения.

Основният изследователски метод, използван при настоящата разработка е кабинетно документално проучване, включващо предоставените документи и допълнително събрани материали, включително от онлайн източници.

При проверките на издигнатите от задачите хипотези на няколко места се налага използването на компютърна симулация, при която изследваното явление е заменено от модел с достатъчна точност. Така чрез експерименти с модела се набавя информация за изследваното явление.

Разработката се базира на принципите на системния анализ, т.е. икономическите явления се разглеждат като система, изградена от елементи, вътрешни и външни връзки, влияещи на функционирането им.

Обхват

Разработката се фокусира върху икономическата същност на фактите и действията на участниците, а извън обхвата остават юридическите и правните анализи. Т.е. не се анализира и коментира кой и какво право или задължение има, а кой и какво е рационално и целесъобразно да направи от икономическа гледна точка.

Извън обхватът на изследване остават всички методи за приватизация различни от публично предлагане на открит регулиран фондов пазар.

Извън обхвата на настоящата разработка остават и процесите и резултатите от проведената държавна политика по отношение на приватизацията на „ЕВН България Електроразпределение" АД (и другите електроразпределителни дружества) върху пазара на електроразпределителни услуги, въпреки че точно това всъщност е основната причина за образуване на съдебното производство – придобиване на господстващо икономическо положение (индиректно подпомогнато от държавни политики) на пазара на общо-необходими услуги.

За целите на разработката вниманието ще бъде насочено върху поставените задачи от 1 до 6. Задача 7 по своя характер е подпомагаща останалите и дава възможност за разглеждане на другите задачи в по-широк и необходим от експертна гледна точка план, а не единствено фокусиране върху отговаряне на конкретното задание.

Структурата и последователността на изложение на разработката съответства последователността на поставените задачи, а в рамките на всяка задача в реда на приоритизиране на текста на заданието, дори в случаите, когато се налага леко нарушаване на логическата рамка. Така първата глава е от по-общ теоретичен характар, съответстващ на поставената задача 1. Втора глава може да се разгледжа по-скоро като допълваща първата със съпоставката между държавите от Централна и Източна Европа. Последните четири глави са изцяло свързани с основния казус за приватизацията на остатъчните дялове на „ЕВН България

Електроразпределение” АД, чрез „Българска Фондова Борса – София” АД, през 2011 г.

Основни допускания

Предварителните допускания, описани по-долу се налагат от обективна невъзможност за познаване на пълната информация по случая. Всички направени допускания се основават на и без да надхвърлят теоретични познания, добри практики и рационални разсъждения. Неизпълнението на дадено допускане не води до невалидност на всички изводи или част от разработката, тъй като допусканията се правят по-скоро с цел по-точно изясняване на случая.

1) Организираните финансови пазари работят по и се регулират съобразно едни и същи общи принципи – прозрачност, равнопоставеност на участниците и защита на инвеститорите, Същевременно трябва да се отбележи, че не може да се твърди, че има общоприети практики при положение, че всеки пазар е формирал работата си в резултат на конкретни и уникални исторически прецеденти. Така фондовите борси по Света се различават не само по организационна структура и видове търгувани инвестиционни инструменти, но и също така по технологията на търгуване. (В много случаи дори терминологията или „жаргонът”, използвани на съответния пазар се отличава).

2) Организираният финансов пазар се разглежда като социална система, преобразуваща и емитираща информация. Излизащата информация може да доведе до намаляване на желанието на участниците в пазара до участие в търговията на пазара, независимо от легитимността ѝ. С други думи лошите сигнали водят до отблъскване на потенциалните участници и

инвеститори без значение дали дадено действие е законосъобразно или не.

3) В тази връзка голяма част от регламентите и нормативните актове, регулиращи търговията на Българска Фондова Борса (и изобщо в България) са несъвършени и изискват редакция (както ще се проличи по-долу), за да се ограничат нецелесъобразни, в разрез с основните принципи на търговия, резултати, дори и те да са по принцип легални. В момента не съществува пълно съответствие между законосъобразност и целесъобразност и съответно съществуват законосъобразни положения, които не са целесъобразни и, което е по-лошо, съществуват целесъобразни предложения, които не са регламентирани законово.

4) Всички официални представители на участващите държавни институции и частни организации са компетентни професионалисти, нормално информирани и действащи отговорно и рационално.

5) Целта и задачите, преследвани от Държавата при приватизацията на „ЕВН България Електроразпределение" АД са добросъвестни и са преследвани в полза на обществения интерес.

6) Всички свидетели, експерти и прочие, са дали показания истинно и до пълна степен на познаване на фактите. Всички представени документи са с неподправено съдържание.

7) Всички инвеститори, които са имали интерес да закупят акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД, на организирания от Българска фондова борса Смесен закрит аукцион, започнал на 21.12.2011 г., са подали заявки още в първия възможен ден (21.12.2011 г.) на аукциона.

Допълнителни документи

В хода на проучването за извършване на настоящата разработка е установено, че в рамите на предоставените материали, не са включени някои документи, които биха представлявали интерес и биха допълнили разработката. Въпреки това наличието или липсата им не биха довели до съществени различия в констатациите и крайните изводи от разработката:

· Принципно решение на Съвета на директорите на „Българска фондова борса" АД за избор на Смесения закрит аукцион като използван метод при приватизация на мажоритарни и миноритарни дялове на държавни предприятия, включващо ясни критерии и базиращо се на проучване за целесъобразност.

· Правилник на „Българска фондова борса" АД и по специално чл. 8, ал. 1 от приложение 2.

· Данни за всички заявки на всички участници на всички смесени закрити аукциони за приватизация, проведени от Българска фондова борса АД

· Данни за офертите на всички участници в конкурса за инвестиционен посредник на Агенцията за приватизация и следприватизационен контрол.

2. ПРИВАТИЗАЦИЯ ЧРЕЗ ПУБЛИЧНО ПРЕДЛАГАНЕ НА АКЦИИ

Настоящата глава поставя начало на изследването в теоритичен план, тъй като е необходимо да се представят принципните моменти при провеждане на приватизационна процедура през публично предлагане на регулиран финансов пазар.

Същност на приватизацията

Процесът на приватизация е целенасочен и управляем. Той включва цялостна технологична схема на задължителни и институционални елементи и процедури. Тяхното познаване е предпоставка за участие в приватизацията, а умелото им използване е добра гаранция за успешна приватизационна сделка.

Икономическата същност на приватизацията се свързва: с освобождаване на Държавата от стопанисването на даден икономически обект или услуга; излизане на държавата от даден пазар, като по този начин се предоставя възможност за развитие на частна инициатива; а както и форма на борба с корупцията, когато досегашната история показва наличие на такава. В случаите на приватизация чрез фондова борса, допълнително се цели активизиране на участниците на пазара.

При приватизацията се трансформира държавно имущество в частно чрез разпродажба на целия или част от собствения капитал, на (изцяло или частично) притежавано от нея предприятие на частни лица с цел насърчаване на частната инициатива.. Възможно е приватизацията на дадено предприятие да се извършва чрез разширяване на основния му капитал на основата на проект за реконструкция и модернизация.

Международната финансова корпорация, част от групата на Световната банка, дава следното работно определение за приватизация (World Bank. (1995)): “Всяко едно прехвърляне на собственост или контрол от държавния към частния сектор. За по-голяма точност на определението е нужно да се уточни, че това прехвърляне е достатъчно за да се прехвърлят съществени пълномощия за самостоятелна дейност на служителя или собственика. А това често, макар и не винаги означава колективна собственост. Процесът по прехвърляне може да се осъществява посредством търговски сделки с потенциални инвеститори, публично предлагане, закрита подписка, създаване на съвместно предприятие (joint venture), ликвидация, концесия, аукцион, прехвърляне чрез използване на ваучери или свидетелства, покупка от страна на служителите или мениджмънта на контролния пакет акции на компанията в която работят или съчетание от всички изброени операции.”

Изхождайки от това определение, икономическата същност на приватизацията е свързана със следното:

- Освобождаване на Държавата от задължението да управлява дадена икономическа единица;
- Прекратяване участието на Държавата в даден икономически сектор/отрасъл, като основна цел е да се насърчи активното участие на частни икономически субекти и по този начин по-пълно удволетворяване на потребностите на потребителите;
- Постигане на ефективно ръководство на предприятието, като така се елиминира и евентуално съществувала корупция;
- Развитие на капиталовия пазар в дадената страна, когато се избира метод на приватизация, включващ фондовата борса на страната;

I Постигане на оптимална цена на реализация на произвеждания продукт/услуга.

Присъствието на държавата в капитала на търговските компании може да бъде и в резултат на незавършени приватизационни процеси в страните с икономики в преход, когато това не е продиктувано директно от политически или икономически съображения, а се обяснява изключително от непоследователноста и нерешителността на провежданата политика.

Преминаването от една икономическа система към друга, например преминаване от колективистична социалистическа система към капитализъм и свободна пазарна икономика с преобладаваща частна собственост, не може да стане чрез отделни промени на няколко икономически институции, без значение колко дълбоки са тези промени. С други думи приватизацията не може да даде резултати, ако не е последвана от смяна на икономическата система из основи, защото приватизираните компании не могат да бъдат способни да оперират в старата среда. Съществува разлика между механично преминаване (чрез приватизация, либерализация, макроикономическа стабилизация) и органично преминаване (чрез реални промени на преобладаващия начин на мислене в бившите социалистически страни, внедряване на капиталистически структури във всекидневния живот). Докато механичното преминаване може да стане в течение на няколко години в зависимост от конкретната държава, органичното преминаване отнема много повече време (Vukotic, V., (2004)).

От тази гледна точка, приватизацията е в основата на процеса на преход. В почти всички бивши социалистически сттрани приватизацията, заедно с въвеждането на многопартийната политическа система е била знак, че процеса на преход е започнал,

поне в механичен смисъл. Също така е вярно, че няма страна по света, която да не е приватизирала поне една държавна или общинска компания през последните няколко десетилетия.

Приватизацията става по-широко разпространена в западните страни след епохата на Рейгън и Тачър, но източно и централноевропейските страни са можели активно да използват западния опит при създаването на приватизационни програми. Приватизацията в капиталистическите икономики се е появявала в отделни случаи и като изолирани транзакции и не е била, както при икономиките в преход, цялостен процес с цел пълна промяна на социалната система. На Запад тя обикновено е свързана с публичните блага и т. нар. естествени монополи - комунални услуги, телекомуникации и енергетика, но тези транзакции изглеждат достатъчно прости в сравнение с приватизацията в икономиките в преход, където е трябвало да се извърши комплексен набор от икономически, политически и социални промени. Ясно е, че приватизацията в страните в преход притежава характеристиките на икономически, политически и социален феномен, но няма ясен отговор в теорията, дали случеят е същия и в западните страни. Vickers и Yarrow (1988) твърдят, че приватизацията в западните държави е “много важна в политическия дневен ред”, но те изследват нейните икономически последици, опитвайки се да докажат, че приватизацията е само икономически феномен и транзакциите при нея са същите като обикновените пазарни транзакции, но с някои по-харктерни черти. Все пак в казусите, представени в тяхната работа, политическите причини и последици за много дейности, свързани с транзакциите при приватизацията в държавите на запад, не могат да бъдат избегнати. С други думи политическото измерение на приватизацията е очевидно

едновременно в бившите социалистически страни с преобладаваща държавна собственост и в държавите, където преобладаващият вид собственост е частната.

Процедурата по приватизация обикновено означава продажба на съществуваща държавна компания, която все още функционира. Частни компании също се продават на капиталовия пазар. Тогава каква е разликата? Критерият за избор кой да бъде другата страна по сделката е един - цената. От друга страна, държавата като продавач на своята собственост поставя много изисквания пред потенциалния купувач. Освен цената, потенциалният купувач трябва да отговаря на определени технологични изисквания; да има достатъчно голям пазарен дял в определена индустрия; инвестиционни планове за развитие; програма за реструктуриране; задължение да запази определено ниво на заетост в компанията; социални програми за съкратените служители... Ако държавата, в качеството си на продавач, приеме предложението на даден купувач и той е съгласен с изискванията, тогава тези изисквания стават обещания на купувача за бъдещия период. Когато сделката е сключена и компанията е продадена, държавата има основно неикономически лостове за да оказва натиск върху купувача да изпълни обещанията си. Това, дали той ще ги изпълни много зависи от самия него и бизнес стратегията му, но също така още повече от цялостната икономическа ситуация. Според Major (1993), когато правата на собственост в една страна са добре защитени е много по-малко вероятно купувачът да не изпълни обещанията си.

Може да се заключи, че принципите, стоящи зад търсенето и предлагането са напълно различни при обикновения и при приватизационния пазари. Купувачите и продавачите на обикновения пазар са движени от икономически мотиви: купувачите

искат по-ниска цена и по-добро качество, а продавачите желаят да получат най-високата възможна цена за своята собственост. От друга страна акта на размяна на приватизационния пазар е уникален. Държавата като продавач желае да постигне повече от само чиста икономическа изгода, представена като по-висока продажна цена. Някои от тези цели противоречат помежду си и държавата може да поставя изисквания за реструктуриране, но в същото време и за поддръжане на броя служители на определено ниво. Освен това процедурата по оценка и определяне на цената не може да бъде извършена по стандартен начин, защото процесът не може да бъде повторен отново. Цената се обявява на определена дата, между определен купувач и продавача и ако споразумението се провали, нов потенциален купувач и държавата като продавач, започват преговори относно цената отново и независимо от обявената преди това цена.

В много изследвания относно държавното участие в бизнеса се предполага, че държавното участие в капитала може да бъде ефективно заради слабата институционална защита на миноритарните акционери в конкретните страни, липса на развити университети за подготовка на мениджъри и на конкурентен пазар на труда за висшия управленски персонал, а също така ниското ниво на корпоративен контрол (изразяващо се например в ограничаване на сделките M&A по реструктуризация на неефективни фирми). Освен това, както предполагат ред изследователи (например в работата на Wei; Xie; Zhang (2005), държавата може да бъде заинтересувана от демонстриране на добър опит в управлението на контролирани от нея компании за да повиши доверието (“creditability”) към провежданите реформи и политическия курс.

От тази гледна точка биха могли да се формулират четири аргумента в полза на държавното присъствие в капитала на търговските организации (Берзон, Н. И., Теплова, Т. В., Завьялова, К. (2012)).

- Първият - когато целта за максимизиране на финансовия резултат не е определящ мотив за функционирането на организацията.

- Вторият аргумент - наличие на “пазарни провали”, включително съществуването на естествени монополи.

- Третият аргумент е свързан с ниското ниво на развитие на институциите, голямата асиметрия на информацията между неоднородни по информационна достъпност представители на принципала (обществото) и агентите, чиито роли играят търговските организации.

- Към четвъртия аргумент могат да се отнесат различните политически мотиви, например желанието на управляващата партия да ограничи влиянието на отделни политически групи или чужд капитал, чрез влизане в капитала на банки, комуникационни компании, масмедии.

Могат да се назоват три принципни причини, защо държавната собственост е по-малко ефективна в сравнение с частната (Берзон, Н. И., Теплова, Т. В., Завьялова, К. (2012)).

- Първо, двойнствената роля на държавата като собственик и като регулатор в системата на корпоративните отношения на корпорациите с участието на държавата в собствеността води до отслабване на стимулите у мениджърите, понеже мениджмънтът в сравнение с този на частните компании, става по-малко целящ максимизиране на приходите и минимизиране на разходите.

l Второ, компаниите с държавно участие се намират под по-малък контрол от страна на собствениците на капитала, което е свързано не само с “проблема с колективните действия”, но и с по-малкия брой санкции в случай на неефективно управление. Функцията на собственик при държавата е размита, поради отсъствието на краен бенефициент. Чиновниците, които контролират държавните пакети могат да бъдат недостатъчно компетентни и мотивирани.

l Трето, наличието на държавна собственост поражда политизация на механизма за разпределение на ресурсите и размива естествените бюджетни ограничения. Проради несъвършенствата на институциите и слабата контролна функция от страна на държавата като собственик, другите стейкхолдъри на корпорацията (най-вече кредитори и собственици) се интересуват от държавата като специфичен регулатор, имащ власт и способен да ограничава конкуренцията на пазара в полза на “свои” компании. Често възникват много специфични механизми за защита от конкурентен натиск от страна на компании на вътрешния пазар, а също така и т чуждестранни инвеститори.

За да се осигури вътрешната логика на приватизационния процес е необходимо всяка отделна конкретна икономическа мярка да бъде подчинена и съгласувана с предварително формулирани изисквания и принципи:

1) Принцип на икономическия рационализъм. Действията по приватизацията трябва да са подчинени на постигане на крайната й цел - подобряване общото състояние на икономиката. Съответно икономическият рационализъм следва да доминира над моралните и социалните аспекти на приватизацията.

2) Принцип на прозрачност в приватизационния процес. Процесът на приватизация винаги е съпроводен с прояви на корупция. За да се намаляват подобни случаи и да се ограничи до крайност опасността от дискредитиране на приватизацията в общественото мнение, необходимо е самият приватизационен механизъм да свежда до минимум тази опасност и да не се разчита само на субективните решения на ангажираните длъжностни лица. Процедурата трябва да осигурява голяма публичност на процеса на приватизация.

3) Принцип за самозахранване на приватизационния процес. Постъпленията от приватизацията трябва да се използват рационално (въпреки, че винаги са налице изкушения за запълване на краткосрочни дефицити), като достатъчна част от тях да бъдат насочени за стимулиране и финансиране на по-нататъшния ход на приватизацията.

4) Принцип на разделението на функциите. Изисква се различните функции в приватизационния процес да се възлагат на различни органи. Функциите по иницииране на приватизационния процес се поемат от всички заинтересовани лица – потенциални купувачи. Функциите по изработване на решение за приватизация - от държавните или общинските органи. Многообразието на държавните органи, които могат да решат започването на приватизационна процедура, предоставя възможности за децентрализация на приватизационния процес. В противен случай, когато решенията се съсредоточават в един (или малък брой) държавен орган, това създава по-голяма трудност за контролиране на процеса.

5) Принципът за многообразие на приватизационните техники. Законодателството следва да предлага възможност за

избор между широк набор от методи за приватизация. Изхожда се от предположението, че е по-добре една законова възможност да остане неизползвана, отколкото да не се предвидят и уредят такива приватизационни техники, които могат да имат широко приложение, макар че предварително това не може да се очаква.

Тъй като икономическата функция на приватизацията може да се окаже по-важна от финансовия приход, в определени ситуации акциите могат да се разпределят сред служители или сред широка обществена маса срещу символично или частично заплащане.

Фигура 1 показва взаимовръзката между етапите на приватизационния процес, областите на които трябва да се обърне внимание по време на всеки един и крайният резултат от приватизацията.

Видове приватизацията чрез разпродажба на акции

Приватизацията чрез разпродажба на акции може да бъде класифицирана по различни признаци:

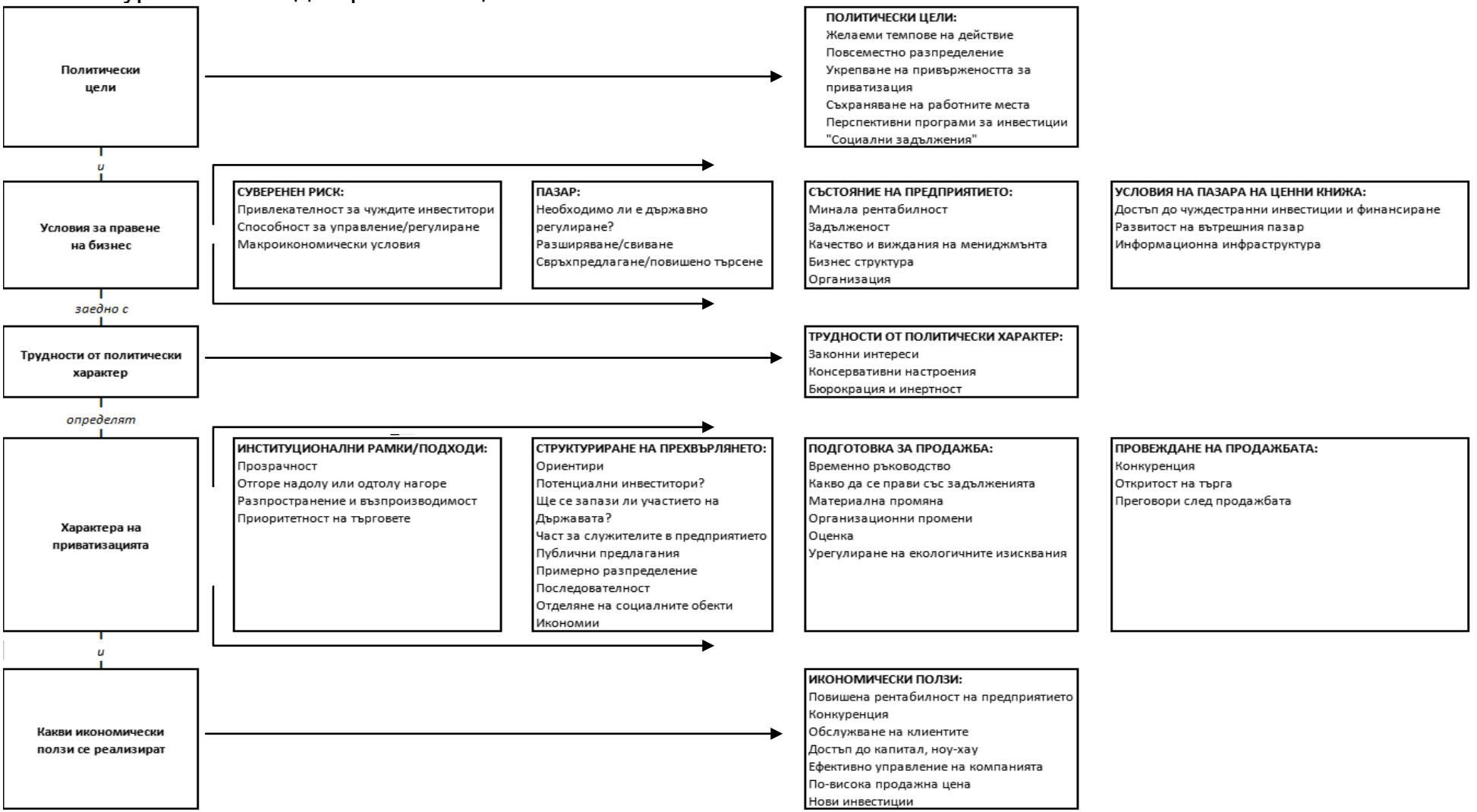
А. Според вида на собствеността, която се преобразува:

- държавна
- общинска

Методите, които се използват при двата вида приватизация са еднакви и се уреждат с един и същи закон – ЗПСК. Разлики съществуват при органите по приватизация и при разпределението на приходите от приватизационните сделки.

Общинските съвети като органи по общинската приватизация имат пълна свобода, самостоятелност и инициатива да определят обектите за приватизация, да възлагат оценките, да организират продажбите и да сключват договорите по сделките.

Фигура 1. Пътят до приватизацията



Източник: World Bank. (1995). “Privatization: principles and practice.” Lessons of experience series; no.1. Washington DC; World Bank.

Като основен метод за приватизация общините използват търга, който е с най-непосредствен касов успех и пряко създава реални собственици.

Б. Според размера на активите на обекта за приватизация и в зависимост от отрасъла, който той представлява:

- малка

- голяма

Размерът на активите като критерий за такова делене може да бъде динамичен. Според доскоро действащият Закон за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия /ЗППДОП/ за малки се считат обектите, чиято балансова стойност на дълготрайните активи е до 10 млн. лв.- за производствени предприятия и до 5 млн. лв.- за предприятия от сферата на търговията и услугите.

Смисълът за обособяването на малките предприятия, съответно на малката приватизация, е създаването на облекчени процедури за смяна на собствеността и благоприятни условия за плащане по сделката. Тези обекти имат незначителен дял в държавната собственост, в икономическите обороти и в приходите на бюджета, които далеч не съответстват на времето, усилията, ангажиментите и отговорностите на държавата като техен собственик. Бързото раздържавяване на такива обекти има многопланов ефект. От една страна, държавата се освобождава от управлението на голям брой малки предприятия. От друга страна се създават реални собственици, развива се дребният и средният бизнес, който има ускоряващо въздействие върху целия процес на раздържавяване с ефекта на примера.

Счита се, че малката приватизация проправя пътя на голямата, подготвя нейното провеждане. Тя първа се сблъсква с икономическите, политическите, правните, организационните и психологическите бариери на раздържавяването, помага да се намерят механизмите за тяхното преодоляване и носи последиците на някои експерименти за решения.

Държави като Полша, Чехия, Унгария започват приватизацията с малката приватизация, която поставя основите на пазарната среда, условия и механизми и прави процеса необратим.

В. Според вида на възмездните средства, срещу които се придобива собственост:

- пазарна (касова)
- масова
- трудова

С промените в нормативната уредба масовата и трудовата приватизация вече не се прилагат, но тъй като те са съществена част от процеса на приватизация в България, тези видове приватизация ще бъдат разгледани по-подробно.

Пазарна (касова) приватизация

Касовата приватизация се извършва срещу реален капитал под формата на пари, брейди-облигации, облигации по вътрешния дълг или други, допустими от закона като вид и структура платежни инструменти. В повечето от сделките по касовата приватизация капиталът е настоящ и бъдещ. Настоящият е основа за сключването на договора по сделката и се заплаща реално, а бъдещият се свързва с някои от условията по договора. Най-често това са бъдещи инвестиции в оборудване, технологии, работни места и други, които купувачът се задължава да направи.

В зависимост от балансовата стойност на дълготрайните активи на предприятието, касовата приватизация се осъществява от Агенция за приватизация или от съответното отраслово министерство. Процедурата започва с решение на съответния компетентен орган за приватизация на предприятието. С това решение се определя методът на приватизация / търг, конкурс и т.н./, срокът и условията, на които трябва да отговарят офертите. След приемане на офертите се извършва класиране и се определя потенциален купувач, след което с него се сключва приватизационен договор. Изпълнението на поетите с този договор задължения се контролира в продължение на определен период от време след сключването на договора. В касовата приватизация могат да участват при равни условия всички физически и юридически лица, включително и чуждестранни.

Масова приватизация

Масовата приватизация се извършва срещу условен капитал, създаден чрез специални платежни инструменти. В различните страни те носят различни наименования, но имат едно и също предназначение. В българския модел на масова приватизация платежното средство се нарича “инвестиционнен бон”. Капиталът във вид на инвестиционни бонове има целево предназначение. С него могат да се закупуват акции от държавни предприятия, определени за масова приватизация.

У нас Програмата за масова приватизация е приета от парламента в края на 1995 г. замисълът е тя да се осъществи чрез две отделни “вълни”, като се разработят конкретни програми за всяка вълна.

Първата вълна е проведена през 1996-1997 г., като тя е организирана от Центъра за масова приватизация /ЦМП/. Притежателите на удостоверения /бонови книжки/ имат две възможности: първо, да участват самостоятелно в националните търгове, използвайки инвестиционните бонове, като наддават пряко за акции в едно или повече дружества, предложени за масово раздържавяване; второ, да заменят инвестиционните си бонове срещу акции в приватизационнен фонд /или фондове/, които ще участват в тръжните сесии и ще придобият акции от раздържавяваните предприятия.

Общия брой акции, предложени за масова приватизация е 90,4 млн. акции в 1050 държавни предприятия /от общо 3701/. След приключване на търговете 69,1 млн. акции в 1040 предприятия, т.е. 76,4 на сто от общия брой на предложените акции, са прехвърлени на физически лица и приватизационни фондове. Чрез търговете са раздържавени между 12 и 14 на сто от държавните активи. Според някои оценки, за периода 1992-1997 г. чрез различни приватизационни схеми е прехвърлена в частни ръце едва 5-7 на сто от държавната собственост.

Резултатът от “първата вълна” на масовата приватизация е, че близо 3,5 млн. български граждани стават акционери. От тях 3 млн. физически лица стават акционери в 81 приватизационни фонда. Останалите около 0,5 млн. придобиват самостоятелно акции в дружествата, предложени за масова приватизация. Положителен ефект от масовата приватизация е фактът, че тя оказва решаващо влияние за откриването на Българската фондова борса.

Втората вълна **на масова приватизация започва през юли 1998 г. След близо една година /30 юни 1999 г./ са регистрирани**

976 000 души, т.е. 15,2 на сто от гражданите с право на участие и 27,9 на сто от участвалите в първата вълна. Последният централизиран публичен търг е през ноември 2001 г. /общо са проведени 21 търга/.

Официалните данни показват, че след последния централизиран търг неизразходвани остават около 196 млн. бона, което е над 57% от всички регистрирани инвестиционни бонове. Това означава, че около 784 000 граждани не са изразходвали боновете си /над 1,150 млн. души са платили по 5 лв. за бонова книжка с 250 бона/.

Ниската резултатност на процеса на усвояване на боновете се дължи: на първо място, на липсата на координация и политическа воля да бъдат предлагани атрактивни пакети на търговете. Главно се пускат миноритарни пакети от около 10-20% от капитала на малки и неперспективни дружества; второ на неадекватния механизъм за определяне на цената на придобиване на акциите, който елиминира максимално пазарния момент при всеки търг. На практика е възможно манипулиране на цените в посока нагоре, без да съществува задължение за некоректните участници да заплащат високите цени, което води до продажба на един и същи пакет акции в продължение на 10 търга; трето, предлагането на налични акции води до невъзможността придобилите ги инвеститори да влязат във владение и освен това ограничава максимално вторичната продажба, тъй като такива акции не могат да се търгуват на борсата.

Трудова приватизация

Трудовата приватизация се осъществява срещу инвестиран труд. Тя е законово гарантирано право на всички, които са вложили

изпълнителски или управленски труд в приватизиращите се предприятия, да получат техни акции. В този вид приватизация можеха да се включат лицата по чл. 5, ал. 2 от отменения ЗППДОП, които имат право на привилегировано закупуване на акции. С влизането в сила на ЗПСК тези привилегии вече не съществуват. Трудовата приватизация има няколко разновидности:

- Преференциално закупуване на акции

- Безвъзмездно придобиване на акции

- Закупуване на акции при условията на разсрочено плащане на цената /работническо-мениджърска приватизация/

Методи за приватизация чрез разпродажба на акции

Според ЗПСК методът за извършване на приватизация се определя с решение на Агенцията за приватизация или общинските съвети. Решението се обнародва в "Държавен вестник" и се публикува най-малко в два централни ежедневника. Акции, които са собственост на държавата и общините в търговски дружества се продават чрез:

1) **Публичният търг** за продажба на акции се извършва с ***явно наддаване*.** Преди да се вземе решение за неговото провеждане, органът по приватизация извършва определени *маркетингови действия* с цел привличане на инвеститорски интерес към обекта на приватизация. Възможно е да бъде поместена кратка информация за обекта на приватизация в средствата за масово осведомяване, като се оповести предстоящата продажба. Друго действие включва предоставяне на информация за приватизиращия се обект в Агенцията за чуждестранни инвестиции. Също така могат да се изпратят покани

за участие в приватизацията до лица, които са заявили интерес, до консултантски фирми и до други институции по преценка на органа по приватизация.

2) Публично оповестен конкурс – и при този метод на приватизация чрез разпродажба на акции, преди да се вземе решението за продажба се извършват маркетингови действия.

3) Приемане на търговско предложение по реда на чл. 149 от Закона за публично предлагане на ценни книжа

4) Преговори с купувача на мажоритарния пакет в някои случаи за обекти от значение за националната сигурност.

5) Централизиран публичен търг – приватизацията на пакети от акции, собственост на държавата чрез инвестиционни бонове се осъществява по метода “централизиран публичен търг”. С приемането на Закона за приватизация и следприватизационен контрол /ЗПСК/ се регламентира нов модел на раздържавяване чрез инвестиционни бонове. Той е продължение на т. нар. “масова приватизация”. В тази връзка Центърът за масова приватизация е закрит и неговите функции се приемат от Агенцията за приватизация.

Новите принципи, на които се изгражда процесът, заменил масовата приватизация, са:

v ограничено участие на централизирани публични търгове само от членовете (инвестиционните посредници) на регулирания пазар на ценни книжа /Фондовата борса/;

v пълна прехвърляемост без ограничения на инвестиционните бонове, включително от пълномощници;

v разрешаване /а дори и поощряване/ на концентрацията на инвестиционни бонове.

6) Публично предлагане – приватизацията чрез публично предлагане на акции се извършва чрез Българската фондова борса (БФБ). Сключването и приключването на приватизационни сделки, чрез системата на борсата, се осъществява на специален Приватизационен сегмент.

Покупката на акции на Приватизационен сегмент може да бъде извършена срещу пари или компенсаторни инструменти в зависимост от решението на органа по приватизация.

Сделките на приватизационния пазар се извършват единствено чрез лицензирани инвестиционни посредници. Те посредничат на клиента си като извършват от негово име и за негова сметка покупки или продажби на акции.

Тръжна комисия, състояща се от двама представители (служители) на борсата и един на органа по приватизация, следи за провеждането на всеки аукцион на "Приватизационен пазар". Представителите на борсата в тръжната комисия се определят от Съвета, а представителя на органа по чл. 5 от ЗПСК – от неговия представляващ.

Когато даден инвестиционен посредник иска да регистрира емисия от акции на "Приватизационен пазар", той трябва да подаде заявление, към което да приложи заверено копие от договора за посредничество при продажба на държавен или общински пакет от акции между него и органа по приватизация

Дадена емисия се счита за регистрирана на приватизационния пазар на борсата, след сключване на договора и обявление в официалния бюлетин на борсата за предстоящото публично предлагане на акции, собственост на държавата или община, което съдържа:

© наименование на органа по приватизация, извършващ приватизация чрез метода “публично предлагане”;

© наименованието на члена на борсата, който представлява органа по приватизация;

© наименованието на емитента, чиято емисия е регистрирана на “Приватизационен пазар”;

© наименованието на конкретния сегмент в зависимост от вида на предлагането за продажба (срещу пари или компенсаторни инструменти);

© ISIN код на регистрираната емисия;

© борсовия код на регистрираната емисия;

© броят акции, които ще бъдат предложени за приватизация и техният процент от размера на цялата емисия;

© определената пазарна партида за търговия;

© минималната продажна цена на една пазарна партида, по която ще се извършва предлагането;

© началната и крайната дата на предлагането.

Прекратяване на регистрацията на емисии на приватизационния пазар се извършва:

ð при прекратяване на договора между инвестиционния посредник и борсата;

ð при продажба на цялата част от съответна емисия, регистрирана на “Приватизационен пазар”;

ð при прекратяване на търговията с емисията на “Официален” или “Неофициален” пазари.

Сключването на сделки на Приватизационен сегмент се осъществява чрез смесен закрит аукцион, организиран от борсата.

Поръчки за покупка по време на всеки аукцион могат да бъдат въвеждани единствено от борсови посредници на членове на борсата или на участници на неофициалния пазар.

Всички действията, с изключение на избора на окончателна единична цена на предлагането за продажба, се извършват автоматично от системата. Изборът на окончателна единична цена на предлагането за продажба позволява генерирането на отчет за сключените сделки от системата.

След приключването на даден аукцион, неизпълненото количество на предлагането за продажба се прехвърля за следващия аукцион, а неизпълнените поръчки за покупка се изтриват от системата.

Сделките се считат за сключени с регистрирането им от системата, като за страните възникват задължения за осъществяване на доставка срещу плащане.

Параметри на емисията на акции за публично предлагане

По принцип основните параметри на емисията акции за приватизация чрез фондовата борса, които трябва да бъдат изяснени предварително и зададени от емитента, са:

· количеството на акции включени в емисията, отчитайки текущата оценка на предприятието, пазарното търсене, ликвидността на емисията и прочие;

· видът на емитираните акции – преференциални (с какви преференции) или обикновени, но също и поименни или „на приносител”;

· подходящата начална цена на новата емисия от акции.

Основните предимства на приватизация чрез публично предлагане, би трябвало да са:

· в процеса на приватизация се въвличат широк кръг инвеститори (физически и юридически частни лица);

· чрез борсовото котиране на акциите се определя (или най-малкото уточнява) реалната пазарна цена на приватизираното предприятие;

· дава се възможност за капитализиране на спестяванията на широк кръг от населението и за преразпределение на собствеността над националните ресурси;

· публичното предлагане на акции се характеризира със своята откритост, яснота, достъпност и прозрачност. Поради това този метод често пъти се оказва по привлекателен от политическа гледна точка.

Разбира се, методът има и недостатъци най-важния от които е че емисията не е привлекателна за инвеститорите, не се пласира добре и съответно процеса на приватизация може да се окаже твърде разтегнат във времето. Така съществен се оказва въпросът за управлението на риска.

Според Чл. 32., ал. 1 от Закона за приватизация и следприватизационен контрол, влезнал в сила от 05.03.2010 г., се допускат шест способа за приватизация на акции, държавна собственост, но само един от тях (публично предлагане) предполага, че акциите се предлагат чрез фондовата борса на всички потенциални инвеститори при условията за търговия на публично дружество и съответно с възможност за сделки на вторичния пазар. От останалите способи за приватизация на акции, още два използват фондова борса – публичен търг и централизиран

публичен търг – но при тях изобщо не се използва института на публично дружество и съответно не подсигуряват привличане на широк кръг инвеститори и не подпомагат развитието на фондовия пазар.

Така основни цели (и съответно – изисквания) при приватизация чрез публично предлагане на борсата са:

· Създаването на пазар на акции с достатъчна ликвидност и в приемливи срокове за емитента.

· Достигане на справедливи пазарни цени, приемливи за двете страни на пазара (продавача, купувача) на основата на процедури и балансирани правила, които осигуряват ценовата процедура за постигане на честен пазар. За целта пазарът трябва да обхване възможно най-много участници за да може цената да се базира на възможно най-много поръчки.

· В зависимост от икономическите цели в процеса на приватизация могат да се включват освен предложения за продажба на широката публика и различни предложения, които подтикват и стимулират участието на служители от предприятието. Възможно е да се наложат ограничения върху размера на индивидуалните притежания на акции в името на необратимост на приватизацията.

· Защита на частния инвеститор по пътя на създаване на прозрачни правила за допускане на ценните книжа, акциите и отделните обекти за приватизация на фондовия пазар. Осигуряване на непрекъснат достъп до информацията влияеща върху формирането на пазара.

· Осигуряване на равностоен достъп на заинтересованите инвеститори от България, но и от чужбина. За целта – непрекъснато

публикуване на резултатите свързани с приватизацията с равностоен и лесен достъп за всички заинтересовани страни в приватизационния процес.

· Привличане на чуждестранен капитал чрез фондовата борса както и предлагане на акции и ценни книжа по борсовите канали на чуждестранни борсови, банкови, инвестиционни и финансови институции включително и. предлагане на български акции на чуждестранни фондови пазари.

· Управление на риска при емисията на ценните книжа. При приватизация чрез борсов пазар особено остро възниква въпросът за това кой ще поеме рискът в случай, че очакваната сума или реализиран обем не бъдат достигнати. Решенията на този въпрос определят и до голяма степен подхода за приватизация.

· Осигуряване на невъзможност за национализация по пазарен способ и (в случаите на дейност от национално значение) невъзможност за създаване на господстващо пазарно положение (монопол). Ето защо е наложително наличието на правен механизъм, предпазващ изкупуването на тези акции обратно от държавни организации или изкупуването на 100% от мажоритарния собственик.

Вторичната продажба на акции и дялове на приватизирани предприятия не трябва да позволява извършването на ренационализационни процеси т.е. чрез вторична продажба държавни организации да придобиват акции и дялове от тях. За гарантиране на необратимостта на процеса е необходимо при първичната продажба да бъдат включени задължителни условия, които трябва да се съблюдават от купувача при вторична продажба на акциите или дяловете. За целта органите приемащи решението

за приватизация определят ограниченията при вторична продажба, включително сроковете, за които тези ограничения се спазват. Единственият възможен вариант да се контролира процесът на необратимост на приватизацията е задължително акциите предлагани за продажба да бъдат поименни, с което те, разбира се, стават по-ниско ликвидни (а също и изисква промяна на действащата нормативна уредба).

Публичното предлагане на акции чрез фондовите борси би трябвало да е един от основните методи за приватизация на държавните предприятия. То от техническа гледна точка може да се разглежда като вторично разпределяне на съществуващия държавен акционерен капитал. В същото време от организационна гледна точка трябва да се третира и като емитиране на първична емисия от акции.

3. СЪПОСТАВИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА ДЪРЖАВИ ОТ ИЗТОЧНА ЕВРОПА.

В настоящата глава се разглеждат фактологическите и статистическите характеристики на процесите на приватизация в някои държави от Централна и Източна Европа, с цел съпоставка.

България

Приватизационният процес в България започва през 1992г. с приемането на Закона за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия и създаването на Агенцията за приватизация. Тъй като този закон в недостатъчна степен регулира процеса по приватизация (Mitrev, K. 1997), през 1995г. се прави цялостно подобрение на законовата рамка, като се правят промени в Търговския закон и Закона за приватизация и се приемат няколко напълно нови закона:

1. Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества, като с влизането му в сила започва изграждането на регулирания български капиталов пазар. В съответствие с изискванията на новоприетия закон, се създава Комисия по ценните книжа и фондовите борси (КЦКФБ).

2. Закон за приватизационните фондове. С този закон се уреждат условията и редът за учредяването и дейността на приватизационните фондове, държавният контрол върху тях и защитата на инвеститорите.

С приемането през 2002г. на новия Закон за приватизация и следприватизационен контрол (ЗПСК) бяха регламентирани основните принципи при приватизацията:

- ясни и прозрачни правила и процедури за всички

участници в процеса на приватизация;

- равнопоставеност на инвеститорите;
- осъществяване на икономически ефективна приватизация като предпоставка за устойчиво икономическо развитие и конкурентноспособност на приватизираните дружества.

Чехия

Структурната реформа в Чехия се характеризира с широко мащабна и бърза приватизация. На нея е дадено предимство пред преструктурирането, изхождайки от разбирането, че новите частни собственици биха могли да направят това много по-добре. Това не означава пълно отказване от процесите на преструктуриране. Дори за големите национални предприятия тези процеси се осъществяват и сега.

Отчитайки недостига на вътрешен капитал и неточните оценки на активите на предприятията, чехите дават приоритет на нестандартните методи на приватизация /купонова приватизация/ т.е. целта е не приходи от приватизация, а бърза и мащабна смяна на собствеността при еднакъв старт за всички и прозрачност на процеса. Министерството на приватизацията съвместно с останалите министерства разработва национална концепция за приватизация, която се приема и провежда през целия период.

Успехът и скоростта на приватизацията се дължат до голяма степен на изключително ефективната и в същото време проста организация на процедурите. Приватизационният процес се осъществява на два етапа. Всички подлежащи на приватизация предприятия за двете вълни се обявяват с правителствено решение. В него се дават срокове за разработка на

приватизационни проекти за тези предприятия. Тези проекти се внасят в ресорните министерства за становища, а самите процедури се осъществяват от Министерството на приватизация.

За предприятия за които е имало проекти за пазарна приватизация се използват методите на пряка продажба, конкурса и търга, а при липса на купувачи - купоновата приватизация.

Процесът на спонтанно предлагане на проекти предлага много предимства: в приватизацията могат да участват всички; липсва политическа и профсъюзна критика; опростява се работата на органите осъществяващи процедурите. Министерството на приватизация, което осъществява централизирано процесите вместо да разработва стратегия и начини за приватизация е в много по-добра позиция -да избира проекти за приватизация, подпомагано от становищата на отрасловите министерства.

Унгария

Икономическата реформа и приватизация в Унгария са по-различни. През 1989 г. частният сектор обхваща 20-25% от националната икономика. От икономическа гледна точка мениджмънта на предприятията е бил много по-самостоятелен и подготвен за работа в пазарни условия.

Това положение до 1990 г. когато се създава Национална агенция за приватизация.

Процесът на малката приватизация се развива много по-бързо и през 1990 г. и до 1993 г. приключва. Правителството оценява, че процесът е бавен и възприема децентрализирана приватизация. Процедурите по изпълнението и се предоставят на частни консултантски фирми, с лиценз при строго регламентирани условия.

До 1995 г. значителна част от приватизацията е извършена с чуждестранни капитали, които представляват 85% от приходите. Поради недостатъчните финансови възможности на местния капитал през 1993 г. започват да се създават програми за приватизация, с цел подпомагане на унгарските купувачи. Най-съществената финансова преференция е кредит за приватизация, която се възприема като държавна политика. Всички банки са били задължени да предоставят такива кредити при 7%-тна лихва, три години гратисен период и срок на погасяване 15 години. За да се отпусне кредитът инвеститорът трябва да има само 2% собствени средства и добър проект.

Полша

При по-специфични условия се извършва икономическата реформа и приватизация в Полша. От една страна предприятията имат по-голяма самостоятелност, която им е дадена със закона за държавните предприятия от 1981 г. Тази свобода се контролира както от надзорните органи в предприятията, така и от синдикалните организации и съветите на работниците.

Представляват интерес някои специфични методи за приватизация. Един от тях е преобразуването на предприятията в търговско дружество по искане на директора и персонала, при което работниците придобиват веднага 20% преференциални дялове. Широко използван метод е вливането на цяло предприятие като апорт в ново дружество или няколко дружества. Най-популярен и предпочитан от работещите метод е да взимат собственото си предприятие на лизинг за срок от 10 години.

Приватизацията чрез ликвидация е също широко използван метод като той няма нищо общо с ликвидацията поради несъстоятелност. Използва се за ликвидиране на държавни структури чрез отнемане на статута им на юридически лица и предоставяне на техните активи на други стопански субекти.

Успехите на структурните реформи на страните от Централна Европа се дължат не само на приватизацията, но и на ефективната адаптация на държавните предприятия към пазарните механизми. Както и на ангажираната политика на страната към държавния сектор и държавното участие.

В годините на прехода към пазарна икономика държавата в тези страни не се оттегля от своята собственост. Успоредно с процесите на преструктуриране на собствеността се използват и подходящи механизми за пълноценно управление на държавното участие в предприятията.

Съпоставителен анализ

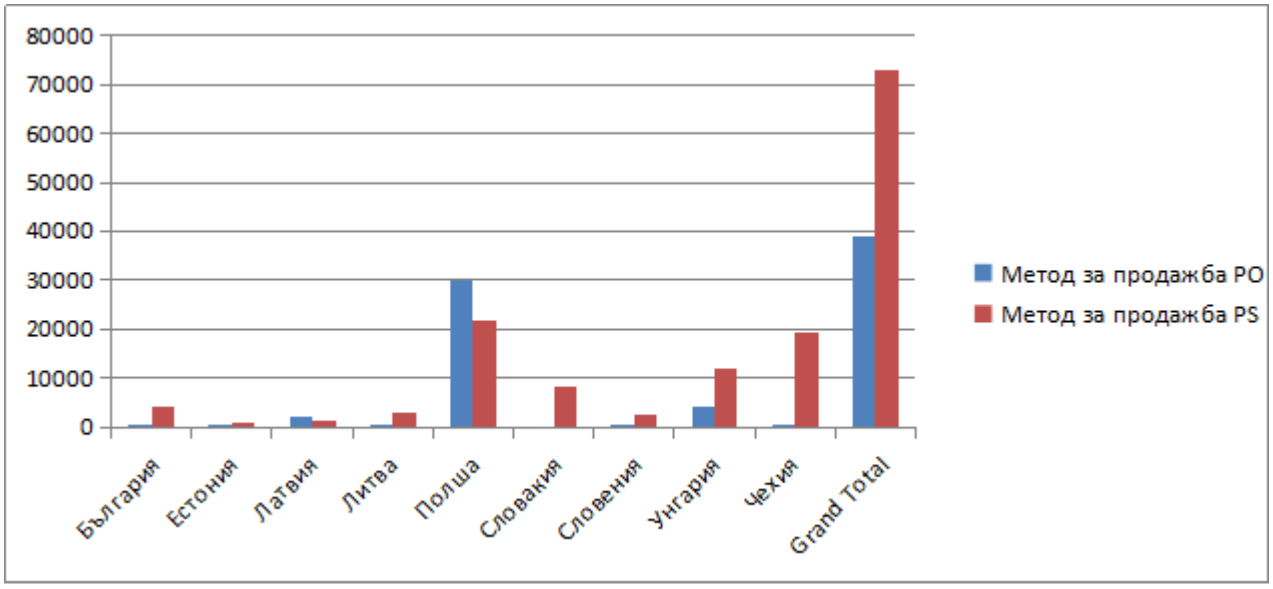
По-долу е направен сравнителен анализ между България и някои бивши социалистически страни (Естония, Латвия, Литва, Чехия, Словакия, Словения, Унгария, Полша) относно методите, използвани при приватизация. Методите условно са разделени на публично предлагане (PO) и частна продажба (PS). Под публично предлагане се има предвид метод на приватизация чрез фондова борса, а под частна продажба методи, при които не се използва фондова борса (например публичен търг и публичен конкурс).

На Фигура 2. е показан обема на приватизационните сделки (в млн. щатски долара) за разглеждания период по държави, както и общо за периода. Също така могат ясно да се видят обемите по

всеки един от двата метода за всяка държава поотделно, а също и общо за разглежданите страни.

Забелязва се ясно изразен превес на използването на метода частна продажба (PS) в сравнение с метода публично предлагане (PO), както по страни, така и в общия обем на сделките, като изключение правят единствено Полша и Латвия, където публичното предлагане преобладава.

Фигура 2. Публично предлагане (PO) и частна продажба (PS), като методи за приватизация по страни



Източник: данни, използвани от Privatization barometer и Mergermarket; изчисления автор.

Латвийската фондова борса започва да функционира през 1995г., когато там започва първата вълна на масова приватизация, като първоначално на нея са можели да се търгуват само акции на приватизирани компании. По този начин приватизацията се е използвала за формиране на капиталов пазар в страната.

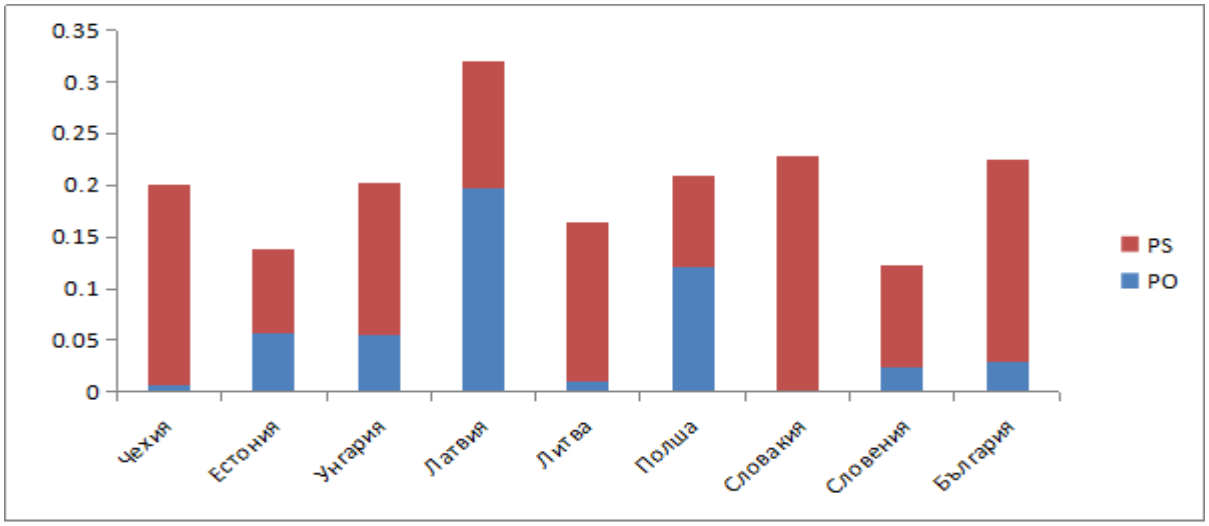
Полша се характеризира с най-голям обем на сделките. Това би могло да се обясни с факта, че тази страна е най-голяма по площ

и най-голямата икономика от разглежданите и следователно приватизацията е разгърната в най-големи мащаби. Превесът на метода публично предлагане (PO) се обяснява с усилията на правителствата на страната да развиват Варшавската фондова борса, където приватизацията също е изиграла основна роля за формирането и по нататъчното ѝ развитие. Важно е да се отбележи, че при фундаментален анализ на български дружества, листнати на БФБ, често се използват компании аналози от Варшавската фондова борса, като основанията за това са по-дълбокият и развит полски пазар и сходствата на двете икономики. Това е довод в подкрепа на хипотезата, че полският капиталов пазар е най-добре развитият от бившите социалистически страни. По-развитият капиталов пазар съвсем закономерно улеснява значително приватизацията чрез фондова борса.

Преобладаването на метода частна продажба (PS) в останалите страни би могло да се обясни с по-лесните извънборсови процедури за приватизация (доколкото при борсовата приватизация се изисква и създаването на допълнително законодателство относно борсовата регулация и добре функциониращ фондов пазар) и желанието по-бързо във времето да се приключи с процесите по приватизация.

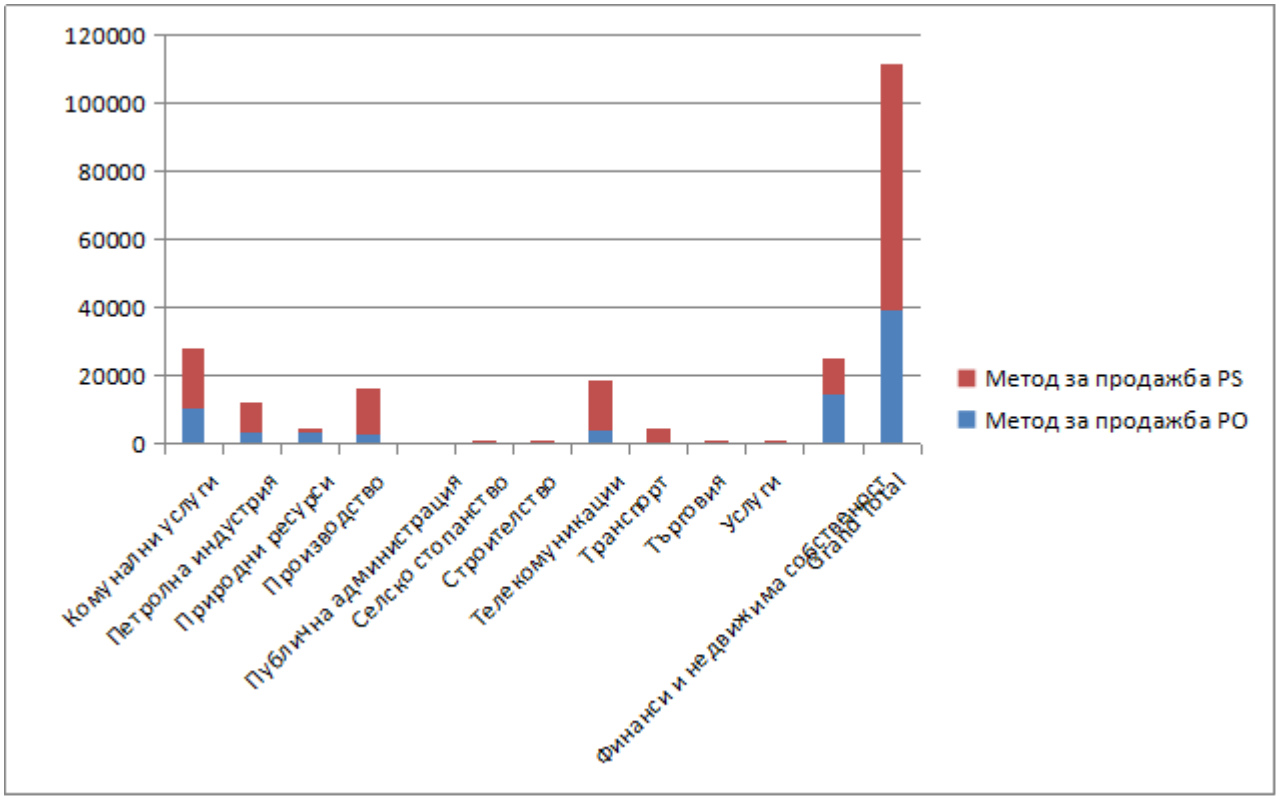
На Фигура 3. по-ясно могат да се видят съотношенията между двата метода за приватизация във всяка страна. Словакия е единствената държава от изследваните със 100% дял на метода частна продажба (PS). След нея се нареждат Чехия и Литва с незначителен дял на метода публично предлагане (PO). България също спада към страните с малък дял на използване на метода публично предлагане (PO).

Фигура 3. Публично предлагане (PO) и частна продажба (PS), като методи за приватизация по страни - съотношение в общия обем



Източник: данни, използвани от Privatization barometer и Mergermarket; изчисления автор.

Фигура 4. Публично предлагане (PO) и частна продажба (PS), като методи за приватизация по отделни икономически сектори



Източник: данни, използвани от Privatization barometer и Mergermarket; изчисления автор.

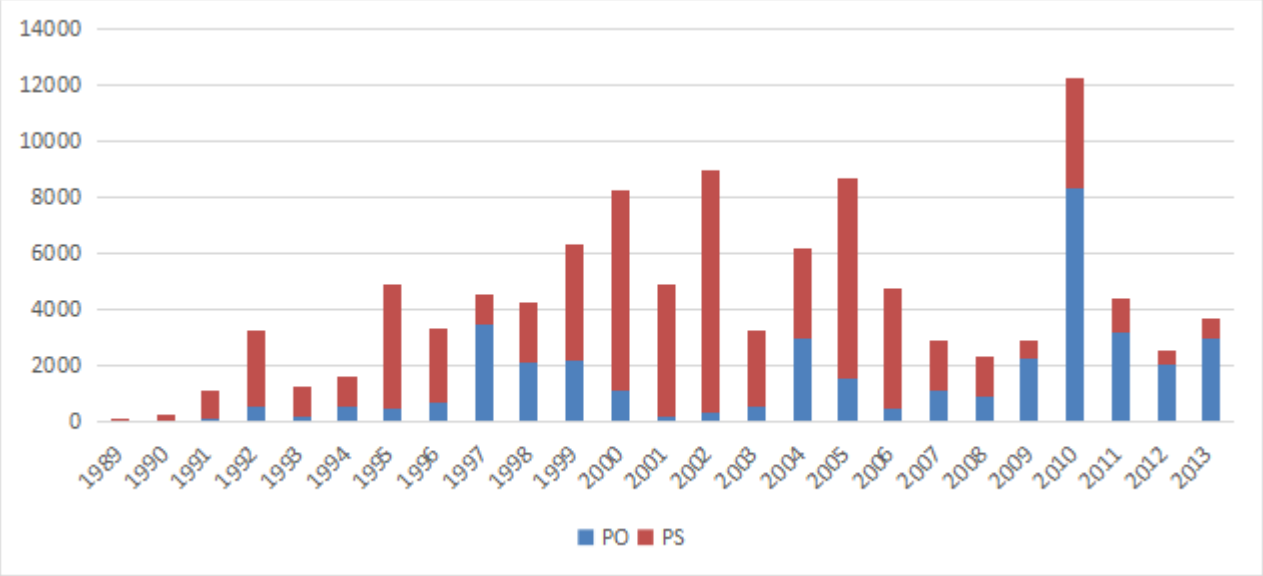
По отделни икономически сектори също ясно се вижда, че доста по-често използваният метод е частна продажба (PS). Забелязва се, че само в сектора “Финанси и недвижима собственост” делът на публичното предлагане (PO) е по-голям от този на частната продажба (PS). Това се обяснява с преобладаването на борсовата приватизация при сделките за приватизация на банките с държавно участие в разглежданите страни.

На Фигура 5. по години е показан обемът на сделките (в млн. USD) и съотношението вътре в него между двата използвани метода за приватизация. Забелязва се, че периодът между 1995г. и 2007г. се характеризира с по-голяма активност, което личи по обемите за този времеви диапазон. Началото на периода съвпада с първите вълни на масовата приватизация и първите използвания на фондовата борса за приватизационни цели, което личи по преобладаването на метода публично предлагане (PO) през 1997г. и 1998г. Краят на периода съвпада с началото на световната финансова криза, когато започват да се усещат нейните първите ефекти. В годините след това става по-сложно да се намерят купувачи за големите обекти за приватизация, поради по-трудното финансиране на сделките, тъй като купувачите обикновено са чуждестранни инвеститори от силно засегнати от кризата страни.

2010г. се характеризира с големи сделки в секторите “Финанси и недвижима собственост”, “Комунални услуги” и “Телекомуникации”, които се осъществяват посредством фондовата борса. През последните пет години на изследвания период (2009г. - 2013г.) в повечето страни процесът на приватизация вече е към края си са останали неприватизирани отделни крупни обекти. Поради това преобладава прилагането на метода публично предлагане (PO).

Като цяло има тенденция при приватизационните сделки с по-голям обем (по-голяма стойност на трансакцията) да се използва методът публично предлагане (PO), а при сделките с по-малък обем - методът частна продажба (PS).

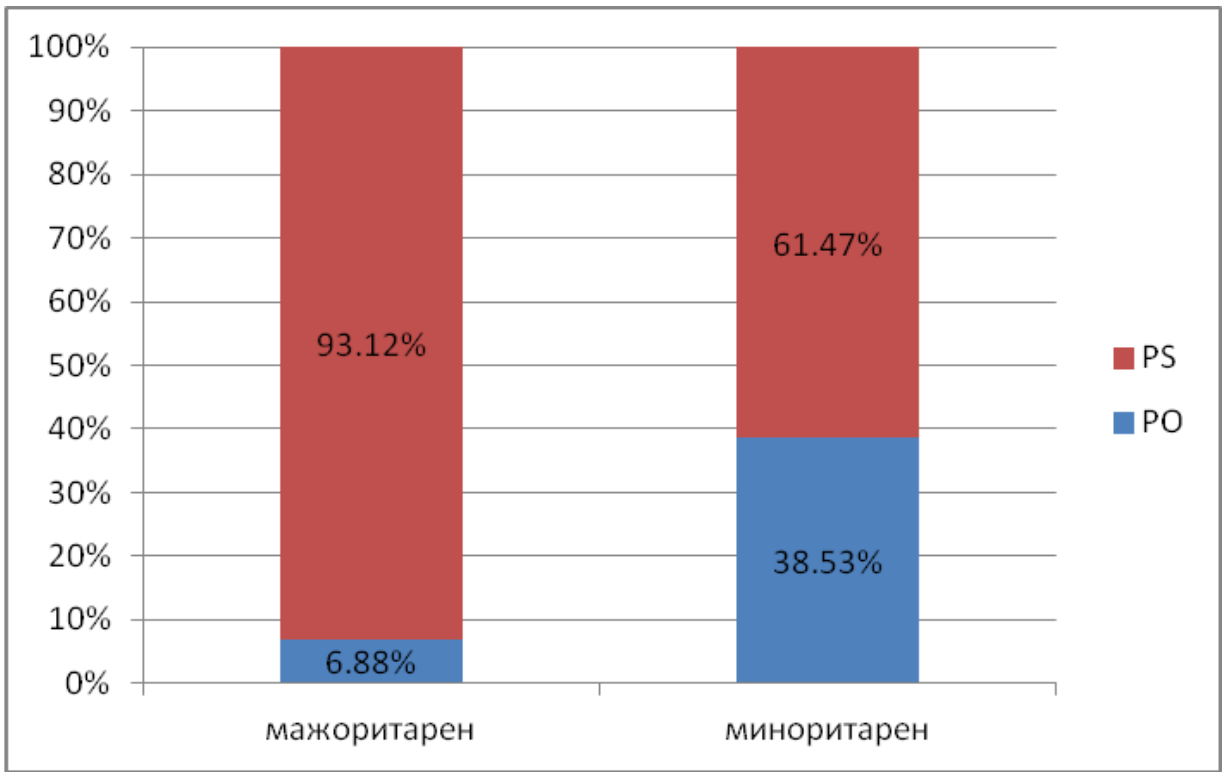
Фигура 5. Публично предлагане (PO) и частна продажба (PS), като методи за приватизация като съотношения в общия обем по години



Източник: данни, използвани от Privatization barometer и Mergermarket

От фигура 6 ясно проличава, че когато се приватизира миноритарен дял (първичен или остатъчен) публичното предлагане е значително по предпочитително съотносително в общия брой приватизационни процедури. Всеобщата тенденция за мажоритарните дялове е да се приватизират чрез частни продажби.

Фигура 6. Публично предлагане (PO) и частна продажба (PS), като методи за приватизация като съотношения в общия брой сделки, в зависимост от дела на приватизиране



Източник: данни, използвани от Privatization barometer и Mergermarket

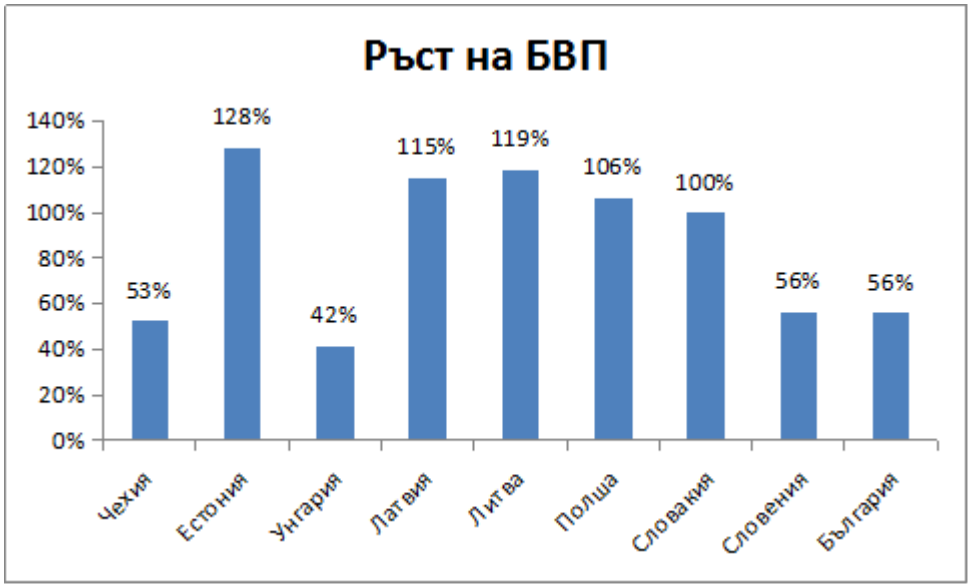
Икономически разтеж

Важно е да се съпоставят двата метода за приватизация по между им и да се провери всеки един от тях, дали има някакво влияние върху икономическия растеж на страните.

На Фигура 7. е показан изчисленият ръст на БВП на страните за изследвания период. За базова година е приета 1995г., защото тогава в повечето страни започва първата вълна на приватизация. Вижда се, че икономиките на страните от Балтия - Литва, Латвия и Естония, както и Полша и Словакия са нарастнали два и повече пъти. Останалите държави, сред които и България имат среден ръст около 50%. За по-голяма нагледност на съпоставянето на ръста на

БВП и прилагането на всеки от двата метода за приватизация са поставени една под друга Фигура 3. и Фигура 7.

Фигура 7. Ръст на БВП на страните за разглеждания период



Източник: БВП в текущи цени в млн. евро по данни на Eurostat

Разбира се, за прецизност и коректност е необходимо да се направят регресии между метода публично предлагане (PO) и ръст на БВП и метода частна продажба (PS) и ръст на БВП за да се провери, съществува ли връзка между използването на посочените методи и ръста на БВП.

Забележка: Регресиите няма да са статистически значими, понеже върху ръста на БВП оказват влияние прекалено много фактори. Това се прави с цел съпоставяне на двата метода за приватизация по между им.

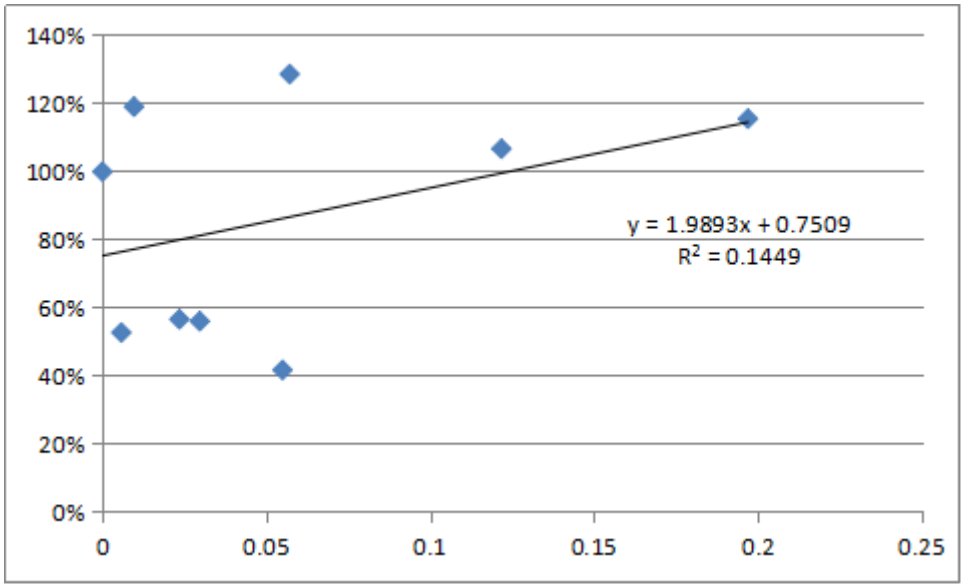
При сделките от групата на публично предлагане коефициентът на детерминация R^2 е равен на 0.1449 и показва, че ръста на БВП се влияе слабо от този метод. Съответстващият му коефициент на неопределеност е доста голям, което е очаквано, понеже влияние върху ръста на БВП оказват прекалено много

фактори. Равнището на значимост е достатъчно за да може да се твърди, че има влияние. Открита е права зависимост между метода публично предлагане (PO) и ръста на БВП. Това означава, че използването на този метод влияе положително на ръста на БВП.

Фигура 8. Резултати от регресия между метода публично предлагане (PO) и ръста на БВП.

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,380714342							
R Square	0,14494341							
Adjusted R Square	0,022792469							
Standard Error	0,335414576							
Observations	9							
ANOVA								
	df	*SS*	*MS*	*F*	*Significance F*			
Regression	1	0,13349516	0,13349516	1,186592658	0,312091788			
Residual	7	0,787520563	0,112502938					
Total	8	0,921015723						
	Coefficients	*Standard Error*	*t Stat*	*P-value*	*Lower 95%*	*Upper 95%*	*Lower 95.0%*	*Upper 95.0%*
Intercept	0,750877101	0,150868569	4,977028055	0,001606367	0,394129624	1,107624579	0,394129624	1,107624579
PO	1,989295743	1,826200784	1,089308339	0,312091788	-2,328982918	6,307574404	-2,328982918	6,307574404

Фигура 9. Графично онагледяване на регресия между метода публично предлагане (PO) и ръста на БВП.



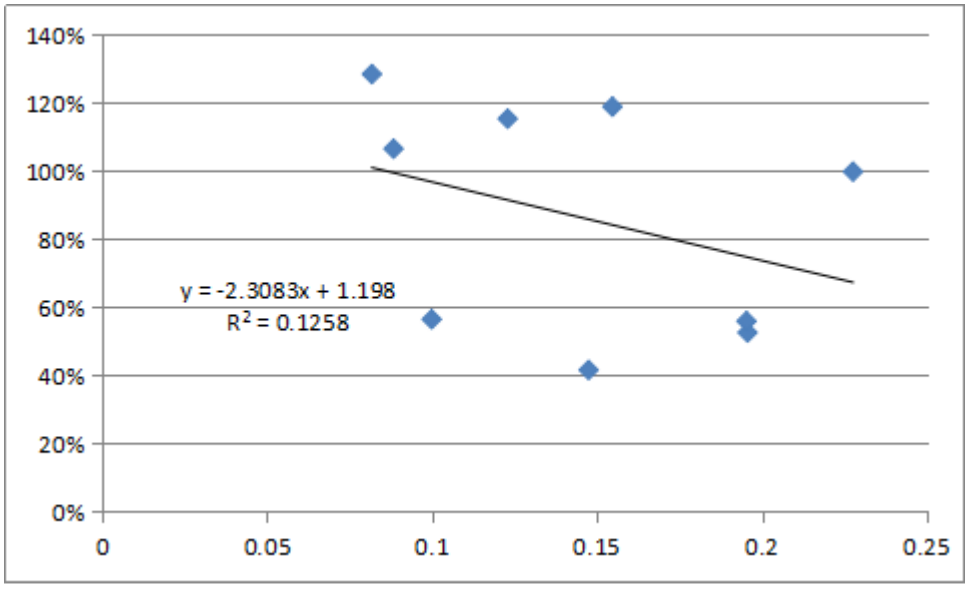
При сделките от групата на частни продажби коефициентът на детерминация R^2 е равен на 0.1258 и показва, че ръста на БВП се влияе слабо от този метод. Съответстващият му коефициент на неопределеност е доста голям, което е очаквано, понеже влияние върху ръста на БВП оказват прекалено много фактори. Равнището на значимост е достатъчно за да може да се твърди, че има влияние. Открита е обратна зависимост между метода частна продажба (PS) и ръста на БВП. Това означава, че използването на този метод влияе отрицателно на ръста на БВП.

Тук коефициентът на детерминация е още по-малък, отколкото при метода публично предлагане (PO), т.е. връзката е още по-слаба.

Фигура 10. Резултати от регресия между метода частна продажба (PS) и ръста на БВП.

Regression Statistics								
Multiple R	0,354717447							
R Square	0,125824467							
Adjusted R Square	0,000942248							
Standard Error	0,339143756							
Observations	9							
ANOVA								
	df	*SS*	*MS*	*F*	*Significance F*			
Regression	1	0,115886313	0,115886313	1,007545097	0,348920322			
Residual	7	0,80512941	0,115018487					
Total	8	0,921015723						
	Coefficients	*Standard Error*	*t Stat*	*P-value*	*Lower 95%*	*Upper 95%*	*Lower 95.0%*	*Upper 95.0%*
Intercept	1,198013018	0,354061757	3,383627277	0,011700656	0,360790002	2,035236035	0,360790002	2,035236035
PS	-2,308280295	2,299621165	-1,003765459	0,348920322	-7,746020269	3,12945968	-7,746020269	3,12945968

Фигура 11. Графично онагледяване на регресия между метода частна продажба (PS) и ръста на БВП.



Изводи по Глава 2

След извършването на сравнителен анализ между България и някои бивши социалистически страни (Естония, Латвия, Литва, Чехия, Словакия, Словения, Унгария, Полша) относно методите, използвани при приватизация, се установиха следните факти:

1. Ясно изразен превес на използването на метода частна продажба (PS) в сравнение с метода публично предлагане (PO), както по отделни страни, така и в общия обем на сделките. Това се потвърди също и при анализа по сектори, като при само един от тях - “Финанси и недвижима собственост” се прилага предимно публичното предлагане (PO). Това се обяснява с

2. Преобладаване на борсовата приватизация при приватизационните сделки на финансовите институти с държавно участие, като това се видя от анализа по сектори, където единствено в сектор “Финанси и недвижима собственост” се прилага предимно метода публично предлагане (PO).

3. Две от изследваните държави са използвали почти изцяло единия или другия метод. Това са Полша - основно прилагаща публичното предлагане (PO) и Словакия със 100% дял на метода частна продажба (PS).

4. Потвърди се предположението, че най-голямата икономика от разгледаните, а именно Полша, се характеризира с най-голям обем на приватизационните сделки.

5. България спада към страните, предпочитащи използването на частната продажба (PS).

6. Българската икономика е нарастнала с 56% за разглеждания период, като половината от разгледаните държави имат значително по-голям ръст на БВП от нея.

7. Преобладаването на метода частна продажба (PS) може да се обясни с по-лесните извънборсови процедури за приватизация (доколкото при борсовата приватизация се изисква и създаването на допълнително законодателство относно борсовата регулация и добре функциониращ фондов пазар) и желанието по-бързо във времето да се приключи с приватизационния процес.

8. Има тенденция при приватизационните сделки с по-голям обем (по-голяма стойност на трансакцията) да се използва методът публично предлагане (PO), а при сделките с по-малък обем - методът частна продажба (PS).

9. Периодът между 1995г. и 2007г. се характеризира с по-голяма приватизационна активност. Това се обяснява с факта, че началото на периода съвпада с първите вълни на масова приватизация и първите използвания на фондовата борса за приватизационни цели, а краят на периода съвпада с началото на световната финансова криза, когато става по-трудно да се намерят купувачи за големите

обекти за приватизация, поради по-трудното финансиране на сделките.

10. Използването на метода публично предлагане (PO) стимулира развитието на капиталовия пазар на дадената страна.

11. Открита е права зависимост между метода публично предлагане (PO) и ръста на БВП. Това означава, че използването на този метод влияе положително на ръста на БВП.

12. Открита е обратна зависимост между метода частна продажба (PS) и ръста на БВП. Това означава, че използването на този метод влияе отрицателно на ръста на БВП.

13. Би могло да се каже, че прилагането на метода публично предлагане (PO) се отразява благоприятно на ръста на икономиката на дадена страна, а прилагането на метода частна продажба (PS) влияе по-скоро негативно и следва да се избягва.

4. ПРИВАТИЗАЦИЯ ПО МЕТОДА ПУБЛИЧНО ПРЕДЛАГАНЕ ЧРЕЗ СМЕСЕН ЗАКРИТ АУКЦИОН НА „БЪЛГАРСКА ФОНДОВА БОРСА” АД.

В настоящата глава се извършва анализ на принципа на приватизация в Република България по метода на публично предлагане, по-специално използвания от Българска фондова борса „Смесен закрит аукцион” на платформа РТС /Руска търговска система/, включително и съпоставка на базата на общоприетите практики на развитите фондови пазари.

Изясняване на фактически състав

На основата на Решение 723-ПД-06.12.2011 Комисията за финансов надзор потвърждава проспекта за допускане до търговията на „ЕВН България Електроразпределение” АД и за публично предлагане на 33% от капитала на дружеството.

Самият проспект е изготвен и представен към 27.10.2011 г. от ИП „Булброкърс” ЕАД и включва всички задължителни реквизити. За целите на настоящата разработка са съществени следният текст от Проспекта: „Акциите на Дружеството ще се предлагат на инвеститорите при условията на вторично публично предлагане, което ще се извърши на „Приватизационен пазар” на БФБ, чрез организиран от Борсата „Смесен закрит аукцион” за продажба, провеждан по методология, одобрена на Заседание на Съвета на директорите на БФБ” (стр. 10).

В стратегия за публично предлагане на „Българска фондова борса - София" АД на пакет от 51612 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД и пакет от 62106 броя акции, представляващи 33% от капитала на

„ЕВН България Електроснабдяване" АД, ИП „Булброкърс” ЕАД, 23.11.2011 г. се съдържат множество интерсни за настоящата разработка твърдения и факти:

· „Както става видно … съществува един основен вариант за продажба” (стр. 7).

· „Публичното предлагане на акции се извършва на „Приватизационен пазар" на БФБ - София АД, чрез организирането на „Смесен закрит аукцион" за продажба” (стр. 2).

· „Големината на предлаганите пакети, както и високите начална и минимална (1 363,56 лева за акция от капитала на ЕВН ЕР и 113,66 лева за акция от капитала на ЕВН ЕС) цени на акциите, изключват възможността те да бъдат изцяло продадени на широк кръг дребни инвеститори” (стр. 13).

· „Смятаме, че поради продължаващата нестабилност на международните финансови пазари, както и поради високите стойности на началните цени на акция няма да има особено голям интерес за участие от страна на масови индивидуални инвеститори.”

· „Формулирането на основните цели на продажбата на акциите: Постигане на максимален приход от продажбата на предлаганите пакети; Успешната продажба на предлаганите пакети; Развитие на капиталовия пазар в България. В последните години един от основните проблеми на капиталовия пазар в България, изтъкван от анализаторите е липсата на предлагане на достатъчни като брой и качество акции за търговия. Факт е, че особено международните инвеститори отдават голямо внимание на капитализацията на конкретен пазар във връзка с желанието им да инвестират на него. Наше дълбоко убеждение е, че борсата е най-

прозрачната и ефективна среда за среща между търсенето и предлагането, за постигане на най-добрата цена в честно и равнопоставено наддаване.” (стр. 18).

В Описанието за работата на закрития аукцион по чл. 8, ал. 1 от приложение 2 към правилника, „Българска фондова борса – София” АД, Юни 2002 г., се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Всеки борсов посредник има достъп само до въведените от него поръчки” (стр. 3).

· „При липса на въведени лимитирани поръчки провеждането на аукцион е невъзможно” (стр. 3).

· „Тъй като в документа са използвани оригиналните алгоритми, получени от RTS Corporation, описанията в тях СА на руски език. Аукционът на приватизационен пазар, съгласно приложение 2 към Правилника не предвижда използване на поръчки от типа „всичко или нищо”, въпреки че те фигурират в оригиналните алгоритми. Това се отнася за всички приложени блок-схеми” (стр. 4).

В Протокол от публично съдебно заседание от 29.05.2013, Софийски районен съд, юрисконсулт Георгиева, представляваща ИП „Булброкърс” ЕАД прави следното изказване: „Манипулация – това е да се окаже влияние върху търсенето, предлагането или цената на финансови инструменти. В конкретния случай сделките за придобиване на държавния дял от ЕВН не са сключени при редовна борсова търговия, а при специална процедура – смесен закрит аукцион. Съгласно тази процедура …, всеки участник вижда само своите поръчки, за разлика от редовната борсова сесия, поради което … подаващият не може да повлияе на … другите участници” (стр. 4).

В Съдебно-техническа експертиза, назначена с постановление от 08.01.2015г., извършена от Георги Петров Бояджиев, Николай Найденов Хранов, Тони Величков Атанасов, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

- „Най – съществения пропуск в сигурността на системата за провеждане на „Смесен Закрит Аукцион" … е възможността по време на протичането на самия аукцион лица с право на достъп … да могат да виждат и копират файла, в който [се записват] постъпващите поръчки … По този начин „Смесен Закрит Аукцион" не е закрит за всички пазарни участници и в такъв смисъл е опорочен. Този сценарий изисква участието на „вътрешен човек" (стр. 20).

- "Друг съществен пропуск е, … [че] е възможно с прости софтуерни средства, достъпни и чрез Интернет, да се декодира връзката и по този начин да се „прочетат" заявките на крайните потребители и да се създаде у „прихващащия" съобщенията ясна представа за състоянието на търга и актуалните заявки. При този сценарии е необходимо да разполага с техника, позволяваща прихващане на трафика на БФБ през Интернет – доставчиците, с които БФБ работи" (стр. 21).

- „Компютъра, на който се изпълнява бизнес – логиката на смесения закрит аукцион е свързан към мрежата с мрежови кабел, което позволява достъп до него на лице с администраторски права в локалната мрежа, въпреки че самата машина се заключва и запечатва по време на самия аукцион – това не я предпазва от външна намеса" (стр. 21).

В Протокола за разпит на свидетел Такев, Софийска градска прокуратура, 22.05.2014 г., се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „По отношение на метода на приватизация се дискутираше, че трябва да бъде публично предлагане, тъй като единствено при този метод компаниите ще придобият публичен статут, респективно ще останат да се търгуват на борсата, като по този начин приватизационната сделка ще има последващ ефект върху развитието на капиталовия пазар" (стр. 2).

· „Посредством [модул „Смесен закрит аукцион на платформата РТС] от 2003 г. …да предлагани акции и дялове, собственост на държавата, в над 4000 предлагания в множество публични търгове…общо са 130 [такива компании до момента на предлагане на ЕВН]" (стр. 2-3).

· „Платформата XETRA, която се използва от БФБ като основна платформа за търговия от 16.06.2008 г. … е съвсем различен софтуер от РТС, … не позволява провеждането на смесен закрит аукцион… Поради тази причина … системата РТС продължи да се използва и след 2008 г., но само и единствено за целите на приватизацията" (стр. 4).

В Протокол за разпит на свидетел Варошанова-Цветкова, Софийска градска прокуратура, 22.05.2015 г. , се съдържа следният съществен текст за целите на настоящата разработка: „На платформа XETRA се виждат в реално време всички котировки, което на нас като служители от АПСК ни е обяснено от страна на Борсата, че е по-неизгодния вариант за АПСК като страна по приватизационна сделка" (стр. 3).

В Протокол за разпит на свидетел Танев, Софийска градска прокуратура, 23.02.2015 г., се съдържа следният съществен текст за целите на настоящата разработка: „Не мога да кажа по какви критерии беше избрана точно платформата RTS, но същата беше одобрена и закупена с пари на USAID” (стр. 2).

Официално решение на Съвета на директорите на БФБ за използването на СЗА за целите за приватизация, базирано на разглеждане и съпоставителен анализ на разнообразни възможности, не може да бъде открито в публичните документи на БФБ.

Към датата на изготвяне на настоящата разработка правилата за провеждане на смесен закрит аукцион не са публично достъпни на уебсайта на БФБ (виж фиг. 11).

В наличното описание на Смесения закрит аукцион на английски език присъстват основните моменти и примери от описанието на български език, но липсват блок-схемите, описващи в детайли работата на алгоритъма на аукциона.

Фиг.11 Грешка за достъп до правилата за провеждане на смесен закрит аукцион на уебсайта: http://www.bse-sofia.bg/pdf/Mixed_auction_description.pdf



Object not found!

The requested URL was not found on this server. The link on the referring page seems to be wrong or outdated. Please inform the author of that page about the error.

If you think this is a server error, please contact the webmaster.

Error number - 404

www.bse-sofia.bg

28-11-2015 21:01:32

В Писмо до Комисия за финансов надзор с пояснения от относно системите XETRA, Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse, Deutsche Börse AG, 17.07.2015 се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Xetra предлага аукциони за специфични ситуации, които се различават от обичайния аукцион. Такъв например е така наречения IPO аукцион, който се използва за определяне на първоначална цена на борсата на нова ценна книга.” (стр. 1).

· „В сравнение със смесения закрит аукцион съществува голяма разлика по отношение на процеса на определяне на цената (принципът на най-изпълним обем – principle of most executable volume) и възможността за въвеждане на поръчките в регистъра” (стр. 1).

· „Освен това съществуват и много други разлики, например прозрачност при въвеждане на поръчки в регистъра, приоритет на поръчките (цена/видимост/време – price/visibility /time)…” (стр. 2).

Анализи и съображения

Аукционът е публичен търг за продажба на движимо (акции, облигации и други ценни книги) и недвижимо (земя, сгради, оборудване и др.) имущество, стоки, имащи индивидуални свойства, под ръководството на специално лице, наречено аукционер. Провежда се в предварително установено време и на определено място. Стоките (или техни образци) предварително се излагат за оглед. Стоките се продават като единични образци или на партиди

(лотове). Цената при наддваване на аукцион се нарича бид (bid)[1].

Аукционерът представлява агент на продавача, представител на аукционната къща. Неговите функции са да оценява стоките, които ще се предлагат за продажба; да ръководи аукциона и обявява ценовите оферти (bids, бидове); да обявява края на аукциона чрез удар на чукче, гонг, звънец или по друг начин; обявява последния печеливш бид (hammer price); има задължение да обвърже страните с протокол (меморандум) за продажбта; може да снеме от продажба стоката, ако бидовете не са достатъчно високи.

Видове аукцион според начина на наддаване:

I Английски аукцион (отворен аукцион с повишаваща се цена). Тип аукцион, основаващ се на установяване на минимална цена като отправна за последващо наддаване в процеса на което цената се увеличава постъпково и е известна за всички участници. Участниците демонстрират готовност за покупка на лотове по заявената цена. Ако даден участник иска да излезе от аукциона, то той съобщава за това на аукционера. Аукционът продължава до тогава, докато сред заинтересованите остане само един участник, който печели при цена, при обявяването на която вторият участник е излязъл от аукциона.

I Холандски аукцион (отворен аукцион с намаляваща цена). При традиционния холандски аукцион аукционерът започва с най-високата цена, която се иска от продавача. Тази цена се понижава, ако няма желаещ да купи обекта на аукциона на тази цена. Това продължава, докато поне един учасник не се съгласи с предложената цена или не се достигне до запазаната от продавача цена, ако има такава. Ако първият съгласил се на предложената

[1] Борисов А.Б. (2003) “Большой экономический словарь.” Москва, Книжный мир, 895 с.

цена не купи целото количество от обекта на аукциона, което се продава, тогава аукционерът продължава да понижава бида, докато цялото останало количество не се продаде или докато се достигне до запазената цена, ако има такава. Ако обекта на аукциона е разделен на лотове, тогава участникът, който първи се е съгласил да купи на определена цена избира кои точно лотове да купи, ако останат неизкупени лотове те се разпределят между останалите купувачи, като всеки следващ избира лотове от останалото до този момент непродадено количество.

I Обърнат аукцион. Това е вид холански аукцион. При него ролите на продавач и купувач са разменени, с основна цел предлаганата цена да спада. Докато обикновения аукцион дава на продавачите възможността да получат най-добрата цена от купувачите, обърнатият аукцион дава на купувачите възможност да намерят продавача, приемащ най-ниска цена. По време на аукцион със запазена цена продавачите могат да приемат множество оферти, конкурирайки се с другите продавачи, докато се стигне до най-ниската цена, която са готови да приемат. Така се осигурява пълна информация, която заедно с динамичния процес по наддаване увеличава шансовете за достигане на справедлива пазарна стойност на обекта на продажба. Обърнатият аукцион широко се използва от корпорации, национални и местни правителствени органи и други организации.

Използване на аукциони за IPO

По своята същност приватизацията чрез публично предлагане на финансов пазар представлява първично публично предлагане - IPO. Много нови емисии на акции се предлагат чрез подписка по единна цена при която капиталът на дружеството или част от него се

продава по фиксирана цена, като това става след консултация и съгласуване с инвестиционната банка / инвестиционният посредник, който е ангажиран[2]. Повечето американски IPO традиционно се провеждат като се използва методът букбилдинг. При този метод посредникът или инвестиционната банка по емисията сондират интереса към предлаганите акции сред големите институционални инвеститори и на тази база определят цената. Въпреки това доста изследователи смятат, въз основа на икономическата теория за аукционите, че най-добрият начин за продажба на акции при IPO е да се организира аукцион за акциите на компанията, която ще се продава публично[3]. В САЩ беше създадена бутиковата инвестиционна банка W.R. Hambrecht & Co., чиято основна цел е да продава акции при първично публично предлагане като прилага холандски (или по-точно Викри) аукцион. Тя е разработила системата “OpenIPO” през 1999 г. Тогава за пръв път е въведено използването на аукцион при IPO в САЩ. Тази система използва аукцион Викри за да определи количеството и цената на акциите, които да бъдат продадени при IPO. При аукциона Викри, инвеститорите наддават за количеството акции, които биха искали да купят при определена цена. Когато всички оферти са получени, инвестиционният посредник и емитента използват тази информация за да определят цената на отсичане или най-високата възможна цена при която ще бъде възможно емитентът да продаде всички акции. Инвеститорите, които са предложили цена, по-висока от цената на отсичане получават цялото количество акции, които са заявили. Останалите акции се разпределят между инвеститорите,

[2] Трите най-често използвани механизма за IPO по света са подписка по единна цена, букбилдинг и IPO аукцион.
[3] Аргументите в полза на IPO аукционите са както емпирични, така и теоретични. Виж Ausubel and Cramton (1998).

които са предложили цена, равна на цената на отсичане, като се прилага принципът pro-rata[4]. за разлика от букбилдинга, в аукциона могат да вземат участие както институционални, така и частни инвеститори. Този тип аукцион беше използван при първичното публично предлагане на акциите на компанията Google[5].

Общата икономическа теория предполага, че аукционът може да бъде по-ефективен за по-точно определяне на цената и справедливо разпределение на акциите. Това е така, защото акциите се предлагат на повече инвеститори и също така биват продавани на инвеститорите предложили най-висока цена, а те вероятно ценят тези акции най-много.

Основните предимства на аукциона и ползите от него за емитента са добре описани от Pukthuanthong, Varaiya и Walker (2007). Тъй като IPO аукционите са достъпни за всички, емитентът може да продаде акциите си на повече инвеститори, на цена, която по-точно отразява пазарното търсене на тези акции. Pukthuanthong, Varaiya и Walker (2007) впоследствие обясняват, че това би трябвало да позволи на емитента да максимизира резултата си и така да елиминира или поне значително да намали възвръщаемостта от първия ден след IPO аукциона от вторичното търгуване на пазара с вече емитираните от него акции (ако възвръщаемостта е значителна, това означава, че цената на която са били продадени акциите по време на IPO аукциона е била твърде ниска, следователно емитентът е пропуснал да реализира по-голяма печалба). В тяхната работа се обсъждат няколко изследвания, които потвърждават техните изводи. Например, те цитират Derrien и Womack (2004) които откриват, че на френския IPO пазар, средната

[4] Метод за определяне на големината на отделна част, според дела на тази част от цялото.
[5] По-подробно виж Choo, E. (2005).

и дисперсията при продажба на по-ниска цена от справедливата (т.е. по-ниска от тази на пазара) са по малки при IPO, които са проведени чрез аукцион, отколкото гогато това е ставало чрез букбилдинг. Подобни изводи са направени и в други разработки, цитирани от Pukthuanthong, Varaiya и Walker (2007), които разглеждат приватизацията във Великобритания през 80-те години на 20 век и японския IPO пазар, по-малко намаление на цената е било отчетено при аукциона в сравнение с останалите механизми за IPO.

Организирането на приватизация чрез първично публично предлагане по принцип би трябвало да има следните характеристики:

- Сигурност;
- Регламент;
- Пазарно ценообразуване;
- Равнопоставеност.

Тук по-долу подробно се разглеждат важните аспекти на тези характеристики, от което проличава, че в момента използвания подход Смесен закрит аукцион е неподходящ, защото при него не са спазени принципите за пазарно ценообразуване и равнопоставеност.

1. **Сигурност**

При провеждането на приватизация чрез първично публично предлагане съществено е осигуряване на сигурност на инвеститорите, особено за чуждестранните инвеститори, които в много случаи попадат на местния фондов пазар за пръв път. За тази цел приватизацията трябва да се извършва на регулиран фондов пазар. Сигурността е необходима както по отношение на наличието на „свръх-емитент” (Държавата има едновременно и

административна функция), така и поради типичната неразпознаваемост на приватизираното предприятие (допускането да търговия, изисква множество проверки за изясняване и описване на рисковете).

2. Регламент

За приватизацията чрез публично предлагане е необходима предварително ясна публикувана схема за извършване на публичното предлагане, от която са видни параметрите му: вид на емисията, посредник (или без), кой поема риска за пласиране на емисията и т.н.).

Схемите за първично публично предлагане по принцип имат следната класификация*:

А. При използване на мениджър на емисията, когато за определяне на основните параметри на първичното предлагане се използва юридическо лице – инвестиционен посредник или банка. От своя страна мениджърът на емисията може да бъде:

- поемател на емисията (А1), когато по един или друг начин носи риска от пласирането й (включително и формиране на синдикат от юридически лица): чрез изкупуване на цялата емисия, чрез гарантиране за пласиране и др.;
- посредник по емисията, когато не поема риска по пласмента, тогава от своя страна схемите биват:
  - свободна подписка (А2);
  - подписка по една цена (А3).

Б. Пазарна схема, при която за определяне на основните параметри на първичното предлагане се използва пазарните взаимоотношения. Тук възможностите са:

- чрез маркет мейкър (специалист) на борсата (Б1);
- чрез директна разпродажба (Б2);
- чрез аукцион, като на БФБ съществуват две възможности:
    - Смесен закрит аукцион (Б3);
    - IPO аукцион (Б4).

*Забележка: класификацията не е изчерпателна поради съществуването и на други, по-специфични схеми.

Настоящите регламенти[6] на Българска фондова борса АД определят следните методи за публичното предлагане, всеки със своите специфични особености – *Букбилдинг, Подписка по една цена, Аукцион (включително Смесен закрит аукцион и IPO аукцион)*. В Световната (но не непременно в Българската) практика съществуват и други целесъобразни методи за първично публично предлагане на акции през фондова борса, като от тях подходящи биха били схемите чрез: *поемател, маркет мейкър, директна разпродажба.*

А1. Чрез Поемател на емисията – специален инвестиционен посредник (или синдикат от такива) изкупуват значително (или цялото) количество от пусканата емисия акции на определена цена договорирана с Емитента и след това разпродава емисията на вторичния пазар, като така той се явява своеобразен търговец на едро на ценни книжа. Поемателят носи всички рискове свързани с последващата разпродажба на акциите /неблагоприятно движение на цените, риск за забавяне на разпродажбата, риск за непродаден остатък от акции/. Предимството тук е, че по такъв начин Държавата е гарантирана че ще получи приходите от разпродажбата на

[6]достъпни на http://www.bse-sofia.bg/?site_lang=bg&page=GuideIPOMethod

емитираните акции по определената цена, което прави тази схема много подходяща за приватизация. Недостатък е начинът на формиране на началната цена – обикновено на базата на вътрешни оценки, но може да се подходи първоначално с пласиране на малък дял по пазарна схема.

А2. Букбилдинг (свободна подписка) – осъществява се от инвестиционния посредник, обслужващ публичното предлагане, който приема заявките за записване на акции, обработва подадените заявления и осъществява разпределението на новите акции според условията на предлагането. Няма принципни съображения при определянето на цените, по която ще се удовлетворят поръчките, както и по отношение разпределянето на акциите, но условията по които ще се осъществява това са предварително описани в проспект. Също така е възможно емитентът чрез посредника по емисията да определи предварително най-ниска възможна цена и/или ценови диапазон. Този метод е подходящ, ако се цели едновременно формиране на справедлива цена извън пазара, с цел избягване на подценяването и разпределение на акциите по инвеститори. Поради непрозрачността на действията на инвестиционния посредник този метод за публично предлагане е неподходящ за целите на приватизация.

А3. Подписка по една цена (подписка по твърда цена) – подобна е на свободната подписка по механизъм на провеждане, но тук всички инвеститори могат да запишат акции само по една предварително определена от емитента чрез инвестиционния посредник цена. Този метод е подходящ в случаите, когато се изисква разпределение на акциите на квотен принцип между различни видове инвеститори. Този метод за публично предлагане е

подходящ за приватизация, но далеч не изпълнява едно от основните условия за приватизация – а именно формиране на справедлива цена в резултат от набраните поръчки.

Б1. Чрез Маркет мейкър (специалист) – на специален инвестиционен посредник се дават изключителни права от борсата дадена емисия акции да се търгува само при него. В замяна на това той поема ангажимент да предоставя двустранни котировки (оферта Купува и оферта Продава) по всяко време на търговията. Така той подсигурява наличие на вторичен пазар. Предимството от гледна точка на приватизацията е, че рискът частично се поема от маркет мейкъра. Недостатък е, че не всички фондови пазара имат практиката на специализиран посредник.

Б2. Директна разпродажба с промоция – емитентът пласира директно на вторичния пазар (чрез посредник) емисията акции, като определянето на началната цена на емисията се осъществи чрез процедура на разпродажба на акции, като в случаите, когато става въпрос за предприятия, чиито акции вече са емитирани, емитентът може просто да продава акциите на вторичния пазар. Тази схема е най-препоръчителна за приватизация, поради прозрачността на процедурата, но е трудно приемлива, поради липса на такава практика.

Б3. Смесен закрит аукцион – (според правилника за първично публично предлагане на Борсата) аукционът „прилича на търг с тайно наддаване и определена продължителност, при което емитентът продава определен брой ценни книжа, а всички заинтересовани инвеститори подават поръчките си в търговската система на Борсата, без да виждат поръчките на останалите инвеститори”.

Търговската система RTS на БФБ-София поддържа организирането на специални аукциони за продажба на остатъчни държавни дялове в публични дружества. Приватизиращият орган, чрез инвестиционния посредник, одобрен от него, се явява единственият продавач на държавния дял, а като купувачи могат да се явяват всички борсови членове.

Лимитираната поръчка е поръчка за покупка по зададената лимитирана цена или по по-добра от нея. Пазарната поръчка предполага изпълнение по най-добрата възможна пазарна цена.

1. Обявяване на датата за провеждане на аукциона, брой ценни книжа, предложени за продажба и минимална цена на продажбата.

2. Въвеждане на поръчките за покупка от участниците. Тук е много важно да се уточни, че аукционът е закрит и всеки участник вижда само своите поръчки, но не и тези, въведени от другите участници, т.е. няма възможност за получаване на обратна връзка и съответно няма възможност да се формира адекватно пазарно ценообразуване.

3. Прекратяване на процеса на въвеждане на поръчки за покупка.

4. Обявяване от продавача на цената на лимитирана поръчка за продажба (цена на отсичане) и провеждане на аукцион, в хода на който се сключват сделките за покупко-продажба. Продавачът обявява цената на отсичане (лимитираната цена на поръчката за продажба), която е равна на някоя от цените на лимитираните поръчки за покупка. Поръчките с по-ниски цени се изключват от аукциона. Ето защо, обявяването на цената на отсичане определя количеството лимитирани поръчки, които

участват в аукциона.

5. Оформяне на сделките. В зависимост от това, дали общият обем на лимитираните поръчки с максимална цена плюс обема на пазарните поръчки, които могат да бъдат изпълнени по максимална цена превишава или не обема на ценните книжа, предназначени за продажба, са възможни няколко варианта за определяне на цената на отсичане, а оттам и кои поръчки и в каква степен ще бъдат удовлетворени.

Б4. IPO Аукцион – (описаният тук метод за провеждане на аукцион на Българска Фондова Борса точно съответства на описанието дадено от Германската борса Deutsche Börse AG за т. нар. XETRA IPO аукцион, който се използва за определяне на първоначална цена на борсата на нова ценна книга).

"XETRA[7] поддържа специални функции за определяне на цената при първично публично предлагане на нови емисии (IPO). Една от тези функции е предварителното определяне на диапазон за изпълнение от водещия мениджър. Този определя долната и горната граница за първото определяне на цената, създавайки увереност у водещата банка и участниците, че по време на първото определяне на цената няма да има некоректни ценови колебания. диапазон (IPO Matching Range) Първото определяне на цена е възможно само веднъж – на съответния аукцион. Този аукцион се различава от съществуващите аукциони в XETRA по отношение на начина на протичане и прозрачността. По време на кол-фазата не се публикува информация за индикативната цена или за най-добрите цени "купува" и/или "продава". През тази фаза водещият мениджър за съответното IPO ще може да определи диапазон за

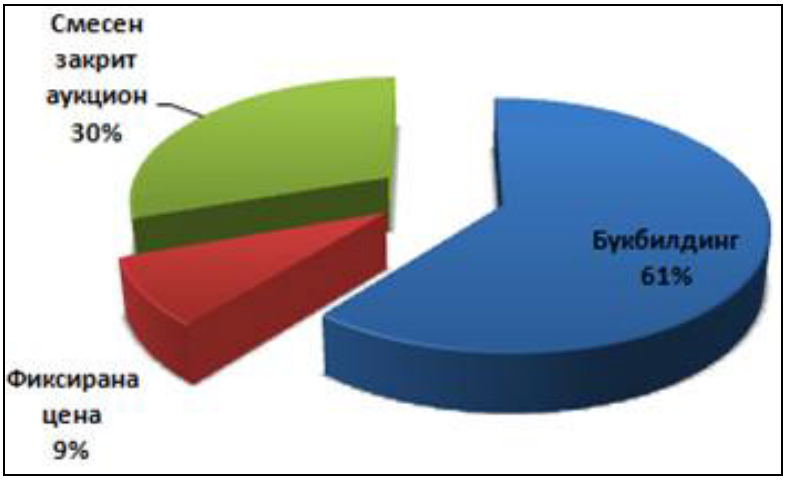
[7] Xetra Release 16.0 за БФБ-София АД
http://download.bse-sofia.bg/Xetra/Functional_Description_Xetra_Release_16.0_BG.pdf

изпълнение чрез заявяването му към Борсата. Тази ценова индикация се публикува чрез функцията Newsboard. По време на кол-фазата участниците могат да въвеждат поръчки, както и да променят или изтриват съществуващи поръчки и котировки. Процедурите за определяне на приоритети за изпълнение на новите котировки и поръчки ще се прилагат без промяна. След приключване на кол-фазата се преминава към фазата за определяне на цената, като се изпълняват първичен диапазон за изпълнение.

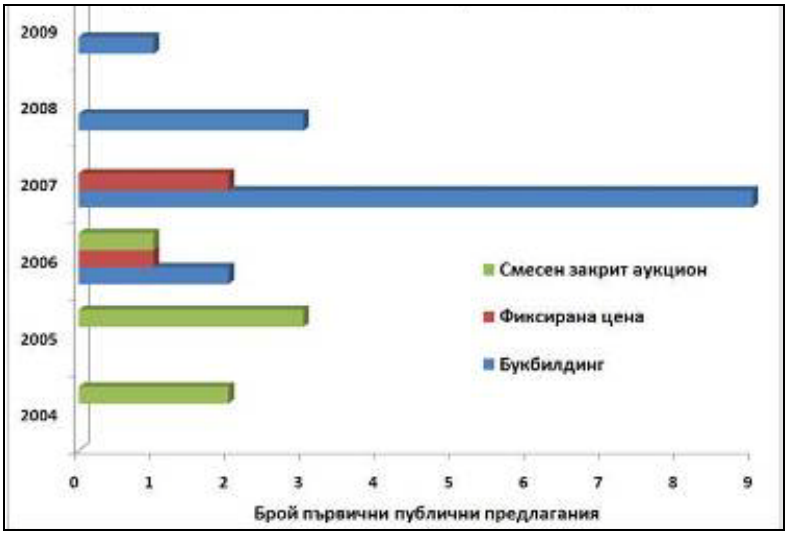
Макар аукционите да са често използван метод за първично публично предлагане, те не са подходящи за приватизация, защото при тях е съществено нарушен принципът на пазарна ценообразуване (виж по-долу 3. Пазарно ценообразуване).

В дадените статистики на сайта на Българска фондова борса се споменават данните за „смесен закрит аукцион" (виж фиг. 12а и фиг. 12б), тъй като IPO аукционът е бил достъпен едва от 2008 г. и от тогава не е имало реализирани емисии чрез него. А същевременно данните от преди 2008 показват само емисиите за миноритарни приватизационни пакети чрез Смесен закри аукцион.

Фиг. 12а. Първични публични предлагания по видове за периода 2004-2010 г.[8]



Фиг. 12б. Видове първични публични предлагания по години 2004-2010 г.[9]



Съпоставката между Описанието за работата на закрития аукцион по чл. 8, ал. 1 от приложение 2 към правилника на Българска фондова борса и споменатото по-горе писмо от Германската борса, водят до ясният извод, че съществуват големи разлики между XETRA IPO аукцион и Смесения закрит аукцион по отношение на процеса на определяне на цената (принципът на най-изпълним обем – principle of most executable volume[10,11]) и приоритет на поръчките (цена/видимост/време – price /visibility/time).

[8] достъпни на http://www.bse-sofia.bg/?site_lang=bg&page=GuideIPOMethod
[9] Пак там
[10] Виж също и http://www.eurexchange.com/exchange-en/trading/market-model/matching-principles
[11] Виж също и https://www.eex.com/en/glossary#!/p/ab

Измежду двата, XETRA IPO определено е за предпочитане, заради това, че процедурата е прозрачна за страната на емитента и периода на подаване на поръчки се определя от него (или посредник). Т.е купувачите са стимулирани за своевременно подаване на поръчки, за да не изпуснат периода на подаване. Това води до кратък срок на фазата на подаване и съответно до силно ограничаване на времето и възможността за манипулация.

При XETRA IPO изпълнението на поръчките следва принципа на най-изпълнимия обем, т.е цената, при която биха били изпълнени поръчки с най-голям обем (включително целия обем).

Освен това главно от гледна точка на инвеститорите, системата XETRA е международно разпознаваема и не изисква специализирана подготовка (над типично наличната при професионалните посредници), за разлика от Смесения закрит аукцион, който е непозанат в чужбина като схема за публично предлагане.

Не на последно място по важност е разликата относно достъпността на пазара – XETRA е достъпен всички институционални инвеститори, но е и директно достъпен от всички дребни инвеститори.

В таблица 1 е направена съпоставка между описаните методи за приватизация чрез публично предлагане. Включени са предлаганите от БФБ методи за публично предлагане (букбилдинг, подписка на една цена, аукцион по IPO XETRA, смесен закрит аукцион), но освен тях са поместени и трите възможни подхода, споменати по-горе (емисия чрез поемател, емисия чрез маркет мейкър и директна разпродажба). Разглеждат се три съпоставителни критерия – начално ценообразуване,

ценообразуване по време на емисията и поемане на риск за нереализиране на емисията. Критериите се използват за преценка дали съответния метод е подходящ за приватизация чрез публично предлагане. За случаите с приватизация на предприятие, което не е листирано на борсата най-подходящите методи са чрез поемател и чрез маркет мейкър. Аукционът на XETRA е по принцип по-непредпочитан, но фактът, че той е технически реализируем на БФБ без необходимост от промяна на нормативната база и компютърната система го прави силно подходящ. Използваният от Българска фондова борса метод „Смесен закрит аукцион" е най-неподходящият, защото е не само неотговарящ на рационалните и целесъобразни изисквания, но и не съответства по смисъл на концепцията за „публично предлагане", заради нарушаване на принципа за пазарно ценообразуване (виж по-долу).

Таблица 1. Съпоставка на методи за приватизация чрез публично предлагане

Метод за публично предлагане	**Опеделяне на първоначална цена?**	**Кой е основният двигател на цената?**	**Кой поема риска?**	**Подходящ ли е за приватизация чрез публично предлагане?**
Букбилдинг	Извънборсов пазар	Извънборсов пазар	Емитент	Не (не е предвиден за приватизация; по същество е извънборсов)
Подписка на една цена	Предварителна оценка	Предварителна оценка	Емитент	Не (непазарна цена)
Поемател	Предварителна оценка, но може и Предварителен мини-пласмент	Пазар	Поемател	Да
Маркет мейкър	Пазар	Пазар	Емитент и маркет мейкър	Да
Директна разпродажба с промоция	Предварителен мини-пласмент	Пазар	Емитент	Да
Аукцион (XETRA)	Предварителна оценка (но не е задължителна)	Закрити поръчки	Емитент	Не (непрозрачен)
Смесен закрит аукцион	Предварителна оценка	Закрити поръчки	Емитент	Не (непрозрачен, непазарен, ограничена достъпност)

3. Пазарно ценообразуване

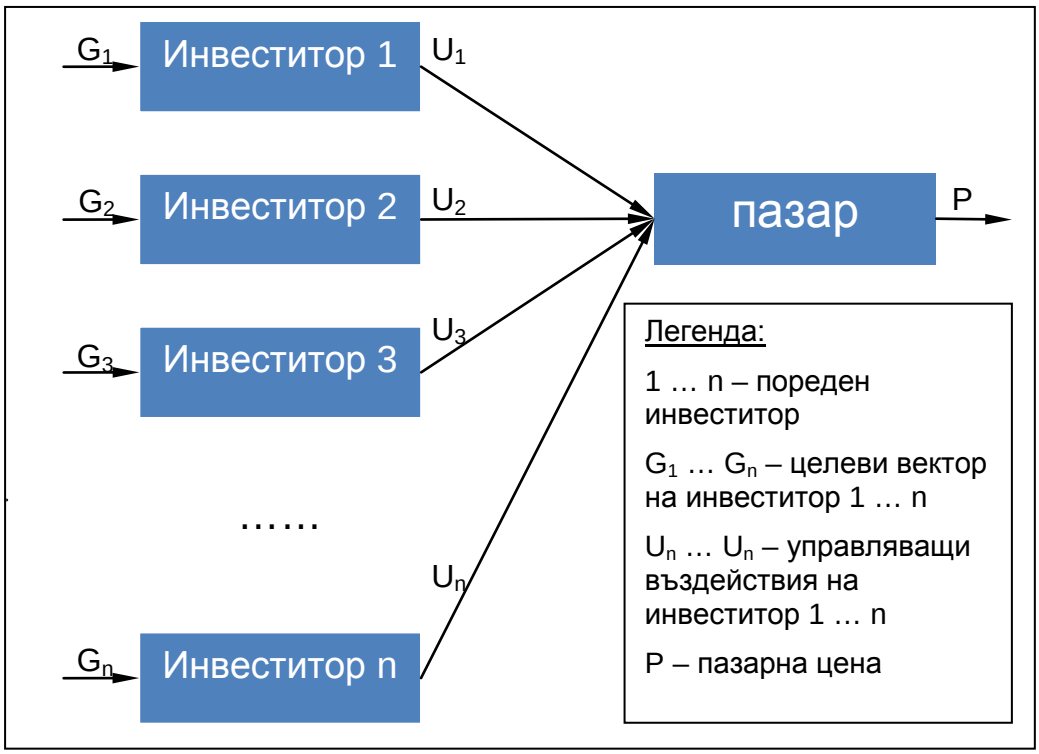
Според този принцип цената на емисията при приватизация, чрез публично предлагане, трябва да се определя по пазарен способ, получен в резултат от продължаващо отразяване на поръчките на всички участници в пазара.

Основният и най-съществен пропуск на метода Аукцион (и по специално Смесен закрит аукцион) е, че при него **липсва прозрачност** на пазара и същевременно се създават условия за асиметрия на информация, които могат да бъдат използвани от участници на пазара.

При Смесения закрит аукцион всеки инвестиционен посредник има достъп само до въведените от него поръчки т.е. се разчита на т. нар. схема с управление на отворена система. При нея липсва своевременна обратна връзка за коригиране на пазарното поведение на всеки участник (виж фиг. 14). При тази схема всеки инвеститор изработва управленските си въздействия (U) на базата единствено на предварително поставените целеви стойности (G) и без да отчита информация от обратна връзка за текущата цена (P). Т.е. е нарушено нормалното пазарно ценообразуване.

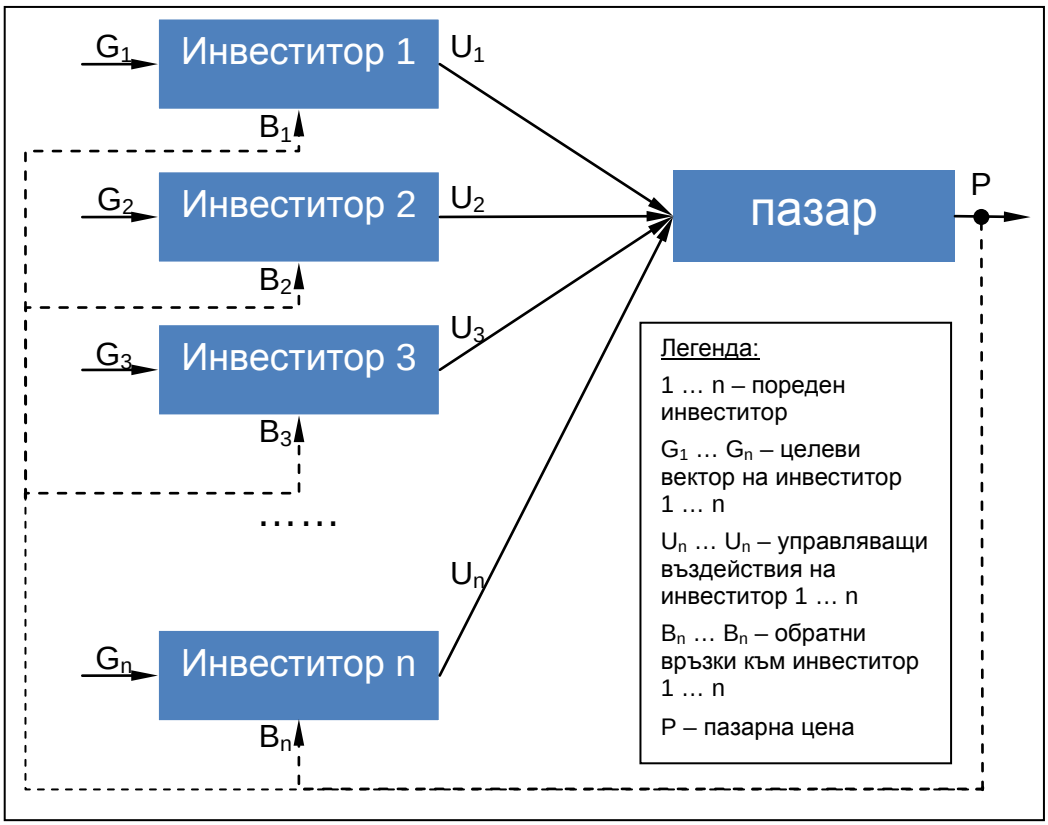
Алтернативната и нормална схема за образуване на пазара включва предварителна разпродажба на малък дял (2%-3%) от акциите с цел уточняване на тяхната пазарна цена и след това **постепенно** предлагане на емисията по относително малки нови количества наведнъж. Постепенното предлагане е силно препоръчително в сравнение с предлагане на всички акции на веднъж, тъй като се задействат процесите на обратна връзка в купувачите.

Фиг. 14. Схема на образуване на пазара при Смесен закрит аукцион



На фиг. 15 е показана нормалната схема за образуване на пазара, базирана на множеството обратни информационни връзки (В), реализирайки принципът на каталаксия, изведен от Фридрих Хайек. Множеството обратни връзки (информационни сигнали) спомагат „да се сподели и синхронизира локалното и личното знание, позволявайки на всички участници на пазара да постигнат разнообразни и сложни резултати по принципа на самоорганизация, в следствие на спонтанното доброволно съдействие“. Според Хайек, ценовият механизъм не е съзнателно творение на един човек, а спонтанен ред, възникнал от множество човешки действия и не е резултат на един човешки замисъл.

Фиг. 15 Схема на образуване на пазара с помощта на обратни връзки



Липсата на нормална пазарна логика е ясно осъзнат факт дори и от страна на инвестиционния посредник „Булброкърс”, видно от пледоарията на техния официален представител по време на съдебното производство: „В конкретния случай сделките за придобиване на държавния дял от ЕВН не са сключени при редовна борсова търговия, а при специална процедура – смесен закрит аукцион. Съгласно тази процедура …, всеки участник вижда само своите поръчки, за разлика от редовната борсова сесия”.

Най-голямото предимство на Смесения закрит аукцион при приватизация е, че той дава възможност за натрупване на критична маса поръчки и съответно за реализиране на пазар, в случай, когато такъв пазар би бил труден за възникване. Но наличието на непрозрачността е по-скоро фактор за отдръпване на масовия инвеститор, който не би рискувал да закупи големи количества от

нещо, чиято цена не му е известна. Прозрачността на пазара е необходима за убеждаване на участниците, че са равнопоставени, че цената е справедлива, увеличава доверието в пазара и в крайна сметка допринася за развитието му.

Освен нарушеното ценообразуване, липсата на прозрачност обуславя и няколко **опасни потенциални следствия**:

1) Възможност за манипулация на пазара чрез публикуване на подвеждащи информации по време на самото провеждане на аукциона, подсилена и от относително дългия период за депозиране на поръчки. По този начин заинтересована страна може преднамерено да разпространи подвеждаща информация относно зададени офертни количества и цени, относно провеждането на аукциона (например авария), относно предприятието или относно кои са участниците на пазара и тази информация да измени поведението на останалите пазарни участници в негова полза.

2) Възможност за ценови сговор между участниците, при условие, че са елиминирани дребните инвеститори, то тогава потенциалните заинтересовани участници са относително малко множество (в порядъка на десетки).

3) Възможност за търговия с вътрешна информация, отново подсилена от относително дългия период за депозиране на поръчки, добре обяснена от експертизата на компютърната система, за провеждане на Смесен закрит аукцион:

· чрез достъп до файла, в който се записват постъпващите поръчки по време на аукциона;

· чрез прихващане на интернет връзката и снемането на постъпващите поръчки;

· чрез достъп до компютъра, на който се изпълнява бизнес–логиката.

4) Възможност за процедурно неизпълнение на аукциона в случай, че липсват въведени лимитирани поръчки (т.е. при наличие само на пазарни поръчки).

5) Възможност за процедурно неизпълнение на аукциона поради задаване на блокираща поръчка с достатъчно голям обем.

Липсата на прозрачност се допълва и от странични фактори като **неточните и неясни инструкции** за работа на Смесен закрит аукцион. Тъй като в документа са използвани оригиналните алгоритми, получени от RTS Corporation, описанията на инструкционните графики на алгоритмите в тях са на руски език. Същевременно трябва да се отбележи, че в наличното описание на Смесения закрит аукцион на английски език присъстват основните моменти и примери от описанието на български език, но липсват ключово важните блок-схеми, описващи в детайли работата на алгоритъма на аукциона. Така в действителност техническата информация за специалист, изработващ търговски алгоритъм е налична единствено на руски език. А в допълнение изобщо липсват преводи на правилата на други чужди езици. Това не само ограничава до някъде достъпа на пазарни участници от България, но със сигурност прави по-недостъпен пазарът за чуждестранни инвеститори. А за да бъдат премахнати всякакви възможности за прозрачност правилата за провеждане на смесен закрит аукцион не са публично достъпни на уебсайта на БФБ (виж фиг.11).

Внимателното проучване на правилата за работа на Смесен закрит аукцион показва, че замисълът на създателя на бизнес логиката на системата не се изпълнява изцяло. Аукционът на

приватизационен пазар не предвижда използване на поръчки от типа „всичко или нищо”, въпреки че те фигурират в оригиналните алгоритми, което означава, че оригиналният модел на RTS аукцион е нарушен. Това само по себе си може и да не доведе до големи последствия, но е още един сигнал за нередност при използването на Смесения закри аукцион.

4. Равнопоставеност

Този принцип изисква да бъде осигурен равнопоставен достъп и симетрия на информацията на абсолютно всеки инвеститор, желаещ да участва, включително стратегически, институционални и дребни инвеститори.

Вторият съществен проблем при използване на Смесен закрит аукцион за целите на приватизация чрез публично предлагане по начина на БФБ, са условията за **липса на равнопоставеност** между различни категории участници в пазара.

На първо място поради начина на работа на софтуерната платформа на системата, е разрешено подаването на поръчки да става само от инвестиционен посредник, т.е. **дребните инвеститори**, търгуващи на Българска фондова борса не са равнопоставени на инвестиционните посредниците и институционалните инвеститори по отношение на достъпа до пазара.

На второ място, отново тъй като Смесения закрит аукцион изисква задължително професионално представителство, включително за **международните професионални инвеститори**, те са принудени да минават през местен посредник и не са

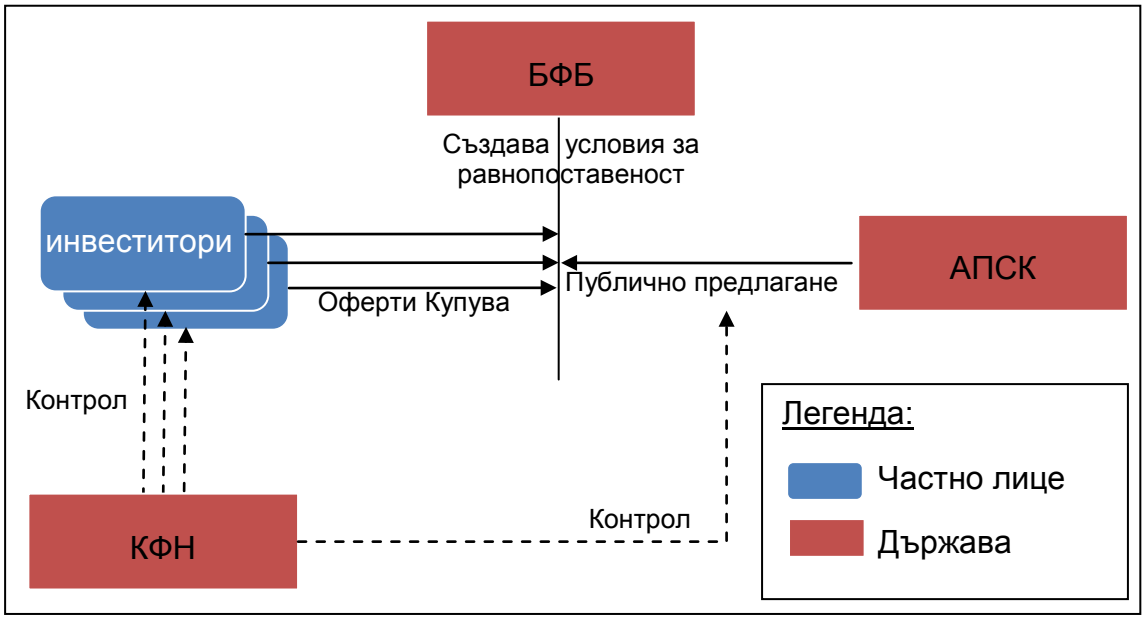
равнопоставени на местните посредници. С което отново е налице липса на равнопоставеност на участниците.

На трето място съществува неравнопоставеност между **Държавата и частните лица**, като участници в процеса по приватизация. На Фигура 16 схематично са показани въпросните взаимоотношения. При тях Държавата (в лицето на Агенцията за приватизация и следприватизационен контрол) е страна по сделката (продавач), същевременно тя е и регулаторният орган (в лицето на Комисията за финансов надзор), регулиращ емисията за публично предлагане и (в лицето на Българска фондова борса) организира пазара по тази емисия.

И докато при приватизацията е неизбежно позиционирането на Държавата от едната страна на пазара, както е и необходима функцията на обществен регулатор (в лицето на КФН), то е неправилно (създаващо условия за корупция и оставящо съмнения за несправедливост на процеса) организаторът на пазара да е отново Държавата. Българска фондова борса трябва да е независим орган („арбитър”), а не представител на едната страна по сделката.

Заради необходимостта за управление на риска (виж. Табл. 1) използването на Смесен закрит аукцион създава рационален мотив за Държавата за „нагласяне” на пазара с предварително уговорен инвеститор. Самия факт, че в момента са налице комбинация от мотив (при АПСК), доказани по-горе възможности (за злоупотреба с вътрешна информация от БФБ) и средство (проспект за емисия, одобрен от КФН) е силно притеснителен. Т.е дори в момента са налице условия за по същество спонтанно взаимодействие между всички големи участници и Държавата.

Фиг. 16 Взаимоотношения между частни лица и Държавата при приватизация чрез публично предлагане



Решението на този въпрос в дългосрочен план е приватизация на самата Борса, а в краткосрочен – провеждане на приватизация чрез други, чуждестранни борси (разбира се така не се работи за съживяване на българския фондов пазар).

Действията на държавните органи подлежат на критики заради редица пропуски, изяснени по-нататък в настоящата разработка, но тук ще бъде обърнато внимание на решенията на БФБ относно внедряването на системата Смесен закрит аукцион.

Изглежда че Смесен закрит аукцион, провеждан по методология, одобрена на Заседание на Съвета на директорите на БФБ се счита за неоспорван и безалтернативен метод за приватизация чрез публично предлагане (включително и от пазарните участници, съдейки по Стратегията, изготвена от Булброкърс). Като само към момента на провеждане на аукциона за предлагане на „ЕВН България Електроразпределение” АД са приватизирани общо 130 компании с държавно участие.

Изначално липсва официално решение на Съвета на директорите на БФБ за използването на Смесен закрит аукцион за целите за приватизация, базирано на разглеждане и съпоставителен анализ на разнообразни възможности.

Не става ясно при наличието на толкова много недостатъци в системата Смесен закрит аукцион и относително голяма автономия на БФБ при решаване на въпросите за технологията на търгуване, защо не се преминава на към друга платформа, която да бъде използвана за приватизация чрез публично предлагане.

Обяснението от представители на БФБ, че на платформата XETRA се виждат в реално време всички котировки, което е по-неизгодният вариант за АПСК като страна по приватизационна сделка, не е задължително вярно (както беше обяснено по-горе) и би било вярно със сигурност само при манипулиран пазар.

Системата за Смесен закрит аукцион не е била ползвана от 2006 г. (виж Фиг. 13) и отново не става ясно каква е причината използването й да се възобнови, при положение, че платформата XETRA, която се използва от БФБ като основна платформа за търговия от 16.06.2008 г. и която има подходящ за целта модул IPO XETRA, който е значително по-добър за целите на публичното предлагане, както е видно от таблица 1 и пояснителните й текстове.

Не на последно място е притеснително и изказване на свидетеля Такев, че е продължено използването на Смесен закрит аукцион „и след 2008 г., само и единствено за целите на приватизацията", защото XETRA „не позволява провеждането на смесен закрит аукцион". Така според свидетеля явно смесеният закрит аукцион е незаменим и е единствения възможен метод за организиране на приватизация чрез публично предлагане.

Изводи по Глава 3

По това как би приключило предлагането на държавни миноритарни пакети в електроразпределителните дружества може да се счита като оценката на инвеститорите за потенциала на Българска фондова борса.

Наличие на инвестиционен интерес, достигане на относително високи ценови нива и успешно пласиране на емисията акциите са показатели за доверие в българския фондов пазар и са добър стимул предлагане на миноритарните дялове и на другите държавни предприятия чрез публично предлагане, което от своя страна би довело до увеличение на оборотите на фондовата борса и съответно на ликвидността й.

Тъй като резултатите от реализирането по този начин приватизация са точно противоположни на развиването на фондовия пазар (независимо, че намеренията са били други пазарът в крайна сметка не получава предлагане на достатъчни като брой и качество акции за търговия), може да се твърди, че от гледна точка на развитието на пазара това е един неуспешен проект, опорочил процедурата публично предлагане, поради видното впечатление, че тя е нагласена и навярно така е отблъснал мнозина чуждестранни и български инвеститори.

От направена съпоставка между методи за приватизация чрез публично предлагане проличава, че използваният от Българска фондова борса метод „Смесен закрит аукцион” е неподходящ. Въпросният метод е не само неотговарящ на рационалните и целесъобразни изисквания за такива операции, но и не съответства на смисъла на „публично предлагане”, защото той не отговаря на

характеристиките за осигуряването на равнопоставен достъп и за определяне на цената по пазарен способ.

Основният и най-съществен пропуск на метода Смесен закрит аукцион е, че при него липсва прозрачност на пазара и същевременно се създават условия за асиметрия на информацията, които могат да бъдат използвани от участници на пазара.

При Смесения закрит аукцион липсва своевременна обратна връзка за коригиране на пазарното поведение на всеки участник. Т.е. е нарушено нормалното пазарно ценообразуване.

Освен това липсата на прозрачност, води и до: 1) Възможност за манипулация на пазара; 2) Възможност за ценови сговор; 3) Възможност за търговия с вътрешна информация; 4) Възможност за процедурно неизпълнение на аукциона. Липсата на прозрачност се допълва и от странични фактори като неточните и неясни инструкции за работа на Смесен закрит аукцион.

Вторият съществен проблем при използване на Смесен закрит аукцион за целите на приватизация чрез публично предлагане е липсата на равнопоставеност между различни категории участници в пазара:

1) дребните инвеститори не са равнопоставени на инвестиционните посредниците и институционалните инвеститори по отношение на достъпа до пазара.

2) международните инвеститори, не са равнопоставени местните посредници.

3) съществува неравнопоставеност между Държавата и частните лица, като участници в процеса по приватизация.

Заради необходимостта за управление на риска (виж. Табл. 1) използването на Смесен закрит аукцион създава рационален мотив за Държавата за „нагласяне” на пазара с предварително уговорен инвеститор. В рамките на настоящата разработка не се твърди, че такова нещо се е случило, но самия факт, че в момента са налице комбинация от мотив (при АПСК), доказани по-горе възможности (за злоупотреба с вътрешна информация от БФБ) и средство (проспект за емисия, одобрен от КФН) е силно притеснителен. Т.е дори в момента са налице условия за по същество спонтанно взаимодействие между всички големи участници и Държавата.

Решението на този въпрос в дългосрочен план е приватизация на самата Българска фондова борса, така че БФБ да бъде независима. В краткосрочен план, поради липса на по-добър вариант решението е провеждане на приватизация чрез други, чуждестранни и съответно независими борси (разбира се така не се работи за съживяване на българския фондов пазар). Същевременно при всички случаи трябва да се избегне използването на Смесен закрит аукцион за в бъдеще.

Действията на държавните органи подлежат на критики заради редица пропуски, свързани с решенията на БФБ относно внедряването на системата Смесен закрит аукцион.

Така от изброените по-горе принципи на приватизацията в случая е напълно спазен единствено принципът на икономическия рационализъм. Трудно може да се изрази дефинитивно мнение относно принципите за самозахранване на приватизационния процес и за многообразие на приватизационните техники. Принцип на разделението на функциите е частично нарушен, не толкова поради недостатъчния брой държавни органи, участвали в процеса,

колкото поради наличния краен резултат на безотговорност. Що се отнася до принципа на прозрачност в приватизационния процес, то той е силно нарушен, поради използваната форма на смесен закрит аукцион и последващата от това липса на обратна връзка в процеса на изработване на решения при инвеститорите и не отчитане й в крайната цена.

4. АНАЛИЗ НА РЕЗУЛТАТИТЕ ОТ СМЕСЕН ЗАКРИТ АУКЦИОН ЗА ПРОДАЖБАТА НА ДЪРЖАВНИЯ ДЯЛ ОТ „ЕВН БЪЛГАРИЯ ЕЛЕКТРОРАЗПРЕДЕЛЕНИЕ" АД

Настоящата глава разглежда какъв е бил ефектът от структурата на подадените на 21.12.2011 г. 34 броя нареждания на „Булброкърс" ЕАД от името и за сметка на EVN AG /чрез пълномощника Геролд Райдингер/, при проведения смесен закрит аукцион за продажбата на държавния дял от „ЕВН България Електроразпределение" АД върху принципа на справедливо провеждане на борсовата търговия.

Изясняване на фактически състав

От протоколите от провеждането на смесени закрити аукциони за приватизация от 22.12.2011, 23.12.2011 и 27.12.2011, „Българска фондова борса – София" АД, е видно че:

- На 21.12.2015 във връзка с провеждането на смесен закрит аукцион за приватизация чрез публично предлагане са продадени общо 50460 акции, издадени от „ЕВН България Електроразпределение" АД. От тях 48100 бр. са закупени чрез ИП „Булброкърс" ЕАД при използване на специфичен алгоритъм на задаване на лимитирани поръчки.

- На 22.12.2015 във връзка с провеждането на смесен закрит аукцион за приватизация чрез публично предлагане са продадени общо 531 акции, издадени от „ЕВН България Електроразпределение" АД. От тях 530 бр. са закупени чрез ИП „Булброкърс" ЕАД при използване на специфичен алгоритъм на задаване на лимитирани поръчки.

В Заключение за извършена статистическа експертиза, доц. Соня Чипева пише: „За разработването на оптимален модел на ветрило [на поръчките на дадения посредник] е необходимо: … да се определи оптимален диапазон (граници на вариране) на единичните цени на акция, така че да се елиминира (или поне да се ограничи максимално) възможността за удовлетворяване на поръчките на останалите участници в търга като в същото време средната цена на закупената акция да не превишава значително обявената минимална цена…” (стр. 26).

В Писмото за извършване на предварителна проверка по пр. пр. 8529/2013 до Софийска градска прокуратура, изпратено от Комисия за финансов надзор на 24.10.2013, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „В резултат от приетите [поръчки] …, EVN AG придобива общо 48100 бр. акции, или 93.20% от целия предложен за приватизация обем акции.” (стр. 6).

· „с вх. ном. 15-00-8/07.06.2012 г. в КФН е внесено търгово предложение от EVN AG за закупуване на акциите на останалите акционери на компанията, цената … за една акция е 2912. 88 лв. ... КФН взема [решение] … за издаване на временна забрана за публикуване на търговото предложение… EVN AG внася коригирано търгово предложение [с] … цена за една акция … 3045.34 лв. На тази цена се осъществява и търговото предложение към останалите акционери, като в резултат на него са изкупени 144 бр. акции” (стр. 7).

· „Считано от 29.09.2012 г. [БФБ] прекратява регистрацията на регулиран пазар на емитираните от [акции] … поради отписване на дружеството от регистъра на публичните

дружества … Сетълмента на последната акция … приключва на 30.08.2012 г.” (стр. 7-8).

В Решение от 15.07.2013, Софийски районен съд, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Манипулативното поведение се характеризира … чрез извършване на незабранени от закона поотделно действия се постига противоправен резултат” (стр. 9).

В Протокол от разпит на свидетеля Райдингер, от материалите в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Макар никога да не съм участвал в търговия на акции на фондовата борса, въз основа на моите професионални дейности и моето образование съм в положение да участвам в такава търговия…. По време на моето следване и по време на моите професионални дейности съм придобил тази способност… Моя идея беше да бъде подадено определено повишение към минималния курс на борсата като минимална оферта на EVN. Това беше около 20% над минималния курс. След това определих нарежданията по приемливия от нас за EVN среден курс” (стр. 7 - 9).

В Искането до Управителния съвет, от Материали в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Ако има нови дялове за продажна при явно по-малка цена, за EVN се предлага възможност да ги придобие под действителната стойност. Външни трети лица ще отчетат при

техните представи за покупателна цена намаленията за миноритарен дял, така че пазарът би трябвало да се установи на подобно ниско ценово ниво” (стр. 26).

· „За сравнение трябва да се каже, че предишната покупна цена за двете първоначални предприятия на базата на средно реализираните резултати от последните седем години отговаря на EBITDA множител от 6, а на EBID множител – на 16. Може да се очаква, че минималната цена, определена от приватизационния орган, ще се намира в долната част на представения диапазон [от 36 до 108 млн. евро за „ЕВН България Електроразпределение” АД]” (стр. 27).

· „Предлагаме на управителния съвет да реши: а) придобиване на съответно до една трета от акциите на EVN EP и EVN EC на обща покупна цена от общо максимум 50 млн. евро в описаната тръжна процедура и одобрение на необходимото за целта финансиране, както е описано…” (стр. 28).

В Комплексна съдебно-счетоводна и икономическа разработка, по следствено дело № 115/2014г., извършена от Маргарита Иванова Попова, Орлин Илиев Колев, Симеон Ананиев Ананиев, е дадена следната оценка: „Пазарната стойност на държавното участие в капитала на „ЕВН България Електроразпределение” АД към 30.06.2011 г. възлиза на … 91 740 200 лв. - за 33% от капитала … 1777,48 лв. - за 1 акция” (стр. 22).

В Протокол за разпит на свидетел Ялъмов, Софийска градска прокуратура, 27.04.2015 г., се съдържа следното изказване: „В случай, че не пристъпят към делистване [на дружеството от фондовата борса] това означаваше, че в бъдеще дружествата и по-скоро Електроразпределението ще бъде една от най-големите

компании, които ще бъдат търгувани на Борсата, т.е. интересно като дългосрочна инвестиция.” (стр. 3).

· „На практика в тези случаи [Е.ОН, ЧЕЗ, ЕВН] предвид новата методика за пръв път се възложи на инвестиционните посредници да изготвят анализи на стойността на дружествата, подлежащи на приватизация” (стр. 2).

В стратегия за публично предлагане на „Българска фондова борса - София" АД на пакет от 51612 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД и пакет от 62106 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроснабдяване" АД, ИП „Булброкърс” ЕАД, 23.11.2011 г. се съдържат множество интересни за настоящата разработка твърдения и факти:

· „Претеглена стойност между Метода на дисконтираните чисти парични потоци (с тегло 40%) и Метода на пазарните множители (с тегло 60%) - 1 373,92 (хиляда триста седемдесет и три лева и деветдесет и две стотинки) лева за акция.” (стр. 6).

· „Изборът на конкретна стратегия за публична продажба, както и конкретния подход към инвеститорите ще бъде направен в тясно сътрудничество с Агенцията за приватизация и следприватизационен контрол.” (стр. 13).

· „Поради очаквания интерес към акциите на ЕВН ЕР и ЕВН ЕС от страна на стратегически и институционални инвеститори, но същевременно запазвайки условията за равнопоставеност на всички инвеститори, предлагаме още в самото начало на предлагането за продажба да се пуснат целите пакети от 33%, като същевременно минималният лот бъде 1 акция.” (стр. 14).

В Протоколно решение 1375/06.12.2011 г. от заседание на изпълнителния съвет и в Нареждане към договор РД-03-02/19.07.2011 г., Агенция по приватизация и следприватизационен контрол, 13.12.2011 г., се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Изпълнителния съвет реши: 1. Одобрява представените от инвестиционния посредник „Булброкърс" ЕАД Стратегия за процеса на публично предлагане на акциите … и Анализ за определяне стойността на предложените за продажба акции" (стр. 1).

· „Процент от размера на цялата емисия, предложен за приватизация: 33%; … Първоначална цена на една акция 1373.92 лв.; … Определена пазарна партида за търговия - една акция; … Начална дата на публично търгуване – пет работни дни след публикуване на емисията в Официалния бюлетин на БФБ – София АД…" (стр. 1).

В Протокол 50 от заседание на Съвета на директорите на „Българска фондова борса – София" АД, 13.12.2011 г. се съдържа следния текст: „Съветът на директорите реши: … допуска до търговия на Приватизационен пазар, следната емисия: Емитент: ЕВН България Електроразпределение АД – Пловдив; … Мини мална цена на една акция: 1373,92 лв.; … Пазарна партида: 1 лот – 1 акция; … Начална дата: 21.12.2011 г. (сряда) …" (стр. 1-2).

Анализи и съображения

За да се изяснят изводите от анализа на ефекта от подадените от ИП „Булброкърс" ЕАД поръчки и съответно сключените сделки, е необходимо преди това да се представят

основните понятия и принципните моменти за управление на инвестиционни стратегии при борсова търговия с акции.

Под оптимално управление на борсова инвестиция се разбира такава съвкупност от управляващи въздействия, която обезпечава най-изгодното значение на критерия за оптималност за инвеститора т.е. възможно най-точно съвпадат с поставените инвестиционни цели.

Стратегията на инвеститора за управление на борсова инвестиция се разработва за да се реализира доближаване до целевите резултати, чрез наблюдаване на управляваната система и съответно подаване на управляващи въздействия.

Алгоритъм за управление на инвестиционната стратегия е съвкупност от правила, по които информацията за инвестицията и за околната среда се преработва във управляващи въздействия, под формата на борсови поръчки.

Управление в реално време на борсова инвестиция е възможно ако инвеститорът успява да получи необходимата информация, да я обработи, да генерира и реализира управляващите въздействия достатъчно бързо, без да са настъпили съществени промени.

Самите инвестиционни цели при борсова търговия с акции могат да бъдат обособени в две групи:

1) Икономически инвестиционни цели са такива, при които управляващият субект преследва директна икономическа полза от операциите. Те могат да бъдат:

· ценова спекула, т.е. реализиране на икономически изгоди в резултат на сделки при различни курсови разлики;

· получаване на дивиденти, в случай на решение за разпределението на част от печалбата за това;

· запазване на стойност и богатство, чрез инвестиране в компании със стабилни перспективи;

· получаване на ликвидационен дял в случай на ликвидация на компанията.

2) Управленски инвестиционни цели, при които управляващият субект преследва индиректна икономическа полза, чрез контрол и управление на дадени икономически обекти, в зависимост от дела на акциите, които притежава. Те могат да бъдат:

· получаване на глас в Общото събрание на акционерите;

· упражняване на акционерски контрол върху управлението на дружество;

· участие в управлението на акционерното дружество

· притежаване на контролен пакет, с различни права, в зависимост от притежавания дял.

Поради особената важност за настоящата разработка на правата и задълженията, произтичащи от притежаване на контролен пакет акции, те са разгледани тук на кратко. Според българското законодателство (Закон за публичното предлагане на ценни книжа и Наредба №13) бариерните нива за контролни пакети са 50%, 90% и 95%. След преминаване на всяко едно от нивата, се спазват законови процедури, както следва:

Þ Лице, притежаващо над 50 на сто от гласовете в общото събрание, е длъжно в кратък срок да регистрира търгово предложение към останалите акционери с право на глас за закупуване на техните акции (Чл. 149). До публикуването на

търговото предложение лицето няма право да упражняват правото си на глас в общото събрание. Лицето няма право да придобива, в рамките на една година акции с право на глас в количество, по-голямо от три на сто от общия брой акции на дружеството. Търговото предложение включва обосновка за справедливата цена на една акция на дружеството, изчислена въз основа на общоприети оценъчни методи. В предложението трябва също и подробно да се обосноват намеренията на предложителя относно бъдещата дейност на дружеството относно ръководството и служителите на дружеството (срещу което те могат да възразят със становище). Предложителят е длъжен да изплати обезщетение на акционерите за ограничаването на правата им.

Þ Лице, което придобие повече от 90 на сто от гласовете в общото събрание на публично дружество, има право да регистрира търгово предложение за закупуване на акциите на останалите акционери (Чл. 149а). Обявява се срок, в който останалите акционери да решат дали да приемат предложението. Ако в резултат на търговото предложение лицето придобие повече от 95%, може да премине и през процедурата за 95% (по-долу). Търговото предложение включва обосновка за справедливата цена на една акция на дружеството, изчислена въз основа на общоприети оценъчни методи. В предложението трябва също и подробно да се обосноват намеренията на предложителя относно бъдещата дейност на дружеството относно ръководството и служителите на дружеството (срещу което те могат да възразят със становище). Предложителят е длъжен да изплати обезщетение на акционерите за ограничаването на правата им.

Þ Лице, което придобие най-малко 95 на сто от гласовете в общото събрание на публично дружество използва силно облекчена

процедура. То има право да изкупи акциите с право на глас на останалите акционери (Чл. 157а). В едномесечен срок от публикуване на искането за изкупуване останалите акционери са задължени да извършат всички необходими фактически и юридически действия за прехвърлянето на притежаваните от тях акции на лицето. Ако е налице изкупуване на всички акции с право на глас, дружеството престава да бъде публично.

В случая с публичното предлагане на „ЕВН България Електроразпределение" АД на БФБ всички участници на пазара (особено дребните инвеститори) имат мотив да преследват икономическите инвестиционни цели. Точно заради това публичното предлагане е подходящ подход за приватизация на миноритарните дялове на дружеството.

Така предлагането на акциите на дружеството на регулирания прозрачен фондов пазар би трябвало да има силно положителен ефект положителен ефект върху активизирането на търговията на пазара, особено ако въпросният пакет акции се разпредели в множество инвеститори, различни от мажоритарният собственик. Това е така, защото изброените по-горе възможни икономически цели предполагат или генериране на борсов оборот от сделки (в случая на преследвана ценова спекула) или продължителен публичен контрол върху „ЕВН България Електроразпределение" АД, поради мотиви за използване на стратегия за задържане на акциите (в случаите на преследване на дивиденти, запазване на стойност и/или ликвидационен дял)

ЕВН България Електроразпределение АД е най-печелившото сред всички енергоразпределителни дружества за 2010 г. с 40 млн. лв. печалба при 58 млн. лв. печалба за 6-те дружества,

включително тези на ЧЕЗ и Е.ОН. Към момента на приватизацията на миноритарните дялове то е най-големият и най-важен актив измежду всички електроразпределителни дружества (таблица 2).

Таблица 2. Финансови резултати на "ЕВН Електроразпределение" АД за периода 30.06.2010 г. – 30.06.2011 г.

Показател	30.VI.2011	30.VI.2010
Печалба	37 260	45 250
Общо приходи	170 848	190 198
- от тях пренос на ток	159 406	179 346
Активи	790 473	761 351 (към XII.2010)

Що се отнася до мотиви за преследване на управленски инвестиционни цели, то определено най-заинтересувана страна е EVN AG като мажоритарен собственик на „ЕВН България Електроразпределение АД", тъй като увеличаване на притежавания дял в дружеството допринася за постигане на две желани от EVN AG цели:

· увеличаване на собствения контролен дял (с всичките произтичащи от това правомерни възможности;

· ограничаване на възможностите на всички останали участници на пазара за постигане на другите три управленски цели – глас в ОС, контрол и/или участие управлението.

Всички експерти, свидетели и представители на страните по настоящото дело (и други анализатори) фокусират своето внимание върху цената на придобиване на миноритарните дялове „ЕВН България Електроразпределение" АД от EVN AG, докато всъщност EVN AG преследват с първи приоритет управленски цели и най-вече излизане на дружеството от сферата на обществен контрол, а с втори приоритет е цената на закупуване на миноритарния дял да е възможно най-ниска.

Доколкото цената и занижените приходи за Държавата са в щета на национален интерес (за разлика от държавния), то в много по-голяма степен щета е допускането на локализиран енергиен монопол без никаква възможност за обществен контрол. В нормални условия обществения контрол би бил по-скоро ограничаващ фактор за развитието на един бизнес, тъй като в нормални условия като коректив на икономическото поведение на икономическия субект се явява конкуренцията. Но в условията на локализиран монопол, липсата на конкуренция (осигурена държавната политика в сектора) и липсата на външно участие в предприятието предпоставят, неизгодни пазарни последствия за потребителите на услуга, а в случая става дума за специален вид услуга с почти изцяло нееластично търсене. А самото отписване на дружеството от регистъра на публичните дружества прекратява възможността за обществен контрол върху дружеството. Точните щети от възползване на господстващо пазарно положение (а и от невъзможността за създаване на инвестиционен интерес към БФБ, чрез търгуване на акции на дружеството) за съжаление не могат да бъдат числено оценени.

Съществено важно е било за EVN AG да успеят да прескочат бариерата от 95% още в първия ден на аукциона, така че направо да използват най-облекчената процедура за изкупуване на остатъчни акции.

Възможността почти всички акции да бъдат изкупени от един инвеститор се дължи основно на факта, че всички акции се предлагат едновременно на един и същи смесен закрит аукцион, който както вече бе изяснено по-горе е непрозрачен (и неподходящ) метод за публично предлагане. Така един участник на пазара може да постави група лимитирани поръчки (в специален алгоритъм,

както е описано по-долу) в или без комбинация с пазарни поръчки и да купи почти всички акции за един ход.

Тъй като смесеният закрит аукцион е особено подходящ метод за агресивно и еднократно (в един ден) изкупуване на акциите на „ЕВН България Електроразпределение" АД, EVN AG успява да постигне само за един ден своята заявена във вътрешните кореспонденции основна инвестиционна цел – да притежава 95% от акциите. Така прескача и двете бариерни нива от 90% и 95% еднократно, нещо, което е силно невероятно при редовна търговия на вторичния пазар.

Предложението на ИП Булброкърс ЕАД, санкционирано от АПСК и БФБ, за пускане на пълният пакет от акции още на първия аукцион показва липса на добра координация и аналитични пропуски при изработването на решения в двете държавни агенции. Поради непрозрачността на пазара и споменатите пропуски в решенията на държавните органи, се оказва, че проведеният смесен закрит аукцион създава идеални възможности за извършване на точно такава операция, каквато е видно, че EVN AG иска да проведе – изненадващо изкупуване на поне 85% от предлаганите за приватизация акции. По този начин добрата идея за приватизация на миноритарни дялове (изяснена по-горе) се опорочава – поради видното впечатление, че тя е нагласена от Булброкърс и дръжавните институции, а сигналът който получават всички инвеститори е силно негативен за Българския фондов пазар.

Трябва да бъде отбелязано, че EVN AG в три случая са направили забележително точни финансови оценки – при оценяване на реалистична пазарна цена на миноритарния дял на „ЕВН България Електроразпределение" АД, при задаването на

достатъчна пазарна надценка от около 20% и съответно при бюджетиране на цялата операция включително и за „ЕВН България Електроснабдяване” АД:

При оценяване на пазарната цена на миноритарния пакет акции EVN AG разглеждат 9 алтернативни симулирани варианта вариращи от 70 млн. лв. до 211 млн. лв. (виж таблица 3). За анализа използват метода на EBITDA/EBIT множители, при който се търси разумно съотношение между стойността на предприятието и печалбата преди данъци и лихвени отчисления (със и без отчисления за амортизация), като по-високата стойност на множителите съответства на по-висока оценка на предприятието. Този метод е удобен за оценяване на предприятия, за които няма пазарна оценка (не се търгуват на борсата) и едновременно дава възможност за съотносителни съпоставки на сценарии за инвестиране в едно предприятие или на различни предприятия (поради фактът, че се използват относителни а не абсолютни единици).

В таблица 3 са представени анализите във вътрешното предложение към УС на EVN AG (единствено сумите са преизчислени в лв.). разглежданите сценарии (по колони) варират оценката на миноритарния дял между около 70 млн. лв. и около 212 млн. лв. Първият и третият ред показват EBITDA множители, изчислени при EBITDA = 47.92 млн. лв. Вторият и четвъртият ред показват EBIT множители, изчислени при EBIT = 22.49 млн. лв. Първите два реда показват оценките на множителите само за миноритарния дял. Вторите два ред показват какви биха били оценкитена множителите за цялото предприятие. Разбира се при разглеждане на резултатите трябва да се отчете известна отстъпка, която се дължи на факта, че когато се предлага

миноритарен дял, има ограничени възможности за постигане на управленски инвестиционни цели.

Таблица 3. Симулирани варианти за оценяване на ЕВН България Електроразпределение АД от EVN AG

	Варианти за покупна цена на 33% от ЕВН България Електроразпределение АД в млн. лв.								
млн. лв.	70,52	88,15	105,78	123,41	141,04	158,67	176,29	193,92	211,55
EBITDA	EBITDA множител за дял от 33%								
47,92	1,5	1,8	2,2	2,6	2,9	3,3	3,7	4,0	4,4
EBIT	EBIT множител за дял от 33%								
22,49	3,1	3,9	4,7	5,5	6,3	7,1	7,8	8,6	9,4
	EBITDA множител за дял от 100%								
	4,5	5,6	6,7	7,8	8,9	10,0	11,1	12,3	13,4
	EBIT множител за дял от 100%								
	9,5	11,9	14,3	16,6	19,0	21,4	23,8	26,1	28,5

Легенда:

- Вариант избран от EVN AG (и най-близък до счетоводната експертиза)
- Вариант обмислян от EVN AG
- Според осреднен EBIT множител на MergerMarket за ЦИЕ
- Според осреднен EBITDA множител на MergerMarket за ЦИЕ

От направените симулации и разработените девет сценария, а както и от обясненията към тях става ясно, че EVN AG разглежда сериозно три възможни варианта за оценка на ЕВН България Електроразпределение АД (таблица 3):

· Първи вариант приблизително съответства на исторически получения при приватизацията на мажоритарния дял през 2004 г. EBITDA множител равен на 6 (в таблицата стойността е 5,6, но трябва да се отчетете и известна отстъпка заради това, че се предлага миноритарен дял), при който оценката на миноритарния дял е около 88 млн. лв. (сив щрих на таблица 3);

· Втори и трети вариант приблизително съответстват на исторически получения при приватизацията на мажоритарния дял през 2004 г. EBIT множител равен на 16 (разглеждат се и двата,

защото 16,6 е по-близо, но трябва да се отчетете и известна отстъпка заради това, че се предлага миноритарен дял), при които оценката на миноритарния дял е съответно около 106 млн. лв. и около 123 млн. лв. (зелен щрих на таблица 3).

Измежду трите варианта УС на EVN AG в крайна сметка избират първия, който се оказва доста точен, но и от гледна точка на мажоритаря е доста оптимистичен (почти най-евтиния вариант измежду разглежданите). Интересно е също така, че избраната от EVN AG оценка е най-близка е до тази от комплексната счетоводна и икономическа експертиза.

Таблица 4. Бенчмаркови оценки, изготвени от MergerMarket относно стойности на предприятия от отрасъл „Комунални услуги" от Централна и Източна Европа, по метода на множителите на EBIDTA и EBIT за периода 01.01.2004 г. – 07.12.2011 г.

MERGERMARKET

Exit Multiple - Average (adjusted); based on removing the top and bottom 2.5% of the original data results.

	Revenue	EBITDA	EBIT	Earnings
Exit Multiple - Average	4.9x	11.8x	26.1x	89.3x
Exit Multiple - Median	1.8x	8.5x	15.8x	17.7x
Exit Multiple - Average (adjusted)	3.5x	11.1x	21.4x	25.5x
Share Price Comparitor	1 Month Before	1 Day Before	1 Day After	1 Month After
Av. Premia	22,90%	19,20%	4,70%	11,70%

You Searched on the following Criteria:	
Target Details	
Industry Sector	Utilities (other)
Areas	Europe
Regions	Central and Eastern Europe
Currency	EUR
Date Range From	01.01.2004
Date Range To	07.12.2011
Date Type	Announcement date (incl lapsed/withdrawn bids)
Total value of deals:	EUR 14,026m
Total number of deals:	81

За съпоставка в таблица 4 са изведени бенчмаркови оценки, изготвени от MergerMarket относно стойности на предприятия от отрасъл „Комунални услуги” (Utilities) от Централна и Източна Европа, по метода на EBIDTA и EBIT множители за 81 сключени сделки за периода 01.01.2004 г. – 07.12.2011 г. (т.е. данните, които би трябвало да са били налични и използвани при анализа, правен от EVN AG). От тези данни е видно, че според престижен източник като MergerMarket оценката на предприятието, базирана на предходен опит в отрасъла и в региона и по тези методи би трябвало да е доста по-висока – съответстваща на EBITDA множител равен на 11 или съответстваща на EBIT множител равен на 21. В таблица 3 приблизителните на тези два варианта са маркирани съответно с розов щрих и със син щрих.

Що се касае до задаването на достатъчна пазарна надценка над минималната цена – нейната роля е да гарантира средната цена на една закупената акция да не превишава значително обявената минимална цена, като същевременно, да е достатъчно висока, че пазарът да стане недостъпен за болшинството участници. Преценката на EVN AG, изхождайки от очакванията за споменатата по-горе отстъпка за ограничени управленски възможности, за приблизителната стойност на тази надценка е била доста точна (около 20% над минималната цена), съдейки по свидетелските показания и по реално формираната цена от 1632,56 лв. (18,83% над минималната цена). Тук остава, обаче въпросът към кой момент и как са научили минималната (и начална) цена на търга, тъй като тази информация е официално публикувана заедно с решението на БФБ – София АД от 13.12.2011 г., а предложението към УС на EVN AG, за изкупуване на миноритарния дял е от 08.12.2011 г.

Относно преценката за необходимия бюджет за закупуване на миноритарните дялове на двете електроразпределителни дружества (включително и за „ЕВН България Електроснабдяване” АД), то отново EVN AG са забележително точни като разпределят за тези цели сума от 50 млн. евро, а общите разходи за придобиване на двата дяла възлизат на 48 532 195 евро (тук не са отчетени разходи за комисионни и други) т.е. отклонението е по-малко от 2%.

На проведения на 21.12.2011 г. смесен закрит аукцион за продажбата на държавния дял от „ЕВН България Електроразпределение” АД биват подадени лимитирани поръчки за общо 68590 броя акции с общо заявен оборот от 108968775.89 лв. Освен тях са подадени още пазарни поръчки на стойност 951954 лв. съответстващи на около 583 броя акции, ако се оценяват по оформилата се цена от 1632,56 лв. на търга. Заявените лимитирани поръчки са достатъчни като обем и брой за да бъде оформена цена и да се осъществи продажбата 98.86% от предложените на акции.

От оформеният протокол за проведения търг става ясно, че 48122 броя акции са закупени от ИП „Булброкърс” ЕАД. А по-късно става ясно, че 48100 броя от тях са закупени от името и за сметка на EVN AG чрез депозирани по видимо предварително подготвен алгоритъм е реализиран чрез задаване на 34 лимитирани поръчки. Средната претеглена цена на сделките сключени от EVN AG в двата дни на смесения закрит аукцион е 1636.15 лв., което е 19.09% увеличение над минималната цена.

От обемите на реализираните сделки и от цялостния резултат от аукциона (виж таблица 5) ясно може да се заключи (а и се потвърждава от другите експертизи по делото), че един участник на пазара е изместил почти напълно всички останали участници. Това

е направено преднамерено и неслучайно и при използване на предварително подготвен алгоритъм.

Таблица 5. Резултати за EVN AG от проведените аукциони за приватизация на „ЕВН България Електроразпределение" АД, 21.12 – 27.12.2011 г.

Дата	21.12.	22.12.	23.12	27.12
Брой акции, предлагани на аукцион	51612	590	59	9
Брой акции, продадени на аукцион	51022	531	50	9
Брой акции, закупени от ЕВН	48100	530	0	0
Дял на закупените от ЕВН от общо продадените	94.27%	99.81%	0.00%	0.00%
Увеличение на дела на EVN AG в дружеството	30.75%	0.34%	0.00%	0.00%
Дял от капитала, притежаван от EVN AG	97.75%	98.09%	98.09%	98.09%

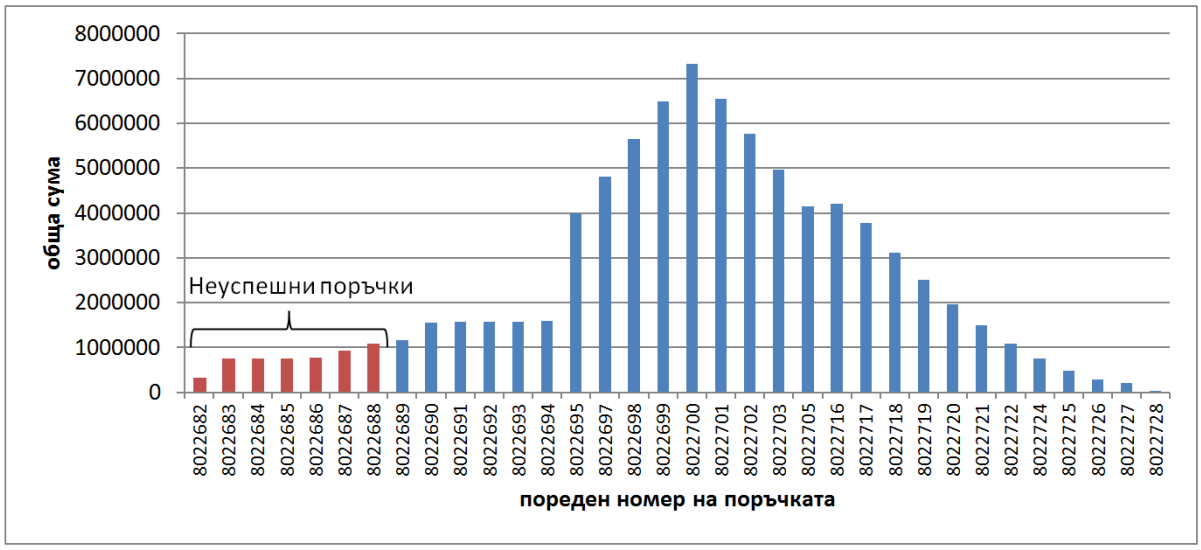
При посочения алгоритъм със само 34 лимитирани поръчки (27, от които се удовлетворяват в сключени сделки) са били достатъчно за покупка почти всички предложени 51 612 акции на ЕВН България Електроразпределение АД.

Изразени в заявен оборот (заявена цена по заявено количество), поръчките следват приблизителна закономерност на увеличаване от 318907,36 лв. до 7333290 лв. и след това обратно намаляване до 201501,60 лв. (виж фиг. 17.) При първите 22 поръчки цената нараства с приблизителна стъпка 7,15 лв. до 8,27 лв., а от 24тата до 33тата поръчка стъпката на промяна на цената е 0,01 лв. Средната цена на въведените оферти е 1625,04 лв. (с около 18% по висока от минимално определената за аукциона).

Крайните поръчки са дадени така, че да не бъде надхвърлена бройката от 51 612 акции. Необходимо е заявяването на общо точно толкова броя акции, колкото е количеството за публично предлагане, за да не се случи че една поръчка от целия алгоритъм, конкурира друга. Причината да има 34, а не 1 поръчка е да не би поръчка за 1 акция на по-висока цена да отложи предлагането на

основното количество за аукциона през следващия работен ден. (виж фиг. 17.)

Фиг. 17. Разпределение на поръчките по пореден номер (между 8022682 и 8022728), измерени в заявен оборот



При така зададен алгоритъм EVN AG ще класира големите си поръчки и ще загуби само най-малките си поръчки. И то при положение, че има пазарни поръчки, както и други лимитирани, които да се намесят в надпреварата.

Всичко, проучено до тук за алгоритъма на търгуване може да бъде обобщено в следните характеристики:

1) общият брой заявени акции е равен на общия брой акции, предложени за публично предлагане;

2) цената на всяка следваща поръчка се изменя в малък и относително постоянен интервал;

3) заявеният оборот се променя закономерно, образувайки се „триъгълна" форма с връх близо до желаната средна цена (при определени приемливи стойности на параметъра цена на

пречупване може да се стигне до асиметрия, поради отсичане на едната или другата страна на от симетрията на фигурата);

4) отделните поръчки са хуманизирани допълнително след като алгоритмът ги е произвел (т.е. въведените поръчки са допълнително преднамерено коригирани от човешка преценка), като това може да е направено умишлено (с цел да се замаскира използването на алгоритъма) или може да е в резултат наистина на човешки несъвършенства при въвеждането им или да е резултат от комбиниране на повече от един алгоритъм или (което е най-вероятно) за да се изпълни броя акции точно до предлагания брой и същевременно да са намали заявения обем от най-големите поръчки;

5) начинът на настройка на алгоритъма е насочен към закупуване на максимален брой от предлаганите акции (1 приоритет) при приблизително зададена подходяща цена от около 20% над минималната (2ри приоритет) – от показанията на свидетеля Райдингер, става ясно, че целевата средна цена на акциите на „ЕВН България Електроразпределение” АД, е около 20% над минимално определената от проспекта.

6) според извършената статистическа експертиза, при разработването на оптимален алгоритъм е необходимо: да бъде определен оптимален диапазон на единичните цени на акция и да се следи средната цена на закупената акция да не превишава значително обявената минимална цена.

7) Макар да не се е случило така, би трябвало за всеки случай поръчките да се въвеждат от голяма към малка, защото поръчките с високи цени са по-важни за изпълнението на инвестиционните цели.

В следствие на по-горе описаните констатации, в таблица 4 и таблица 5 са предложени формализирани описания на два възможни варианти за алгоритъма на търгуване – мултипликативен (таблица 6, фигура 18) и адитивен (таблица 6, фигура 19).

Таблица 6. Нотация и оптимизационна програма за настройка и симулация на мултипликативен и адитивен алгоритъм

задача:	*мултипликативен* *модел*:	*адитивен* *модел*:	*ограничения*:
$q_g - \sum_1^n q_n \to \min;$ $k = ?$ $q_1 = ?$ $s = ?$ $p_b = ?$	$p_n = [p_{n-1} + s]$ $\begin{cases} p_n < p_b \Rightarrow q_n = [q_{n-1}.(1+k)] \\ p_n \geq p_b \Rightarrow q_n = [q_{n-1}.(1-k)] \end{cases}$ $B = \sum_1^n p_n.q_n$ $p_g = \frac{B}{\sum_1^n q_n}$	$p_n = [p_{n-1} + s]$ $\begin{cases} p_n < p_b \Rightarrow q_n = [q_{n-1} + k] \\ p_n \geq p_b \Rightarrow q_n = [q_{n-1} - k] \end{cases}$ $B = \sum_1^n p_n.q_n$ $p_g = \frac{B}{\sum_1^n q_n}$	$p_g - z < p_b < p_g + z$ $q_g - \sum_1^n q_n \geq 0$ $q_g = const$ $p_1 = const$ $k < const$ $B < B_m$

Където:

q_g – целеви брой акции	p_n – цена на поръчка n, точност до 0,01
q_n – цял брой акции в поръчка n	B – обща инвестирана сума
k – стъпка на корекция за брой	p_g – целева цена
s – стъпка на корекция за цена	z – допустимо отклонение спрямо p_g
p_b – цена на пречупване	B_m – максимален бюджет

Алгоритмът по същество може да бъде сведен до оптимизационна програма със следните характеристики:

А) Целевата функция е минимизиране на неизпълнения остатък от акции (в идеалния случай трябва да е равен на 0, т.е. да бъдат заявени всички предлагани акции).

Б) Входни параметри:

- начална цена – зададена е като константа още от проспекта на емисията;

- предлагано количество – зададено е като константа още от проспекта на емисията;

- стъпка на увеличаване на броя на акции за всяка следваща поръчка – параметър за настройване;

- брой акции в началната поръчка – параметър за настройване;

- стъпка на увеличаване на цената за всяка следваща поръчка – параметър за настройване;

- цена на пречупване (приблизителна оценка за целевата цена, при която нарастването в количеството става отрицателно) – параметър за настройване;

В) Ограниченията са свързани с:

- средната цена за една акция – (ограничение отгоре и ограничение отдолу). Ограничението отгоре гарантира средната цена на една закупената акция да не превишава значително обявената минимална цена, а ограничението отдолу цели пазарът да стане недостъпен за болшинството участници. Тук трябва да бъде отбелязано, че преценката на EVN AG за приблизителната стойност на тези ограничения е била доста точна (около 20% над минималната цена), съдейки по свидетелските показания и по реално формираната цена от 1632,56 лв. (18,83% над минималната цена);

- максималния бюджет за осъществяване на инвестиционната стратегия – тази сума е била предварително известна, съдейки от документите на EVN AG;

- максимален размер на стъпката на изменение на всяка следваща поръчка – това ограничение е съществено важно за да не се окаже, че алгоритъма задава голяма еднократна лимитирана поръчка, която може да блокира аукциона.

Трябва да се отбележи, че решенията на поставените оптимизационни задачи не са тривиални, защото представляват целочислена оптимизация със силно начупени равнини на отклик, които не могат да се решат със стандартни (градиентни) методи. Най-доброто решение на задачата при мултипликативен алгоритъм е представено на фигура 18., а за адитивен алгоритъм – на фигура 19.

Фиг. 18. Резултати от симулация на мултипликативен алгоритъм

Константи:

начална цена	предлагано количество
1373,92	51612

Параметри:

цена на пречупване	стъпка на увел. на бр.	бр. в начал. поръчка	стъпка на увел. цена
1646	0,258	139	16

Контролни стойности:

инвестирана сума	средна цена	изпълнен обем	брой поръчки
84205429	1631,48	51613	32

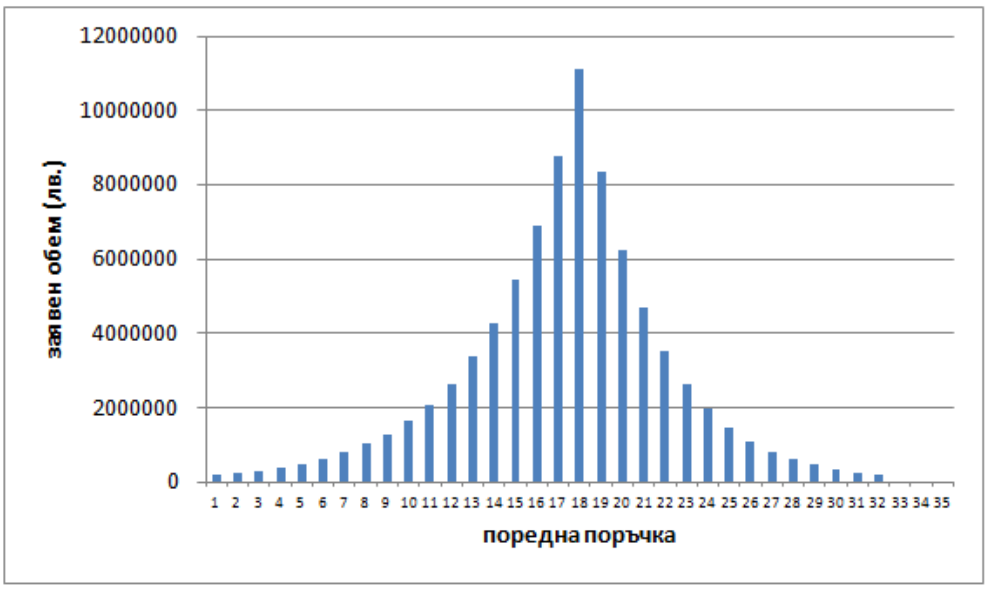
Целева функция:

Неизпълнен остатък
-1

Ограничения:

минимална средна цена	максимална средна цена	максимален бюджет	макс. стъпка на нараств.
1620	1650	90000000	0,3

Симулация:



Така проиграната симулация ма мултипликативен алгоритъм (фиг. 18) има доста сходни характеристики с използвания по време

на аукциона алгоритъм (като разликите са единствено в следствие на приложената хуманизация):

· симулацията за инвестирана сума се отклонява с 0,22% от реалния общ заявен оборот

· симулацията за средна цена се отклонява с 0,21% от реално заявената средна цена

· симулацията за изпълнен обем е на практика равен с реалния

· симулацията има 32 лимитирани поръчки, което е достатъчно близо до 34те реални поръчки

· коефициентът на корелация между размерът на симулираните поръчки и реалните поръчки е достатъчно близък до 1 (ρ=0,94)

· коефициентът на детерминация между размерът на симулираните поръчки и реалните поръчки е достатъчно близък до 1 (R^2=0,87)

Що се касае за проиграната симулация на адитивния алгоритъм (фиг. 19) има доста сходни характеристики с използвания по време на аукциона алгоритъм (като разликите са отново са по-скоро единствено в следствие от приложената хуманизация):

· симулацията за инвестирана сума се отклонява с 0,22% от реалния общ заявен оборот

· симулацията за средна цена се отклонява с 0,42% от реално заявената средна цена

· симулацията за изпълнен обем е на практика равен с реалния

· симулацията има 35 лимитирани поръчки, което е достатъчно близо до 34те реални поръчки

· коефициентът на корелация между размерът на симулираните поръчки и реалните поръчки е достатъчно близък до 1 (ρ=0,92)

· коефициентът на детерминация между размерът на симулираните поръчки и реалните поръчки е достатъчно близък до 1 (R^2=0,85)

Фиг. 19. Резултати от симулация на адитивен алгоритъм

Константи:

начална цена	предлагано количество
1373,92	51612

Параметри:

цена на пречупване	стъпка на увел. на бр.	бр. в начал. поръчка	стъпка на увел. цена
1650	166	104	15,4

Контролни стойности:

инвестирана сума	средна цена	изпълнен обем	брой поръчки
84426052	1635,72	51614	35

Целева функция:

Неизпълнен остатък
-2

Ограничения:

минимална средна цена	максимална средна цена	максимален бюджет	макс. стъпка на нараств.
1620	1650	90000000	300

Симулация:

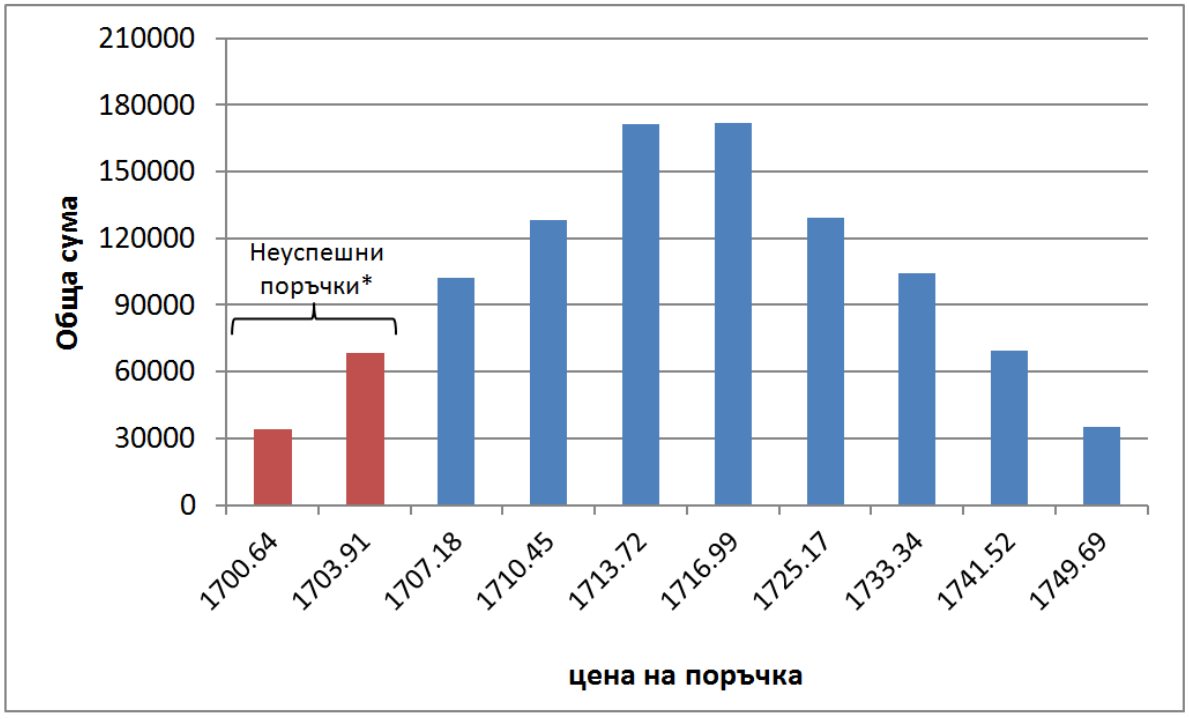


Ако се направи бърза съпоставка между симулациите от двата алгоритъма (фиг. 18 и фиг. 19) и реалните данни (фиг. 17), особено в съществената дясна част, където са високите цени, се вижда, че между поръчки 8022695 и 8022705 реалните данни наподобяват адитивния алгоритъм (най-вероятно за да се избегне високия връх,

т.е. голяма единична поръчка), а между поръчки 8022716 и 8022728, данните силно наподобяват мултипликативния алгоритъм.

Друг интересен детайл в реалните данни са равните стойности на поръчките между 8022690 и 8022694 в лявата страна на графиката (фиг. 17). Най-вероятно са зададени по този начин поръчките, за да се осигури преминаването на 95% бариера, защото по-високите поръчки осигуряват малко над 94% от акциите. Трябва да се обърне внимание, че ако някъде ще има по-голяма конкуренция от зададените поръчка на другите участници в пазара, то това ще си проличи в лявата страна на реално изпълнените сделки – при по ниските ценови нива.

Фиг. 20. Разпределение на поръчките по цени (между 1700.64 и 1749.69), измерени в заявен оборот и подадени от EVN AG от проведените аукциони за приватизация на „ЕВН България Електроразпределение" АД, 22.12.2011 г.



* Симулирани поръчки

На 22.12.2015 във връзка с провеждането на смесен закрит аукцион за приватизация чрез публично предлагане са продадени

общо 531 акции, издадени от „ЕВН България Електроразпределение” АД. От тях 530 бр. са закупени чрез ИП „Булброкърс” ЕАД при използване на специфичен алгоритъм на задаване на лимитирани поръчки.

Поради липса на данните за постъпилите поръчки за този аукцион, а и за апробиране на симулирания алгоритъм, неуспешните поръчки подадени от EVN AG (чрез ИП Булброкърс ЕАД) са симулирани. Симулация (макар и с малък брой реализации) с висока степен на точност съдейки по симетрията, разлика в цената, сума на общ брой поръчани. (фиг. 20).

Основният извод относно използвания алгоритъм, е че той е фиксиран, без никакви адаптивни характеристики и е явно предназначен единствено за такъв тип затворен аукцион. Използването на този алгоритъм при пазар, работещ в реално време, най-вероятно не би довело до добри резултати.

Също така е ясно, че алгоритмът е разработен от лица с добра квалификация и опит в борсовата търговия, особено с процедурата на смесен закрит аукцион (и междувременно знаещ руски език, за изясняване на детайлите от ръководството на БФБ) и добри познания по целочислена оптимизация и алгоритмично търгуване. Такъв алгоритъм не може да е разработен от лице, което никога не е участвало в търговия на акции на фондовата борса и още по-малко от лице без никакъв опит в Смесен закрит аукцион (процедура, която не е използвана през предходните 6 години и в никакъв случай не е стандартна). Разработването на алгоритъма или дори при допускането, че алгоритмът е бил готов, но е трябвало само да бъде адаптиран, би отнело значим период от време (месеци) на не-специалист без опит в борсовата търговия и без опит

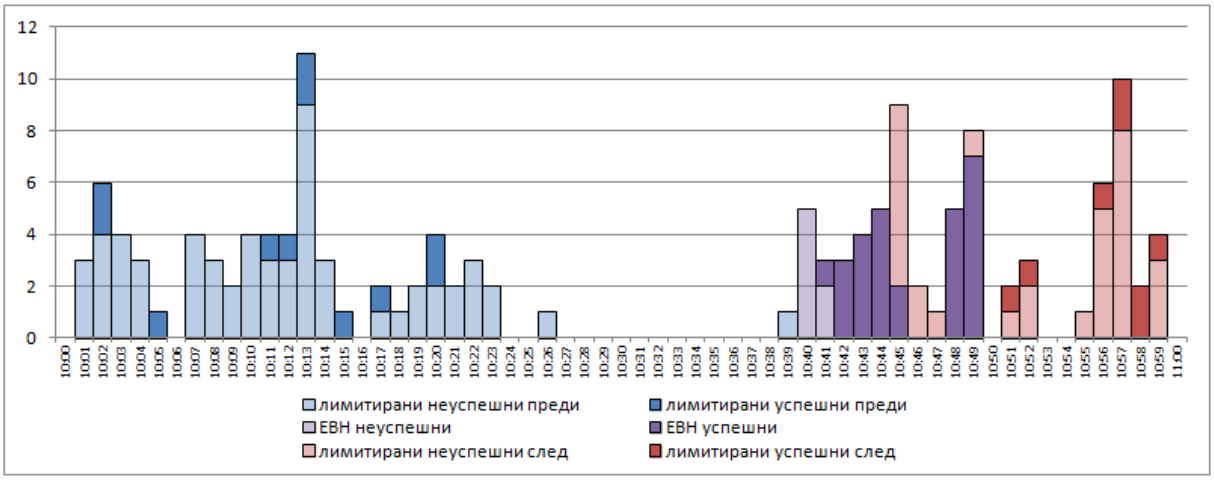
с процедурата на смесения закрит аукцион. Остава въпросът защо свидетелят Райдингер твърди обратното и кой му е оказал съдействие при изготвяне на 34те лимитирани поръчки.

Допуска се и възможност за търговия с вътрешна информация и по-специално с информация за депозираните поръчки на другите участници в аукциона.

Съдейки по избрания алгоритъм най-вероятно вътрешна информация за реализиране на инвестиционните цели не е била необходима.

Но за допълнителна проверка по въпроса може да се разгледат времената на подаване на всички поръчки на 21.12.2011 г. (фигура 21 и таблица 17). Този анализ, обаче, дава поводи за съмнения относно изтичане на информация от БФБ. В анализа са включени само лимитираните поръчки, тъй като те са важните при определяне на цената на акциите и информацията за тях би била от критично значение за участниците на търга.

Фиг. 21. Времево разпределение на успешните и неуспешните лимитирани поръчки по минути (между 10:00 ч. и 11:00 ч.) на всички участници в аукцион за приватизация на „ЕВН България Електроразпределение" АД, 21.12.2011 г.



Видно е, че периода на провеждане на аукциона е разпределен на три под-периода – от 10:00 до около 10:26, между 10:26 и 10:39 и след 10:39 до 11:00. Като е налице струпване на подадени поръчки в първия и в третия период, а няма нито една поръчка във втория период. Такова разпределение на поръчките във времето е противно на очакваното. Разумно априорно допускане тук би било разпределение във времето подобно на нормалното (т.е. струпване в средата на периода) или равномерно разпределение (т.е. приблизително еднакъв ритъм на подаване на лимитираните поръчки през цялото време). При допълнителното допускане, че инвестиционните посредници са се подготвили предварително за провеждането на аукциона, може да се допусне и разпределение подобно на лог-нормалното (т.е. струпване в началото на аукциона).

Таблица 7. Реализирани сделки (в брой акции и в успешен дял от заявките) за всички участници в аукцион за приватизация на „ЕВН България Електроразпределение" АД, 21.12.2011 г.

	брой акции				успешен дял			
Посредник	преди 10:39	след 10:39	EVN AG	ОБЩО	преди 10:39	след 10:39	EVN AG	ОБЩО
ИП "БГ ПроИнвест" АД	-	0	-	0	-	0%	-	0%
ИП "Бета Корп" АД	0	-	-	0	0%	-	-	0%
ИП "Булброкърс" АД	-	-	48100	48100	-	-	93%	93%
ИП "Булброкърс" АД*	22	-	-	22	76%	-	-	76%
ИП "Евро - Финанс" АД	-	2	-	2	-	100%	-	100%
ИП "Елана Трейдинг" АД	3	0	-	3	100%	0%	-	23%
ИП "Капман" АД	0	1125	-	1125	0%	19%	-	16%
ИП "Карол" АД	0	0	-	0	0%	0%	-	0%
ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	0	0	-	0	0%	0%	-	0%
ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	0	-	-	0	0%	-	-	0%
ИП "Стандарт Инвестмънт" АД	0	6	-	6	0%	55%	-	38%
ИП "ТиБиАй Инвест" ЕАД	0	-	-	0	0%	-	-	0%
ИП "Фаворит" АД	6	-	-	6	100%	-	-	100%
ИП "Фико Инвест" ООД	-	10	-	10	-	50%	-	50%
ИП "ЮГ Маркет" АД	16	-	-	16	11%	-	-	11%
ТБ "Инвестбанк" АД	-	0	-	0	-	0%	-	0%
ТБ "Обединена Българска Банка" АД	-	0	-	0	-	0%	-	0%
ТБ "Първа Инвестиционна Банка" АД	0	-	-	0	0%	-	-	0%
ТБ "УниКредит Булбанк" АД	45	1125	-	1170	6%	16%	-	15%
ОБЩО	92	2268	48100	50460	3%	17%	93%	74%

* Поръчки на ИП „Булброкърс" за други клиенти

Според техническата експертиза периодът между 10:26 и 10:39 би бил напълно достатъчен за вътрешен служител на БФБ да

разпространи вътрешна информация и тя да бъде използвана неправомерно от участници в аукциона. Подобна хипотеза намира основание и във фактът, че дори без поръчките на EVN AG, всички лимитирани поръчки, подадени от останалите участници след 10:39 са почти 6 пъти по-успешни от тези, подадени преди 10:39 (и почти 25 пъти повече закупени акции).

В тази връзка интерес биха представлявали данните за търговията на другите провеждани смесени закрити аукциони за предходните около 130 проведени аукциона за приватизация, тъй като с тяхна помощ може да бъде извършен цялостен анализ на явлението.

За да се изясни ефектът от подадените на 21.12.2011 г. 34 броя нареждания на „Булброкърс" ЕАД от името и за сметка на EVN AG, при проведения смесен закрит аукцион за продажбата на държавния дял от „ЕВН България Електроразпределение" АД направените е целесъобразно да се анализират и сделките, извършени на вторичния пазар с акциите на „ЕВН България Електроразпределение" АД по времето и след аукционите (табл. 8).

На 22.12.2011 г. на него са изтъргувани 2285 акции на дружеството на средна цена 1848.72 лв. и при цена на затваряне 1850 лв. Това е и най-активният ден за сделки с акциите на дружеството. През следващите месеци EVN AG, представлявани от ИП Булброкърс ЕАД в изпълнение на своята инвестиционна стратегия, изкупуват възможно най-много от акциите собственост на дребни акционери, като 98.06% от сделките на вторичния пазар са извършени от тях. През м. Август 2012 е одобрено търговото предложение за изкупуване на останалите 144 акции.

Таблица 8. Дневни котировки за периода 22.12.2011 г. – 28.08.2012 г. на акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД на Българска фондова борса

Дата	отваря	най-висока	най-ниска	затваря	средна	обем
22.12.2011	1800.00	1850.00	1650.01	1850.00	1848.72	2285
23.12.2011	1770.00	1850.00	1700.00	1850.00	1838.91	330
27.12.2011	1845.00	1850.00	1845.00	1850.00	1849.84	175
29.12.2011	1900.00	2490.00	1900.00	2490.00	2243.70	46
30.12.2011	2490.00	2490.00	2490.00	2490.00	2490.00	30
19.01.2012	2400.00	2500.00	2400.00	2500.00	2500.00	17
31.01.2012	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	3
17.02.2012	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	1
15.03.2012	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	2
19.04.2012	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	1
17.05.2012	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	2500.00	1
14.06.2012	2700.00	2700.00	2700.00	2700.00	2700.00	1
17.07.2012	2900.00	2900.00	2900.00	2900.00	2900.00	1
28.08.2012	3189.50	3189.50	3189.50	3189.50	3189.50	1

В Таблица 9 е направена сводка на сделките с акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД, извършени от EVN AG за периода 21.12.2011 г. – 20.09.2012 г. От сводката е видно, че за закупуване на всички акции от миноритарния дял на „ЕВН България Електроразпределение” АД,, EVN AG са заплатили средно с около 20,14% над минимално определената в проспекта цена.

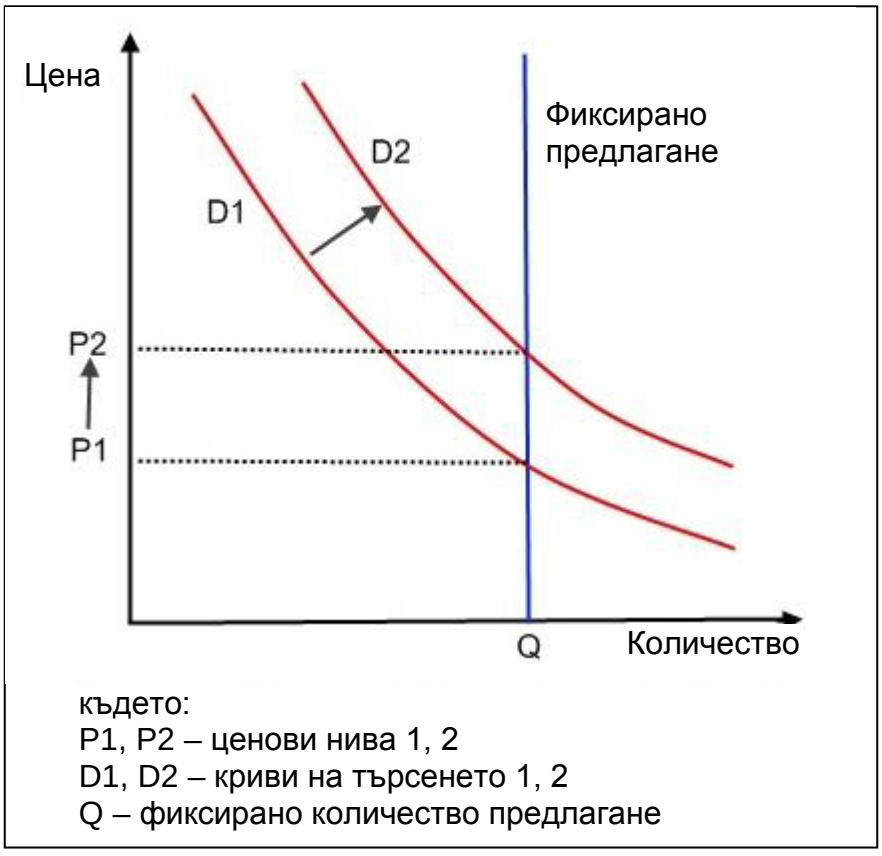
От сводката проличава и естествения мотив на EVN AG да опита да изкупи възможно най-много акции по време на смесения закрит аукцион – средната цена на придобиване на акция на вторичния пазар е с около 14,72% по-висока, а цената на изкупуване при търговото предложение е с 86,43% по-висока.

Таблица 9. Сводка на сделките с акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД, извършени от EVN AG за периода 21.12.2011 г. – 20.09.2012 г.

	Брой акции	Обща сума (лв.)	Средна цена за 1 акция
Смесен закрит аукцион	48630	79437963.90	1633.52
Вторичен пазар	2838	5318429.50	1874.01
Търгово предложение	144	438528.96	3045.34
	51612	**85194922.36**	**1650.68**

EVN AG са най-активният участник на всички пазари на акциите на „ЕВН България Електроразпределение” АД, но съвсем естествен е въпросът какво би се случило ако мажоритарният собственик не беше участвал в закупуването на акции от миноритарния дял в дружеството.

Фиг. 22 Ценови ефект на повишено търсене при фиксирано предлагане и нормална ценова еластичност



където:
P1, P2 – ценови нива 1, 2
D1, D2 – криви на търсенето 1, 2
Q – фиксирано количество предлагане

Според икономическата теория ситуацията на такъв пазар би трябвало най-общо да се разглежда като пазар с фиксирано предлагано количество (виж фиг. 22). При такъв пазар и при равни други условия (ceteris paribus) би трябвало увеличаването на съвкупното търсене да повиши цената на пазарното равновесие (тук отново правим уговорката, че не разглеждаме преходните процеси от едното състояние в другото, нито времевите аспекти на такъв

преход). Което означава, че би трябвало при неучастие на EVN AG в пазара, ценовите нива да са по принцип по-ниски.

И в действителност, следвайки допускането, че всички инвеститори, които са имали интерес да закупят акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД, на организирания от Българска фондова борса Смесен закрит аукцион, започнал на 21.12.2011 г., са заявили своите поръчки още в първия възможен ден (21.12.2011 г.) на аукциона, може да се направи симулация за резултата от аукциона при условие, че EVN AG, чрез ИП „Булброкърс" ЕАД, не бяха депозирали никакви поръчки за закупуване на акции и при всички други условия приети за еднакви (ceteris paribus).

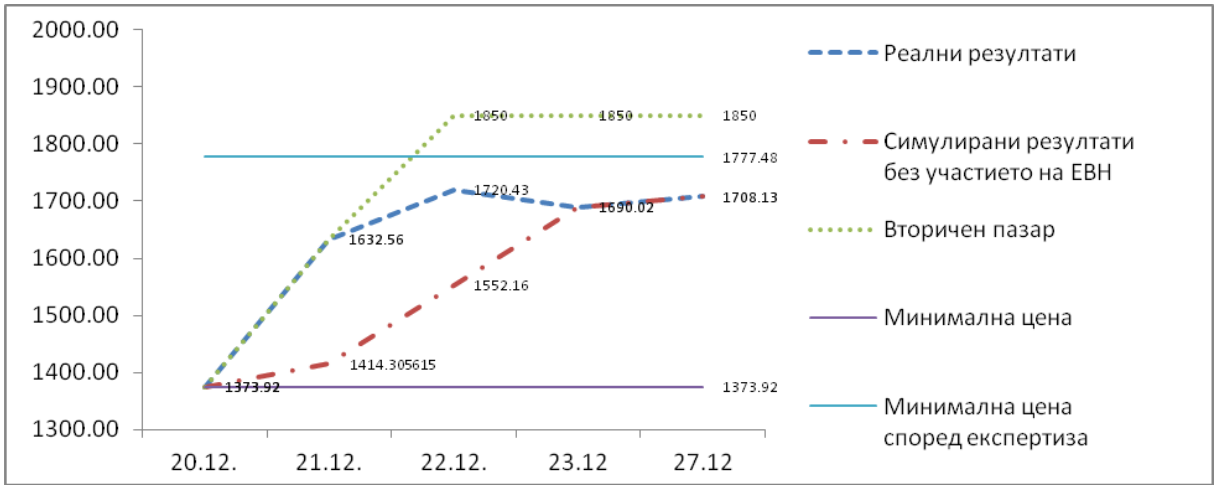
Ако EVN AG не участваха на пазара, достигнатата средна цена щеше да е 1414.31 лв. за акция (13,37% по-ниска), количеството реализирани акции щеше да е 17626 бр. (34.15% от предложените), а участниците на пазара щяха да са заплатили общо 140854.90 лв. по-малко за тези акции (фиг. 23). След втория ден на аукциона симулираните и реалните резултати се сливат, защото тогава EVN AG преустановява участието си. На фигура 23 са представени и данните от вторичния пазар по време на дните на аукционите. За съпоставка са дадени и минималната цена, а както и минималната коректна цена, определена от икономическата експертиза. Ясно се виждат три факта:

· коригираната минимална цена, определена от икономическата експертиза бива достигната (и премината) единствено на вторичния (прозрачен) пазар;

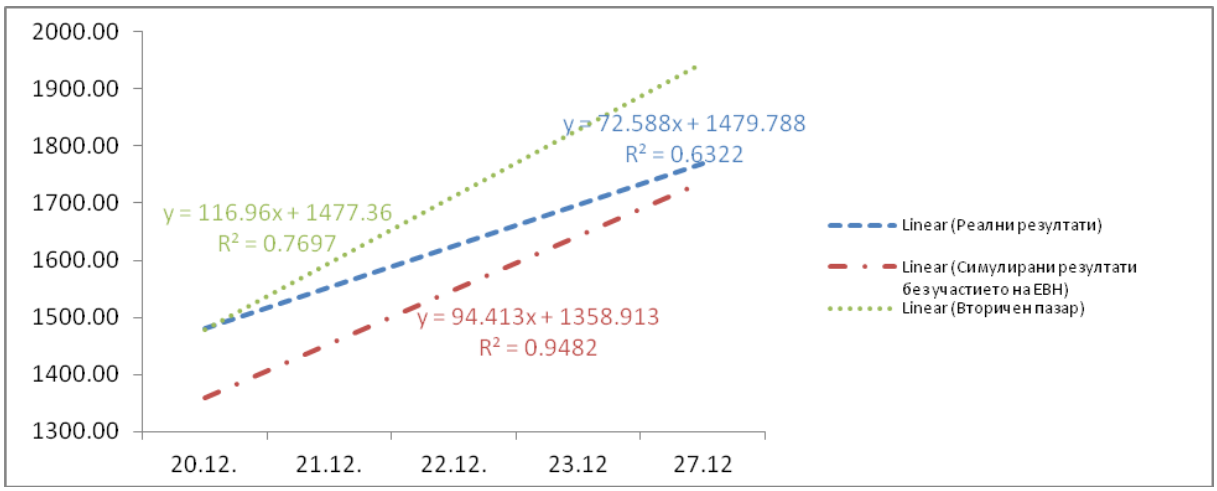
· има съществена разлика в достигнатата цена на Смесения закрит аукцион при участието на EVN AG и без тяхното участие;

· вече споменатата по-горе (при описанието на алгоритъма) добра преценка на EVN AG относно необходимото увеличение на минималната цена от около 20% е достатъчна за да бъдат отстранени болшинството от останалите участници от пазара.

Фигура 23. Съпоставка на цени за 1 акция на „ЕВН България Електроразпределение" АД, при реализиран аукцион и при симулация без участието на EVN AG за периода 20.12.2011 г. – 27.12.2011 г.



Фигура 24. Регресионен анализ на движението на цената за 1 акция на „ЕВН България Електроразпределение" АД, при реализиран аукцион и при симулация без участието на EVN AG за периода 20.12.2011 г. – 27.12.2011 г.



В допълнение на фигура 24 е направен графичен регресионен анализ на движението на цената за 1 акция на „ЕВН България Електроразпределение" АД, при реализиран аукцион и при

симулация без участието на EVN AG за периода 20.12.2011 г. – 27.12.2011 г. Графиките показват определена закономерност към покачване, при всеки от трите модела за оценка. Освен графично от всяко регресионно уравнение може да се види началната точка на регресионния модел т.е. оценката на акциите към 20.12.2011, преди началото на аукциона, а както също и темповете на нарастване на цената. Могат да бъдат посочени няколко извода:

· ясно проличава, че симулираните резултати без участието на EVN са с по-ниски ценови нива във всички точки, т.е. очакваното от теорията по-ниско ниво на цените би се реализирало;

· двата модела, базирани на реални данни – от аукциона и от вторичния пазар, оценяват началната цена (към 20.12.2011) почти еднакво – около 1477 – 1479 лв. с около 100 лв. (7,65%) по-висока от минималната цена, има смисъл да се проучи въпросът в повече подробности (виж по-долу);

· наклонът (темпът на развитие) на модела, базиран на симулираните данни е много подобен на реалните данни за вторичния (прозрачен) пазар, т.е. хипотезата, която се издига тук е, че ако EVN не участваха на пазара, развитието му щеше да наподобява повече прозрачен регулиран фондов пазар (включително и поради фактът, че аукционът би се провел за доста по-продължителен период и информацията от всяка негова сесия би се отразила върху участниците в пазара и цените на вторичния пазар биха повлияли).

При алтернативната ситуация – без участието на EVN AG – формираната цена би била относително ниска, а интересът – слаб. В този смисъл рационалното поведение на продавачът (АПСК) би следвало да е в посока предварително подценяване на

предприятието (към момента на изготвяне на проспекта), за да има по-добър шанс за реализиране на емисията. Това се дължи главно на факта, че предлагания дял е миноритарен, т.е. има ограничени възможности за постигане на управленски инвестиционни цели. Така че съществената разлика между оценката на минималната цена и оценката, получена от икономическата експертиза е очаквана и е в интерес на АПСК. Никоя държавна агенция не оспорва заниженатa оценка. По същество се получава условия за спонтанно взаимодействие между държавните агенции и посредника на емисията – ИП Булброкърс ЕАД.

Във връзка с всички по-горни разсъждения не бива да се пропуска и че при аналитичното допускане за ceteris paribus (при равни други условия) се прави съзнателна грешка, а именно, че в пазара като комплексна социална система с множество взаимозависимости, трудно могат да се изолират отделни фактори и/или поне трябва да се отчетат и повече съществени влияещи фактори едновременно, например:

1) непрозрачността на организиране на смесения закрит аукцион е повлияла негативно върху търсенето;

2) знанието за намерението на мажоритарният собственик да участва в аукциона и/или да отписва дружеството от регистъра на публичните дружества (виж по-долу) би повлияло за покачване на цената на акциите и пр.

Изводи по Глава 4

Всички експерти, свидетели и представители на страните по настоящото дело (и други анализатори) фокусират своето внимание върху цената на придобиване на миноритарните дялове „ЕВН

България Електроразпределение” АД от EVN AG, докато всъщност EVN AG преследват с **първи приоритет** управленски цели – най-вече излизане на дружеството от сферата на обществен контрол, а с **втори приоритет** е цената на закупуване на миноритарния дял да е възможно най-ниска.

Доколкото цената и занижените приходи за Държавата са в щета на национален интерес (за разлика от държавния), то в много по-голяма степен щета е допускането на локализиран енергиен монопол без никаква възможност за обществен контрол. В условията на локализиран монопол, липсата на конкуренция (осигурена държавната политика в сектора) и липсата на външно участие в предприятието предпоставят, неизгодни пазарни последствия за потребителите на услуга, а в случая става дума за специален вид услуга с почти изцяло нееластично търсене.

Съществено важно е било за EVN AG да успеят да прескочат бариерата от 95% още в първия ден на аукциона, така че направо да използват най-облекчената процедура за изкупуване на остатъчни акции.

Възможността почти всички акции да бъдат изкупени от един инвеститор се дължи основно на факта, че всички акции се предлагат едновременно на един и същи смесен закрит аукцион. Решението на този проблем е лесно – да се пускат малки партиди от акции в рамките на една сесия на аукциона, така че в края на деня всички участници да получат информация за заявените поръчки и съответно за интереса на останалите участници и/или да се намери по-добра алтернатива на смесения закрит аукцион, при която да има по-голяма степен на прозрачност, като някои

възможности за това са представени в таблица 1 и пояснителните й текстове.

Решението на АПСК, санкционирано от БФБ и от КФН, за пускане на пълният пакет от акции още на първия аукцион показва липса на добра координация и аналитични пропуски при изработването на решения в двете агенции.

Така EVN AG може да постави група лимитирани поръчки в специален алгоритъм и да купи почти всички акции за един ход. Смесеният закрит аукцион е особено подходящ метод за агресивно и еднократно (в един ден) изкупуване на акциите на „ЕВН България Електроразпределение" АД. EVN AG успява да постигне само за един ден своята заявена основна инвестиционна цел – да притежава 95% от акциите (нещо, което е силно невероятно при редовна търговия на вторичния пазар).

По този начин добрата идея за приватизация на миноритарни дялове (изяснена по-горе) се опорочава – поради видното впечатление, че тя е нагласена от Булброкърс и дръжавните институции, а сигналът който получават всички инвеститори е силно негативен за Българския фондов пазар.

Използваният алгоритъм е разработен от лица с добра квалификация и опит в борсовата търговия, особено с процедурата на смесен закрит аукцион и добри познания по целочислена оптимизация и алгоритмично търгуване. Разработването на алгоритъма или дори при допускането, че алгоритмът е бил готов, но трябвало да бъде само адаптиран, би отнело значим период от време на не-специалист без опит в борсовата търговия и без опит с процедурата на смесения закрит аукцион. Остава въпросът защо

свидетелят Райдингер твърди обратното и кой му е оказал съдействие при изготвяне на 34те лимитирани поръчки.

Остава неясен и въпросът към кой момент и как EVN AG са научили минималната (и начална) цена на търга, тъй като тази информация е официално публикувана заедно с решението на БФБ – София АД от 13.12.2011 г., а предложението към УС на EVN AG, за изкупуване на миноритарния дял е от 08.12.2011 г.

Съдейки по избрания алгоритъм най-вероятно вътрешна информация за реализиране на инвестиционните цели не е била необходима – алгоритмът е достатъчно добре разработен, за да не е необходима друга информация.

Обаче анализът на времената на подаване на всички поръчки на 21.12.2011 г. (фиг. 20 и табл. 5) дава поводи за съмнения относно изтичане на информация от БФБ, още повече, че компютърната експертиза разкрива ред възможности за пробив в компютърната система. В тази връзка интерес биха представлявали данните за търговията на другите провеждани смесени закрити аукциони за предходните около 130 проведени аукциона за приватизация, тъй като с тяхна помощ може да бъде извършен цялостен анализ на явлението.

Според икономическата теория и проведените симулации при равни други условия (ceteris paribus) би трябвало увеличаването на съвкупното търсене от включването на EVN AG би трябвало да повиши цената на акциите, но развитието на пазара щеше да наподобява повече прозрачен регулиран фондов пазар.

Основното заключение тук е, че принципи на справедливото провеждане на борсова търговия в действителност има, но е нарушен принципът на прозрачността на пазара.

EVN AG и техния представител ИП Булброкърс ЕАД, са използвали нередностите в работата на Смесения закрит аукцион и на държавните институции, които допускат изкупуването на над 85% от пуснатите за публично предлагане акции от мажоритарния собственик на дружеството в един ден.

Лесно решение за избягване на подобно развитие би било раздробяването на аукцион на множество относително по-малки емисии, така че да не може в една сесия на аукцион да се закупят от мажоритарният собственик съществени дялове от контролния пакет.

Разбира се по разумното (но по-сложното технологично) решение е въвеждане на друг метод за публично предлагане за приватизация на акции, като някои възможности са представени в таблица 1 и пояснителните й текстове.

При сегашното положение на смесен закрит аукцион се оказва относително лесно (при наличие на квалифициран специалист) да се реализира инвестиционна стратегия във вид на предварително подготвени специални алгоритми. Чистият пазар би трябвало да е силно неопределен и да няма възможност поради непрозрачност на поръчките твърдо заложени алгоритми да гарантират изпълнение на инвестиционната стратегия на само един отделен участник в пазара или блокиране на пазара до следващата сесия.

На нормален прозрачен пазар, емитиращ регулярна информация всички намерения на един или друг участник биха били разгадани и останалите участници биха се адаптирали към тях (биха променили съответно стратегиите си). При борсова търговия в реално време, твърдо фиксиран алгоритъм би бил безполезен, а единствено алгоритми със способност за адаптиране към средата (но и с големи изисквания за автоматизация, софтуерно и

хардуерно осигуряване) биха имали шанс да постигнат инвестиционните си цели.

Ако процедурата на провеждане на приватизация чрез публично предлагане беше открита и прозрачна, участниците на пазара щяха да могат да виждат пуснатите поръчки (и особено обемът им) и това би довело до:

А) цената на техните оферти щеше да е по-висока, защото щяха да съобразят увеличеното търсене при фиксирано предлагане;

Б) крайният резултат на би бил по-скоро в посока на по-разнообразни собственици към края на деня или същата структура на собственост, но за при много по-висока цена.

5. ХИПОТЕТИЧЕН АНАЛИЗ НА КАЗУСА ПРИ НАЛИЧИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ ЗА УЧАСТИЕ НА МАЖОРИТАРНИЯ СОБСТВЕНИК НА ПРЕДПРИЯТИЕТО „EVN" AG

На базата на анализираната пазарна информация тази глава дава отговор в алтернативност биха ли се променили цените на пазарните поръчки при наличие на информация за участие на мажоритарния собственик на предприятието EVN AG.

Изясняване на фактически състав

На основата на Решение 723-ПД-06.12.2011 Комисията за финансов надзор потвърждава проспекта за допускане до търговията на „ЕВН България Електроразпределение" АД и за публично предлагане на 33% от капитала на дружеството.

Самият проспект е изготвен и представен към 27.10.2011 г. от ИП „Булброкърс" ЕАД и включва всички задължителни реквизити. За целите на настоящата разработка са съществени следните текстове от Проспекта:

· „Намерения на Мажоритарния Акционер и другите значителни акционери. Доколкото е известно на Предложителя и Лицето, което иска допускане на предлаганите Акции до търговия на регулиран пазар, мажоритарният акционер в лицето на EVN AG, Република Австрия, не е декларирал или изявил по какъвто и да е било начин намерения за продажба или покупка на Акции след Допускането им за търговия. Същият обаче има правото да купува или продава Акции в съответствие с търсенето и предлагането на Борсата и при наличието на подходящи пазарни условия за това" (стр. 119).

· „На основание на чл. 81, ал. 3 от ЗППЦК, АПСК, чрез изпълнителния директор Емил Карапиколов и Булброкърс, чрез изпълнителния директор Радослав Рачев отговарят солидарно за вредите, причинени от неверни, заблуждаващи или непълни данни в Проспекта" (стр. 29).

В Протокол за разпит на свидетел Тонев, Софийска градска прокуратура, 05.05.2015 г. , се съдържат следното изказване: „По принцип в такива ситуации, когато се предлагат книжа на много висока стойност за десетки милиони левове, най-силната страна обикновено са мажоритарните собственици… Самото … официално очакване ЕВН да не участват в аукциона, според мен оказа негативно влияние върху евентуалната цена на аукциона" (стр. 2).

В Протокол от разпит на свидетеля Райдингер, от материалите в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържа следното изказване: „Моя идея беше да бъде подадено определено повишение към минималния курс на борсата като минимална оферта на EVN. Това беше около 20% над минималния курс. След това определих нарежданията по приемливия от нас за EVN среден курс" (стр. 9).

В Протокол от разпит на свидетеля Шишковиц, от материалите в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържат следните изказвания:

· „През есента на 2011 г. беше публикувано намерението на българското правителство да предприеме продажба на оставащите 33% от двете български дружества (EVN ЕЦ и EVN ЕР)… След [проверка се оказа, че е възможна приватизация против волята на мажоритарния собственик… Резултатът от тази преценка се отразява [в]… искането до управителния съвет [за включване в

приватизацията] одобрено … на заседание на 12.12.2011 и от надзорния съвет на 14.12 ” (стр. 19 - 20).

· „Доколкото в този въпрос се има предвид съставянето на проспекта, обръщам внимание, че върху това съставяне са работили по най-добър начин и добросъвестно български и австрийски адвокати. Проспектът беше изготвен съгласно директивата за проспекти на Европейския съюз, която посочва подробно структурата и съдържанието на този проспект” (стр. 19 - 20).

В Искането до Управителния съвет, от Материали в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Ако има нови дялове за продажна при явно по-малка цена, за EVN се предлага възможност да ги придобие под действителната стойност. Външни трети лица ще отчетат при техните представи за покупателна цена намаленията за миноритарен дял, така че пазарът би трябвало да се установи на подобно ниско ценово ниво” (стр. 26).

· „За сравнение трябва да се каже, че предишната покупна цена за двете първоначални предприятия на базата на средно реализираните резултати от последните седем години отговаря на EBITDA множител от 6, а на EBID множител – на 16. Може да се очаква, че минималната цена, определена от приватизационния орган, ще се намира в долната част на представения диапазон [от 36 до 108 млн. евро за „ЕВН България Електроразпределение” АД]” (стр. 27).

· „Предлагаме на управителния съвет да реши: а) придобиване на съответно до една трета от акциите на EVN EP и EVN EC на обща покупна цена от общо максимум 50 млн. евро в описаната тръжна процедура и одобрение на необходимото за целта финансиране, както е описано…” (стр. 28).

· „Представеното увеличение на дяловете от EVN би трябвало по принцип да бъде квалифицирано като вътрешна информация, тъй като на повишаването на ангажимента в югоизточна Европа се гледа критично/ Тъй като до момента не може да бъде направено задължаващо изказване за момента и реализирането на тръжната процедура, все още няма достатъчна вероятност да се говори за вътрешна информация. За такава би трябвало да се приеме, когато тръжната процедура бъде публикувана формално, а управителния съвет в упражнение на своето правомощие реши действителното даване на оферта. В този случай би трябвало да се прецени за общо отлагане на съобщението „ад хок” чрез оповестяване на FMA [Австрийският надзор върху финансовия пазар]” (стр. 28).

В Протокол от разпит на свидетеля Лаир, от материалите в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „По принцип EVN е била за това държавата трайно да запази собствеността върху една трета от двете български електрически дружества.” (стр. 36).

· „EVN AG щеше да може да определя сама съдбата на двете дружества и за това беше необходима покупката по възможност на 100% от акциите” (стр. 36).

· „Ако става въпрос за проспекта за капиталовия пазар, посочвам, че двата проспекта на дъщерните фирми трябваше да опишат тези дружества най-добре. Структурата и съдържанията са разпоредени законно по законодателството на ЕС. Върху него работиха упълномощени от нас български и австрийски адвокати и те се придържаха към законните разпоредби. Тези проспекти са публични, те бяха публикувани на уебсайтовете на двете български електрически дружества и затова достъпни за фирма Булброкърс ЕАД" (стр. 39).

В Протокола за разпит на свидетел Такев, Софийска градска прокуратура, 22.05.2014 г., се съдържа следното изказване: „По отношение на метода на приватизация се дискутираше, че трябва да бъде публично предлагане, тъй като единствено при този метод компаниите ще придобият публичен статут, респективно ще останат да се търгуват на борсата, като по този начин приватизационната сделка ще има последващ ефект върху развитието на капиталовия пазар" (стр. 2).

Анализи и съображения

За да се изяснят изводите от анализа на ефекта от информацията за неучастие на мажоритарния собственик EVN AG, е необходимо преди това да се представят основните понятия и принципните моменти относно проспекта за публично предлагане.

Проспектът представлява информационен документ, на база на който инвеститорите ще решават относно участието си или не в публичното предлагане.

В Закона за публично предлагане на ценни книжа и в подзаконовите нормативни актове по прилагането му е

регламентирано минималното изискуемо съдържание на проспектите за публично предлагане. Проспектът за публично предлагане следва да бъде потвърден от Комисията за финансов надзор, за да може да се пристъпи към самото публично предлагане.

Всеки емитент, възнамеряващ да привлече инвеститорски капитал чрез продажба на акции, е длъжен да представи проспект според изискванията на КФН. Проспектът трябва да бъде публикуван, т.е разпространен публично, след одобряването му от КФН. В общият случай проспектът информира потенциалните инвеститори за:

· Историята на компанията;

· Състоянието на компанията (специфика на дейността, финансови отчети);

· органи на управление организационна структура и биографиите на ръководителите;

· Перспективите на компанията (прогнози за развитие на бизнеса и оценка за възможните рискове);

· особеностите на публичното предлагане и предлаганите ценни книжа – в зависимост от метода за първично публично предлагане, проспектът съдържа и минимална цена и брой емитирани акции.

· И всякакви други данни и факти, които биха дали по-ясна представа на инвеститорите за компанията, и да подпомогне информираното им решение.

Конкретните изисквания по отношение на информацията в проспекта зависят от вида на дружеството и вида на емитираните ценни книжа. Най-общо съдържанието включва основните точки на

един разработен бизнес-план, а в добавка са разяснени инвестиционните специфики.

Проспектът е юридическа декларация на намерения и задължително трябва да отговаря на стандартите за прозрачност, за да се гарантира, че инвеститорите няма да бъдат подведени по никакъв начин.

В тази си същност проспектът неминуемо изпълнява три важни и неотделими функции:

1) Информационна функция – публично представяне на съществените факти относно емисията и компанията;

2) Маркетингова функция – проспектът е основният инструмент, спомагащ за пласирането на емисията;

3) Регулаторна функция – фактът, че проспектът е санкциониране от КФН гарантира пред трети страни, че представената информация е напълно вярна и че всеки съществен детайл около емисията е оповестен.

Във връзка с изпълнението на трите функции и особено на последната, съдържанието на проспекта е силно регламентирано. В България той е обект на регулации най-вече на Директива 2003/71/ЕО на Европейския парламент, Регламент (ЕО) № 809/2004, Закона за комисията за финансов надзор, Закона за пазарите на финансови инструменти, Закона за публичното предлагане на ценни книжа и още четиридесет и девет актуални нормативни акта, без да се броят издадените от КФН.

Макар и косвеното деклариране за неучастие на мажоритарния собственик EVN AG в сделките с акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД е съществена и важна информация за всички потенциални инвеститори. Тъй като от тяхна

гледна точка проспектът е не просто рекламно съобщение, но е и силно регламентирано и санкционирано юридическо изявление, почти всички аспекти на което са задължителни и проверени, инвеститорите:

· могат да останат с грешното впечатление, че изписания отказ е твърдо и нормативно заложен;

· биват недвусмислено подведени относно потенциалните намерения на мажоритарния собственик да отпише дружеството от регистъра на публичните компании (декларирането на липса на интерес сигнализира за липса на такива намерения).

От свидетелските показания и от Искането до Управителния съвет на EVN AG ясно проличава, че мажоритарният собственик систематично и последователно обсъжда възможностите за постигане на инвестиционната си цел от 100% контрол върху дружеството и отписване от регистъра на публичните дружества (виж фиг. 25).

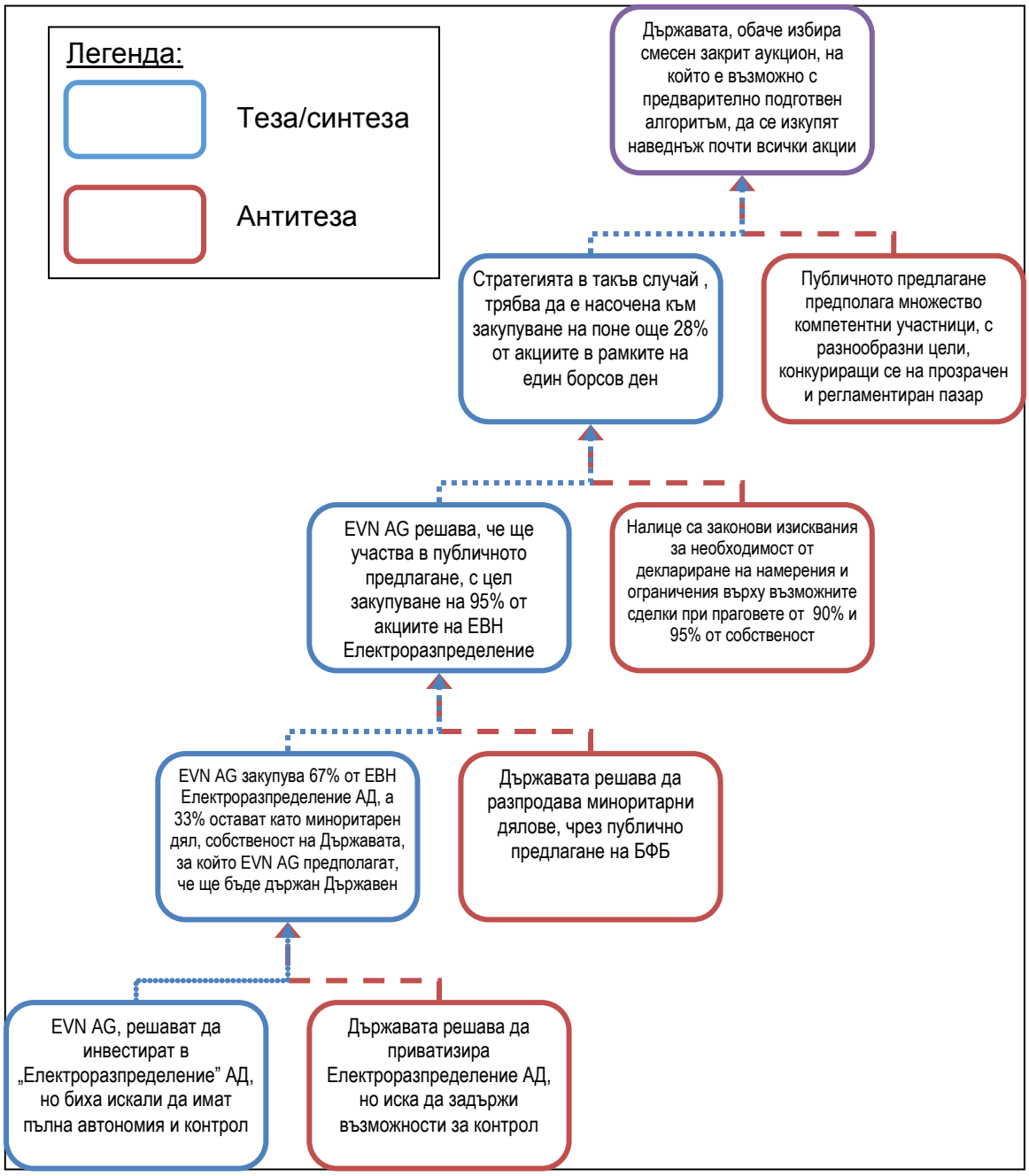
Съжденията на представителите на EVN AG могат да се групират в следните групи:

· **Мотиви** – EVN AG са очаквали Държавата да е дългосрочен съсобственик в дружеството. Изненадващото за тях решение на Държавата за приватизация на миноритарните дялове против волята на мажоритарния собственик води до решението на УС на EVN AG за изкупуване на предлаганите акции, за да може EVN AG да определя самó съдбата на дружеството.

· **Еднократен ход** – EVN AG са осъзнали (чрез собствени анализи или чрез външни консултации), че им е необходим, а и им се отдава възможност да постигнат над 95% контрол от дружеството чрез еднократен ход на БФБ.

На първо място налице са законови изисквания за необходимост от деклариране на намерения и ограничения върху възможните сделки при праговете от притежаване на 90% и 95% от собствеността. Всички те е било по-добре да бъдат прескочени на веднъж.

Фигура 25. Диалектическа последователност на решенията на EVN AG



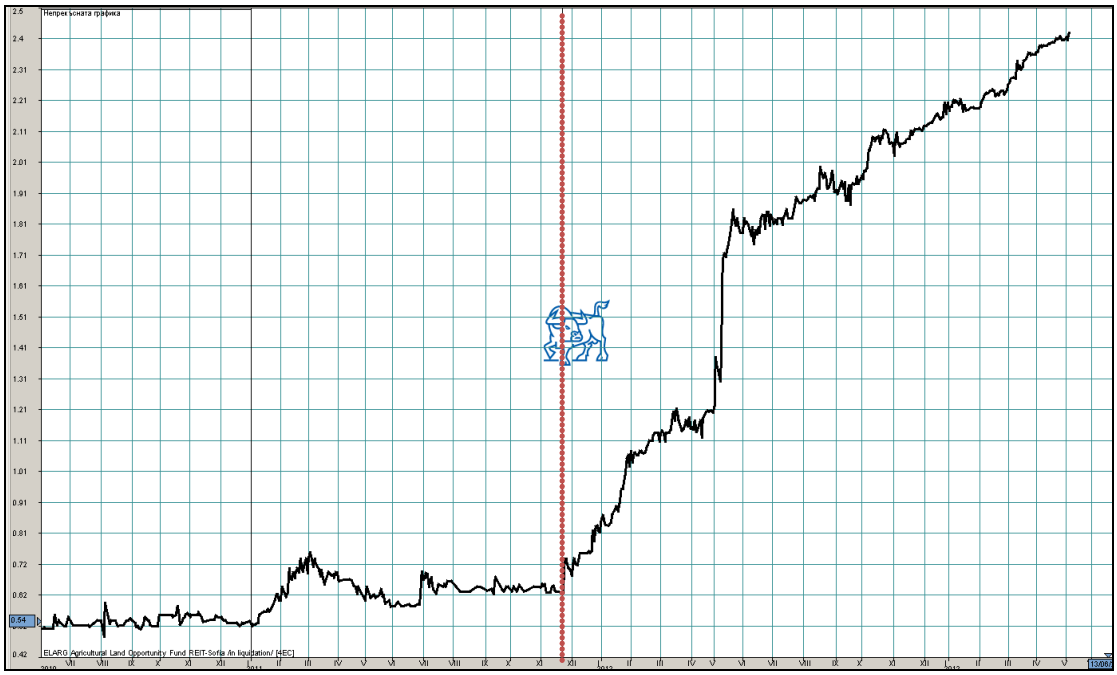
Същевременно и инвестиционната ситуация за борсови инвестиции към онзи момент е предразполагала голям интерес към ЕВН, при положение, че за първи път от години се предлагат на приватизационен сегмент на БФБ акции от атрактивно дружество. Потенциални инвеститори са пенсионни фондове (които към момента и са достигнали горните граници на компаниите, в които са инвестирали и същевременно имат свободен паричен ресурс); търговските банки, които към момента са свръх капитализирани; някои колективни инвестиционни схеми и отделни спекуланти. Всички тези потенциални участници биха се включили конкурентно в пазара на акциите на дружеството.

· **Цена** – EVN AG са очаквали, че ако не декларират предварително намеренията си за участие в аукциона, средната цена ще бъде занижена, поради спадането на интереса от останалите инвеститори.

Тъй като мажоритарният собственик е силна заинтересувана страна и може да преследва не икономически, управленски инвестиционни цели, в подобни случаи инвеститорите следят неговите намерения. Т.е. очакванията на инвеститорите са, че би се повишило съвкупното търсене и точно както е обяснено по-горе на фигура 22, би следвало цените да се увеличават. Така чрез недекларирane на намеренията си, EVN AG разчита, че ще изкупи дяловете на по-изгодни за тях цени. Доказателство за това е и сводката в Таблица 9, от която е видно, че средната цена на придобиване на акция на вторичния пазар е с около 14,72% по-висока, а цената на изкупуване при търговото предложение е с 86,43% по-висока.

· **Конфиденциалност** – EVN AG са съзнавали, че поведението им трябва да бъде скрито, дори заблуждаващо (включително и що се отнася до известяване на регулаторите). В показанията си и двамата представители на EVN AG, по същество сменят насоката на въпроса защо не е заявено намерението за участие в сделката и не дават ясен отговор.

Фигура 26. Движение на цените на ELARG на Българска фондова борса за периода 01.07.2010 г. – 30.06.2013 г.



Забележка: отбелязаната на графиката дата – 23.11.2011 е датата на предложението на Съветът на директорите за ликвидация на дружеството

Най-лесният способ за отговор на въпроса: какво би станало, ако EVN AG бяха обявили предварително намерението си за изкупуване на миноритарния дял от „ЕВН България Електроразпределение" АД с цел отписване от регистъра на публичните дружества, е да се намери подходяща аналогия с друга компания на същия пазар. За радост такава аналогия може да се открие в пазарните реакции на инвеститорите в ЕЛАРГ Фонд за Земеделска Земя АДСИЦ (виж фигура 26). Още повече, че във

времето казусът ЕЛАРГ почти точно съвпада с датите на събитията, свързани с приватизацията на миноритарния дял на дружеството и е бил нагледен пример за всички основни участници.

Фондът за земеделска земя ЕЛАРГ премина през процес на само-ликвидация. След като през м. Януари 2011 контролният пакет акции беше завзет, се оказа, че при тогавашните цени на земеделска земя, активите на предприятието струват повече от пазарната оценка на акциите. В резултат на което на 23.11.2011 Съветът на директорите предлага (публично) на акционерите ликвидация на дружеството. Всички инвеститори разчитайки, че цената ще се покачи в посока на счетоводната стойност на активите започват да купуват дяловете на ЕЛАРГ и така се създава пазарен натиск за повишаване (с повече от 260% за около 18 месеца).

При ЕВН Електроразпределение АД, обява на намерението за отписване от регистъра за публични дружества, би дало сигнал на инвеститорите, че предстои постепенно (за разлика от еднократно) изкупуване на акциите от мажоритарния собственик, последвано от търгово предложение за обратно изкупуване на остатъчните акции. Точно както при ЕЛАРГ тези пазарни действия, биха повишили цената в посока на реалната счетоводна стойност на активите (както между другото действително става на вторичния пазар на акциите на дружеството).

Изводи по Глава 5

Декларирането за неучастие на мажоритарния собственик EVN AG в сделките с акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД е съществена и важна информация за всички потенциални инвеститори. Тъй като от тяхна гледна точка проспектът е не просто

рекламно съобщение, но е и силно регламентирано и санкционирано юридическо изявление, почти всички аспекти на което са задължителни и проверени, инвеститорите:

· могат да останат с грешното впечатление, че изписания отказ е твърдо и нормативно заложен;

· биват недвусмислено подведени относно потенциалните намерения на мажоритарния собственик да отпише дружеството от регистъра на публичните компании (декларирането на липса на интерес сигнализира за липса на такива намерения).

EVN AG систематично и последователно преследва инвестиционната си цел от 100% контрол върху дружеството и отписване от регистъра на публичните дружества.

EVN AG са осъзнали (чрез собствени анализи или чрез външни консултации), че им е необходим, а и им се отдава възможност да постигнат над 95% контрол от дружеството чрез еднократен ход на БФБ.

EVN AG са очаквали, че ако не декларират предварително намеренията си за участие в аукциона, средната цена ще бъде занижена, поради спадане на интереса на останалите инвеститори.

EVN AG са съзнавали, че поведението им трябва да бъде скрито, дори заблуждаващо (включително и що се отнася до известяване на регулаторите).

При ЕВН Електроразпределение АД, обява на намерението за отписване от регистъра за публични дружества, би дало сигнал на инвеститорите, че предстои постепенно (за разлика от еднократно) изкупуване на акциите от мажоритарния собственик, последвано от търгово предложение за обратно изкупуване на остатъчните акции. Тези пазарни действия, биха повишили цената в посока на реалната

счетоводна стойност на активите (както между другото действително става на вторичния пазар на акциите на дружеството).

В икономическия и инвестиционен контекст, необявяването на намеренията на мажоритарния собственик EVN AG да изкупи миноритарния дял на дружеството представлява пазарна манипулация.

Процедурите за приватизация чрез публично предлагане на акции (включително и Смесения закрит аукцион) имат множество недостатъци. От всички тях се възползват EVN AG (включително и с недекларирane на намерения) и в резултат на което успяват с еднократен ход да променят първоначалния замисъл на приватизационната процедура и да я опорочат –поради видното впечатление, че тя е нагласена от Булброкърс и държавните институции.

Възможно решение на проблема би било, ако се въведе задължение и краен срок и писмена форма за заявяване на намеренията на мажоритарния собственик при приватизация и да се съблюдава тяхното изпълнение. Разбира се, такова решение би изисквало съществени промени в нормативната база, включително и (както е казано по-горе) издаване на поименни акции за приватизационните процедури.

6. АНАЛИЗ ЗА КОНФЛИКТ НА ИНТЕРЕСИ НА ИП „БУЛБРОКЪРС” ЕАД

На базата на анализираната пазарна информация и съобразно общоприетите практики при търговията с ценни книжа, настоящата глава дава отговор за наличието на конфликт на интереси поради обстоятелството, че ИП „Булброкърс” ЕАД се явява едновременно в качеството на довереник на държавата при продажбата на държавното участие в капитала на „ЕВН България Електроразпределение” АД, така и в качеството на довереник на мажоритарния собственик EVN AG – купувач на държавния дял, като се вземе предвид и обстоятелството, че на „Булброкърс” ЕАД е възложено и определяне на първоначалната и минимална продажна цена на акциите.

Изясняване на фактически състав

В Писмото за извършване на предварителна проверка по Пр. пр. 8529/2013 до Софийска градска прокуратура, изпратено от Комисия за финансов надзор на 24.10.2013, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· Видно от предоставените писмени обяснения от ИП „Булброкърс” ЕАД, … Радослав Рачев [изпълнителен директор на дружеството] … е осъществявал срещи с представители на EVN AG в пред договорния период …. , като на клиента е предоставяна информация за условията по Договора за извършване на посреднически услуги…” (стр. 4).

· „поръчки от 105084 до 105117 са подадени лично от Герaлд Райндингер на 21.12.2011 г. в офиса на ИП „Булброкърс” ЕАД” (стр. 5)

· „В резултат от приетите [поръчки] …, EVN AG придобива общо 48100 бр. акции, или 93.20% от целия предложен за приватизация обем акции. ИП „Булброкърс” ЕАД е следвало да откаже приемане на подадените [поръчки] … , тъй като … е застрашил интереса на клиента си АПСК” (стр. 6).

· „с вх. ном. 15-00-8/07.06.2012 г. в КФН е внесено търгово предложение от EVN AG за закупуване на акциите на останалите акционери на компанията, цената … за една акция е 2912. 88 лв. ... КФН взема [решение] … за издаване на временна забрана за публикуване на търговото предложение… EVN AG внася коригирано търгово предложение [с] … цена за една акция … 3045.34 лв. На тази цена се осъществява и търговото предложение към останалите акционери, като в резултат на него са изкупени 144 бр. акции” (стр. 7).

· „Считано от 29.09.2012 г. [БФБ] прекратява регистрацията на регулиран пазар на емитираните от [акции] … поради отписване на дружеството от регистъра на публичните дружества … Сетълмента на последната акция … приключва на 30.08.2012 г.” (стр. 7-8).

В Акт за установяване на административно нарушение Р-06-765/27.08.2012 г., издаден от Комисия за финансов надзор, се съдържа следният съществен текст за целите на настоящата разработка (многократно повтарян в последващите наказателни актове, протоколи от съдебни заседания, съдебни решения и пр.): „ИП „Булброкърс” ЕАД не е подало Уведомление по чл. 27, ал. 1 от ЗПЗФИ в КФН на 21.12.2011 г. …” (стр. 5).

В Решение от 15.07.2013, Софийски районен съд, се съдържа следното заключение: „Видно от нарушената правна норма [чл. 27,

ал 1 ЗПЗФИ] е, че за да бъде съставомерно неуведомяването на КФН …, е достатъчно у инвестиционния посредник да възникне съмнение за манипулация… ” (стр. 8).

В Решение от 17.02.2014, Софийски районен съд, се съдържа следното заключение: „Съгласно [Наредба 38 от 25.06.2007] инвестиционният посредник не може да извършва дейност по друг начин, който застрашава интересите на неговите клиенти или стабилността на пазара на финансови инструменти” (стр. 8).

В Решение от 13.10.2014, Административен съд София – град, се съдържа следното заключение: „Държавният интерес се защитава от ПСК в договорените условия за инвестиционно посредничество, както и в зададените параметри за продажба на държавния дял” (стр. 3).

В Протокол от разпит на свидетеля Райдингер, от материалите в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Не съм получавал съвети или препоръки за този търг от Рачев [изпълнителен директор на ИП „Булброкърс” ЕАД] или друг служител на Булброкърс и не съм искал такива” (стр. 9).

· „Моя идея беше да бъде подадено определено повишение към минималния курс на борсата като минимална оферта на EVN. Това беше около 20% над минималния курс. След това определих нарежданията по приемливия от нас за EVN среден курс” (стр. 9).

· „Булброкърс бяха информирани за действителното участие в търга едва чрез предаването на нареждането.” (стр. 11).

В Протокол от разпит на свидетеля Шишковиц, от материалите в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържа следното изказване: „Булброкърс беше консултирала държавната агенция …[и] беше близка до ума възможност да бъде ангажирана [фирмата за брокер, съгласно изискванията на търга]” (стр. 19 - 20).

В Искането до Управителния съвет, от Материали в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, 12.02.2015, се съдържат следният съществен текст за целите на настоящата разработка: „За реализирането на действителното подаване на офертата трябва задължително да бъде упълномощен брокер. След проверка на допустимостта на такава стъпка EVN се спря на заетия с подготовката на транзакцията инвестиционен брокер Булброкърс, който като водещ на пазара предлага най-добрите предпоставки за съответно провеждане” (стр. 28).

В Договор за инвестиционна посредничество при публично предлагане на акции, сключен с „Булброкърс” ЕАД, Агенция за приватизация и следприватизационен контрол, 19.07.2011 г., се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „чл. 9.1. Инвестиционният посредник се задължава да изпълнява задълженията си по този договор с грижата на добър търговец, като предпочита запазване интересите на Доверителя пред собствения си интерес”” (стр. 5).

· „чл. 14.1. Не се изисква съгласие на Доверителя, когато Инвестиционният посредник изпълнява нареждане за сметка на клиент съгласно чл. 5, ал. 2, т. 2 от ЗПФИ” (стр. 6). Същевременно

прави впечатление, че такъв текст липсва на съответните места в договорите за инвестиционно посредничество с „Първа финансова брокерска къща” ООД и с „Централна кооперативна банка” АД.

От Справка за извършени разходи от „Булброкърс” ЕАД по изпълнение на договор за инвестиционно посредничество с АПСК, „Булброкърс” ЕАД, към 18.06.2015 г., е видно че разходите по изпълнение на договора за инвестиционно посредничество с АПСК са в общ размер от 246677.57 лв.

От Авизо за преводно нареждане и фактура 0000005743/17.01.2012, „Булброкърс” ЕАД, 17.01.2012 г., е видно че приходите по изпълнение на договора за инвестиционно посредничество с АПСК са в общ размер от 94036.16 лв.

От Справка за приходите и разходите по изпълнението на Договора за инвестиционно посредничество между EVN AG и „Булброкърс” ЕАД, към 18.06.2015 г., е видно, че приходите за инвестиционния посредник възлизат на 1276618.85 лв.

В Протокол за разпит на свидетел Тонев, Софийска градска прокуратура, 05.05.2015 г. , се съдържа следното изказване: „Тук действително има конфликт на интереси, в случая породен от обстоятелството, че инвестиционния посредник следва да търси най-добрият интерес за своя клиент. В случая това е интересът както на купувача, така и на продавача, тъй като посредникът действа като техен агент в една и съща сделка” (стр. 3).

В Протокол за разпит на свидетел Варошанова-Цветкова, Софийска градска прокуратура, 26.06.2015 г., се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „На практика в тези случаи [Е.ОН, ЧЕЗ, ЕВН] предвид новата методика за пръв път се възложи на инвестиционните

посредници да изготвят анализи на стойността на дружествата, подлежащи на приватизация” (стр. 2).

· „В [договора за Е.ОН изречение второ от чл. 14 липсва]. Как се е появило в договора за ЕВН аз не мога да отговоря… Ние в комисиите по избор на ИП … не сме променяли текстовете на договорите… Не мога да кажа кой и по какъв начин е променил текста на чл. 14 от договора и как се е получила разликата.” (стр. 3).

В Протокол за разпит на свидетел Варошанова-Цветкова, Софийска градска прокуратура, 26.06.2015 г., се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „На практика в тези случаи [Е.ОН, ЧЕЗ, ЕВН] предвид новата методика за пръв път се възложи на инвестиционните посредници да изготвят анализи на стойността на дружествата, подлежащи на приватизация” (стр. 2).

В стратегия за публично предлагане на „Българска фондова борса - София" АД на пакет от 51612 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД и пакет от 62106 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроснабдяване" АД, ИП „Булброкърс” ЕАД, 23.11.2011 г. се съдържат множество интерсни за настоящата разработка твърдения и факти:

· „Публичното предлагане на акции се извършва на „Приватизационен пазар" на БФБ - София АД, чрез организирането на „Смесен закрит аукцион" за продажба” (стр. 2).

· „Претеглена стойност между Метода на дисконтираните чисти парични потоци (с тегло 40%) и Метода на пазарните множители (с тегло 60%) - 1 373,92 (хиляда триста седемдесет и три лева и деветдесет и две стотинки) лева за акция.” (стр. 6).

· „Както става видно … съществува един основен вариант за продажба” (стр. 7).

· „Булброкърс" ЕАД предлага публичното предлагане на 51 612 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД да започне в срок от 5 (пет) работни дни след публикуване на емисията акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД в Официалния бюлетин на „Българска фондова борса - София" АД”

· „Големината на предлаганите пакети, както и високите начална и минимална (1 363,56 лева за акция от капитала на ЕВН ЕР и 113,66 лева за акция от капитала на ЕВН ЕС) цени на акциите, изключват възможността те да бъдат изцяло продадени на широк кръг дребни инвеститори” (стр. 13).

· „Изборът на конкретна стратегия за публична продажба, както и конкретния подход към инвеститорите ще бъде направен в тясно сътрудничество с Агенцията за приватизация и следприватизационен контрол.” (стр. 13).

· „Поради очаквания интерес към акциите на ЕВН ЕР и ЕВН ЕС от страна на стратегически и институционални инвеститори, но същевременно запазвайки условията за равнопоставеност на всички инвеститори, предлагаме още в самото начало на предлагането за продажба да се пуснат целите пакети от 33%, като същевременно минималният лот бъде 1 акция.” (стр. 14).

· „ Сценарий за продажба: Логично е да се очаква основен интерес към предложените акции да се прояви от страна на мажоритарния собственик на капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД и „ЕВН България Електроснабдяване" АД. За съжаление и до момента мнозинството от представителите

на бизнеса в страната не виждат предимства в развиването на компаниите си в условията на публичност и прозрачност и нямат интерес акции от контролирани от тях дружества да се търгуват на регулираните пазари. При подобна хипотеза мажоритарният собственик на акциите от „ЕВН България Електроразпределение" АД и „ЕВН България Електроснабдяване" АД ще предпочете да придобие целите пакети, предлагани за приватизация, за да отпише впоследствие дружествата от публичния регистър. Според настоящото разпределение на капитала на двете дружества с придобиването на до 33% мажоритарния собственик ще се доближи близо до 100% от капитала, което ще му даде възможност да отправи търгово предложение към останалите миноритарни акционери и впоследствие да затвори дружествата. С оглед успешното приключване на процедурата предвиждаме целите пакети от 51 612 акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД и 62 106 акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроснабдяване" АД да бъдат предложени еднократно и изцяло. Трябва да отбележим, че това не означава предлагане на всички акции на един лот, а се предвижда продажбата на минимум една акция като единична оферта. Дори и да е ясно, че стратегическият потенциален купувач е само един, не може да се пренебрегне интересът на индивидуални инвеститори, оценяващи високо стойността на акциите на дружествата и желаещи да включат емисиите в портфейлите си. Така че стратегията ни предвижда всеки, който желае да закупи акции от двете дружества, да има възможност да го направи на БФБ съобразно правилата на смесения закрит аукцион.” (стр. 16).

· „Смятаме, че поради продължаващата нестабилност на международните финансови пазари, както и поради високите стойности на началните цени на акция няма да има особено голям интерес за участие от страна на масови индивидуални инвеститори.”

· „Формулирането на основните цели на продажбата на акциите: Постигане на максимален приход от продажбата на предлаганите пакети; Успешната продажба на предлаганите пакети; Развитие на капиталовия пазар в България. В последните години един от основните проблеми на капиталовия пазар в България, изтъкван от анализаторите е липсата на предлагане на достатъчни като брой и качество акции за търговия. Факт е, че особено международните инвеститори отдават голямо внимание на капитализацията на конкретен пазар във връзка с желанието им да инвестират на него. Наше дълбоко убеждение е, че борсата е най-прозрачната и ефективна среда за среща между търсенето и предлагането, за постигане на най-добрата цена в честно и равнопоставено наддаване.” (стр. 18).

· „Преки контакти и преговори със … ЕВН АГ, Австрия, с цел уточняване на възможностите и желанието им за окрупняване на дела, който притежават в дружествата, както и действия насочени към заинтересоването им и търсене на тяхното съдействие в един успешен процес на реализация на миноритарните пакети акции от техните дружества на фондовата борса.” – липсват сказуемо подлог в изречението (стр. 19).

· „Маркетинг на процеса на продажбата: … Срещи със стратегическия инвеститор - Изхождайки от опита и контактите на "Булброкърс" ЕАД, очакваме тези срещи да са на достатъчно високо

ниво за вземане на решения, за обсъждане на конкретните им виждания и въпроси, разяснения върху техниката на процеса и на участие в аукциона.” (стр. 20).

В Протоколно решение 1375/06.12.2011 г. от заседание на изпълнителния съвет и в Нареждане към договор РД-03-02/19.07.2011 г., Агенция по приватизация и следприватизационен контрол, 13.12.2011 г., се съдържат следните съществени текстове за целите на настоящата разработка:

· „Изпълнителния съвет реши: 1. Одобрява представените от инвестиционния посредник „Булброкърс” ЕАД Стратегия за процеса на публично предлагане на акциите … и Анализ за определяне стойността на предложените за продажба акции” (стр. 1).

· „Процент от размера на цялата емисия, предложен за приватизация: 33%; … Първоначална цена на една акция 1373.92 лв.; … Определена пазарна партида за търговия - една акция; … Начална дата на публично търгуване – пет работни дни след публикуване на емисията в Официалния бюлетин на БФБ – София АД…” (стр. 1).

В Протокол 50 от заседание на Съвета на директорите на „Българска фондова борса – София” АД, 13.12.2011 г. се съдържа следния текст: „Съветът на директорите реши: … допуска до търговия на Приватизационен пазар, следната емисия: Емитент: ЕВН България Електроразпределение АД – Пловдив; … Мини мална цена на една акция: 1373,92 лв.; … Пазарна партида: 1 лот – 1 акция; … Начална дата: 21.12.2011 г. (сряда) …” (стр. 1-2).

Таблица 10. Хронологичен опис на съществените събития, свързани с приватизацията на миноритарния дял акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД, за периода 30.03.2011 г. – 30.09.2012 г.

N	начална дата	крайна дата	Продължи-телност(дни)	събитие
1	2011-03-30	2011-12-27	273	АПСК: приватизация на ЕРП през БФБ
2	2011-03-30			АПСК: продажба на дяловете от Е.Он на БФБ
3	2011-04-06			АПСК: служебно вписване и за ЧЕЗ и ЕВН
4	2011-05-04			АПСК: метода - публично предлагане през БФБ
5	2011-05-17	2011-06-16	31	АПСК: конкурс за ИП за дружеството
6	2011-05-17			АПСК: конкурс за избор на ИП
7	2011-05-30			Булброкърс ЕАД кандидатстват
8	2011-06-16	2011-07-19	34	АПСК: Избор на ИП и подготовка на договор
9	2011-06-16			АПСК: край на конкурса
10	2011-06-24			АПСК: Булброкърс е ИП за ЕВН
11	2011-07-19			договор АПСК - Булброкърс
12	2011-07-20	2011-08-30	42	Булброкърс: регистриране на емисията
13	2011-07-25	2011-08-15	22	Булброкърс: Оценка на минимална цена
14	2011-08-01?			Булброкърс: Регистриране на емисията в ЦД
15	2011-08-10?			Булброкърс: Оценка на минимална цена на акция
16	2011-08-15	2011-12-19	127	КФН, АПСК: отношения с Булброкърс по проспекта
17	2011-10-01	2012-09-29	365	EVN: участие в приватизацията
18	2011-10-01?			EVN: научават за приватизацията
19	2011-10-22			БФБ: покани за роудшоу
20	2011-10-27			Булброкърс: изработване на проспект
21	2011-10-31?			EVN: научават за приватизацията
22	2011-11-23			КФН: сделката все още не е задвижена
23	2011-11-29	2011-12-14	16	БФБ: роудшоу
24	2011-11-29			БФБ: начало на роудшоу
25	2011-12-01?			БФБ: Роудшоу във Виена (хотел Империал)
26	2011-12-02	2012-08-27	270	Булброкърс: отношения с EVN AG
27	2011-12-02			Булброкърс: първа референция
28	2011-12-03?			БФБ: Роудшоу във Виена (хотел Империал)
29	2011-12-05			Булброкърс: втора референция
30	2011-12-05			Булброкърс: запитване до АПСК
31	2011-12-06			КФН: разрешение и определяне на дата
32	2011-12-07			EVN: доклад до УС
33	2011-12-07			АПСК: отговор на Булброкърс
34	2011-12-08			EVN: е-мейл до Булброкърс
35	2011-12-08			EVN: избор на ИП
36	2011-12-09			Булброкърс: е-мейл отговор на EVN
37	2011-12-12			EVN: утвърждаване от УС
38	2011-12-13	2011-12-27	15	БФБ: аукцион
39	2011-12-14			EVN: утвърждаване от КС
40	2011-12-14			БФБ: край на роудшоу
41	2011-12-14			договор Булброкърс - EVN
42	2011-12-13			БФБ: решение за аукциона
43	2011-12-20			EVN: пълномощно
44	2011-12-21			EVN: задаване на поръчки
45	2011-12-21			EVN: официално обявление, че притежават повече от 98% от акциите
46	2011-12-21			БФБ: начало аукцион
47	2011-12-22	2012-08-29	252	EVN: активно участие на начало на вторичен пазар
48	2011-12-22			БФБ: аукцион втори ден
49	2011-12-23			БФБ: аукцион трети ден
50	2011-12-27			БФБ: аукцион четвърти ден
51	2011-12-29			БФБ: клиринг на последната продажба
52	2012-03-31?			EVN: решение за отписване
53	2012-06-07			КФН: отказва търгово предложение от EVN
54	2012-07-10			EVN: внася коригирано търгово предложение
55	2012-08-30			БФБ: край на вторичен пазар
56	2012-09-29			БФБ: прекратява регистрацията

Забележка: защрихованите събития в таблицата са програмни събития

Анализи и съображения

За да се изяснят изводите от анализа относно наличието на конфликт на интереси при ИП „Булброкърс” ЕАД, е необходимо преди това да се изяснят основните събития в хронологичен ред.

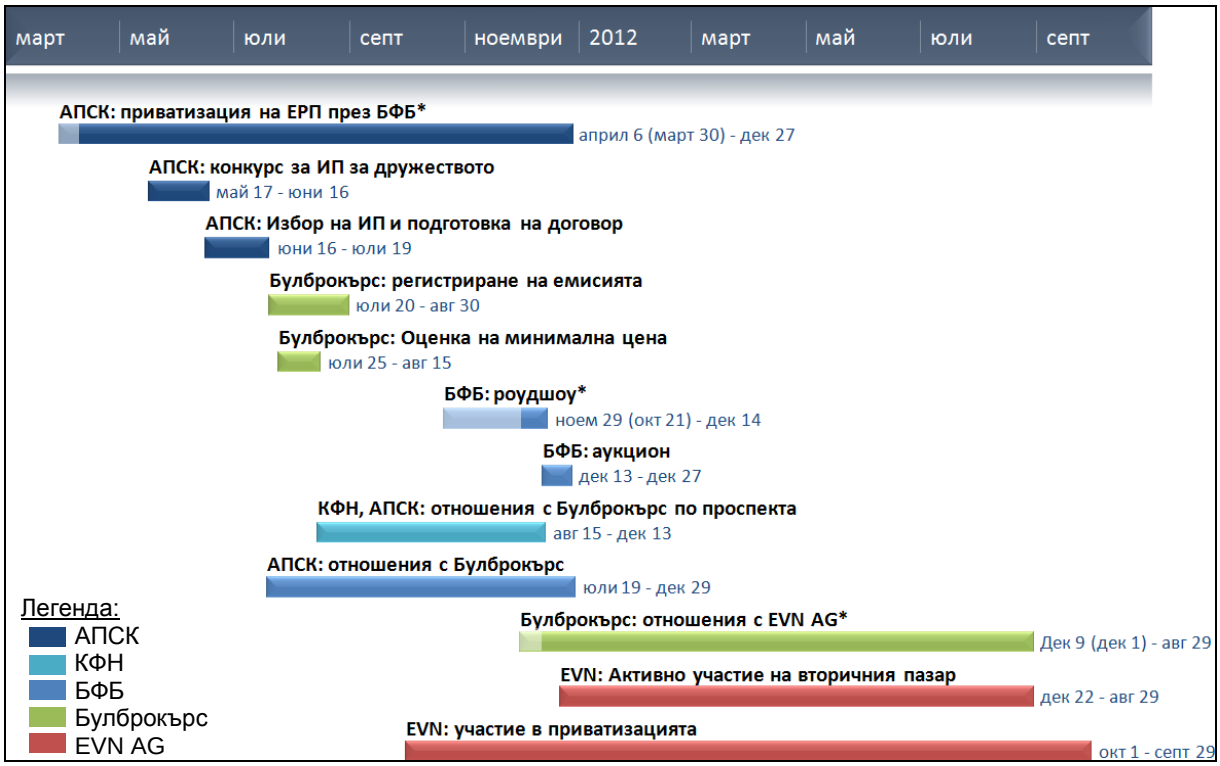
В таблица 10 е представен хронологичен опис на съществените събития, свързани с приватизацията на миноритарния дял акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД, за периода 30.03.2011 г. – 30.09.2012 г. Защрихованите в таблицата събития са програмни – развиващи се в относително дългосрочен период. Всички останали събития са еднократни – случили се в рамките на един ден. В много случаи еднократните събития в таблицата съставляват някое програмно събитие. Също така за някои от еднократните събития не може да бъде определена точната дата на случване, на базата на представените материали за изготвяне на настоящата разработка и достъпната публична информация. В тези случаи съответната дата е отбелязана с оцветен въпросителен знак „?”.

На фигура 27 е направен графичен опис на програмните събития свързани с приватизацията на миноритарния дял акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД, за периода 30.03.2011 г. – 30.09.2012 г. Основните програмни събития включват: действията на Агенцията за приватизация и следприватизационен контрол за приватизация на ЕРП през БФБ (включително отношенията на АПСК с ИП „Булброкърс” ЕАД) и участието на EVN AG в процеса (включително и отношенията им с ИП „Булброкърс” ЕАД).

Сред действията на АПСК са провеждане на конкурс за инвестиционен посредник; избор на инвестиционен посредник и подготовка на договор. От своя страна след като са подписали

договор Булброкърс основните действия са регистриране на емисията в централния депозитар, оценка на минимална цена (чрез свързана компания) и изготвяне на проспекта (в съдействие с КФН, АПСК и EVN AG).

Фигура 27. Графичен опис на програмните събития свързани с приватизацията на миноритарния дял акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД, за периода 30.03.2011 г. – 30.09.2012 г.



* програмно събитие, което официално е релевантно за случая от една дата, но фактически е започнало от по-ранна дата.

От гледна точка на EVN AG основните действия са избор на Булброкърс за инвестиционен посредник за участие в аукциона, но също така и за активно участие на вторичния пазар.

На фигура 27 са отбелязани някои програмни събития, които официално са релевантни за случая от една дата, но фактически са започнали от по-ранна дата. Такова например е програмното събитие за участието на АПСК в приватизацията на електроразпределителните дружества. За настоящия случай официално се съобщава за ЕВН България Електроразпределение"

АД на 06.04.2011, но още на 30.03.2011 АПСК обявява, че ще приватизира миноритарните дялове в ЕРП-та, което е достатъчна информация за всички заинтересовани страни да се започнат подготовка. Такива са и случаите, при които не може да бъде точно определена началната дата на програмното събитие.

От данните, представени във фигура 27, е видно, че могат да бъдат обособени три отделни разреза на събитията:

· Отношения между Държавата (представена от съответни институции – АПСК, КФН и БФБ) и ИП „Булброкърс" по повод приватизацията на миноритарните дялове на миноритарния дял акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД, за периода 30.03.2011 г. – 30.12.2011 г. (фигура 28);

· Отношения между Държавата (представена от съответни институции – АПСК, КФН и БФБ) и мажоритаря EVN AG по повод приватизацията на миноритарните дялове на миноритарния дял акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД, за периода 21.12.2011 г. – 30.09.2012 г. (фигура 29);

· Трябва да бъде специално разгледан и граничния период от около 01.12.2011 до около 30.12.2011, в който има най-интензивни и противоречиви събития (фигура 30).

Началото на **отношенията между Държавата (представена от съответни институции – АПСК, КФН и БФБ) и ИП „Булброкърс"** (фигура 28) по случая с ЕВН България Електроразпределение АД е зададено още от обявата на Агенцията за приватизация и следприватизационен контрол от 30.03.2011 г., че ще продава дяловете от на "Е.Он България Продажби" АД и на "Е.Он България Мрежи" АД чрез публично предлагане на "Българската фондова борса" АД. За край на

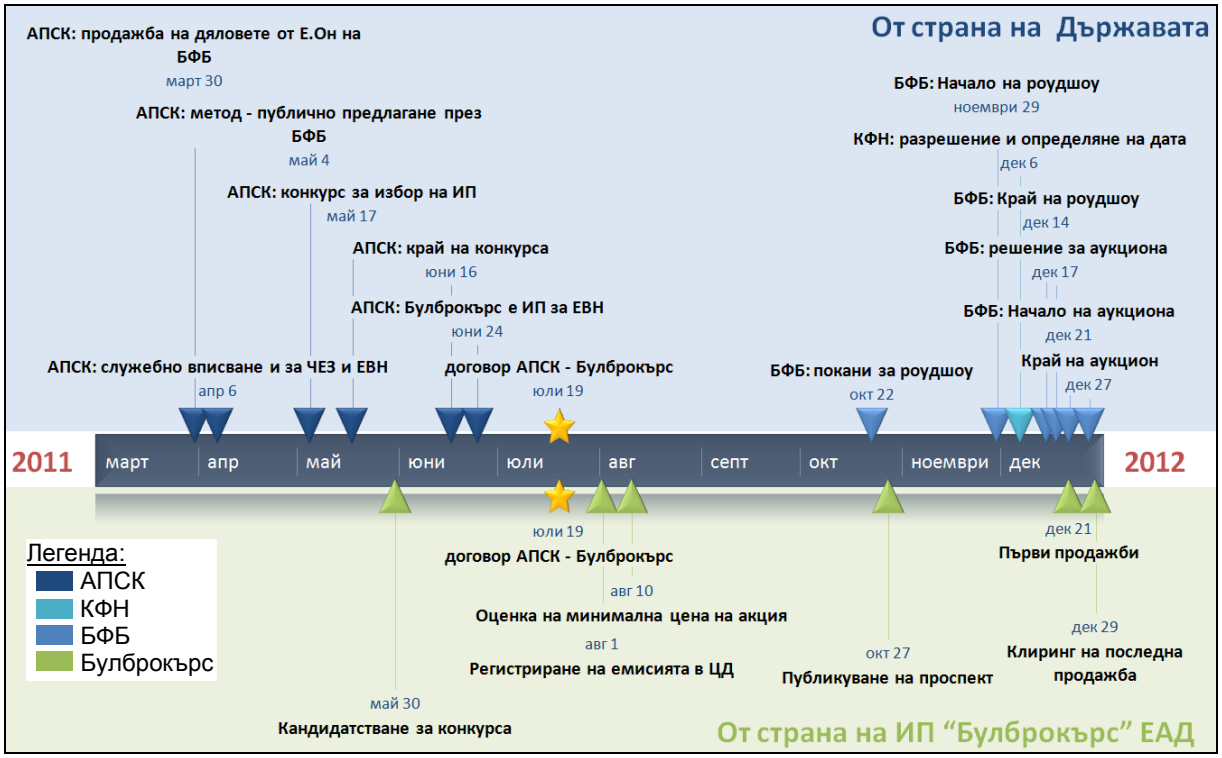
отношенията би трябвало да се счита 29.12.2011 г. – датата на сетълмента по последната сделка сключена на последната сесия на аукциона за публично предлагане. С приключването на тази сделка официално ИП Булброкърс ЕАД изпълняват договорът си към АПСК.

Още с обявата на АПСК за продажбата на дяловете от дружествата на "Е.Он България е било ясно, че всички миноритарни дялове в електроразпределителни дружества ще бъдат продадени по същия начин. Формално това очакване се потвърждава на 6.4.2011 г., когато АПСК изрично споменава за намеренията за приватизация на миноритарните дялове на дружествата на ЕВН. А през следващите три месеца АПСК многократно излъчва различни информации (решения, обяви за конкурси и прочие) по процедурата за приватизация на дяловете в дружествата.

В тази връзка е учудващо твърдението на официалните представители на EVN AG, че са научили за приватизацията на миноритарните дялове през Октомври 2011 (може би около подготовката на проспекта за емисията). Поради фактът, че приватизацията на миноритарните дялове на дружеството е от съществен интерес за мажоритарния собственик EVN AG, такова твърдение води до един от два възможни извода – или EVN AG не се грижи за собствения си интерес достатъчно добре или твърдението е невярно.

Организирането и провеждането на конкурса за инвестиционен посредник по публичното предлагане на дяловете от дружеството действително е следвало всички законово предписани процедури и въпреки всичко е налице нецелесъобразност от икономическа гледна точка при избора на посредник.

Фигура 28. Времева линия на еднократните събития в отношенията между Държавата и ИП Булброкърс, за периода 30.03.2011 г. – 30.12.2011 г.



При участието си в конкурса за инвестиционен посредник на АПСК, ИП „Булброкърс” ЕАД участва и печели измежду девет предложения с най-ниската обявена цена съответстваща на общи приходи в размер на 94036,16 лв. Дори при не особено детайлен анализ е ясно, че въпросната цена не може да покрие дори разходите на Булброкърс за комисионни към БФБ, без да броим неминуемо други възникващи разходи.

Дори и като бъде отчетено, че част от разходите по изпълнението на договора с АПСК са към компания от групата на инвестиционния посредник, остават непокрити разходи (т.е. финансова загуба от сделката) в размер на около 132641 лв., като всички от така направените разходи биха били лесни за предвиждане, с бърза проверка на тарифите на БФБ (нещо, което ИП Булброкърс правят ежедневно).

Трябва да бъде припомнено и разумното допускане на настоящата разработка, според което официалните представители на участващите частни организации са компетентни професионалисти, нормално информирани и действащи отговорно и рационално. Следователно Булброкърс са извършили акт, от който няма рационален финансов и икономически смисъл, подавайки оферта за конкурс, от която със сигурност ще претърпят финансова загуба, освен ако рационалният финансов и икономически смисъл не се съдържа в единствено някое от следните допълнителни съображения:

1. За натрупване на бизнес постижения („тракшън”) и за развиване на корпоративното CV. Това е съображение би важало за новонавлизаща в пазара компания, но не и за Булброкърс ЕАД, което е най-опитната компания в сектора за приватизационно борсово посредничество

ИЛИ

2. За натрупване на ноу-хау по даден вид бизнес проект, който не е изпълняван от компанията И едновременно с това представлява перспективен пазар. В случая, обаче нито публичното предлагане на миноритарни дялове, чрез смесен закрит аукцион е перспективен пазар (най-вече, защото е относително рядък тип сделка), нито е представлява някаква технологична новост за Булброкърс ЕАД.

ИЛИ

3. За маркетингов ефект и изграждане на добър имидж. Такова съображение, е до някъде приемливо. С уточнението, че желаният маркетингов ефект не е насочен към българския пазар, тъй като информацията за посредничеството Булброкърс по приватизацията не се разпространява извън относително тесния кръг на

професионално ангажираните инвеститори, които са вече добре запознати с името на Булброкърс. Единствения излаз на компанията извън вече познатите пазарни пространства е участието в т.нар. роудшоу в няколко европейски столици (в което Булброкърс планира да участва). Т.е. преследването на маркетингови цели може да бъде приемливо, само при допускането, че Булброкърс целят позитивни ефекти (например контакти със заинтересувана страна по сделката) от участието в роудшоуто. В този случай решението на компанията може да се причисли към следващото съображение.

ИЛИ

4. За преследване на финансова печалба от друг източник, произтичаща от позиционирането на компанията като инвестиционен посредник на Държавата по приватизацията на миноритарния дял на ЕВН Електроразпределение АД. В такъв случай действието им е напълно рационално и то буквално съответства на дефиницията за инвестиция – „Жертване на настоящ (финансов, материален, информационен и пр.) ресурс в името на постигане на бъдещи ползи.

Излиза, че рационално преследваните цели на Булброкърс, чрез умишлено подаване на конкурсно предложение с цена под себестойността на услугата са насочени към възползване на позицията на инвестиционен посредник на Държавата.

За да се противодейства на такива мотиви могат да се вземат няколко мерки от страна на АПСК – да се променят изискванията за кандидатстване и избор на инвестиционен посредник, да се въведат изрични клаузи в договора за инвестиционни посреднически услуги,

да се разпределят действията по подготовка на емисията за публично предлагане между повече лица.

Изискванията за кандидатстване и избор на инвестиционен посредник трябва да се променят като (колкото и да звучи анти-интуитивно) се заложи минимална възможна цена за подадено предложение, която да е по-висока от поне предварително сигурните разходи за комисионни и такси. АПСК е трябвало още през м. Май 2011 да приложи такова изискване. Тази мярка по принцип би била е в посока на оскъпяване на изпълнението на услугите, но ще осигури по-равнопоставено и по-рационално участие на всички желаещи. По-важно е, че ще се избегнат условията за търсене на допълнителен доход в ущърб на Държавния интерес. При зададените условия спечелилото предложение е било много евтино за АПСК (т.е. са постигнати краткосрочни цели), но за сметка на това е довело до значителен конфликт на интереси и в крайна сметка до неизпълнение на държавната политика (т.е. не са постигнати дългосрочните цели описани по-горе).

Промяна в изискванията за участие в конкурс за Инвестиционен посредник е възможна мярка, но относително слаба. Доста по-силна и по-необходимо е да се въведат ***изрични клаузи в договора за инвестиционни посреднически услуги***, забраняващи на инвестиционния посредник да приема поръчки от други клиенти по сделките за публично предлагане, включително и въвеждането на съществени неустойки в случай на недекларирване на конфликт на интереси. Такива клаузи биха ограничили (или напълно премахнали) възможностите за конфликт на интереси при инвестиционния посредник.

АПСК не защитава Държавния интерес в договорените условия за инвестиционно посредничество, както и в зададените параметри за продажба на държавния дял, като включва изрично текст (чл. 14.1.), според който не се изисква съгласие на Доверителя, когато Инвестиционният посредник изпълнява нареждане за сметка на клиент. А същевременно прави впечатление, че такъв текст липсва на съответните места в договорите за инвестиционно посредничество с „Първа финансова брокерска къща" ООД и с „Централна кооперативна банка" АД.

Силно притеснителен е и фактът, че държавен служител от АПСК, натоварен с отговорността да изготви процедурата и договора за инвестиционно посредничество не може да отговори как този текст се е появил в договора и по какъв начин се е променил текста. Дори само от този факт следва, че не би трябвало да се счита че някое от решенията на АПСК (и/или другите държавни агенции) са мотивирани от рационални мотиви и преследващи държавния интерес и политика.

Подобно е решението „предвид новата методика" да се възложи на инвестиционните посредници да изготвят анализи на стойността на дружествата, подлежащи на приватизация, вместо ***да се разпределят действията по подготовка на емисията за публично предлагане между повече независими лица***.

Така ИП Булброкърс ЕАД са натоварени и с отговорността да оценят началната и минимална цена на предлаганите акции, което неминуемо води до предварително подценяване на емисията.

Връщайки се отново към показаната теоретична зависимост на фигура 22, от където става ясно, че увеличеното съвкупно търсене в резултат на включването на EVN AG в пазара на акциите на ЕВН

България Електроразпределение” АД, би повишило цената от ниво P1 към ниво P2. В такъв случай възниква въпросът дали дружеството изначално не е било оценено прекалено ниско от Булброкърс (и санкционирано от АПСК). В коментарите за симулациите на фигура 23 и фигура 24 също се стига до този важен въпрос.

Тук трябва да се отчетат някои важни фактори, които като цяло водят до занижаване на минималната цена на аукциона:

· при аукцион, който по своята същност е първично предлагане на акции, според пазарната логика е нормално минималната цена да е до известна степен подценена, включваща някаква отстъпка както при продажба на стоки на едро;

· заради принципа на публичното предлагане – смесен закрит аукцион – при който се слага ограничение за цена отдолу, под което не е възможно сключване на сделка.

· рационалното поведение на продавачът (АПСК) би следвало да е в посока предварително подценяване на предприятието (към момента на изготвяне на проспекта), за да поощри търсенето и да има по-добър шанс за реализиране на емисията;

· миноритарните дялове са по-ниско ликвидни (с по-малко търсене) заради лоши перспективи за стратегическа инвестиция и постигане на управленски инвестиционни цели.

Булброкърс (санкционирано от АПСК) е определило минимални цени от 1373,92 лв. за акция от капитала на "ЕВН Електроразпределение" АД, което сравнено с цената на придобиване на мажоритарния пакет през 2004 г. (2762,36 лв.) се оказва, че държавата е обявила стартова цена за миноритарния пакет с 50,26% по-ниска от цената за мажоритарния и с около

22,70% от цената представена от независимата комплексна икономическа счетоводна експертиза.

Съществената разлика между оценката на минималната цена и оценката, получена от икономическата експертиза е очаквана и е в интерес на АПСК. Никоя държавна агенция не оспорва занижената оценка. По същество се получава условия за спонтанно взаимодействие между държавните агенции, посредника на емисията ИП Булброкърс ЕАД и (в случай, че има интерес за изкупуване на миноритарните дялове) мажоритарния собственик, който да може да разполага с потенциалната „премия“ при изкупуването на всички акции.

Методиката на оценяване не е видна от представения от ИП Булброкърс ЕАД Анализ, който е изцяло копиран и в представената Стратегия. В анализът липсват съществени аргументи и относно избор на подходи за оценяване, относно съществени допускания, относно избор на данни и други методически особености. А именно чрез модификация на допусканията технически се реализира занижаване на оценката на дружеството. От представената комплексна икономическа счетоводна експертиза проличава, че чрез подходящите допускания за безлихвено ниво на доходност и за премията за риск се получава съществено занижаване на оценката. Още повече съвсем не става ясно (нито от Анализа, нито от счетоводната експертиза) от къде идва претеглянето на двата метода за оценяване в съотношение 60:40. Със сигурност няма емпиричен анализ или теоретично съображение това съотношение да е точно такова. В резултат на което с няколко подходящи допускания ИП Булброкърс ЕАД постига желаната занижена оценка.

Около процедурата за допускане до публично предлагане на миноритарните дялове на дружеството има и други нередности, допуснати и с помощта на действие или бездействие от страна на Държавата. Като основните нередности могат да се изразят при одобряването от страна на държавните агенции на представената от ИП Булброкърс Стратегия за публично предлагане на акциите.

В стратегията проличават поне на думи добри намерения на ИП Булброкърс ЕАД да бъдат отразени очакванията на всички групи инвеститори на фондовия пазар – дребните инвеститори, институционалните инвеститори (включително и от чужбина) и стратегическите инвеститори.

Целеполагането в стратегията също е правилно формулирано и е в духа на изтъкнатите по-горе в разработката приватизационни цели. Според него чрез приватизацията на миноритарния дял на Дружеството ще трябва да се постигане на максимален приход, да се пласират целия пакет и да се развитие капиталовия пазар в България, в посока на предлагане на достатъчни като брой и качество акции за търговия и подобряване на пазарната капитализация.

Въпреки коректно заложените цели не може да не направи впечатление приоритизацията им - приходите и пълното реализиране на емисията са по-важни (според Булброкърс, но по-късно потвърдено и от АПСК) от развитието на пазара. В крайна сметка предложената стратегия добре решава първите две поставени цели, но с ясно съзнание се загърбва третата цел.

Представената стратегия бива одобрена без промени и без възражения от АПСК, а след това и индиректно от КФН и БФБ със съответните им решения. Така, въпреки че „изборът на конкретна

стратегия и подход е направен в тясно сътрудничество с АПСК, на практика ИП Булброкърс ЕАД определят всички съществени параметри по приватизацията.

Според Булброкърс „съществува един основен вариант за продажба” и той е "чрез организирането на „Смесен закрит аукцион". Преди който да се даде изключително кратък срок от пет работни дни след публикуване на емисията акции Официалния бюлетин на „Българска фондова борса - София" АД” за информиране на пазарните участници. Така се прави преднамерено предложение (пряко одобрено от АПСК, БФБ и КФН с техните изрични решения) за ограничаване на достъпа до пазара на много (чуждестранни и местни) институционални инвеститори, за които би било нужно повече време за подготовка на такава инвестиция.

Колкото до дребните инвеститори – като цяло в стратегията тяхната роля силно се принизява и явно не прадсавляват сериозен интерес за инвестиционния посредник. Така че освен поради споменатите вече кратки срокове и обяснената по-долу в разработката ценова бариера за дребните инвеститори „особено голям интерес за участие от страна на масови индивидуални инвеститори” не се предвижда.

От което следва (а и Стратегията го повтаря няколкократно), че единствената инвеститорска група, интересуваща ИП „Булброкърс” ЕАД в действителност са стратегическите инвеститори и съвсем конкретно мажоритарният собственик EVN AG. В стратегията е представен единствен сценарий за продажба, според който се очаква основен интерес към предложените акции да се прояви от страна на мажоритарния собственик на капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД. Нещо повече подробно и

ясна аргументация изяснява, защо и как EVN AG биха придобили целите пакети, предлагани за приватизация, за да отпише впоследствие дружествата от публичния регистър.

Така всъщност ИП Булброкърс ЕАД чрез Стратегията за продажба съвсем преднамерено предлага (и всички държавни агенции директно одобряват) да бъдат осигурени така всички параметри на приватизацията, че да се улесни максимално изкупуването на дяловете от страна на мажоритарния собственик EVN AG. Това включва решението за кратките срокове на предлагане, за заниженатa оценка на акциите и най-вече за това <u>още в самото начало на предлагането за продажба да се пуснат целите пакети от 33%.</u>

Пускането на целите пакети наведнъж още в самото начало гарантира възможността EVN AG с един ход да прескочи и двете бариери от 90% и 95% собственост. Това решение изкривява свободния пазар в най-голяма степен.

Освен всичко друго в Стратегията Булброкърс не само заявяват интерес, но и декларират намерение да проведат „преки контакти и преговори с EVN AG, Австрия", които „изхождайки от опита и контактите на "Булброкърс" ЕАД" се очакват да са на достатъчно високо ниво за вземане на решения. Припомняки си фактът, че Булброкърс имат изричен текст е Договора с АПСК, според който не се изисква съгласие на Доверителя, когато Инвестиционният посредник изпълнява нареждане за сметка на клиент, такива срещи откриват (видимо преднамерена) възможност за договаряне на допълнителна сделка между инвестиционния посредник и Мажоритаря.

В процедурата за допускане до публично предлагане на миноритарните дялове на дружеството може да е намерят нередности и при изготвянето на Проспекта. Там, освен вече разглеждания въпрос за заявеното неучастие на EVN AG, притеснение буди един далеч по-очевиден факт, за който вина има и ИП Булброкърс ЕАД, че никога не е публикуван проспект на емисията на английски език. Може да се приеме, че достъпът на чуждите инвеститори към това предлагане е донякъде ограничен, особено за дребните инвеститори, които не биха могли да участват в обявеното роудшоу.

Силно ограничаваща участието на дребните инвеститори е и една друга особеност на емисията удостоверена в проспекта – цената от 1373.92 лв. за 1 акция е висока като номинална стойност. Цена от порядъка 1000 – 2000 лева за една акция е твърде голяма/неудобна и е обречена да бъде приета от ограничен кръг инвеститори, независимо от пазарната обстановка. При такава цена интерес биха имали предимно институционални инвеститори, тъй като тя влияе психически на дребния (индивидуален) инвеститор. Това твърдение е идентифицирано и посочено като бариера за участието на някои инвеститори, освен от ИП Булброкърс ЕАД в Стратегията, но дори и от ръководството на БФБ ("Очакваме навлизането по-скоро на институционални инвеститори, доколкото и самите акции и тяхната минимална продажна цена не са най-подходящите за индивидуални инвеститори, тъй като цените са сравнително високи."[12]).

[12] Такев, И., интервю пред БНР от 20.12.2011 г.

За съпоставка трябва да се цитират резултатите от проведено експертно проучване, на базата на опит на БФБ[13], от които проличава, че според експертите един рационален дребен инвеститор разполага със сума от около 4000 лв. (в границите между около 2000 лв. и около 6400 лв.) за инвестиции на БФБ.

Разбира се тази грешка на Държавната политика е допусната още през 2004 г., когато EVN AG придобива 67% от дружеството, равняващи се на 104 708 акции за 148 млн. евро, което прави 2762,36 лв. за акция с номинал 10 лв. Така капиталът на дружеството е разпределен в общо 155870 броя акции, а е трябвало да са поне с три порядъка повече (т.е. 1000 пъти повече), за да са по-близо до стойността на номинала на акциите, който номинал сам по себе си е относително висок за акции, съдейки по практиката на БФБ.

Подобно раздробяване не би променило стойността на предприятието а само би променило цената на единична акция. Дали се търгуват 1000 акции по 1 лв. или 1 по 1000 лв. е едно и също, но това има отражение върху ликвидността на емисията – по-малко на брой инвеститори могат да участват в сделките с втория тип акции, което води до лоша вторична търговия. Акциите така или иначе са безналични, но раздробяването би направило акциите по-достъпни за (най-важният клас инвеститори в световен мащаб[14]) дребните инвеститори на вторичния пазар.

Разбира се мерки по този въпрос е трябвало да бъдат взети още при първоначалната приватизация на мажоритарния дял. След

[13] Марчев, А., „Сравнителен анализ на методи и модели за управление на инвестиционни портфейли (на примера на българска фондова борса)”, Издателски комплекс – УНСС, София, 2012, ISBN 978-954-644-375-5, стр. 127

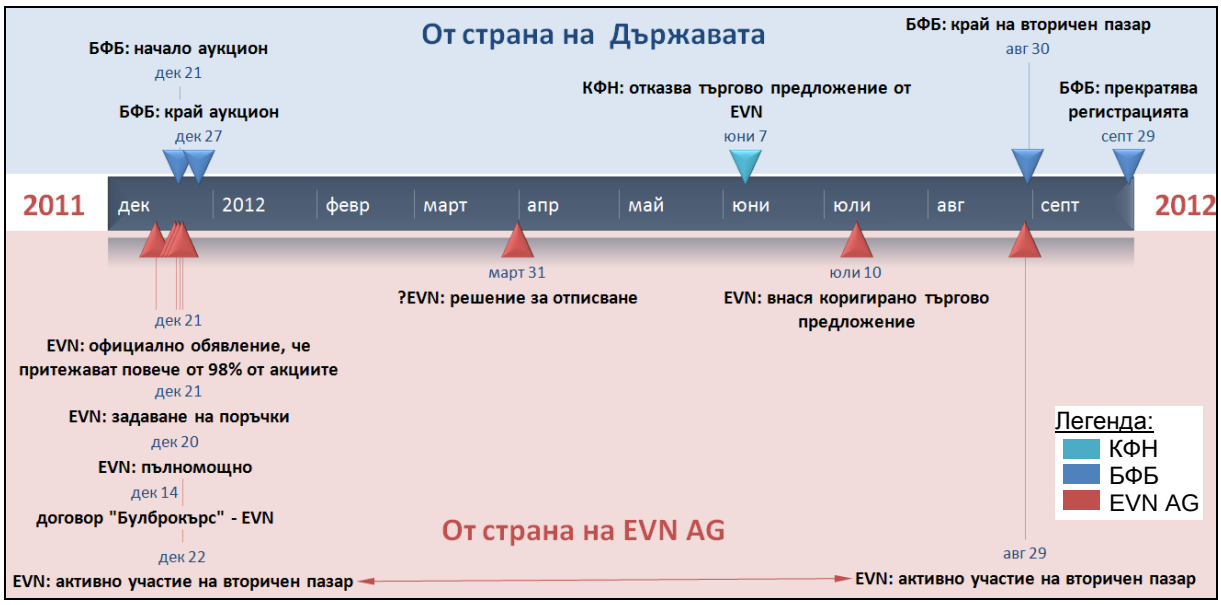
[14] Roxburgh, C., S. Lund, R. Dobbs, J. Manyika, H. Wu, "The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape", McKinsey Global Institute, December 2011

това подобно решение може да бъде въведено, само със съгласието (и инициативата) на мажоритарния собственик.

Що се касае до **отношения между Държавата (представена от съответни институции – АПСК, КФН и БФБ) и мажоритаря EVN AG** по повод приватизацията на миноритарните дялове на миноритарния дял акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД, за периода 21.12.2011 г. – 30.09.2012 г. (фигура 29), при тях няма съществени особености.

За начална дата на тези отношения трябва да се счита датата на проведения от БФБ аукцион на – 21.12.2011 г., когато EVN AG официално обявява, че е собственик на над 95% от акциите на дружеството. За крайна дата трябва да се счита 29.09.2012 г., когато БФБ прекратява регистрацията на регулиран пазар на емитираните акции поради отписване на дружеството от регистъра на публичните дружества.

Фигура 29. Времева линия на еднократните събития в отношенията между Държавата и EVN AG, за периода 1.12.2011 г. – 30.09.2012 г.



Най-същественото междинно събитие е първоначалният отказ на Комисията за финансов надзор да одобри търговото предложение към остатъчните инвеститори за обратно изкупуване на остатъчните акции. Този отказ по същество води единствено до малко повишаване на изкупната цена и забавяне на операцията.

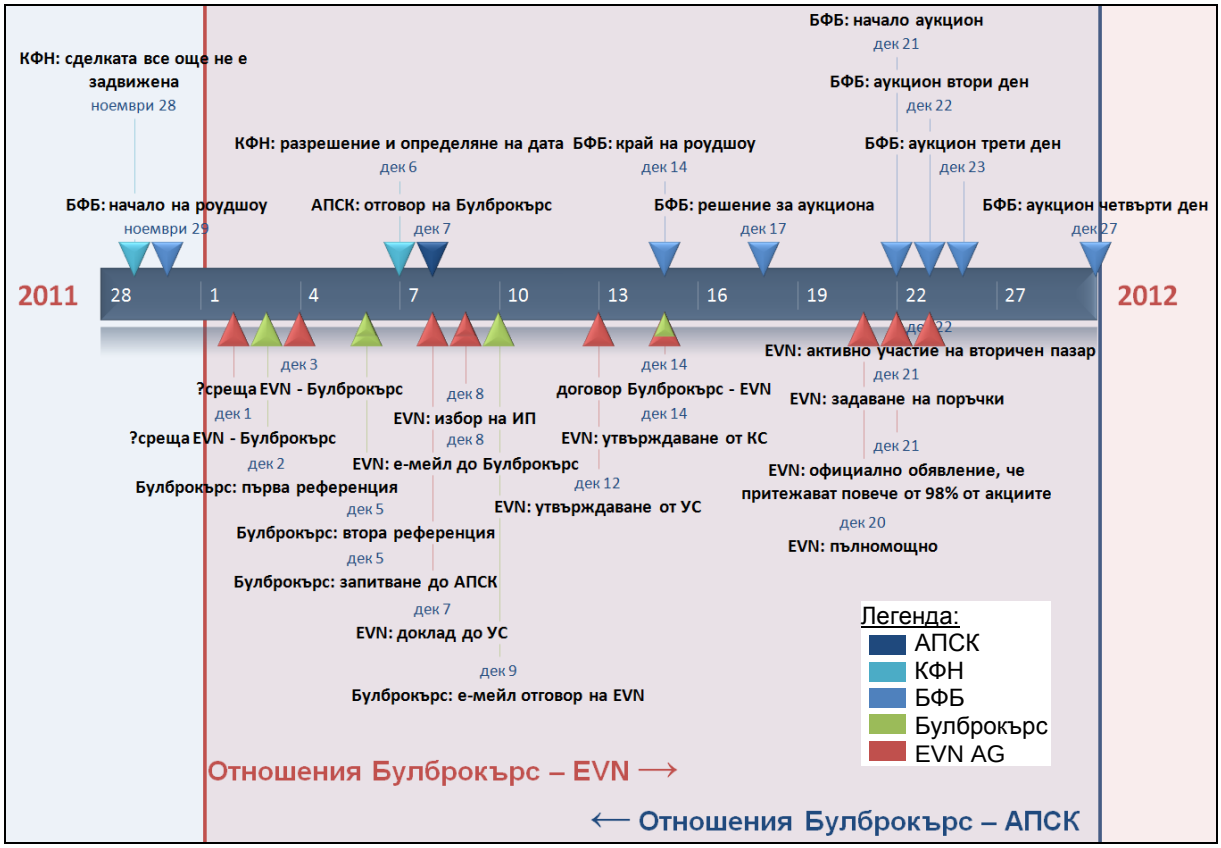
Така, ако се не се брои огромната допусната грешка за пускане на всички акции от миноритарните дялове наведнъж (която е описана по-горе), в отношенията между EVN AG и държавните институции всички събития са в рамките на нормалното. Разбира се, за съжаление, трябва да бъде отчетено, че вторичния пазар на акциите е далеч от намеренията на Държавата и далеч от обществения интерес, защото пазарът е с ниска ликвидност и активизиран единствено от търсенето на EVN AG, с цел да се понижат общите изкупни разходи и разходи при предстоящото обратно изкупуване на остатъчните акции.

Трябва да бъде специално разгледан и **граничния период от около 01.12.2011 до около 30.12.2011, в който има най-интензивни и противоречиви събития** (фигура 30). Макар с наличието на някои не-пазарни отношения и административни пропуски, предходните два разреза в отношенията на основните участници, разгледани по-горе, са относително коректни откъм наличието на конфликти на интереси. При тях ролите на участниците и техните интереси са относително ясни и прозрачни. В разглеждания период, обаче се случват множество противоречиви събития, показващи конфликти в интересите.

Условно разглежданият период може да се счита за започващ с началото на организираното роудшоу. Условен край на периода би трябвало да се счита 29.12.2011 г. – датата на сетълмента по

последната сделка сключена на последната сесия на аукциона за публично предлагане. С приключването на тази сделка официално ИП Булброкърс ЕАД изпълняват договорът си към АПСК.

Фигура 30. Времева линия на еднократните събития в отношенията между Държавата, ИП Булброкърс и EVN AG, за периода 30.11.2011 г. – 30.12.2011 г.



Забележка: над времевата скала са описани действията на държавните институции, а под нея – действията на частните организации

Споменатото роудшоу всъщност представлява маркетингова кампания на публично предлаганите дялове в няколко европейски града – Лондон, Франкфурт, Виена, Цюрих и София, на която потенциални инвеститори би трябвало да се запознаят с проекта за предстоящата продажба на държавните дялове. Трудно е да бъде дадена добра оценка относно ефективността на тази кампания. При положение, че няма дори издаден проспект на английски език и се провежда едва седмица преди продажбата на първите две ЕРП-та,

остава съмнението, че с провеждането му по този начин просто формално се отчита свършена дейност от държавната институция. Всъщност полезният резултат е по-скоро в частна полза или най-малкото подпомагащо създаването на условия за конфликт на интереси. При положение, че изрично е разрешено на Булброкърс да сключва договорености с други клиенти за закупуване на акции от емисията, роудшоуто дава достъп на Булброкърс до най-заинтересованите страни, включително мажоритаря EVN AG.

Други формалистични действия на държавни институции са решението на КФН от 06.12.2011 г. и по-късно одобряващото го решение на БФБ от 17.12.2011 г. относно допускане на емисията до публично предлагане и определяне на дата за провеждане на аукцион.

След като само седмица преди своето решение КФН не дава никакви признаци за задвижване на процедурата, изведнъж сроковете от момента на одобряване на проспекта до аукциона са необичайно кратки. За приватизацията на дружеството се говори от поне 2 години, за процедури до момента са използвани повече от 6 месеца, но инвеститорите имат по-малко от две седмици да се запознаят с условията преди аукциона за цялото количество. Поради тези кратки срокове не е ясно дали инвеститори с потенциален интерес ще успеят да се включат в предлагането.

Най-вероятно подобно ускорено решение от страна на КФН, а и от страна на БФБ е подбудено от конюнктурно – политически мотиви, поради зависимостта на двете институции от държавната политика.

Освен, че времето до аукциона е малко, инвестиционния момент не е съвсем подходящ – SOFIX е близо до 3-годишен

минимум (фигура 31), което се отразява зле на всички инвеститори на БФБ. Компании с добри бизнес показатели и резултати се към момента на аукциона се търгуват под счетоводната си стойност, а много от тях дори и под номинала си. Съответно на борсата липсва ликвидност, а среднодневните обороти са все по-ниски. Същевременно положението при основните Европейски пазари (виж например фигура 32) към същия момент е подобно – само няколко месеца преди това е имало относително голям пазарен срив. Т.е. чуждестранните инвеститори са също в неудобна ситуация за участие в търга.

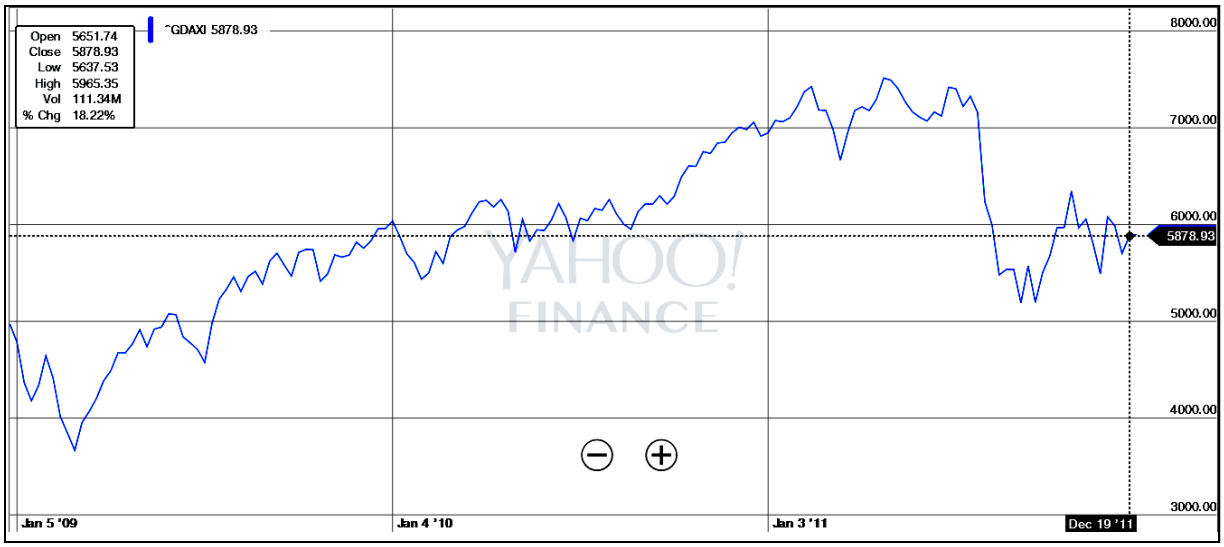
Така като цяло само големите институционални инвеститори (пенсионните фондове и някои банки) могат да извадят нужния свободен разплащателен ресурс в такива кратки срокове за да участват в аукциона. И действително, ако се изключат поръчките EVN AG на аукциона, проведен на 21.12.2011 г., 47% от обема на останалите поръчки е от търговски банки.

Най-ясно изразената тенденция в разглеждания период е наличието на съществено застъпване при отношенията на ИП Булброкърс ЕАД със съответно АПСК и EVN AG. Т.е. е ясно, че в един и същи период от време инвестиционния посредник е изпълнявал задълженията по два договор с грижата на добър търговец, като предпочита запазване интересите на клиентите си пред собствения си интерес, като същевременно клиентите са били от двете страни (купувач и продавач) на една и съща сделка.

Фигура 31. Движение на индекса SOFIX за периода 01.01.2009 г. – 01.01.2012 г.



Фигура 32. Движение на индекса XETRA за периода 01.01.2009 г. – 01.01.2012 г.



Отношенията на ИП Булброкърс ЕАД с АПСК приключват официално с изпълнението на договора към датата на сетълмента по последната сделка сключена на последната сесия на аукциона за публично предлагане. А отношенията на ИП Булброкърс ЕАД с EVN AG, формално започват на 14.12.2011 г. с подписване на договор за посредничество, но е ясно, че отношенията всъщност започват доста преди тази дата, съдейки по косвените факти.

Действително официално договорът между Булброкърс и EVN AG се сключва на 14.12.2011 г. след силно ускорена вътрешна процедура в EVN AG по разработване и одобряване на инвестиционна стратегия (за 7 дни). А и ускорена процедура по избор на посредник (за 1 ден), за който основното предимство от гледна точка на EVN AG (по думите на нейния официален представител) е фактът, че „Булброкърс е в работни отношения с АПСК. Въпреки това е видно, че инвестиционния посредник се подготвя документално за подписването на договора с EVN AG поне от 02.12.2011 г., защото:

· на 02.12.2011 г. получава първата си референция, необходима за сключване на договора;

· на 05.12.2011 г. Булброкърс получава и втората си референция;

· на 05.12.2011 г., отправя и запитване към АПСК относно възможността Булброкърс да приема и изпълнява поръчки на свои клиенти за покупка на акции от емисията;

· Към момента не е известна датата на провеждане на презентациите от роудшоуто във Виена, хотел Империал (но може да бъде установена), но е ясно, че това е първият директен контакт между представители EVN AG и ИП Булброкърс ЕАД.

Сключеният договор за инвестиционно посредничество между EVN AG и ИП Булброкърс ЕАД е особено притесняващ поради две причини – наличие на явен конфликт на интереси при инвестиционния посредник и същевременно допускането на пазарна манипулация от страна на мажоритарния собственик.

За наличието на конфликт на интереси говори фактът, че по едно и също време ИП Булброкърс ЕАД са представлявали

Държавата и EVN AG като две различни страни по една и съща сделка. Първоначално договорът с EVN е от общ характер и без конкретен предмет за посреднически услуги т.е. хипотезата е, че в инвестиционния посредник не са знаели до 21, че ще купуват същите акции, които продават.

Тук е моментът отново да се припомни разумното допускане, че всички официални представители на участващите държавни институции и частни организации са компетентни професионалисти, нормално информирани и действащи отговорно и рационално. Представителите на Булброкърс са високо квалифицирани специалисти и отлично са разбирали естеството на договор за инвестиционно посредничество, сключен с мажоритарния собственик на дружество, чийто миноритарен дял е процес на публично предлагане точно от същия инвестиционен посредник. Всеки професионален инвеститор знае, че основната заинтересована страна за изкупуване на миноритарни дялове винаги е мажоритарния собственик. Още повече от изработената стартегия за пласиране на акциите за АПСК ясно личи разбирането (и желанието) на ИП Булброкърс ЕАД да привлече мажоритарния собственик като стратегически инвеститор. Ясно е, че когато EVN AG сключват договора, от Булборкърс ще се очаква да получат поръчки от името и за сметка на EVN AG за закупуване на акции от миноритарния дял на дружеството. Вероятността EVN AG да сключат договор с Булброкърс (с когото са се свързали на роудшоу за пласиране на миноритарния дял от тяхното предприятие) точно една седмица преди аукциона за миноритарния дял и да заявят поръчки за произволни други акции клони към нула.

Задълженията на Булброкърс към АПСК произлизат не само от договорът им с агенцията („Инвестиционният посредник се

задължава да изпълнява задълженията си по този договор с грижата на добър търговец, като предпочита запазване интересите на Доверителя пред собствения си интерес"), но и от чл. 29 от ЗПФИ, според който инвестиционният посредник трябва да предприеме всички необходими действия за установяване на потенциалните конфликти на интереси между отделните му клиенти и ако продължава да съществува риск за интересите на клиента, инвестиционният посредник не може да извършва дейност за сметка на клиент, ако не го е информирал за общото естество и/или източници на потенциалните конфликти на интереси.

Така ИП Булброкърс ЕАД се оказва в няколко роли и се създават условия за конфликт на интереси (виж фигура 33). Булброкърс от една страна е заинтересован цената на всяка отделна сделка да е ниска (заради посредничеството към EVN AG), а от друга страна е заинтересован цената да е висока (заради посредничеството към АПСК). А към това се добавя и предварителния интерес на Булброкърс в ролята на оценител началната цена на акциите да е по-скоро ниска (както е обяснено по-горе за да се намали рискът от нисък инвестиционен интерес).

За конфликта на интереси допринася и особеността на процедурата за участие в Смесения закрит аукцион, при която по замисъл пазарът е непрозрачен и в даден момент информацията за поръчките би трябвало да е дискретно позната на посредника на купувача, но не и на посредника на продавача т.е. Булброкърс в качеството си на посредник на АПСК би трябвало да никаква няма информация относно цените и количествата на подадените поръчки. Не трябва да се забравя, че в случая Булброкърс са в по-различно положение от нормална търговия на регулиран пазар на БФБ, когато действително може да се окаже, че получава две

насрещни съответстващи си поръчки от различни клиенти и да удовлетвори и двете взаимно по пазарната цена и по същество да стане временно пазарен заместител, което е напълно допустима транзакция.

Колкото до наличието на манипулация на пазара от страна на EVN AG, изпълнени са поне три от дефинициите за манипулация, описани в приложението към чл. 27 на ЗПЗФИ:

· Подадените нареждания от EVN AG представляват съществена част от дневния обем на сделките с акциите на дружеството и водят до съществена промяна на цената им (15.43% по-висока) спрямо алтернативния вариант при неучастие на поръчките на пазара.

· Подадените нареждания за сделки променят най-добрата цена на покупка или продажба на акциите, изкривявайки пазара в посока нагоре.

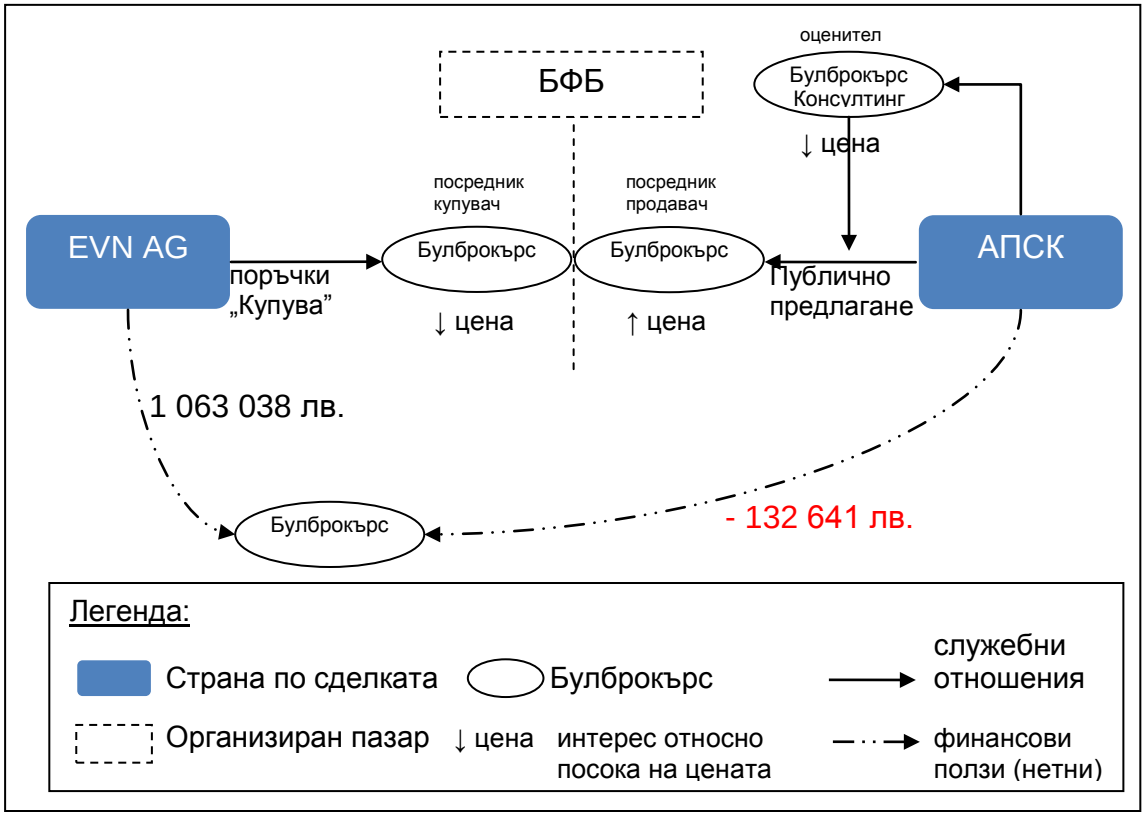
· EVN AG подават нареждания за сделки с акции, след като те са разпространили подвеждаща информация за неучастие в аукциона (както вече беше пояснено по-горе).

В подобни случаи законът разумно е оставен да бъде тълкуван за всеки случай по отделно от посредника, без да има твърди и изчерпателни критерии, тъй като е достатъчно само основателно съмнение негова страна и инвестиционният посредник незабавно трябва уведомява КФН, като с оглед на понякога критичното време законодателят е дал технологична възможност за уведомяване по електронни канали и/или с непълна информация.

Правилното поведение на ИП „Булброкърс” ЕАД е следвало да бъде отказване на подадените поръчки и незабавно уведомяване на КФН (като регулатор) и АПСК (като клиент), тъй като поръчките

представляват пазарна манипулация и същевременно застрашават интереса на клиента си АПСК.

Фиг. 33 Взаимоотношения на ИП Булброкърс ЕАД с АПСК и EVN AG при приватизацията чрез публично предлагане на миноритарните дялов от ЕВН България “Електроразпределение” АД



Мотивите на Булброкърс за следването на интересите на един клиент за сметка на нарушаването на интересите на друг, могат да бъдат обяснени и онагледени (виж фигура 33) с финансовите ползи от двата договора за посредничество – с АПСК и с EVN AG.

В качеството си на инвестиционен посредник на АПСК, ИП „Булброкърс” ЕАД получава общи финансови приходи в размер на 94036 лв. Дори при не особено детайлен анализ е ясно, че въпросната цена не може да покрие дори разходите на Булброкърс за комисионни към БФБ, без да броим неминуемо други възникващи разходи. Дори и като бъде отчетено, че част от разходите по

изпълнението на договора с АПСК са към компания от групата на инвестиционния посредник, остават непокрити разходи (т.е. финансова загуба от сделката) в размер на около 132641 лв., като всички от така направените разходи биха били лесни за предвиждане, с бърза проверка на тарифите на БФБ (нещо, което ИП Булброкърс правят ежедневно).

Същевременно от Справката за приходите и разходите по изпълнението на Договора за инвестиционно посредничество между EVN AG и „Булброкърс" ЕАД, е видно, че приходите за инвестиционния посредник възлизат на 1276619 лв. Това отново са приходи, които могат да бъдат точно предвидени в момента на получаване на поръчките от EVN AG, от които като се приспаднат около 213581 лв. за комисионни, остава нетна финансова полза в размер 1063038 лв. При това тук не се включват финансовите ползи на Булброкърс от сделките на вторичния пазар от името на EVN AG.

Изводи по Глава 6

Най-ясно изразената тенденция е наличието на съществено застъпване при отношенията на ИП Булброкърс ЕАД със съответно АПСК и EVN AG - съответно от двете страни (купувач и продавач) на една и съща сделка.

Сключеният договор за инвестиционно посредничество между EVN AG и ИП Булброкърс ЕАД е особено притесняващ поради две причини – наличие на явен конфликт на интереси при инвестиционния посредник и същевременно допускането на пазарна манипулация от страна на мажоритарния собственик.

Представителите на Булброкърс са високо квалифицирани специалисти и са разбирали, че се очаква да получат поръчки от

името и за сметка на EVN AG за закупуване на акции от миноритарния дял на дружеството.

Задълженията на Булброкърс към АПСК произлизат не само от договорът им с агенцията, но и от чл. 29 от ЗПФИ, според който инвестиционният посредник трябва да предприеме всички необходими действия за установяване на потенциалните конфликти на интереси между отделните му клиенти и ако продължава да съществува риск за интересите на клиента да преустанови дейността за сметка на клиент, ако не го е информирал за общото естество на потенциалните конфликти на интереси.

ИП Булброкърс ЕАД се оказва в няколко роли и се създават условия за конфликт на интереси. Булброкърс от една страна е заинтересуван цената на всяка отделна сделка да е ниска (заради посредничеството към EVN AG) а от друга страна е заинтересован цената да е висока (заради посредничеството към АПСК).

Изпълнени са поне три от дефинициите за манипулация, описани в приложението към чл. 27 на ЗПЗФИ от страна на EVN AG:

- Подадените нареждания за сделки променят най-добрата цена на покупка/продажба на акциите, изкривявайки пазара.
- Подадените нареждания от EVN AG представляват съществена част от дневния обем на сделките с акциите на дружеството и водят до съществена промяна на цената им.
- EVN AG подават нареждания за сделки с акции, след като са разпространили подвеждаща информация за неучастие в аукциона.

Правилното поведение на ИП „Булброкърс” ЕАД е следвало да бъде отказване на подадените поръчки и незабавно уведомяване на КФН (като регулатор) и АПСК (като клиент), тъй като поръчките

представляват пазарна манипулация и същевременно застрашават интереса на клиента си АПСК.

Мотивите на Булброкърс за следването на интересите на един клиент за сметка на нарушаването на интересите на друг, могат да бъдат обяснени с финансовите ползи от двата договора за посредничество – с АПСК и с EVN AG. В качеството си на инвестиционен посредник на АПСК, ИП „Булброкърс” ЕАД получава общи финансови приходи в размер, непокриващ дори разходите на за комисионни към БФБ. Същевременно от EVN AG, „Булброкърс” ЕАД остава с нетна финансова полза в размер поне от 1063038 лв.

Преднамереното създаване на конфликт на интереси при ИП Булброкърс ЕАД е силно подпомогнато от съвместното взаимодействие на трите държавни институции.

За да се противодейства на мотива за преследване на финансова печалба от друг източник, произтичаща от позиционирането на компанията като инвестиционен посредник на Държавата, могат да се вземат няколко мерки от страна на АПСК – да се променят изискванията за кандидатстване и избор на инвестиционен посредник, да се въведат изрични клаузи в договора за инвестиционни посреднически услуги, да се разпределят действията по подготовка на емисията за публично предлагане между повече лица. (както подробно са описани по-горе след фиг. 28)

Същевременно АПСК не защитава Държавния интерес в договорените условия за инвестиционно посредничество, както и в зададените параметри за продажба на държавния дял, като включва изрично текст (чл. 14.1.), според който не се изисква

съгласие на Доверителя, когато Инвестиционният посредник изпълнява нареждане за сметка на клиент.

Съществената разлика между оценката, изготвена от Булброкърс, на минималната цена и оценката, получена от икономическата експертиза е очаквана и е в интерес на АПСК. Никоя държавна агенция не оспорва заниженатa оценка. По същество се получава условия за спонтанно взаимодействие между държавните агенции, посредника на емисията ИП Булброкърс ЕАД и (в случай, че има интерес за изкупуване на миноритарните дялове) мажоритарния собственик, който да може да разполага с потенциалната „премия“ при изкупуването на всички акции.

Формалистични действия на държавни институции са решенията на КФН и БФБ за допускане на емисията до публично предлагане и определяне на дата за провеждане на аукцион в много необичайно кратки срокове и не е ясно дали инвеститори с потенциален интерес ще успеят да се включат в предлагането. Освен това инвестиционния момент не е съвсем подходящ – както за инвеститорите на БФБ, така и за чуждестранните инвеститори.

Най-вероятно подобно ускорено решение от страна на КФН, а и от страна на БФБ е подбудено от конюнктурно – политически мотиви, поради зависимостта на двете институции от държавната политика. За да бъде преустановена подобна практика би трябвало да се установи минимален срок с разумен размер, който да дава възможност на болшинството заинтересувани инвеститори да се подготвят за участие в подобна сделка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Всички експерти, свидетели и представители на страните по изследвания казус (и други анализатори) фокусират своето внимание върху цената на придобиване на миноритарните дялове „ЕВН България Електроразпределение” АД от EVN AG, докато всъщност EVN AG преследват с първи приоритет управленски цели – най-вече излизане на дружеството от сферата на обществен контрол, а с втори приоритет е цената на закупуване на миноритарния дял да е възможно най-ниска.

Доколкото цената и занижените приходи за Държавата са в щета на национален интерес (за разлика от държавния), то в много по-голяма степен щета е допускането на локализиран енергиен монопол без никаква възможност за обществен контрол. В условията на локализиран монопол, липсата на конкуренция (осигурена държавната политика в сектора) и липсата на външно участие в предприятието предпоставят, неизгодни пазарни последствия за потребителите на услуга, а в случая става дума за специален вид услуга с почти изцяло нееластично търсене.

Замисълът за приватизация е добър – задачата е да се осигури обществен и съсобственически контрол върху енергиен монопол и развитие на търговията на БФБ, като същевременно Държавата се освободи от търговските отношения и осигури известни не-данъчни приходи в бюджета.

Използваният от Българска фондова борса метод „Смесен закрит аукцион”, обаче е неподходящ. Въпросният метод е не само неотговарящ на рационалните и целесъобразни изисквания за такива операции, но и не съответства на смисъла на „публично предлагане”, защото той не отговаря на характеристиките за

осигуряването на равнопоставен достъп и за определяне на цената по пазарен способ. Основният и най-съществен пропуск на метода Смесен закрит аукцион е, че при него липсва прозрачност на пазара и същевременно се създават условия за асиметрия на информацията, които могат да бъдат използвани от участници на пазара. При Смесения закрит аукцион липсва своевременна обратна връзка за коригиране на пазарното поведение на всеки участник. Т.е. е нарушено нормалното пазарно ценообразуване.

Липсата на прозрачност, води и до: 1) Възможност за манипулация на пазара; 2) Възможност за ценови сговор; 3) Възможност за търговия с вътрешна информация; 4) Възможност за процедурно неизпълнение на аукциона.

Вторият съществен проблем при използване на Смесен закрит аукцион за целите на приватизация чрез публично предлагане е липсата на равнопоставеност между различни категории участници в пазара:

1) дребните инвеститори не са равнопоставени на инвестиционните посредниците и институционалните инвеститори по отношение на достъпа до пазара.

2) международните инвеститори, не са равнопоставени местните посредници.

3) съществува неравнопоставеност между Държавата и частните лица, като участници в процеса по приватизация.

Тъй като резултатите от реализирането по този начин приватизация са точно противоположни на развиването на фондовия пазар (независимо, че намеренията са били други пазарът в крайна сметка не получава предлагане на достатъчни като брой и качество акции за търговия), може да се твърди, че от

гледна точка на развитието на пазара това е един неуспешен проект, опорочил процедурата публично предлагане, поради видното впечатление, че тя е нагласена и навярно така е отблъснал мнозина чуждестранни и български инвеститори.

От принципите на приватизацията в случая е напълно спазен единствено принципът на икономическия рационализъм. Трудно може да се изрази дефинитивно мнение относно принципите за самозахранване на приватизационния процес и за многообразие на приватизационните техники. Принцип на разделението на функциите е частично нарушен, не толкова поради недостатъчния брой държавни органи, участвали в процеса, колкото поради наличния краен резултат на безотговорност. Що се отнася до принципа на прозрачност в приватизационния процес, то той е силно нарушен.

Ако процедурата на провеждане на приватизация чрез публично предлагане беше открита и прозрачна, участниците на пазара щяха да могат да виждат пуснатите поръчки (и особено обемът им) и това би довело до:

А) цената на техните оферти щеше да е по-висока, защото щяха да съобразят увеличеното търсене при фиксирано предлагане;

Б) крайният резултат на би бил по-скоро в посока на по-разнообразни собственици към края на деня или същата структура на собственост, но за при много по-висока цена.

EVN AG и техния представител ИП Булброкърс ЕАД отлично използват на пропуските на Смесения закрит аукцион и на държавните институции, които допускат изкупуването на над 85% от

пуснатите за публично предлагане акции от мажоритарния собственик на дружеството в един ден.

Така EVN AG може да постави група лимитирани поръчки в специален алгоритъм и да купи почти всички акции за един ход. Смесеният закрит аукцион е особено подходящ метод за агресивно и еднократно изкупуване на акциите на „ЕВН България Електроразпределение" АД. EVN AG успява да постигне само за един ден своята заявена основна инвестиционна цел – да притежава 95% от акциите (нещо, което е силно невероятно при редовна търговия на вторичния пазар).

Използваният алгоритъм е разработен от лица с добра квалификация и опит в борсовата търговия, особено с процедурата на смесен закрит аукцион и добри познания по целочислена оптимизация и алгоритмично търгуване. Разработването на алгоритъма или дори при допускането, че алгоритмът е бил готов, но трябвало да бъде само адаптиран, би отнело значим период от време на не-специалист без опит в борсовата търговия и без опит с процедурата на смесения закрит аукцион.

Според икономическата теория и проведените симулации при равни други условия (ceteris paribus) би трябвало увеличаването на съвкупното търсене от включването на EVN AG би трябвало да повиши цената на акциите, но развитието на пазара щеше да наподобява повече прозрачен регулиран фондов пазар.

Съдейки по избрания алгоритъм най-вероятно вътрешна информация за реализиране на инвестиционните цели не е била необходима – алгоритмът е достатъчно добре разработен, за да не е необходима друга информация.

Възможността почти всички акции да бъдат изкупени от един инвеститор се дължи основно на факта, че всички акции се предлагат едновременно на един и същи смесен закрит аукцион. Решението на този проблем е лесно – да се пускат малки партиди от акции в рамките на една сесия на аукциона, така че в края на деня всички участници да получат информация за заявените поръчки и съответно за интереса на останалите участници и/или да се намери по-добра алтернатива на смесения закрит аукцион, при която да има по-голяма степен на прозрачност.

Решението на АПСК, санкционирано от БФБ и от КФН, за пускане на пълният пакет от акции още на първия аукцион показва аналитични пропуски при изработването на решения в държавните агенции. Остава въпросът защо е изработено такова решение и свързано ли е това с изпълняване на частни интереси?

Всъщност ИП Булброкърс ЕАД чрез представената Стратегия за продажба съвсем преднамерено предлага (и всички държавни агенции директно одобряват) да бъдат осигурени така всички параметри на приватизацията, че да се улесни максимално изкупуването на дяловете от страна на мажоритарния собственик EVN AG. Това включва решението за кратките срокове на предлагане, за заниженатa оценка на акциите и най-вече за това още в самото начало на предлагането за продажба да се пуснат целите пакети от 33%.

EVN AG систематично и последователно преследва инвестиционната си цел от 100% контрол върху дружеството и отписване от регистъра на публичните дружества.

EVN AG са осъзнали (чрез собствени анализи или чрез външни консултации), че им е необходим, а и им се отдава

възможност да постигнат над 95% контрол от дружеството чрез еднократен ход на БФБ.

EVN AG са очаквали, че ако не декларират предварително намеренията си за участие в аукциона, средната цена ще бъде занижена, поради спадане на интереса на останалите инвеститори.

EVN AG са съзнавали, че поведението им трябва да бъде скрито, дори заблуждаващо (включително и що се отнася до известяване на регулаторите).

Декларирането за неучастие на мажоритарния собственик EVN AG в сделките с акции на „ЕВН България Електроразпределение" АД е съществена и важна информация за всички потенциални инвеститори. Тъй като от тяхна гледна точка проспектът е не просто рекламно съобщение, но е и силно регламентирано и санкционирано юридическо изявление, почти всички аспекти на което са задължителни и проверени, инвеститорите:

- могат да останат с грешното впечатление, че изписания отказ е твърдо и нормативно заложен;
- биват недвусмислено подведени относно потенциалните намерения на мажоритарния собственик да отпише дружеството от регистъра на публичните компании (декларирането на липса на интерес сигнализира за липса на такива намерения).

В икономическия и инвестиционен контекст, необявяването на намеренията на мажоритарния собственик EVN AG да изкупи миноритарния дял на дружеството представлява пазарна манипулация.

Преднамереното създаване на конфликт на интереси при ИП Булброкърс ЕАД е силно подпомогнато от съвместното взаимодействие на трите държавни институции.

Сключеният договор за инвестиционно посредничество между EVN AG и ИП Булброкърс ЕАД е особено притесняващ поради две причини – наличие на явен конфликт на интереси при инвестиционния посредник и същевременно допускането на пазарна манипулация от страна на мажоритарния собственик.

ИП Булброкърс ЕАД се оказва в няколко роли и се създават условия за конфликт на интереси. Булброкърс от една страна е заинтересуван цената на всяка отделна сделка да е ниска (заради посредничеството към EVN AG) а от друга страна е заинтересован цената да е висока (заради посредничеството към АПСК).

Изпълнени са поне три от дефинициите за манипулация, описани в приложението към чл. 27 на ЗПЗФИ от страна на EVN AG:

- Подадените нареждания за сделки променят най-добрата цена на покупка/продажба на акциите, изкривявайки пазара.
- Подадените нареждания от EVN AG представляват съществена част от дневния обем на сделките с акциите на дружеството и водят до съществена промяна на цената им.
- EVN AG подават нареждания за сделки с акции, след като са разпространили подвеждаща информация за неучастие в аукциона.

Правилното поведение на ИП „Булброкърс” ЕАД е следвало да бъде отказване на подадените поръчки и незабавно уведомяване на КФН (като регулатор) и АПСК (като клиент), тъй като поръчките представляват пазарна манипулация и същевременно застрашават интереса на клиента си АПСК.

За да се противодейства на мотива за преследване на финансова печалба от друг източник, произтичаща от позиционирането на компанията като инвестиционен посредник на Държавата, могат да се вземат няколко мерки от страна на АПСК –

да се променят изискванията за кандидатстване и избор на инвестиционен посредник, да се въведат изрични клаузи в договора за инвестиционни посреднически услуги, да се разпределят действията по подготовка на емисията за публично предлагане между повече лица.

Същевременно АПСК не защитава Държавния интерес в договорените условия за инвестиционно посредничество, както и в зададените параметри за продажба на държавния дял, като включва изрично текст (чл. 14.1.), според който не се изисква съгласие на Доверителя, когато Инвестиционният посредник изпълнява нареждане за сметка на клиент.

Съществената разлика между оценката, изготвена от Булброкърс, на минималната цена и оценката, получена от икономическата експертиза е очаквана и е в интерес на АПСК. Никоя държавна агенция не оспорва заниженатa оценка. По същество се получава условия за спонтанно взаимодействие между държавните агенции, посредника на емисията ИП Булброкърс ЕАД и (в случай, че има интерес за изкупуване на миноритарните дялове) мажоритарния собственик, който да може да разполага с потенциалната „премия“ при изкупуването на всички акции.

Така налице са комбинация от мотив (при АПСК), възможности (за злоупотреба с вътрешна информация от БФБ) и средство (проспект за емисия, одобрен от КФН) за спонтанно взаимодействие между всички големи участници и Държавата.

И докато при приватизацията е неизбежно позиционирането на Държавата от едната страна на пазара, както е и необходима функцията на обществен регулатор (в лицето на КФН), то е неправилно (създаващо условия за корупция и оставящо съмнения

за несправедливост на процеса) организаторът на пазара да е отново Държавата. Българска фондова борса трябва да е независим орган („арбитър”), а не представител на едната страна по сделката.

В обобщение политиката на държавните органи БФБ, АПСК и КФН по случая е много късогледа и непоследователна:

1) КФН одобрява проспекта и емисията, в свръх-кратки срокове (най-вероятно под натиск на конюнктурно-политически фактори)…

2) по предложение съгласувано с АПСК, която е допуснала регламентиран конфликт на интереси при договора с инвестиционния посредник Булброкърс ЕАД…

3) в името на развиване на дейността на БФБ, която използват неподходящ метод за публично предлагане.

4) след което КФН започва регулаторни процедури (и формализирани мерки като временно спиране на търгово предложение), срещу EVN AG и Булброкърс, след като преди това изцяло са съдействали на ИП Булброкърс ЕАД.

Държавните органи показват лоша координация (или добра координация, ако се приеме, че е налице корупционна схема), а процедурите за приватизация чрез публично предлагане на акции (включително и Смесения закрит аукцион) имат множество недостатъци. От всичко това се възползват EVN AG (с недекларирane на намерения, използване на държавния ИП, изработване на специализиран алгоритъм) и в резултат на което успяват с еднократен ход да променят първоначалния замисъл на приватизационната процедура и да я опорочат – поради видното впечатление, че тя е нагласена от Булброкърс и дръжавните

институции, а сигналът който получават всички инвеститори е силно негативен за Българския фондов пазар.

Авторът е убеден застъпник на идеята за свободен пазар и конкуренция като най-ефективния начин за разпределяне на икономически ресурси в обществото, при който Държавата е само рефер/организатор и в никакъв случай не участва като страна по търговски сделки. В случая, принципите на тази идея са нарушени, в немалка степен и заради действията или бездействията на държавни органи (а именно АПСК, заради допуснат конфликт на интереси, БФБ, заради използвания метод на публично предлагане – смесен закрит аукцион, КФН заради липсата на навременни регулативни мерки и предоверяване на другите участници в процеса) от няколко участника в пазара (а именно ИП „Булброкърс" ЕАД и EVN AG) за сметка и в ущърб на всички останали (главно дребни и чуждестранни) инвеститори.

ИЗПОЛЗВАНИ ОСНОВНИ СПЕЦИАЛИЗИРАНИ ИЗТОЧНИЦИ

1. Samuelson, Paul A. (1948), Economics: An Introductory Analysis, ISBN 0-07-074741-5, 1985, 12th ed., McGraw–Hill
2. Hayek, F. A, “Law, Legislation and Liberty (Volume II), The Mirage of Social Justice”, University of Chicago Press, 1976
3. Hayek, F. A, “Individualism and Economic Order”, University of Chicago Press, 1948
4. 1960. The Constitution of Liberty, University of Chicago Press. ISBN 0226320847
5. Mises, L. “Human Action: A Treatise on Economics” (1949), Yale University Press
6. Bernstein, P. L., “Against the Gods (The Remarkable Story of Risk)”, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998 ISBN 0-471-29563-9
7. Wiener, N., Cybernetics: Control and Communication in the Animal and the Machine, Cambridge, MA, The MIT press, 1948
8. Shannon, C., W. Weaver, The Mathematical Theory of Communication (5th ed.),1963, Chicago
9. Bertalanffy, L., General System Theory. 1968, New York
10. Ashby, W. R., An Introduction to Cybernetics, 1956, Chapman & Hall
11. Luenberger, D. G., Investment Science, Oxford, University Press, 1998
12. Bodie, Z., A. Kane, A. J. Markus, Investments, IRWIN, Chicago,1996
13. Jones, C. P., “Investments: Analysis and Management”, John Wiley & Sons, New York, 1994
14. Alexander, G. J., W. F. Sharpe, J. V. Bailey, “Fundamentals of Investments (Second edition)”, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1993

15. Haugen, R., “Modern Investment Theory”, Prentice Hall, New Jersey, 1993.
16. Malkiel, B., “A Random Walk down Wall Street”, 1973
17. Марчев, А., Б. Данев, „Приватизация на държавни и общински предприятия чрез продажба на акции на Софийската фондова борса”, Софийска Фондова борса, София, 1993
18. Китанов, Н., “Нова книга за акциите и борсата”, Арт График, София, 2000
19. Пътев, П., Н. Канарян, “Управление на портфейла”, Абагар, Велико Търново, 2008
20. Георгиев, И., “Основи на инвестирането”, УИ "Стопанство", 1999
21. Madura, J., Financial Markets And Institutions, West Publishing Company, San Francisco, 1992
22. Rose, P. S., J. W. Colari, Financial Institutions, IRWIN, Chicago 1995
23. Walmsley, J. , The New Financial Instruments, John Wiley & Sons, 1988
24. Kaparanova, M. (ed.) “Emerging capital markets in a transitional environment”, AnCo Commercial and advertisement publishing house, 1997
25. Marshall, J. F., V. K. Bansal, Financial Engineering, New York Institute of Finance, New York, 1992
26. Levy, H., M. Sarnat, Capital investment and Financial Decision, Prentice Hall, New Jersey, 1990
27. Block, S. B., G. A. Hirt, Foundations of Financial Management, IRWIN, Boston, 1992
28. Makridikis, S., S. C. Wheelwright, V. E. McGee, Forecasting: Methods and Applications, John Wiley & Sons, New York, 1983

29. Little, R. J. A., D. B. Rubin, Statistical Analysis with Missing Data, 2nd ed., John Wiley & Sons Inc., 2002

30. Gill, P. E., W. Murray, M.H. Wright, Practical Optimization, Academic Press, London, UK, 1981

31. Гатев, Г., Изследване на операциите, Технически университет, София, 2005

32. Марчев, А., Сравнителен анализ на методи и модели за управление на инвестиционни портфейли (на примера на българска фондова борса), Издателски комплекс – УНСС, София, 2012, ISBN 978-954-644-375-5

33. Стоянов, Г., Правен режим на приватизацията в България, Сиби, София, 1996 г.

34. Цакова, В., Всичко за касовата и масовата приватизация, ИК Юрапел, София, 1996 г.

35. *Сп. Мениджър, бр. 05 /43/, 15 май 2002 г.*

36. /Златаров, И. "Приватизацията", издателство Сиена 1995 г., стр. 5/

37. Берзон, Н. И., Теплова, Т. В., Завьялова, К. (2012) “Феномен государственной собственности: разные точки зрения по приватизационному процессу на российском рынке”, Сборник “Корпоративни финанси на формиращите се пазари - изследвания и практики”, НБУ, стр.276-311

38. Борисов А.Б. (2003) “Большой экономический словарь.” Москва, Книжный мир, 895 с.

39. Ausubel, L.M., Cramton, P., 1998. Auctioning Securities. University of Maryland.

40. Choo, E. (2005). “Going Dutch: The Google IPO”, Berkeley Technology Law Journal 20, N.1 (Jan), 405-442

41. Mayor, I. (1993) “Privatization in Eastern Europe: A Critical

Approach", Aldershot, UK and Brookfielf, US: Edward Elgar

42. Mitrev, K. (1997) Bulgaria Between state and market: mass privatization in transition economies / edited by Ira W. Lieberman, Stilpon S. Nestor, Raj M. Desai. p. cm — (Studies of economies in transformation; v. 23) © World Bank http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/0-8213-3947-8

43. Pukthuanthong, K., Varaiya, N, Walker, T. (2007). Book Building versus Auction Selling Methods: A study of US IPOs., Venture Capital 9(4), 311-345

44. Vickers, J; Yarrow, G. (1988) "Privatization: An Economic Analysis" Cambridge, MA:MIT Press

45. Vukotic, V., "Is transition heading the wrong way", Transition Studies Review, CEEUN, November 2004.

46. Wei Z., Xie F., Zhang Sh. (2005). "Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001", The Journal of Financial and Quantitative Analysis 40, N.1 (Mar.), 87-108

47. World Bank. (1995). "Privatization: principles and practice." Lessons of experience series; no.1. Washington DC; World Bank.

48. Mergermarket, http://www.mergermarket.com/info/

49. Privatization Barometer, http://www.privatizationbarometer.net/index.php

50. Eurostat, http://ec.europa.eu/eurostat

ИЗПОЛЗВАНИ НОРМАТИВНИ ИЗТОЧНИЦИ

За целите на разработката са анализирани текстове от следните нормативни документи:

1. Закон за комисията за финансов надзор
2. Закон за пазарите на финансови инструменти
3. Закон за приватизация и следприватизационен контрол
4. Закон за публичното предлагане на ценни книжа
5. Закон срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти
6. Търговски закон
7. Наредба № 11 от 3 декември 2003 г. За лицензите за извършване на дейност като регулиран пазар, за организиране на многостранна система за търговия, за извършване на дейност като, инвестиционен посредник, инвестиционно дружество, управляващо дружество и...
8. Наредба № 13 от 22 декември 2003 г. За търгово предлагане за закупуване и замяна на акции
9. Наредба № 2 от 17 септември 2003 г. За проспектите при публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на ценни книжа и за разкриването на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа
10. Наредба № 22 от 29 юли 2005 г. За условията и реда за вписване и отписване на публични дружества, други емитенти на ценни книжа и емисии ценни книжа в регистъра на комисията за финансов надзор
11. Наредба № 38 от 25 юли 2007 г. За изискванията към дейността на инвестиционните посредници

12. Наредба № 40 от 27 февруари 2008 г. За допускането на ценни книжа до търговия на официален пазар

13. Наредба за задължителната информация, предоставяна на лицата, заявили интерес за участие в приватизацията по закона за приватизация и следприватизационен контрол, и за документите и сведенията, представляващи служебна тайна

14. Наредба за изискванията към дейността на инвестиционните посредници

15. Наредба за проспектите при публично предлагане на ценни книжа и за разкриване на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа

16. Наредба за разрешенията за извършване на дейност като фондова борса, организатор на неофициален пазар на ценни книжа, инвестиционен посредник, инвестиционно дружество и управляващо дружество

17. Наредба за условията и реда за вписване и отписване на публични дружества, други емитенти на ценни книжа и емисии ценни книжа в регистъра на държавната комисия по ценните книжа

18. Наредба за условията и реда за организиране и провеждане на централизирани публични търгове за продажба на акции - собственост на държавата

19. Наредба № 26 от 22 март 2006 г. За изискванията към дейността на управляващите дружества

20. Наредба № 15 от 5 май 2004 г. За воденето и съхраняването на регистрите от комисията за финансов надзор и за подлежащите на вписване обстоятелства

21. Правилник за реда за упражняване правата на държавата в търговските дружества с държавно участие в капитала

22. Правилник за устройството и дейността на комисията за финансов надзор

23. Устройствен правилник на агенцията за приватизация и следприватизационен контрол

24. Директива 2003/71/ЕО на европейския парламент и на съвета от 4 ноември 2003 година относно проспекта, който следва да се публикува, когато публично се предлагат ценни книжа или когато се допускат ценни книжа до търгуване, и за изменение на Директива 2001/34/ЕО (консолидирана версия)

25. Регламент (ЕО) № 809/2004 на комисията от 29 април 2004 година относно прилагането на Директива 2003/71/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на информацията, съдържаща се в проспектите, както и формата, включването чрез препратка и публикуването на подобни проспекти и разпространяването на реклами(текст от значение за ЕИП)

ПРЕГЛЕДАНИ ОРИГИНАЛНИ ДОКУМЕНТИ ПО КАЗУСА

Папка 1:

· Решение 723-ПД-06.12.2011

· Проспект от 27.10.2011 на „ЕВН България Електроразпределение” АД, за предлагане на 51612 обикновени акции и допускане до борсова търговия на 156400 акции

· Описание за работата на закрития аукцион по чл. 8, ал. 1 от приложение 2 към правилника, „Българска фондова борса – София” АД, Юни 2002 г.

· Описание на Смесения закрит аукцион, „Българска фондова борса – София” АД, 08.12.2011 г.

Папка 2:

· Постановление за назначаване на експертиза, 28.08.2014 г.

· Заключение за извършена статистическа експертиза от Соня Дакова Чипева

· Комплект документи за задаване на поръчки на „Булброкърс” ЕАД, включващ множество попълнени формуляри договор-поръчка, потвърждения за сключена сделка, сводка за въведени поръчки, 21.12.2011 г. и след това

· Комплект документи за сключване на договор за извършване на посреднически услуги от „Булброкърс” ЕАД на EVN AG, включващи договори, пълномощни, документи за идентификация, 14.12.2011 г.

· Справка за всички подадени поръчки през първия ден на проведения смесен закрит аукцион за продажба на държавния дял на капитала на „ЕВН България Електроразпределение” АД на

21.12.2011 г., изготвена от „Българска фондова борса – София” АД, 05.08.2014 г.

· Справка за платените от „Булброкърс” АД такси за сключените борсови сделки като страна – купувач (по опис, 36 сделки), изготвена от „Българска фондова борса – София” АД, 05.08.2014 г.

· Комплект протоколи от провеждането на смесени закрити аукциони за приватизация от 22.12.2011, 23.12.2011 и 27.12.2011, „Българска фондова борса – София” АД

· Писмо за извършване на предварителна проверка по Пр. пр. 8529/2013 до Софийска градска прокуратура, Комисия за финансов надзор. 24.10.2013

· Акт за установяване на административно нарушение Р-06-765/27.08.2012 г., Комисия за финансов надзор

· Наказателно постановление Р-10-14, 16.01.2013, Комисия за финансов надзор

· Протокол от публично съдебно заседание от 29.05.2013, Софийски районен съд

· Решение от 15.07.2013, Софийски районен съд

· Протокол от закрито съдебно заседание от 17.01.2014, Административен съд София – град

· Акт за установяване на административно нарушение Р-06-766/27.08.2012 г., Комисия за финансов надзор

· Наказателно постановление Р-10-13, 16.01.2013, Комисия за финансов надзор

· Решение от 17.02.2014, Софийски районен съд

· Решение от 13.10.2014, Административен съд София – град

· Акт за установяване на административно нарушение Р-06-752/22.08.2012 г., Комисия за финансов надзор

· Наказателно постановление Р-10-15, 16.01.2013, Комисия за финансов надзор

· Решение от 25.06.2014, Административен съд София – град

· Решение от 31.01.2014, Софийски районен съд

Папка 3:

· Материали в изпълнение на молба за международна правна помощ от Република Австрия, включващи протоколи за разпит на свидетели Райдингер, Лаир и Шишковиц и съпровождащи документи, установяващи фактически положения в разпитите, Централна прокуратура за преследване на стопански наказателни дела и корупция на Република Австрия, 12.02.2015

· Договор за инвестиционна посредничество при публично предлагане на акции, сключен с „Първа финансова брокерска къща" ООД, Агенция за приватизация и следприватизационен контрол, 07.07.2011 г.

· Договор за инвестиционна посредничество при публично предлагане на акции, сключен с „Централна кооперативна банка" АД, Агенция за приватизация и следприватизационен контрол, 19.07.2011 г.

· Договор за инвестиционна посредничество при публично предлагане на акции, сключен с „Булброкърс" ЕАД, Агенция за приватизация и следприватизационен контрол, 19.07.2011 г.

· Писмо до Агенция за приватизация и следприватизационен контрол, „Булброкърс" ЕАД, 05.12.2011

· Писмо до „Булброкърс” ЕАД, Агенция за приватизация и следприватизационен контрол , 07.12.2011

· Протокол за разпит на свидетел Такев, Софийска градска прокуратура, 22.05.2014 г.

· Протокол за разпит на свидетел Такев, Софийска градска прокуратура, 26.05.2014 г.

Папка 4:

· Справка за извършени разходи от „Булброкърс” ЕАД по изпълнение на договор за инвестиционно посредничество с АПСК, „Булброкърс” ЕАД, към 18.06.2015 г.

· Договор за консултантски услуги, „Булброкърс” ЕАД, 25.07.2011 г.

· Авизо за преводно нареждане и фактура 0000005743/17.01.2012, „Булброкърс” ЕАД, 17.01.2012 г.

· Комплект документи за сключване на договор за извършване на посреднически услуги от „Булброкърс” ЕАД на EVN AG, включващи договори, пълномощни, документи за идентификация, „Булброкърс” ЕАД, 14.12.2011 г.

· Справка за приходите и разходите по изпълнението на Договора за инвестиционно посредничество между EVN AG и „Булброкърс” ЕАД, към 18.06.2015 г.

· Писмо до Комисия за финансов надзор с пояснения от относно системите XETRA, Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse, Deutsche Börse AG, 17.07.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Такев, Софийска градска прокуратура, 22.05.2014 г.

· Протокол за разпит на свидетел Такев, Софийска градска прокуратура, 26.05.2014 г.

· Протокол за разпит на свидетел Иванов, Софийска градска прокуратура, 14.05.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Минчева, Софийска градска прокуратура, 30.05.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Иванов, Софийска градска прокуратура, 14.05.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Танев, Софийска градска прокуратура, 23.02.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Танев, Софийска градска прокуратура, 06.10.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Тонев, Софийска градска прокуратура, 05.05.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Койнов, Софийска градска прокуратура, 24.04.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Ялъмов, Софийска градска прокуратура, 27.04.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Нинчева, Софийска градска прокуратура, 28.05.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Варошанова-Цветкова, Софийска градска прокуратура, 22.05.2015 г.

· Протокол за разпит на свидетел Варошанова-Цветкова, Софийска градска прокуратура, 26.06.2015 г.

Електронни документи:

· Съдебно-техническа експертиза, назначена с постановление от 08.01.2015г., извършена от Георги Петров Бояджиев, Николай Найденов Хранов, Тони Величков Атанасов

· Комплексна съдебно-счетоводна и икономическа експертиза, по следствено дело № 115/2014г., извършена от Маргарита Иванова Попова, Орлин Илиев Колев, Симеон Ананиев Ананиев

· Допълнителна комплексна съдебно-счетоводна и икономическа експертиза, по следствено дело № 115/2014 г., извършена от Маргарита Иванова Попова, Орлин Илиев Колев, Симеон Ананиев Ананиев

· Справка за всички подадени поръчки през първия ден на проведения смесен закрит аукцион за продажба на държавния дял на капитала на „ЕВН България Електроразпределение” АД на 21.12.2011 г., изготвена от „Българска фондова борса – София” АД

· Справка за платените от „Булброкърс” АД такси за сключените борсови сделки като страна – купувач (по опис, 36 сделки), изготвена от „Българска фондова борса – София” АД

Допълнително предоставени документи:

· Извлечение от договор за приватизация на мажоритарен дял от „Електроразпределение – Пловдив” ЕАД, Агенция по приватизация, 2004 г.

· Стратегия за публично предлагане на „Българска фондова борса - София" АД на пакет от 51612 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД и пакет от 62106 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроснабдяване" АД, ИП „Булброкърс” ЕАД, 23.11.2011 г.

· Анализ за определяне на стойността на предложените за продажба при условията на публично предлагане на „Българска фондова борса - София" АД на 51612 броя акции, представляващи

33% от капитала на „ЕВН България Електроразпределение" АД и 62106 броя акции, представляващи 33% от капитала на „ЕВН България Електроснабдяване"АД, ИП„Булброкърс”ЕАД, 23.11.2011г.

· Протоколно решение 1375/06.12.2011 г. от заседание на изпълнителния съвет, Агенция по приватизация и следприватизационен контрол

· Нареждане към договор РД-03-02/19.07.2011 г., Агенция по приватизация и следприватизационен контрол, 13.12.2011 г.

· Протокол 50 от заседание на Съвета на директорите на „Българска фондова борса – София” АД, 13.12.2011 г.

· Description of the mixed closed auction (Описание на Смесения закрит аукцион), „Българска фондова борса-София” АД, 10.12.2013г.

· ДИРЕКТИВА 2003/71/ЕО НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА от 4 ноември 2003 година относно проспекта, който следва да се публикува, когато публично се предлагат ценни книжа или когато се допускат ценни книжа до търгуване, и за изменение на Директива 2001/34/ЕО (консолидирана версия)

· РЕГЛАМЕНТ (ЕО) № 809/2004 НА КОМИСИЯТА от 29 април 2004 година относно прилагането на Директива 2003/71/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на информацията, съдържаща се в проспектите, както и формата, включването чрез препратка и публикуването на подобни проспекти и разпространяването на реклами(текст от значение за ЕИП), с Приложения I, II, III към РЕГЛАМЕНТ (ЕО) № 809/2004 НА КОМИСИЯТА

ПРИЛОЖЕНИЯ

Заявени поръчки на Смесен закрит аукцион от 21.12.2011

Дата/час	Тип поръчка	Посредник	Цена	Количество	Номер на поръчка	Номер на сделка
10:00:14	Лимитирана	ТБ "Първа Инвестиционна Банка" АД	1452.00	15	8022500	
10:00:17	Лимитирана	ИП "Бета Корп" АД	1373.92	1	8022502	
10:00:32	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1375.07	1500	8022516	
10:01:09	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1401.00	1	8022529	
10:01:15	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1400.07	750	8022532	
10:01:15	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1601.00	1	8022530	20111221001416265
10:01:22	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	2001.00	1	8022533	20111221001416239
10:01:33	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1400.07	750	8022534	
10:01:33	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1410.00	6	8022535	
10:02:19	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1374.01	10	8022539	
10:02:36	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД*	1373.92	7	8022540	
10:02:43	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1450.00	35	8022543	
10:02:57	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1401.00	6	8022558	
10:03:03	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1450.00	48	8022560	
10:03:22	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1428.00	14	8022563	
10:03:53	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1420.00	3	8022568	
10:04:23	Лимитирана	ИП "Елана Трейдинг" АД	1571.00	3	8022573	20111221001416274
10:06:05	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1501.01	5	8022584	
10:06:28	Лимитирана	ИП "Стандарт Инвестмънт" АД	1505.00	5	8022587	
10:06:45	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1485.01	7	8022590	
10:06:59	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1462.01	9	8022593	
10:07:13	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1433.01	16	8022596	
10:07:31	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1415.01	16	8022599	
10:07:56	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1402.01	20	8022603	
10:08:17	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1383.01	33	8022605	
10:08:59	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1501.01	2	8022611	
10:09:39	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1485.01	4	8022618	
10:09:45	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1408.00	1	8022621	
10:09:51	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1462.01	4	8022622	
10:09:51	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1468.00	1	8022623	
10:10:06	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1433.01	6	8022626	
10:10:19	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1415.01	6	8022627	
10:10:32	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1402.01	10	8022628	
10:10:40	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1550.00	15	8022629	20111221001416283
10:11:02	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1550.00	30	8022631	20111221001416284
10:11:15	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1383.01	10	8022632	
10:11:18	Лимитирана	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	1417.00	3	8022633	
10:11:35	Лимитирана	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	1405.00	5	8022634	
10:12:00	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1383.01	12	8022635	
10:12:02	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1400.00	2	8022637	
10:12:02	Лимитирана	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	1461.62	7	8022636	
10:12:16	Лимитирана	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	1493.39	6	8022638	
10:12:29	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1561.00	8	8022639	20111221001416279
10:12:32	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1401.00	6	8022640	
10:12:32	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1561.00	1	8022641	20111221001416280
10:12:41	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1511.00	10	8022642	
10:12:45	Лимитирана	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	1543.73	13	8022643	
10:12:49	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1511.00	2	8022644	
10:12:55	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1461.00	12	8022645	
10:13:02	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1461.00	3	8022646	
10:13:32	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1421.00	14	8022647	
10:13:36	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1421.00	6	8022648	
10:14:11	Лимитирана	ИП "Фаворит" АД	1560.00	6	8022649	20111221001416281
10:16:38	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1525.80	5	8022650	
10:16:52	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1581.21	5	8022651	20111221001416272
10:17:00	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1439.75	5	8022652	
10:18:26	Лимитирана	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	1405.00	9	8022653	
10:18:29	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1411.11	11	8022654	
10:19:11	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1421.00	10	8022655	
10:19:16	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД*	1690.00	11	8022656	20111221001416243
10:19:27	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД*	1675.00	11	8022657	20111221001416255
10:19:58	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1451.00	5	8022658	
10:20:27	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1471.12	5	8022661	
10:20:46	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1481.21	5	8022662	
10:21:06	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1491.11	5	8022663	
10:21:22	Лимитирана	ИП "ТиБиАй Инвест" ЕАД	1374.01	2	8022664	
10:21:49	Лимитирана	ИП "ТиБиАй Инвест" ЕАД	1374.01	2	8022666	
10:22:13	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1511.22	5	8022670	
10:22:41	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1391.51	15	8022678	
10:25:24	Лимитирана	ИП "ЮГ Маркет" АД	1391.51	10	8022679	

Дата/час	Тип поръчка	Посредник	Цена	Количество	Номер на поръчка	Номер на сделка
10:38:39	Лимитирана	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	1461.62	5	8022681	
10:44:09	Лимитирана	ТБ "Обединена Българска Банка" АД	1400.00	50	8022704	
10:44:24	Лимитирана	ИП "БГ ПроИнвест" АД	1374.00	1	8022706	
10:44:42	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1380.00	2	8022707	
10:44:46	Лимитирана	ТБ "Обединена Българска Банка" АД	1400.00	15	8022708	
10:44:51	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1400.00	5	8022709	
10:44:54	Лимитирана	ИП "Елана Трейдинг" АД	1401.00	5	8022710	
10:44:57	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1450.00	5	8022711	
10:45:09	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1500.00	2	8022712	
10:45:53	Лимитирана	ИП "Елана Трейдинг" АД	1401.00	5	8022714	
10:46:02	Лимитирана	ИП "БГ ПроИнвест" АД	1374.01	1	8022715	
10:48:13	Лимитирана	ИП "Карол" АД	1400.00	2	8022723	
10:50:06	Лимитирана	ИП "Евро - Финанс" АД	1647.00	1	8022729	20111221001416258
10:50:22	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1375.05	46	8022730	
10:51:08	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1375.05	50	8022731	
10:51:10	Лимитирана	ИП "Евро - Финанс" АД	1748.00	1	8022732	20111221001416242
10:51:36	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1402.00	30	8022733	
10:54:37	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1420.07	750	8022736	
10:55:02	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1435.07	1313	8022737	
10:55:21	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1520.07	1125	8022738	
10:55:31	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1420.07	750	8022739	
10:55:36	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1459.07	1125	8022740	
10:55:47	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1435.07	1312	8022741	
10:55:56	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1570.07	750	8022742	20111221001416275
10:56:01	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1501.07	563	8022743	
10:56:03	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1459.07	1125	8022744	
10:56:17	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1501.07	562	8022745	
10:56:36	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1520.07	1125	8022746	
10:56:36	Лимитирана	ИП "Капман" АД	1590.07	375	8022747	20111221001416269
10:56:38	Лимитирана	ИП "Стандарт Инвестмънт" АД	1835.00	5	8022748	
10:56:39	Лимитирана	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	1455.00	5	8022749	
10:56:41	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1520.07	1125	8022750	
10:56:46	Лимитирана	ИП "Фико Инвест" ООД	1420.00	10	8022751	
10:56:56	Лимитирана	ИП "Стандарт Инвестмънт" АД	1835.00	6	8022752	20111221001416241
10:57:00	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1570.07	750	8022753	20111221001416276
10:57:12	Лимитирана	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	1590.07	375	8022755	20111221001416270
10:58:06	Лимитирана	ТБ "Инвестбанк" АД	1375.00	1	8022762	
10:58:16	Лимитирана	ТБ "Инвестбанк" АД	1401.18	1	8022763	
10:58:22	Лимитирана	ИП "Фико Инвест" ООД	1600.00	10	8022764	20111221001416266
10:58:24	Лимитирана	ТБ "Инвестбанк" АД	1423.96	1	8022765	
10:39:21	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1504.28	212	8022682	
10:39:34	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1511.43	500	8022683	
10:39:42	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1518.59	500	8022684	
10:39:51	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1525.74	500	8022685	
10:39:59	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1532.89	500	8022686	
10:40:10	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1540.05	600	8022687	
10:40:20	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1547.20	700	8022688	
10:40:36	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1554.35	750	8022689	20111221001416282
10:41:35	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1561.51	1000	8022690	20111221001416278
10:41:46	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1568.66	1000	8022691	20111221001416277
10:41:55	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1575.81	1000	8022692	20111221001416273
10:42:05	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1582.97	1000	8022693	20111221001416271
10:42:13	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1590.12	1000	8022694	20111221001416268
10:42:36	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1597.27	2500	8022695	20111221001416267
10:42:52	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1605.30	3000	8022697	20111221001416264
10:43:03	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1613.37	3500	8022698	20111221001416263
10:43:15	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1621.47	4000	8022699	20111221001416262
10:43:26	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1629.62	4500	8022700	20111221001416261
10:43:41	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1637.77	4000	8022701	20111221001416260
10:43:52	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1645.96	3500	8022702	20111221001416259
10:44:03	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1654.19	3000	8022703	20111221001416257
10:44:16	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1662.46	2500	8022705	20111221001416256
10:47:16	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.08	2500	8022716	20111221001416254
10:47:26	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.09	2250	8022717	20111221001416253
10:47:38	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.10	1850	8022718	20111221001416252
10:47:46	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.11	1490	8022719	20111221001416251
10:47:54	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.12	1170	8022720	20111221001416250
10:48:04	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.13	890	8022721	20111221001416249
10:48:11	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.14	650	8022722	20111221001416248
10:48:19	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.15	450	8022724	20111221001416247
10:48:28	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.16	290	8022725	20111221001416246
10:48:37	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.17	170	8022726	20111221001416245
10:48:46	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	1679.18	120	8022727	20111221001416244
10:48:57	Лимитирана	ИП "Булброкърс" АД	2000.00	20	8022728	20111221001416240
10:00:11	Пазарна	ИП "Статус Инвест" АД	0.00	5000	8022496	20111221001416285
10:00:13	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022498	20111221001416286

Дата/час	Тип поръчка	Посредник	Цена	Количество	Номер на поръчка	Номер на сделка
10:00:14	Пазарна	ИП "Капман" АД	0.00	24000	8022499	20111221001416287
10:00:16	Пазарна	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	0.00	3000	8022501	20111221001416288
10:00:17	Пазарна	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	0.00	10000	8022503	20111221001416289
10:00:19	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022505	20111221001416290
10:00:24	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022508	20111221001416291
10:00:24	Пазарна	ИП "Капман" АД	0.00	5000	8022509	20111221001416292
10:00:26	Пазарна	ИП "ЮГ Маркет" АД	0.00	20000	8022510	20111221001416293
10:00:29	Пазарна	ТБ "УниКредит Булбанк" АД	0.00	310000	8022511	20111221001416294
10:00:30	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022512	20111221001416295
10:00:31	Пазарна	ИП "София Интернешънъл Секюритиз" АД	0.00	50000	8022513	20111221001416296
10:00:31	Пазарна	ИП "ЮГ Маркет" АД	0.00	5000	8022514	20111221001416297
10:00:32	Пазарна	ИП "Капман" АД	0.00	20000	8022515	20111221001416298
10:00:35	Пазарна	ИП "ЮГ Маркет" АД	0.00	20000	8022517	20111221001416299
10:00:38	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022518	20111221001416300
10:00:39	Пазарна	ИП "Капман" АД	0.00	30000	8022519	20111221001416301
10:00:40	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	4500	8022520	20111221001416302
10:00:41	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022522	20111221001416303
10:00:44	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022523	20111221001416304
10:00:46	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022524	20111221001416305
10:00:48	Пазарна	ИП "Капман" АД	0.00	20000	8022525	20111221001416306
10:00:51	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	2000	8022526	20111221001416307
10:01:07	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	4000	8022528	20111221001416308
10:01:52	Пазарна	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	0.00	0	8022537	
10:02:02	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	5000	8022538	20111221001416309
10:02:37	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022541	20111221001416310
10:02:42	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022542	20111221001416311
10:02:44	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022544	20111221001416312
10:02:45	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022545	20111221001416313
10:02:46	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022546	20111221001416314
10:02:47	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022547	20111221001416315
10:02:48	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022548	20111221001416316
10:02:49	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022549	20111221001416317
10:02:50	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022550	20111221001416318
10:02:51	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022551	20111221001416319
10:02:53	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022552	20111221001416320
10:02:53	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022554	20111221001416321
10:02:55	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022555	20111221001416322
10:02:56	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022556	20111221001416323
10:02:57	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022557	20111221001416324
10:02:58	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	2000	8022559	20111221001416325
10:03:03	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	30000	8022561	20111221001416326
10:03:33	Пазарна	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	0.00	9000	8022565	20111221001416327
10:03:35	Пазарна	ИП "Елана Трейдинг" АД	0.00	10069	8022566	20111221001416328
10:04:05	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	11400	8022571	20111221001416329
10:04:48	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	20000	8022577	20111221001416330
10:04:55	Пазарна	ИП "БенчМарк Финанс" АД	0.00	30000	8022579	20111221001416331
10:06:15	Пазарна	ИП "Бета Корп" АД	0.00	5000	8022585	20111221001416332
10:06:45	Пазарна	ИП "Стандарт Инвестмънт" АД	0.00	7500	8022591	20111221001416333
10:07:11	Пазарна	ИП "Капман" АД	0.00	20000	8022595	20111221001416334
10:20:19	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	1500	8022659	
10:20:20	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	1500	8022660	
10:22:05	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	5000	8022667	20111221001416335
10:22:07	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	5000	8022668	20111221001416336
10:22:13	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	10000	8022669	20111221001416337
10:22:14	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	10000	8022671	20111221001416338
10:22:15	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	10000	8022672	20111221001416339
10:22:17	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	10000	8022673	20111221001416340
10:22:21	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	10000	8022674	20111221001416341
10:22:22	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	10000	8022675	20111221001416342
10:22:29	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	5000	8022676	20111221001416343
10:22:31	Пазарна	ИП "Фаворит" АД	0.00	5000	8022677	20111221001416344
10:42:39	Пазарна	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	0.00	0	8022696	
10:45:17	Пазарна	ИП "Карол" АД	0.00	5000	8022713	20111221001416345
10:52:05	Пазарна	ИП "Първа Финансова Брокерска Къща" ООД	0.00	100000	8022734	20111221001416346
10:53:10	Пазарна	ИП "Капман" АД	0.00	22000	8022735	20111221001416347
10:57:05	Пазарна	ИП "Фико Инвест" ООД	0.00	2100	8022754	20111221001416348
10:57:14	Пазарна	ИП "Фико Инвест" ООД	0.00	2000	8022756	20111221001416349
10:57:16	Пазарна	ИП "Фико Инвест" ООД	0.00	2000	8022757	20111221001416350
10:57:18	Пазарна	ИП "Фико Инвест" ООД	0.00	2000	8022758	20111221001416351
10:57:21	Пазарна	ИП "Фико Инвест" ООД	0.00	2000	8022759	20111221001416352
10:57:37	Пазарна	ИП "Фико Инвест" ООД	0.00	1785	8022760	20111221001416353
10:57:53	Пазарна	ИП "Фико Инвест" ООД	0.00	1600	8022761	

Сводирани данни за приватизационни сделки за изследваните държави.[15]

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
1989	Magyar Hirlap Konyv - Es Lapkiado	Hungary	Manufacturing	40	0.786	PS
1989	Henkel Zlatorog	Slovenia	Manufacturing	51	23.2	PS
1990	Tungsram Co Ltd	Hungary	Manufacturing	49	150	PS
1990	Ibusz Bank	Hungary	Finance & Real Estate Industry	36	18	PO
1990	Phoenix	Hungary	Manufacturing	NA	2	PO
1990	PHZ Universal SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	66	14.1	PO
1990	Slaska Fabryka Kabli SA	Poland	Manufacturing	93	40.4	PS
1991	Sklo Union-Sklo Flat (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	40	48	PS
1991	Skoda Automobilovy Koncern (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	31	326.9	PS
1991	Pragocement	Czech Republic	Manufacturing	40	17.968	PS
1991	Rakona (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	100	19.998	PS
1991	Ceva Prachovice (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	30	23.583	PS
1991	Avia Praha (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	NA	230.002	PS
1991	Revai Obuda Nyomda	Hungary	Manufacturing	57	4.443	PS
1991	Hajdusagi Cukorgyar	Hungary	Manufacturing	30.34	18.999	PS
1991	Intercsokolade Ltd	Hungary	Manufacturing	97	38	PS
1991	BVK	Hungary	Manufacturing	10	14.997	PS
1991	Hungarian Pestvideki Machine	Hungary	Manufacturing	85.5	29.135	PS
1991	Styl Rukaryar	Hungary	Finance & Real Estate Industry	45	6.5	PO
1991	Csemege Trading Co	Hungary	Trade Industry	51	33.07	PS
1991	Magyar Nemzet	Hungary	Manufacturing	49	0.905	PS
1991	KMV	Hungary	Trade Industry	51	0.681	PS
1991	Ikarus Vehicle Manfr	Hungary	Manufacturing	30.4	49.904	PS
1991	Dunavecse	Hungary	Manufacturing	100	0.595	PS
1991	Prochnik Textiles	Poland	Manufacturing	80	4.3	PO
1991	Tonsil SA	Poland	Manufacturing	50	4.3	PO
1991	Krosno	Poland	Manufacturing	70	36.225	PS
1991	Fabryka Maszyn Papierniczynch	Poland	Manufacturing	80	7	PS
1991	Poland-Zycie Warszawy	Poland	Manufacturing	100	4.32	PS
1991	Bistona	Poland	Manufacturing	100	0.003	PS
1991	Swarzedz	Poland	Manufacturing	95	10.3	PO
1991	Wolczanka SA	Poland	Manufacturing	64	4.2	PO
1991	Pollena Bydgoszcz	Poland	Manufacturing	80	20	PS
1991	Zaklady Piwowarskie w Zywcu SA	Poland	Manufacturing	77	13.6	PO
1991	Wedel	Poland	Manufacturing	40	24.01	PO
1991	Pollena Raciborz	Poland	Manufacturing	80	17.214	PS
1991	Okocimskie Zaklady Piwowarskie SA	Poland	Manufacturing	62.96	10.8	PO
1991	Zywiec	Poland	Manufacturing	100	23.7	PS
1991	Polkolor	Poland	Manufacturing	51	35.7	PS
1991	Revoz	Slovenia	Manufacturing	54	54	PS
1992	Cokoladovny (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	43	126.998	PS
1992	Cement Hranice (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	70	62	PS
1992	Skoda KP Plzen-Locomotive Mnfr (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	31	274.7	PS
1992	Zivnostenska Banka AS (Czechoslovakia)	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	52	28.3	PS
1992	Velkolom Certovy Schody (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	49	12.349	PS
1992	Kralovodvorska Cementarna (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	40	17.968	PS
1992	Tabak Kutna Hora	Czech Republic	Manufacturing	30	104.511	PS
1992	Maj (Czechoslavakia)	Czech Republic	Trade Industry	76	11.8	PS
1992	Stavby Siknic Zelenic AS (Czechoslovakia)	Czech Republic	Construction	50	21.697	PS
1992	Cihelny Dolni Jircany AS (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	45.7	4.849	PS
1992	Czechoslovak Airlines (Czechoslovakia)	Czech Republic	Transportation Industry	40	60	PS
1992	Jihoceske Papirny (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	40	34.999	PS
1992	Energy & Environmental (Czechoslovakia)	Czech Republic	Manufacturing	80	3.501	PS
1992	Dunaferr Danube	Hungary	Manufacturing	31	19.811	PS
1992	Investor RT	Hungary	Finance & Real Estate Industry	60	33.608	PS
1992	Novenyolajipari	Hungary	Manufacturing	100	100.231	PS
1992	Pecsi Dohanygyar	Hungary	Manufacturing	NA	36.197	PS
1992	Allami Biztosito	Hungary	Finance & Real Estate Industry	75	53.202	PS
1992	Kner Printing Co PLC	Hungary	Manufacturing	85	19.999	PS
1992	Ofotert	Hungary	Trade Industry	51	15.613	PS
1992	Kanizsa Sorgyar	Hungary	Manufacturing	100	3.08	PS
1992	Kofem Kft	Hungary	Manufacturing	50.1	51.236	PS
1992	Alfa Trading Rt	Hungary	Trade Industry	75	18	PS
1992	Pick Szeged Rt	Hungary	Manufacturing	46.3	12.1	PO
1992	Danubius Hotels Rt	Hungary	Services Industry	32.3	24.4	PO
1992	Dunaferr Danube	Hungary	Manufacturing	50	11.727	PS
1992	LOT-17 Soviet Aircraft	Poland	Transportation Industry	100	15	PS
1992	Elektrim SA	Poland	Utilities	59	464	PO
1992	Alima SA	Poland	Manufacturing	60	11.264	PS

[15] Данните са сводирани от Privatization barometer и Mergermarket.

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
1992	Mostostal Warszawa SA	Poland	Construction	41	4.4	PO
1992	Elta Sp z OO	Poland	Manufacturing	51	10.4	PS
1992	Pomorskie Fabryka Mebli SA	Poland	Manufacturing	80	2.493	PS
1992	CPC Amino Sp. Z OO	Poland	Manufacturing	80	8.8	PS
1992	Bank Rozwoju Eksportu	Poland	Finance & Real Estate Industry	47.5	11.3	PO
1992	Fabryka Papieru Malta Decor SA	Poland	Manufacturing	100	1.6	PS
1992	Zaklady Celulozowo Papiernicze	Poland	Manufacturing	80	120	PS
1992	Cieszyn Zaklady Kartoniarskie	Poland	Manufacturing	80	0.362	PS
1992	FSM	Poland	Manufacturing	90	1150	PS
1992	PWN	Poland	Manufacturing	50	1	PS
1992	Chifa	Poland	Manufacturing	80	13.95	PS
1992	Telfa	Poland	Manufacturing	80	28	PS
1992	Wizamet SA	Poland	Manufacturing	80	1.5	PS
1992	Hirocem	Slovakia	Manufacturing	13.7	17.42	PS
1992	Slovak International Tabak as	Slovakia	Manufacturing	11	13.65	PS
1992	Carpathia sro	Slovakia	Manufacturing	90	8.206	PS
1992	Messer Slovenija	Slovenia	Manufacturing	91	17.7	PS
1992	Tobacna Tovarna Ljubljana	Slovenia	Manufacturing	76.5	69	PS
1992	Papirnica Kolicevo	Slovenia	Manufacturing	76	77	PS
1992	Iskratel	Slovenia	Telecommunications	48	15.8	PS
1993	Poldi Kladno Steel Works	Czech Republic	Manufacturing	66	62.7	PS
1993	Skoda KP Plzen	Czech Republic	Manufacturing	20	19.325	PS
1993	Likerka Plzen Bozkov	Czech Republic	Manufacturing	51	8.06	PS
1993	Autopal	Czech Republic	Manufacturing	100	100	PS
1993	Fejertej	Hungary	Manufacturing	60	7.646	PS
1993	Omker Rt	Hungary	Trade Industry	51	11	PS
1993	Eszakdunantuli Gazszolg	Hungary	Utilities	100	26.179	PS
1993	Duna Intercontinental	Hungary	Services Industry	100	53.101	PS
1993	Unicum Likoripari es Kereskedelimi	Hungary	Manufacturing	25	13	PO
1993	Chinoin Pharmaceutical	Hungary	Manufacturing	11	25	PS
1993	Nyiregyhazi Dohanyfermentalo	Hungary	Manufacturing	76	22.634	PS
1993	Herend Porcelamanufaktura Rt	Hungary	Manufacturing	75	12.605	PS
1993	Magyor Hajozasi	Hungary	Transportation Industry	100	2.6	PS
1993	Pannonia Sorgyar	Hungary	Manufacturing	50.1	13.495	PS
1993	Kobanyai Sorgyar	Hungary	Manufacturing	80	90	PS
1993	Primagaz	Hungary	Trade Industry	10.05	3.04	PO
1993	Dunantuli Koolajipari Gepgyar	Hungary	Manufacturing	51	6.219	PS
1993	Pannonia Hotels	Hungary	Services Industry	51	57	PS
1993	Globus Rt	Hungary	Manufacturing	100	10	PO
1993	Magyar Kabel Muvek Rt	Hungary	Manufacturing	50.3	32.675	PS
1993	Budapesti Tejipari	Hungary	Manufacturing	100	9.222	PS
1993	Kaunas State Confectionary	Lithuania	Manufacturing	67	3	PS
1993	Klapeida State Tobacco	Lithuania	Manufacturing	55	12.5	PS
1993	Elektra	Lithuania	Utilities	100	10	PS
1993	Fakop	Poland	Manufacturing	80	8	PS
1993	Zaklady Wyrobow Sanitarnych	Poland	Manufacturing	80	9.209	PS
1993	Pollena SA	Poland	Manufacturing	80	3.876	PS
1993	Telkon-Teletra SA	Poland	Manufacturing	80	37.3	PS
1993	Olza SA	Poland	Manufacturing	80	5	PS
1993	Pollena Nowy Dwor	Poland	Manufacturing	80	5.449	PS
1993	Wielkopolski Bank Kredytowy	Poland	Finance & Real Estate Industry	47.2	19.7	PO
1993	Polifarb Cieszyn SA	Poland	Manufacturing	80	13.9	PO
1993	Skawina Koncentraty Spozywcze	Poland	Manufacturing	80	28.4	PS
1993	ZPO Vistula	Poland	Manufacturing	65	5.4	PO
1993	Sokolowskie Zaklady Miesne SA	Poland	Manufacturing	60	7.2	PO
1993	Mielec Pszczyna Polgaz	Poland	Petroleum Industry	70	15.822	PS
1993	Bydgoska Fabryka Kabli	Poland	Manufacturing	100	16.8	PS
1993	Zwut SA - Elwro SA	Poland	Manufacturing	80	38.5	PS
1993	LECH Browary Wielkopolski SA	Poland	Manufacturing	60	10.2	PS
1993	Kostryzynskie Zaklady Papierni	Poland	Manufacturing	80	9.202	PS
1993	Zaklady Miesne Pozmeat w Poznaniu SA	Poland	Manufacturing	55	2.421	PS
1993	Opolwap SA	Poland	Manufacturing	51	2.555	PS
1993	Bank Slaski SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	56	141	PO
1993	ZCW Gorazdze	Poland	Manufacturing	30	21.9	PS
1993	SZPT	Poland	Manufacturing	70	25	PS
1993	Strzelce Opolskie	Poland	Manufacturing	42	30.7	PS
1993	Slovak International Tabak as	Slovakia	Manufacturing	69	53.246	PS
1993	Juhocukor	Slovakia	Manufacturing	51	3.31	PS
1993	Hirocem	Slovakia	Manufacturing	1.82	0.24	PS
1993	Kolektor Idrija	Slovenia	Manufacturing	51	17.3	PS
1993	ETA Cerkno	Slovenia	Manufacturing	72	32	PS
1993	Papirnica Vevce	Slovenia	Manufacturing	51	45	PS
1993	Novoterm	Slovenia	Trade Industry	80	25	PS
1994	Karosa	Czech Republic	Manufacturing	34	8.1	PS
1994	Elitex Usti nad Oclici	Czech Republic	Manufacturing	90	3.377	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
1994	Energeticke Centrum Kladno AS	Czech Republic	Utilities	66	184.998	PS
1994	Karosa	Czech Republic	Manufacturing	17	6.82	PS
1994	Plzenske Prazdroj	Czech Republic	Manufacturing	100	29.772	PS
1994	Lira	Czech Republic	Manufacturing	51	1.801	PS
1994	Tesla VUST	Czech Republic	Services Industry	100	8.525	PS
1994	Galena as	Czech Republic	Manufacturing	60	12	PS
1994	Moravske Elektrotechnicke	Czech Republic	Manufacturing	100	50.716	PS
1994	MEZ-Michalovske Elektrotechnik	Czech Republic	Manufacturing	100	34.223	PS
1994	Keramicke Zavody	Czech Republic	Manufacturing	100	24.9	PS
1994	Hotel Viru RAS	Estonia	Services Industry	100	7.5	PS
1994	Herz	Hungary	Manufacturing	100	8.78	PS
1994	Budapest Kozert RT	Hungary	Trade Industry	50.1	11.719	PS
1994	Pannonplast Group	Hungary	Manufacturing	28.46	10.5	PO
1994	Graboplast Textiles Muborgyarto Rt	Hungary	Manufacturing	NA	15.03	PO
1994	Magyar Kulkereskedelmi Bank	Hungary	Finance & Real Estate Industry	41.71	57.907	PS
1994	Egis Gyogyszergyar Rt	Hungary	Manufacturing	35	54.01	PO
1994	Richter Gedeon Rt	Hungary	Manufacturing	24.4	68.5	PO
1994	Global TH Befektetesi es Kereskedelmi Rt.	Hungary	Trade Industry	51	19.187	PS
1994	Lattelekom	Latvia	Telecommunications	49	160	PS
1994	Goplana	Poland	Manufacturing	47	43	PS
1994	Rafako Industrial Boiler Mfn	Poland	Manufacturing	25	20.7	PO
1994	ZPC San SA	Poland	Manufacturing	80	28.325	PS
1994	Pudliszki	Poland	Manufacturing	51	2.565	PS
1994	Indukta SA	Poland	Manufacturing	80	3.326	PS
1994	ELWO Sp zoo	Poland	Manufacturing	55	1.782	PS
1994	Jelfa SA	Poland	Manufacturing	70	22.4	PO
1994	Polifarb Wroclaw	Poland	Manufacturing	84	31.4	PO
1994	Pakpol SA	Poland	Services Industry	80	4.198	PS
1994	Polam-Szczecinek SA	Poland	Manufacturing	80	27	PS
1994	Wroclawskie Przedsiebiorstwo	Poland	Manufacturing	100	3.226	PS
1994	Telzas Ltd	Poland	Manufacturing	80	1.859	PS
1994	Elektromontaz Wroclaw SA	Poland	Manufacturing	75	0.313	PS
1994	Torpo SA	Poland	Manufacturing	100	3.02	PS
1994	Agros Holding SA	Poland	Manufacturing	14.5	15.8	PO
1994	Rolimpex SA	Poland	Trade Industry	45.55	10.6	PO
1994	Stalexport SA	Poland	Manufacturing	60	74	PO
1994	Hydrobudowa SA	Poland	Construction	80	8	PS
1994	Elester SA	Poland	Manufacturing	75	1.72	PS
1994	Centra	Poland	Manufacturing	95	11.395	PS
1994	TC Debica	Poland	Manufacturing	48.7	56	PO
1994	Huta Szkla Jaroslaw SA	Poland	Manufacturing	36	2.669	PS
1994	Bytom SA	Poland	Manufacturing	35	4.2	PO
1994	NZPT-Brzeg SA	Poland	Manufacturing	55	19	PS
1994	Bank BPH	Poland	Finance & Real Estate Industry	57	148	PO
1994	Warka Breweries Ltd	Poland	Manufacturing	100	2.7	PS
1994	Polfa Kutno	Poland	Manufacturing	21.1	7.4	PO
1994	Okocim	Poland	Manufacturing	25	20	PS
1994	Slovakofarma	Slovakia	Manufacturing	78.08	48.8	PS
1994	Makyta	Slovakia	Manufacturing	100	25.6	PS
1994	Inzinierska a Koordinacna	Slovakia	Construction	100	0.963	PS
1994	Pratex	Slovakia	Manufacturing	51	13.289	PS
1994	Prirodne	Slovakia	Services Industry	70	1.926	PS
1994	Zapodoslovensky Zdrosl	Slovakia	Trade Industry	100	0.096	PS
1994	Izomat	Slovakia	Manufacturing	51	6.613	PS
1994	Topvar Topol'cany	Slovakia	Manufacturing	100	17.6	PS
1994	Matador	Slovakia	Manufacturing	100	50	PS
1994	Chemosvit	Slovakia	Manufacturing	100	63.4	PS
1994	IBP Zalec	Slovenia	Manufacturing	NA	3.75	PS
1995	Wimpey Severokamen	Czech Republic	Natural Resources	35	3.096	PS
1995	Motorlet Praha AS	Czech Republic	Manufacturing	66	19.1	PS
1995	ScVK	Czech Republic	Utilities	24.3	8.705	PS
1995	Avia Praha	Czech Republic	Manufacturing	NA	6.894	PS
1995	Chodos Chodov	Czech Republic	Manufacturing	100	7.696	PS
1995	LIAZ	Czech Republic	Manufacturing	52.4	7.696	PS
1995	TRZ	Czech Republic	Manufacturing	50.9	100	PS
1995	Na Holmoce	Czech Republic	Services Industry	100	38	PS
1995	Unipetrol	Czech Republic	Petroleum Industry	37	149	PS
1995	Cesky Telecom AS	Czech Republic	Telecommunications	27	1320	PS
1995	Kreenholmi Manufaktuur	Estonia	Manufacturing	75.5	16.907	PS
1995	Eesti Gaas AS	Estonia	Utilities	14.69	5.619	PS
1995	Balti Manufaktuur RE	Estonia	Manufacturing	100	2.255	PS
1995	Tartu Olletehas	Estonia	Manufacturing	100	2.345	PS
1995	Baltiyets	Estonia	Manufacturing	100	1.5	PS
1995	Repcelaki Sajtgyar	Hungary	Manufacturing	59.62	6.129	PS
1995	Gyortej Rt	Hungary	Manufacturing	75	13.407	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
1995	Spiral Auto Rt	Hungary	Services Industry	85.59	1.478	PS
1995	Soproni Szonyeggyar RT	Hungary	Manufacturing	89.2	5.282	PS
1995	Csepeli Transzformatorgyar Rt	Hungary	Manufacturing	87.2	1.862	PS
1995	Pietra Rt.	Hungary	Manufacturing	100	2.85	PS
1995	Expressz	Hungary	Manufacturing	100	16.626	PS
1995	Deltuzep Rt	Hungary	Trade Industry	81.49	5.971	PS
1995	Budapest Tuzep Rt	Hungary	Trade Industry	100	7.51	PS
1995	OTP Bank Rt	Hungary	Finance & Real Estate Industry	33.43	75.5	PO
1995	Hajdutej Dairy	Hungary	Agriculture Industry	77.05	8	PO
1995	MAV Dombovar Railway Truck	Hungary	Transportation Industry	69.5	1.262	PS
1995	GYSEV	Hungary	Transportation Industry	25	5.97	PS
1995	Szabad Fold Rt	Hungary	Manufacturing	51	3.905	PS
1995	Hungary-MA1 NAP	Hungary	Manufacturing	100	1	PS
1995	Zsolnay Porcelangyar	Hungary	Manufacturing	84.3	2.633	PS
1995	Siesta Sabaria	Hungary	Manufacturing	95.58	2.219	PS
1995	Richter Gedeon Rt	Hungary	Manufacturing	18.9	59	PO
1995	Biogal Pharmaceuticals Co	Hungary	Manufacturing	78	25.993	PS
1995	Debreceni Hus Rt	Hungary	Manufacturing	NA	5.617	PS
1995	Matrai Eromu Rt	Hungary	Utilities	38.09	73.13	PS
1995	Dedasz	Hungary	Utilities	47.25	108	PS
1995	Titasz	Hungary	Utilities	49.23	132	PS
1995	Dunamenti Eromu Rt	Hungary	Utilities	48.76	141.096	PS
1995	Emasz	Hungary	Utilities	48.81	163.999	PS
1995	Elmu Rt	Hungary	Utilities	46.15	360.6	PS
1995	Magyar Viscosa Rt	Hungary	Manufacturing	95	17.868	PS
1995	Egaz	Hungary	Utilities	50	76.997	PS
1995	Fogaz	Hungary	Utilities	39	128.404	PS
1995	Budapest Bank Rt.	Hungary	Finance & Real Estate Industry	59.8	86.999	PS
1995	Demasz Rt.	Hungary	Utilities	47.71	255	PS
1995	Edasz	Hungary	Utilities	47.6	194.2	PS
1995	Latvian Air - Jurmala Sanatorium	Latvia	Services Industry	100	5	PS
1995	Jekabpils Oil Base-Container	Latvia	Trade Industry	100	0.021	PS
1995	Liepaja Oil Base-Gas Station	Latvia	Trade Industry	100	0.067	PS
1995	Riga Lighting Equipment Plant	Latvia	Manufacturing	51	0.472	PS
1995	Daugavpils Pievadkezu Rupnica	Latvia	Manufacturing	30	17.74	PO
1995	Kalija Parks	Latvia	Transportation Industry	100	8.069	PS
1995	Latvian Universal Bank	Latvia	Finance & Real Estate Industry	38.3	57.52	PO
1995	Vilnius Vista	Lithuania	Manufacturing	96.8	2.375	PS
1995	Audejas	Lithuania	Manufacturing	100	1.99	PS
1995	Akemes Cementa	Lithuania	Manufacturing	39.8	9.9	PS
1995	Bank BPH	Poland	Finance & Real Estate Industry	6.3	102	PS
1995	Polski Bank Rozwoju SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	16.6	17.8	PO
1995	Zaklady Samochodowe Jelcz	Poland	Manufacturing	51	5.086	PS
1995	Energomontaz Polnoc SA	Poland	Construction	75	3.221	PS
1995	Elektromontaz Poludnie SA	Poland	Manufacturing	75	1.347	PS
1995	Gorazdze SA	Poland	Manufacturing	26.1	24.3	PO
1995	Pollena-Uroda SA	Poland	Manufacturing	75	7.946	PS
1995	ZPC Hanka	Poland	Manufacturing	75	3.495	PS
1995	Kieleckie Zaklady-Papiernicze	Poland	Manufacturing	75	15	PS
1995	Kujawy SA	Poland	Manufacturing	75	46.001	PS
1995	Korgaz	Poland	Utilities	49	7.9	PS
1995	Zaklady Koncentratow Spozywczych	Poland	Manufacturing	55	74.956	PS
1995	Krosno	Poland	Manufacturing	11.3	6.4	PO
1995	Gdanska Centrala Materialow	Poland	Trade Industry	100	1.474	PS
1995	Polgraph SA	Poland	Manufacturing	75	11.509	PS
1995	Brabork	Poland	Manufacturing	85	24.996	PS
1995	Polmozbyt Lublin Sp zoo	Poland	Trade Industry	75	3.001	PS
1995	Cementownia Ozarow SA	Poland	Manufacturing	75	57.655	PS
1995	Przedsiebiorstwo Wyrobow	Poland	Manufacturing	65	88	PS
1995	Huta Olawa SA	Poland	Manufacturing	75	4.6	PO
1995	Zaklady Metali Lekkich Kety SA	Poland	Manufacturing	48.2	25.3	PO
1995	Bank Gdanski SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	62.7	122.4	PO
1995	Polam Farel	Poland	Manufacturing	60	0.065	PS
1995	Lubelska Fabryka Maszyn	Poland	Manufacturing	70	4.247	PS
1995	ZCW Gorazdze	Poland	Manufacturing	26.1	24.5	PO
1995	Stomil Olsztyn	Poland	Manufacturing	16.8	26.7	PO
1995	VSZ	Slovakia	Manufacturing	10	11.07	PS
1995	Doprastav	Slovakia	Construction	51	10.8	PS
1995	Benzinol	Slovakia	Petroleum Industry	51	43.7	PS
1995	Sandrik	Slovakia	Manufacturing	67	0.353	PS
1995	Grafobal	Slovakia	Manufacturing	12.18	1.609	PS
1995	Masovy priemysel	Slovakia	Trade Industry	100	1.122	PS
1995	Nakladna Automobilova Doprava	Slovakia	Transportation Industry	100	0.686	PS
1995	Chemes	Slovakia	Utilities	50.7	5.05	PS
1995	Data-Zdroj	Slovakia	Finance & Real Estate Industry	51	2.059	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
1995	GeLiMa	Slovakia	Manufacturing	67	10.5	PS
1995	Hirocem	Slovakia	Manufacturing	9.18	14.54	PS
1995	Sevt	Slovakia	Trade Industry	62	0.618	PS
1995	Hirocem	Slovakia	Manufacturing	7.44	3.36	PS
1995	VSZ	Slovakia	Manufacturing	15.27	16.91	PS
1995	Slovnaft AS	Slovakia	Petroleum Industry	39	33.66	PS
1995	Duslo	Slovakia	Manufacturing	67	13.46	PS
1995	Nabytok Presov	Slovakia	Manufacturing	67	5.49	PS
1995	Petrochema	Slovakia	Petroleum Industry	100	21.9	PS
1995	Cementaren Turna	Slovakia	Manufacturing	58	8.5	PS
1995	Priemstav	Slovakia	Construction	100	18.4	PS
1995	Malokarpatsky Vinarsky Podnik	Slovakia	Manufacturing	100	15.4	PS
1995	Lykove Textline	Slovakia	Manufacturing	100	19.5	PS
1995	Radenska	Slovenia	Manufacturing	34	70	PS
1995	Mercator	Slovenia	Trade Industry	60	81	PS
1996	Ceska Rafinerska AS	Czech Republic	Petroleum Industry	49	172.993	PS
1996	Lovochemie	Czech Republic	Manufacturing	51	18.391	PS
1996	Zelezarny Hradek	Czech Republic	Manufacturing	NA	163.404	PS
1996	Precheza	Czech Republic	Manufacturing	53.5	21.16	PS
1996	LPG Filling	Czech Republic	Petroleum Industry	100	7.6	PS
1996	Pal Praha	Czech Republic	Manufacturing	100	7.704	PS
1996	Milpa Pardubice	Czech Republic	Agriculture Industry	65.16	1.476	PS
1996	Eesti Kindlustus	Estonia	Finance & Real Estate Industry	100	4.519	PS
1996	Esoil	Estonia	Petroleum Industry	100	14.824	PS
1996	Estonia Air	Estonia	Transportation Industry	66	4.9	PS
1996	Magyar Tavkozlesi Rt	Hungary	Telecommunications	37.07	851.996	PS
1996	Inotai Aluminium	Hungary	Manufacturing	90	2.586	PS
1996	Magyarovar Alumina and Alundum	Hungary	Manufacturing	90	5.064	PS
1996	Degaz	Hungary	Utilities	50	51.998	PS
1996	MAV Dunakeszi Vagongyarto es Javito Kft	Hungary	Transportation Industry	39	6.324	PS
1996	Opal Kereskedelmi Rt	Hungary	Trade Industry	50	1.91	PS
1996	BorsodChem RT	Hungary	Manufacturing	88	83	PO
1996	ASZSZ Rt	Hungary	Services Industry	86	1.692	PS
1996	Dunakeszi Konzervgyar Rt	Hungary	Manufacturing	100	0.722	PS
1996	Bekescsabai Baromfifeldolgozo Rt.	Hungary	Manufacturing	97	4.112	PS
1996	Videoton Holding	Hungary	Manufacturing	74	15.946	PS
1996	Tiszai Eromu Rt	Hungary	Utilities	80.8	143	PS
1996	Tiszai Vegyi Kombinat Rt (TVK)	Hungary	Manufacturing	85	136.6	PO
1996	Taurus Rubber Industry Co.	Hungary	Manufacturing	90	62.788	PS
1996	Merkantil Bank	Hungary	Finance & Real Estate Industry	100	7.51	PS
1996	Forum Szalloda Rt	Hungary	Services Industry	94.91	49.399	PS
1996	Dunamenti Eromu Rt	Hungary	Utilities	1.54	3.854	PS
1996	Erokar	Hungary	Manufacturing	75	5	PS
1996	Magyar Hitel Bank	Hungary	Finance & Real Estate Industry	89.23	187	PS
1996	Riga Ship Repair Plant	Latvia	Transportation Industry	25.03	24.75	PO
1996	Riga Transport Fleet	Latvia	Transportation Industry	37.45	63.67	PO
1996	Riga Cargo Fleet	Latvia	Transportation Industry	48.85	15.091	PS
1996	Staburadze	Latvia	Manufacturing	59.34	57.7	PO
1996	Valmiera Fiber Glass Plant	Latvia	Manufacturing	23.91	62.85	PO
1996	Saurieshi	Latvia	Manufacturing	100	16	PS
1996	Latvian Universal Bank	Latvia	Finance & Real Estate Industry	20.9	12.65	PS
1996	Vesttrans Services	Lithuania	Transportation Industry	50	130	PS
1996	Elektrobudowa SA	Poland	Construction	75	13.4	PO
1996	Zaklad Elektroniki Gorniczej	Poland	Manufacturing	75	1.416	PS
1996	Apena SA	Poland	Manufacturing	75	3.641	PS
1996	ZPT Krakowie	Poland	Manufacturing	65	227	PS
1996	Zaklady Miesne w Kole	Poland	Manufacturing	55	2.625	PS
1996	Rolimpex SA	Poland	Trade Industry	30	12.6	PO
1996	Browary Glubczyce SA	Poland	Manufacturing	55	0.555	PS
1996	Powszechny Bank Kredytowy SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	28.3	13.976	PS
1996	Janikowskie Zaklady Sodowe	Poland	Manufacturing	75	77.888	PS
1996	Elektromontaz Gdansk SA	Poland	Manufacturing	63	0.97	PS
1996	Nowy Lad Ltd	Poland	Manufacturing	75	2.341	PS
1996	Fael	Poland	Manufacturing	75	31.497	PS
1996	Lodzka Wytwornia Papierosow SA	Poland	Manufacturing	79.99	2.352	PS
1996	Browary Tyskie Gorny Slask	Poland	Manufacturing	52	75.001	PS
1996	Kruszwica	Poland	Manufacturing	45.8	33.9	PO
1996	Emit SA	Poland	Manufacturing	75	2.705	PS
1996	Cersanit-Krasnystaw SA	Poland	Manufacturing	75	8.354	PS
1996	Fabryka Aparatow Elektrycznych	Poland	Manufacturing	75	31	PS
1996	Janikosoda SA	Poland	Manufacturing	75	75	PO
1996	Doprastav	Slovakia	Construction	12	0.77	PS
1996	Slovpap as	Slovakia	Manufacturing	50.4	1.201	PS
1996	Videm	Slovakia	Manufacturing	100	23.888	PS
1996	Hirocem	Slovakia	Manufacturing	12.42	3.55	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
1996	Nafta Gbely AS	Slovakia	Petroleum Industry	45.9	16.474	PS
1996	Hydrostav	Slovakia	Services Industry	67	3.581	PS
1996	Duslo	Slovakia	Manufacturing	30	5.84	PS
1996	Severoslovenske Celulozky a Paierne	Slovakia	Manufacturing	67	35.9	PS
1996	Prefabrikat Velke Levare SP	Slovakia	Manufacturing	51	0.51	PS
1996	Doprastav	Slovakia	Construction	34	2.22	PS
1996	Pol'nobanka	Slovakia	Finance & Real Estate Industry	15	15	PS
1996	Krka	Slovenia	Manufacturing	56.8	141.7	PO
1996	Istrabenz	Slovenia	Trade Industry	43	31.8	PS
1997	Crystalex	Czech Republic	Manufacturing	73	9.244	PS
1997	Ceske Radiokomunikace AS	Czech Republic	Telecommunications	20.8	11.5	PS
1997	Becherovka	Czech Republic	Manufacturing	89	58.36	PS
1997	Jan Becher-Karlovarska	Czech Republic	Manufacturing	94	63.1	PS
1997	RAS Eesti Merelaevandus	Estonia	Transportation Industry	70	50.502	PS
1997	Expoplakat	Estonia	Services Industry	40	0.168	PS
1997	Saku Linnas AS	Estonia	Manufacturing	50	0.105	PS
1997	Moe Piiritusetehas	Estonia	Manufacturing	33.3	0.212	PS
1997	Szoloskert Vendeglatopari Kft	Hungary	Trade Industry	100	0.237	PS
1997	Takarekbank Rt	Hungary	Finance & Real Estate Industry	60.98	23.909	PS
1997	Richter Gedeon Rt	Hungary	Manufacturing	18.6	218.2	PO
1997	Dunaferr	Hungary	Manufacturing	50.01	25	PS
1997	Szolnoki Koolajkutato Rt	Hungary	Petroleum Industry	83	4.6	PS
1997	Hungarian Commercial and Credit Bank	Hungary	Finance & Real Estate Industry	56	90	PS
1997	Del-Pesti Kozert Élelmiszerkereskedelmi Rt.	Hungary	Trade Industry	85	1.562	PS
1997	Degaz	Hungary	Utilities	35	23	PS
1997	Magyar-Finn Szalloda	Hungary	Construction	26.57	2.826	PS
1997	OTP Bank Rt	Hungary	Finance & Real Estate Industry	25	213	PO
1997	Budapest Sewerage and Water	Hungary	Utilities	25	86	PS
1997	Mezobank Rt	Hungary	Finance & Real Estate Industry	88.6	25.23	PS
1997	Erdert Rt	Hungary	Agriculture Industry	100	10.397	PS
1997	Magyar Tavkozlesi Rt	Hungary	Telecommunications	27	1200	PO
1997	Hungaroton Holding	Hungary	Manufacturing	100	1.9	PS
1997	Penzintezeti Kozpont Bank	Hungary	Finance & Real Estate Industry	61.6	18.844	PS
1997	Raba Automotive Group	Hungary	Manufacturing	33	20.1	PO
1997	MOL Rt	Hungary	Petroleum Industry	45.1	220	PO
1997	Liepajas Metalurgs	Latvia	Manufacturing	11.68	37.02	PO
1997	Latvijas Gaze	Latvia	Utilities	32.5	55	PS
1997	Latvijas Krajbanka	Latvia	Finance & Real Estate Industry	21.76	67.95	PO
1997	Ogre	Latvia	Agriculture Industry	19.58	15.56	PO
1997	LaSam Co	Latvia	Utilities	89.86	126.432	PS
1997	Grindeks	Latvia	Manufacturing	23	60.06	PO
1997	Ventspils Nafta	Latvia	Utilities	4.8	324.07	PO
1997	Latvian Universal Bank	Latvia	Finance & Real Estate Industry	25.5	22.5	PO
1997	Latva	Latvia	Finance & Real Estate Industry	36.48	11.71	PO
1997	NOVITA SA	Poland	Manufacturing	10.5	1.118	PS
1997	Zaklady Piwowarskie w Lezajsku	Poland	Manufacturing	65	3	PS
1997	Gopak	Poland	Manufacturing	100	3.554	PS
1997	Zaklady Miesne Miestar SA	Poland	Manufacturing	55	1.015	PS
1997	Pafawag	Poland	Manufacturing	75	3.699	PS
1997	Wolszlynska Fabryka Mebli	Poland	Manufacturing	75	2.432	PS
1997	Syrena Hotel Chain	Poland	Services Industry	80	23.58	PS
1997	Zaklady Metalurgiczne w	Poland	Trade Industry	75	7.405	PS
1997	Celuloza Swiecie	Poland	Manufacturing	15	49.1	PO
1997	Impexmetal	Poland	Trade Industry	40	33.9	PO
1997	Hutmen SA	Poland	Manufacturing	80	18.4	PO
1997	Bank Handlowy SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	30	400	PO
1997	KGHM Polska Miedz SA	Poland	Natural Resources	32.86	213.4	PO
1997	Kotlin Fruit Processing	Poland	Manufacturing	64.5	10.336	PS
1997	Olsztynskie Kopalnie Surowcow	Poland	Natural Resources	75	7.666	PS
1997	Powszechny Bank Kredytowy SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	41.7	297.1	PO
1997	Polfa Rzeszow SA	Poland	Manufacturing	80	33.699	PS
1997	Polfa Krakow SA	Poland	Manufacturing	80	99.899	PS
1997	Dromex SA	Poland	Construction	70	12.668	PS
1997	Polar Home Appliances	Poland	Manufacturing	59.85	27.9	PO
1997	Orbis SA	Poland	Services Industry	15.2	45.6	PO
1997	Rejowiec	Poland	Manufacturing	58	11.477	PS
1997	Wielkopolska Huta Szkla	Poland	Manufacturing	51	20	PS
1997	Benzinol	Slovakia	Petroleum Industry	12	1.83	PS
1997	GeLiMa	Slovakia	Manufacturing	21.63	0.32	PS
1997	Severoslovenske Celulozky a Paierne	Slovakia	Manufacturing	30	2.38	PS
1997	Slovnaft AS	Slovakia	Petroleum Industry	15	11.44	PS
1997	Sava Tires	Slovenia	Manufacturing	60	100	PS
1997	Tovarna Sladkorja Ormoz	Slovenia	Manufacturing	74	26.4	PS
1998	Bulgarian Post Bank	Bulgaria	Finance & Real Estate Industry	100	37.9974	PO
1998	Interkontakt Group AS	Czech Republic	Trade Industry	NA	46	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
1998	Fezko	Czech Republic	Manufacturing	NA	71	PS
1998	Zetor Brno	Czech Republic	Manufacturing	NA	34	PS
1998	Ceská Sporitelna	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	11.8	60	PS
1998	LET Kunovice	Czech Republic	Manufacturing	93	4.5	PS
1998	Agrobanka Praha	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	100	15.06	PS
1998	ZKZ Horni Briza	Czech Republic	Manufacturing	36.2	13.68	PS
1998	Investicni Postovni Banka	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	36	81.3	PS
1998	Leciva	Czech Republic	Manufacturing	66.6	30	PS
1998	Valvekoondis AS	Estonia	Services Industry	100	4.264	PS
1998	Laanemaa Elektrivork AS	Estonia	Utilities	80	5	PS
1998	Uhispank	Estonia	Finance & Real Estate Industry	44	58	PS
1998	Narva Elektrivork AS	Estonia	Utilities	49	4.1	PS
1998	DAM Diosgyor Rt	Hungary	Manufacturing	68.15	13.53	PS
1998	Dombovar	Hungary	Agriculture Industry	100	0.354	PS
1998	MOL Rt	Hungary	Petroleum Industry	11.23	241.2	PO
1998	Demasz Rt.	Hungary	Utilities	33	101.3	PS
1998	Ikarus Vehicle Manfr	Hungary	Manufacturing	54	0.047	PS
1998	Ventspils Nafta	Latvia	Utilities	0.7	44.25	PO
1998	Latvijas Balzams	Latvia	Manufacturing	20.32	77.8	PO
1998	Ventspils Nafta	Latvia	Utilities	4.8	176.1	PO
1998	Kemeri Health Resort	Latvia	Services Industry	100	1.51	PS
1998	Rinuzi	Latvia	Transportation Industry	21.99	19.54	PO
1998	Ventspils Nafta	Latvia	Utilities	5.04	119.67	PO
1998	Naruta JSC	Latvia	Manufacturing	53	0.269	PS
1998	Latvijas Gaze	Latvia	Utilities	24.6	291.4	PO
1998	Latvian Universal Bank	Latvia	Finance & Real Estate Industry	7.8	50.24	PS
1998	Lietuvos Telekomas	Lithuania	Telecommunications	60	510	PS
1998	Polfa Poznan SA	Poland	Manufacturing	80	220.001	PS
1998	Zehs Agromet SA	Poland	Manufacturing	70	3.546	PS
1998	ZWAR	Poland	Manufacturing	80	5.066	PS
1998	Domy Towarowe Centrum SA	Poland	Trade Industry	70	29.828	PS
1998	Polish National Mint	Poland	Public Administration	30	12.8	PO
1998	Polski Handel Spozywczy SA	Poland	Trade Industry	66.7	35.7	PS
1998	Elektrocieplownia Krakow	Poland	Utilities	55	79.751	PS
1998	Kopex SA	Poland	Manufacturing	18	0.6	PO
1998	Bank Polska Kasa Opieki-Pekao	Poland	Finance & Real Estate Industry	15	261.7	PO
1998	Stocznia Gdanska SA	Poland	Manufacturing	100	31.901	PS
1998	Elektrocieplownia Bedzin SA	Poland	Utilities	13	3.08	PO
1998	Bank BPH	Poland	Finance & Real Estate Industry	36.7	600.6	PS
1998	Telekomunikacja Polska SA (TPSA)	Poland	Telecommunications	15	858.7	PO
1998	Gliwickie Zaklady Materialow Ogniotrwalych Sp. Z. o.o.	Poland	Manufacturing	70	2.1	PS
1998	Rudniki	Poland	Manufacturing	96.2	20.3	PO
1998	Zaklady Remontowe Energetyki SA	Poland	Utilities	70	0.97	PS
1998	Slovnaft AS	Slovakia	Petroleum Industry	10	17.6	PS
1998	ZSNP	Slovakia	Manufacturing	73.86	30.23	PS
1999	Neftokhim AD (58% stake)	Bulgaria	Utilities	58	98.7411	PS
1999	Expressbank	Bulgaria	Finance & Real Estate Industry	100	38.49	PS
1999	Chmelar Brewery	Czech Republic	Manufacturing	100	0.24	PS
1999	CSOB	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	69.09	1175	PS
1999	Karosa	Czech Republic	Manufacturing	10	42	PO
1999	Aliachem	Czech Republic	Manufacturing	50	142.9	PO
1999	Estonian Telecom	Estonia	Telecommunications	49	221.5	PO
1999	Liviko AS	Estonia	Manufacturing	30	6.818	PS
1999	RAS Eesti Merelaevandus	Estonia	Transportation Industry	30	21	PS
1999	Hotel Nador	Hungary	Services Industry	100	0.293	PS
1999	Magyar Tavkozlesi Rt	Hungary	Telecommunications	5.75	315	PO
1999	Hid Radio Kft	Hungary	Telecommunications	100	4.217	PS
1999	Elmu Rt	Hungary	Utilities	4.06	17.65	PO
1999	Titasz	Hungary	Utilities	6.52	7.56	PO
1999	Dedasz	Hungary	Utilities	10.75	13.55	PO
1999	Interkemia Rt	Hungary	Manufacturing	NA	0.47	PS
1999	Edasz	Hungary	Utilities	7.2	26.02	PO
1999	OTP Bank Rt	Hungary	Finance & Real Estate Industry	14.1	162	PO
1999	BorsodChem RT	Hungary	Manufacturing	5.29	19.1	PO
1999	Latvian Science Academy-NEBP	Latvia	Manufacturing	100	0.533	PS
1999	Cesvaines Piens	Latvia	Agriculture Industry	95.14	2.72	PS
1999	Rigas Elektromasinbuves	Latvia	Manufacturing	36.03	1.697	PS
1999	Vakaru Laivu Remontas	Lithuania	Manufacturing	92.8	20.742	PS
1999	Klaipedos ERA	Lithuania	Manufacturing	52.9	0.212	PS
1999	Alytaus Textile	Lithuania	Manufacturing	63.18	3.199	PS
1999	Lietuvos Draudimas	Lithuania	Finance & Real Estate Industry	70	25.99	PS
1999	Klaipeda Stevedoring Co	Lithuania	Transportation Industry	90	50	PS
1999	Shvenchionys Milk	Lithuania	Agriculture Industry	62.7	0.027	PS
1999	Mazeikiu Nafta	Lithuania	Petroleum Industry	33	150	PS
1999	Lietuvos Kuras	Lithuania	Trade Industry	67.76	37.485	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
1999	Casinos Poland	Poland	Services Industry	66	7.791	PS
1999	Patnow-Adamow-Konin	Poland	Utilities	20	87.9	PS
1999	Aquamar	Poland	Agriculture Industry	100	0.174	PS
1999	Pierwszy Komercyjny Bank	Poland	Finance & Real Estate Industry	99.9	51.721	PS
1999	Viafer SA	Poland	Transportation Industry	81	0.01	PS
1999	ZPOW Dagoma	Poland	Manufacturing	55	0.586	PS
1999	Bank Polska Kasa Opieki-Pekao	Poland	Finance & Real Estate Industry	52.09	1074	PS
1999	Bank Zachodni SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	80	583.132	PS
1999	Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA (PZU)	Poland	Finance & Real Estate Industry	14	710.05	PO
1999	Polskie Linie Lotnicze	Poland	Transportation Industry	10	33.7	PS
1999	PKN ORLEN SA	Poland	Petroleum Industry	45.56	513	PO
1999	Dolina Nidy SA	Poland	Manufacturing	80	60	PS
1999	Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA (PZU)	Poland	Finance & Real Estate Industry	31	652.34	PS
1999	Odlewnia Zeliwa Srem SA	Poland	Manufacturing	70	11.3	PS
1999	Fabryka Wyrobow Precyzyjnych VIS SA	Poland	Manufacturing	75.99	11.6	PS
1999	Globtel GSM	Slovakia	Telecommunications	64	46.06	PS
2000	United Bulgarian Bank AD (UBB)	Bulgaria	Finance & Real Estate Industry	100	228.5743	PO
2000	Sopharma AD	Bulgaria	Manufacturing	100	23.9802	PS
2000	Varna Shipyard AD	Bulgaria	Manufacturing	100	81.5436	PS
2000	Bulbank AD	Bulgaria	Finance & Real Estate Industry	100	342.8907	PO
2000	Sofia Hydropower Plants	Bulgaria	Utilities	100	14.9988	PS
2000	Chemicke Zavody Sokolov AS	Czech Republic	Manufacturing	73.74	36.144	PS
2000	Ceská Sporitelna	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	52.07	527.91	PS
2000	Moravske Chemicke Zavody	Czech Republic	Manufacturing	97.5	54.923	PS
2000	Paramo AS	Czech Republic	Petroleum Industry	70.87	3.487	PS
2000	Severomoravska Plynarenska	Czech Republic	Utilities	9.57	19.864	PS
2000	Eesti Ringhaalingu	Estonia	Telecommunications	49	6.417	PS
2000	Tartu Keskkatlamaja	Estonia	Utilities	100	12.619	PS
2000	Haapsalu Soojus	Estonia	Utilities	100	1.458	PS
2000	Broadcasting Transmissions	Estonia	Telecommunications	49	5.283	PS
2000	Edelaraudtee (Southwest Railway)	Estonia	Transportation Industry	100	0.54	PS
2000	Optiva Bank	Estonia	Finance & Real Estate Industry	50.4	23.98	PS
2000	BorsodChem RT	Hungary	Manufacturing	1.09	5.08	PO
2000	Autoker Holding Rt.	Hungary	Manufacturing	98.7	13.22	PS
2000	Hungarian Commercial and Credit Bank	Hungary	Finance & Real Estate Industry	30.06	36.68	PS
2000	Human Rt.	Hungary	Manufacturing	25.28	8	PS
2000	ITC Real Estate Agency Kft	Hungary	Finance & Real Estate Industry	100	6.322	PS
2000	Antenna Hungaria Rt	Hungary	Telecommunications	12.45	4.41	PO
2000	New York Palace	Hungary	Services Industry	100	8.858	PS
2000	Siotour	Hungary	Services Industry	99.9	8.454	PS
2000	Nitrokemia 2000 Rt	Hungary	Manufacturing	85	1.479	PS
2000	Latvijas Gaze	Latvia	Utilities	34.9	47.6	PO
2000	Ventus Nafta	Lithuania	Trade Industry	90.3	1.374	PS
2000	Drobe Public Joint Stock Co	Lithuania	Manufacturing	68.39	4.801	PS
2000	Zaliasis Tiltas	Lithuania	Services Industry	100	2.099	PS
2000	Svencioniu Vaistazoles	Lithuania	Manufacturing	99.71	0.875	PS
2000	Lietuvos Telekomas	Lithuania	Telecommunications	35.32	179.7	PO
2000	Geonafta AB	Lithuania	Petroleum Industry	81	13	PS
2000	Development Bank	Lithuania	Finance & Real Estate Industry	99.99	10.075	PS
2000	Warszawa Centrum	Poland	Services Industry	100	26.961	PS
2000	Elektrocieplownie Warszawskie	Poland	Utilities	55	218.1	PS
2000	Piast-Tourist	Poland	Transportation Industry	80	3.081	PS
2000	Elektrownia Polaniec	Poland	Utilities	25	83.492	PS
2000	Peeste Pinczow	Poland	Manufacturing	71.41	0.025	PS
2000	Olsztynskie Fabryki Mebli	Poland	Manufacturing	80	4.32	PS
2000	KZPW Miedzianka SA	Poland	Natural Resources	80	18	PS
2000	Elektrocieplownie Wybrzeze SA	Poland	Utilities	45	59.298	PS
2000	NOVITA SA	Poland	Manufacturing	9.89	0.852	PS
2000	ZKB	Poland	Manufacturing	80	0.055	PS
2000	FLT Iskra SA	Poland	Manufacturing	80	44.8	PS
2000	Kara	Poland	Manufacturing	28.87	0.089	PS
2000	Telekomunikacja Polska SA (TPSA)	Poland	Telecommunications	35	4300	PS
2000	Bank Polska Kasa Opieki-Pekao	Poland	Finance & Real Estate Industry	4.79	182	PO
2000	Polski Koncern Naftowy ORLEN SA (PKN ORLEN)	Poland	Petroleum Industry	26	708.6	PO
2000	Tarnow Ceramics Plant	Poland	Manufacturing	80	2.703	PS
2000	Opoczno SA	Poland	Manufacturing	30	75.2	PS
2000	Polpharma SA	Poland	Manufacturing	52.5	75.2	PS
2000	Pol'nobanka	Slovakia	Finance & Real Estate Industry	62	27.52	PS
2000	Slovenske Telekomunikacie SP	Slovakia	Telecommunications	51	952.5	PS
2000	VSZ	Slovakia	Manufacturing	25	60	PS
2000	SCP Ruzomberok	Slovakia	Manufacturing	50	80	PS
2000	Slovnaft AS	Slovakia	Petroleum Industry	36	262	PS
2001	Nova Hut Zabreh	Czech Republic	Manufacturing	100	1.822	PS
2001	Ceska Typografie AS	Czech Republic	Manufacturing	100	11.7	PS
2001	Prazske Vodovody A Kanalizace	Czech Republic	Utilities	66	162.626	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
2001	Sklo Zelezny Brod	Czech Republic	Manufacturing	89.36	6.767	PS
2001	Ceská Sporitelna	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	5.81	26.87	PS
2001	Komercni Banka	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	60	1058.93	PS
2001	Ceske Radiokomunikace AS	Czech Republic	Telecommunications	51.19	178.76	PS
2001	Petra	Czech Republic	Trade Industry	100	14.634	PS
2001	Ceská Pojistovna,a.s.	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	30.25	101.77	PO
2001	Tatra AS	Czech Republic	Manufacturing	91.61	32	PS
2001	Jan Becher - Karlovarska Becherovka AS	Czech Republic	Manufacturing	59	35.15	PS
2001	Tallinna Vesi	Estonia	Utilities	50.4	83.284	PS
2001	Parnu Soojus	Estonia	Utilities	99.95	1.803	PS
2001	Estonian Railways	Estonia	Transportation Industry	66	57.4	PS
2001	Antenna Hungaria Rt	Hungary	Telecommunications	NA	2.61	PO
2001	Trafficom Kft	Hungary	Telecommunications	99	9.118	PS
2001	Budapest Bank Rt.	Hungary	Finance & Real Estate Industry	23.76	21.22	PO
2001	MAV Hajdu	Hungary	Construction	100	3.5	PS
2001	CD Hungary Real Estate Trading and Services Company	Hungary	Finance & Real Estate Industry	100	6.58	PS
2001	Hungaropharma	Hungary	Trade Industry	50.01	14.39	PS
2001	Demasz Rt.	Hungary	Utilities	5.13	7.59	PS
2001	Latvijas Gaze	Latvia	Utilities	5	59.33	PO
2001	LISCO	Lithuania	Transportation Industry	76.36	47.601	PS
2001	Lietuvos Taupomasis Banka	Lithuania	Finance & Real Estate Industry	90	37.47	PS
2001	Bialystok Power Plant	Poland	Utilities	45	44.964	PS
2001	Gdansk Stocznia Remontowa	Poland	Manufacturing	84.99	28.884	PS
2001	Dyrekcja Eksploatacji Cystern Sp. Z OO	Poland	Transportation Industry	100	76.3	PS
2001	Rybnik Power Plant	Poland	Utilities	35	120.001	PS
2001	MEC Koszalin	Poland	Utilities	31	3.88	PS
2001	Ulstein Fama	Poland	Manufacturing	42.5	0.369	PS
2001	PHU Lubinpex	Poland	Trade Industry	80	0.874	PS
2001	Drobimex Heintz	Poland	Agriculture Industry	51.9	4.004	PS
2001	Polmos SA Poznan	Poland	Manufacturing	80	75	PS
2001	Polmos Starogard Gdanski	Poland	Manufacturing	79.99	8.55	PS
2001	WSK Gorzyce	Poland	Manufacturing	85	18	PS
2001	Telekomunikacja Polska SA (TPSA)	Poland	Telecommunications	12.5	902	PS
2001	Polmos Lublin SA	Poland	Manufacturing	80	3.77	PS
2001	ZEC Zlotow	Poland	Utilities	70	1.346	PS
2001	Gorzyce SA	Poland	Manufacturing	85	18	PS
2001	Elektrownia Skawina SA	Poland	Utilities	35	24.8	PS
2001	Zielona Gora SA	Poland	Utilities	45	45	PS
2001	Slovenska Sporitelna	Slovakia	Finance & Real Estate Industry	87.18	425	PS
2001	VUB	Slovakia	Finance & Real Estate Industry	94.47	550	PS
2001	Teplaren Handlova	Slovakia	Utilities	100	0.161	PS
2001	Investicna a Rozvojova Banka	Slovakia	Finance & Real Estate Industry	69.56	14	PS
2001	Slovalko	Slovakia	Manufacturing	100	75.5	PS
2001	Globtel GSM	Slovakia	Telecommunications	36	180	PS
2001	SKB Banka	Slovenia	Finance & Real Estate Industry	96	140	PS
2001	SiMobil	Slovenia	Telecommunications	75	138	PS
2002	Alen Mak (57% Stake)	Bulgaria	Manufacturing	57	5.6	PS
2002	Sandanska Bistritsa Hydropower Plants	Bulgaria	Utilities	67	65.7962	PS
2002	DZI (Darzhaven Zastrahovatelen Institut SPJS Co)	Bulgaria	Finance & Real Estate Industry	100	20.211	PS
2002	HVB Bank Biochim Plc	Bulgaria	Finance & Real Estate Industry	100	81.4193	PS
2002	Pirinsko Pivo	Bulgaria	Manufacturing	100	9.2	PO
2002	Prvni Mestska Banka	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	78	13.076	PS
2002	Transgas	Czech Republic	Utilities	96.99	3701.48	PS
2002	Zetor Brno	Czech Republic	Manufacturing	99.93	3.658	PS
2002	Latvian Shipping Company - LASCO	Latvia	Transportation Industry	32	134.58	PO
2002	Latvian Shipping Company - LASCO	Latvia	Transportation Industry	51	67.36	PO
2002	Latvijas Gaze	Latvia	Utilities	3	97.95	PO
2002	Agricultural Bank of Lithuania	Lithuania	Finance & Real Estate Industry	76.01	17.906	PS
2002	AB Lietuvos Dujos	Lithuania	Utilities	35.8	38.175	PS
2002	Bester SA	Poland	Manufacturing	85	7.301	PS
2002	WSK PZL Rzeszow SA	Poland	Manufacturing	85	70	PS
2002	Elektrownia Skawina SA	Poland	Utilities	35	24.8	PS
2002	Cefarm Warszawa	Poland	Trade Industry	85	22.925	PS
2002	Polfa Grodzisk	Poland	Manufacturing	51	30.101	PS
2002	Polmos SA Wroclaw	Poland	Manufacturing	85	15.523	PS
2002	Fabryka Wodek Gdanskich SA	Poland	Manufacturing	79.99	8.87	PS
2002	Akwawit SA	Poland	Manufacturing	85	13.3	PS
2002	Cefarm SA	Poland	Manufacturing	85	13.59	PS
2002	Uzdrowisko Naleczow SA	Poland	Services Industry	85	9.47	PS
2002	Maczki-Bor Sp. Z. O.O.	Poland	Transportation Industry	61	7.63	PS
2002	Elektrocieplownia Torun SA	Poland	Utilities	45	10.6	PS
2002	Stoen SA	Poland	Utilities	85	375	PS
2002	Chemes	Slovakia	Utilities	38.3	0.99	PS
2002	Slovenska Plavba A Pristavy AS	Slovakia	Transportation Industry	86.99	7.74	PS
2002	Transpetrol	Slovakia	Utilities	49	72.358	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
2002	SPP	Slovakia	Petroleum Industry	49	2700	PS
2002	Slovenska Poistovna	Slovakia	Finance & Real Estate Industry	66.8	150	PS
2002	Istrochem	Slovakia	Manufacturing	91.6	5.5	PS
2002	Zapadoslovenske Energeticke	Slovakia	Utilities	49	330	PS
2002	ZSNP	Slovakia	Manufacturing	100	9.48	PS
2002	Istrobanka	Slovakia	Finance & Real Estate Industry	100	51	PS
2002	Stredoslovenska Energetika	Slovakia	Utilities	49	158	PS
2002	Maribor Airport	Slovenia	Transportation Industry	100	1.935	PS
2002	Nova Ljublijanska Banka - NLB	Slovenia	Finance & Real Estate Industry	34	387	PS
2002	Nova Ljubljanska Banka dd	Slovenia	Finance & Real Estate Industry	39	446.82	PS
2003	Bulgartabak Holding (80% stake)	Bulgaria	Manufacturing	80	106.5891	PS
2003	United Milk Company AD	Bulgaria	Manufacturing	100	Not Available	PS
2003	National Electricity Company (NEK) (8 hydro power plants)	Bulgaria	Utilities	100	19.1852	PS
2003	DSK Bank plc	Bulgaria	Finance & Real Estate Industry	100	364.0255	PS
2003	CEPS AG	Czech Republic	Utilities	51	487.95	PS
2003	CEZ AS	Czech Republic	Utilities	100	1203.48	PS
2003	Nova Hut	Czech Republic	Manufacturing	17.75	3	PS
2003	Nova Hut	Czech Republic	Manufacturing	52.25	6	PS
2003	Transgas	Czech Republic	Utilities	3.01	46.08	PS
2003	Postabank Rt. (spin-off Magyar Posta Rt.)	Hungary	Finance & Real Estate Industry	96.76	456.559	PS
2003	Hajogyari Sziget Vagupmlezelo	Hungary	Finance & Real Estate Industry	66	20.939	PS
2003	FHB Bank Rt	Hungary	Finance & Real Estate Industry	41.5	133.9	PO
2003	Klaipedos Smelte	Lithuania	Transportation Industry	94.21	6.985	PS
2003	Slaska Spolka Cukrowa	Poland	Manufacturing	95	66.477	PS
2003	PEC	Poland	Utilities	55	0.669	PS
2003	Cefarm Krakow SA	Poland	Manufacturing	50	9.33	PS
2003	Gdansk Przedsiebiorstwo	Poland	Utilities	75	49.663	PS
2003	Rybnik Power Plant	Poland	Utilities	15.83	48	PS
2003	Telekomunikacja Polska SA (TPSA)	Poland	Telecommunications	8.66	436.4	PO
2003	Rybnik Power Plant	Poland	Utilities	35	108.4	PS
2003	Damel SA	Poland	Manufacturing	80	4.44	PS
2003	Lmeat-Lukow SA	Poland	Manufacturing	70	5.55	PS
2003	ZPW Trzuskawica SA	Poland	Manufacturing	85	21.12	PS
2003	Polmos SA	Poland	Manufacturing	85	34.13	PS
2003	Vychodoslovenske Energeticke	Slovakia	Utilities	49	130	PS
2003	Slovenska Autobusova-Liptovsky	Slovakia	Transportation Industry	49	1.302	PS
2003	Slovenske Lodenice Komarno	Slovakia	Manufacturing	49	2.261	PS
2004	Bulgarian Telecommunications Company (Vivacom) (65% Stake)	Bulgaria	Telecommunications	65	224.549	PS
2004	Brikel EAD	Bulgaria	Utilities	100	18.0049	PS
2004	Bulgarian Electricity Distribution Companies (DISCOs - Metropolitan, Sofia & Pleven regions) (67% Stake)	Bulgaria	Utilities	67	348.65	PS
2004	Mineralni Vodi - Bankya	Bulgaria	Manufacturing	100	Not Available	PS
2004	Bulgarian Electricity Distribution Companies (DISCOs - utilities based in the port of Varna and in the region of Gorna Orvahovitsa) (67% Stake)	Bulgaria	Utilities	67	178.7348	PS
2004	Skoda Praha AS	Czech Republic	Services Industry	39.1	26.488	PS
2004	Cesky Mobil AS	Czech Republic	Telecommunications	3.62	23.61	PS
2004	Sokolovska Uhelna	Czech Republic	Natural Resources	50	110.97	PS
2004	Unipetrol	Czech Republic	Petroleum Industry	63	498.09	PS
2004	Trustfin	Czech Republic	Services Industry	100	1.4	PS
2004	OKD	Czech Republic	Natural Resources	45.88	175.02	PS
2004	Egaz	Hungary	Utilities	35.46	54.739	PS
2004	Dunaferr Dunai Vasmu	Hungary	Manufacturing	79.48	2	PS
2004	MOL Rt	Hungary	Petroleum Industry	10.5	359.8	PO
2004	MOL Rt	Hungary	Petroleum Industry	0.5	15.6	PO
2004	Hód-Mezõgazda Rt.	Hungary	Agriculture Industry	81.42	11.14	PS
2004	Bólyi Mg Rt.	Hungary	Manufacturing	77	25.31	PS
2004	Six Agricultural Farms	Hungary	Agriculture Industry	100	63.9	PS
2004	Forras Rt	Hungary	Finance & Real Estate Industry	NA	19.38	PS
2004	MOL Rt. (gas assets)	Hungary	Petroleum Industry	75	535.5	PS
2004	Nemzeti Tankönyvkiadó Rt.	Hungary	Manufacturing	70	12.94	PS
2004	AB Lietuvos Dujos	Lithuania	Utilities	34	35.403	PS
2004	Polskie Huty Stali SA	Poland	Manufacturing	60	252.456	PS
2004	Telekomunikacja Polska SA (TPSA)	Poland	Telecommunications	1.94	108.3	PO
2004	Cefarm Lodz	Poland	Trade Industry	81.5	5.531	PS
2004	Optex Opoczno	Poland	Manufacturing	39.8	43	PS
2004	Zespol Elektrocieplowni	Poland	Utilities	85	89.102	PS
2004	Elektrocieplowy Brzeze	Poland	Utilities	36.3	68.09	PS
2004	Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne SA	Poland	Manufacturing	85	70.68	PO
2004	PKO Bank Polski SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	38.5	2352.45	PO
2004	Pekaes SA	Poland	Transportation Industry	NA	50.2	PO
2004	Bratislava's Steam-Gas Cycle (PPC)	Slovakia	Manufacturing	90	50	PS
2004	Slovenske Elektrarne	Slovakia	Utilities	66	1089	PS
2005	Bulgarian Electricity Distribution Companies (DISCOs - Plovdiv & Stara Zagora regions) (67% Stake)	Bulgaria	Utilities	100	346.7174	PS
2005	Balkancar 6 Septemvri Plc	Bulgaria	Manufacturing	100	Not Available	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
2005	TPP Varna (1260 MW Varna)	Bulgaria	Utilities	100	742.152	PS
2005	Toplofikatsia Ruse EAD	Bulgaria	Utilities	100	154.08	PS
2005	Finmetals Holding	Bulgaria	Manufacturing	100	100	PS
2005	Trakia Papir SA (48% Stake)	Bulgaria	Manufacturing	48	24.856	PS
2005	Cesky Telecom AS	Czech Republic	Telecommunications	51.1	3507.3	PS
2005	Vitkovice Steel	Czech Republic	Manufacturing	98.96	284.27	PS
2005	Severoceske Doly AS	Czech Republic	Natural Resources	55.8	366.64	PS
2005	Telit Rt. (spin off MATAV Rt.)	Hungary	Finance & Real Estate Industry	100	2.73	PS
2005	National Textbook Publisher Ltd	Hungary	Manufacturing	70	16.8	PS
2005	Hungexpo Rt.	Hungary	Services Industry	77	39.05	PS
2005	Antenna Hungaria Rt	Hungary	Telecommunications	75	238.17	PS
2005	Budapest Airport	Hungary	Transportation Industry	75	2150	PS
2005	Zelmer SA	Poland	Manufacturing	25	16.35	PS
2005	Zelmer SA	Poland	Manufacturing	60	34.03	PO
2005	Zaklady Azotowe Pulawy	Poland	Manufacturing	29	104	PO
2005	Polmos Bialystok	Poland	Manufacturing	32.14	91.87	PO
2005	Grupa Lotos	Poland	Petroleum Industry	30.78	302.25	PO
2005	Huta Czestochowa	Poland	Manufacturing	100	131	PS
2005	Police	Poland	Manufacturing	20	45.15	PO
2005	Totolotek ToTo-Mix SA	Poland	Services Industry	100	4.105	PS
2005	PGNiG	Poland	Petroleum Industry	15.25	838.2	PO
2005	PW Atex Sp zoo	Poland	Utilities	56.02	4.047	PS
2005	Ciech SA	Poland	Manufacturing	41	88	PS
2005	Zaklady Azotowe Pulawy	Poland	Manufacturing	29	91.6	PO
2005	Polmos Bialystok	Poland	Manufacturing	61	312.261	PS
2005	Ciech SA	Poland	Manufacturing	36.68	11.16	PS
2005	Slovenske Aerolinie AS	Slovakia	Transportation Industry	62	3.673	PS
2006	Boyana Film Studios (95% Stake)	Bulgaria	Services Industry	95	7.54	PS
2006	Bulgarian River Shipping JS Co (70% Stake)	Bulgaria	Transportation Industry	70	14.1512	PS
2006	Balkancar Sredets (69.99% Stake)	Bulgaria	Manufacturing	69.99	58.8799	PS
2006	TPP Varna (1260 MW Varna)	Bulgaria	Utilities	100	261.414	PS
2006	Jurii Gagarin BT (67% Stake)	Bulgaria	Manufacturing	67	17.8644	PS
2006	Patishta i Saorazhenia	Bulgaria	Construction	100	18.6125	PS
2006	MOL Foldgaztarolo Rt	Hungary	Petroleum Industry	75	479	PS
2006	MOL Foldgazellato Rt	Hungary	Petroleum Industry	75	479	PS
2006	MOL Rt	Hungary	Petroleum Industry	10	1180	PS
2006	Budapesti Szabadkikoto Logisztikai - BSZL	Hungary	Transportation Industry	50	23.1881	PS
2006	MOL Rt	Hungary	Petroleum Industry	1.73	239.54	PO
2006	Ventspils Nafta	Latvia	Utilities	38.6	135.5	PO
2006	Mazeikiu Nafta	Lithuania	Petroleum Industry	30.66	880	PS
2006	Mazeikiu Nafta	Lithuania	Petroleum Industry	30.66	852	PS
2006	Kopex SA	Poland	Manufacturing	64.64	25.6	PS
2006	Jelfa SA	Poland	Manufacturing	47.8	92.55	PS
2006	ZAT	Poland	Manufacturing	80	112.92	PS
2006	Elektrocieplownia Zdunska Wola Sp zoo	Poland	Utilities	85	11.145	PS
2006	Zachem	Poland	Manufacturing	80	25.5632	PS
2006	Sarzyna	Poland	Manufacturing	80	78.99	PS
2006	Ruch	Poland	Services Industry	27.5	87.2083	PO
2006	Kosice International Airport	Slovakia	Transportation Industry	66	30.3171	PS
2007	Bulgaria Air	Bulgaria	Transportation Industry	100	8.2962	PS
2007	DHC Varna	Bulgaria	Utilities	100	10.2096	PS
2007	District Heating Company Plovdiv	Bulgaria	Utilities	100	40.2566	PS
2007	TEZ Plovdiv	Bulgaria	Utilities	100	44.2563	PS
2007	Toplofikatsia Ruse EAD	Bulgaria	Utilities	100	113.0468	PS
2007	Aero Vodochody as	Czech Republic	Manufacturing	100	139.406	PS
2007	Komercni uverova pojistovna (EGAP)	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	66	38.154	PS
2007	CEZ AS	Czech Republic	Utilities	0.77	278	PO
2007	Malev	Hungary	Transportation Industry	99.95	173.271	PS
2007	FHB Bank Rt	Hungary	Finance & Real Estate Industry	50	357	PO
2007	MAV Cargo Zrt	Hungary	Transportation Industry	100	589	PS
2007	Zaklady Azotowe Pulawy	Poland	Manufacturing	9.66	37.1	PS
2007	CMC Zawiercie SA	Poland	Manufacturing	26.8	59.5	PS
2007	Polskie Zaklady Lotnicze - PZL Mielec	Poland	Manufacturing	100	80.1	PS
2007	Pfleiderer Prospan SA	Poland	Manufacturing	43.15	113.7	PS
2007	Stocznia Gdansk	Poland	Manufacturing	75	180.16	PS
2007	Slovenska Industrija Jekla - SIJ	Slovenia	Finance & Real Estate Industry	55.35	139	PS
2007	Banka Koper	Slovenia	Finance & Real Estate Industry	8.3	36.73	PS
2007	Istrabenz	Slovenia	Trade Industry	28.22	229.8	PS
2007	Nova Kreditna Banka Maribor - NKBM	Slovenia	Finance & Real Estate Industry	49	455	PO
2008	Navigation Maritime Bulgare EAD (70% Stake)	Bulgaria	Transportation Industry	70	337.4234	PS
2008	Bobov Dol	Bulgaria	Utilities	100	74.6307	PS
2008	Terem SHC (66% Stake)	Bulgaria	Trade Industry	66	38.0484	PS
2008	BTC National Unit Radio and TV Systems	Bulgaria	Telecommunications	100	101.744	PS
2008	Skodaexport Co Ltd	Czech Republic	Services Industry	100	7.13	PS
2008	ArcelorMittal's Czech unit	Czech Republic	Manufacturing	11	455.08	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
2008	Elmu Rt	Hungary	Utilities	10.5	111.3	PS
2008	Alfold Koncesszios Autopalya	Hungary	Construction	39.48	169.043	PS
2008	Latvian Mobile Telephone	Latvia	Telecommunications	51	633.563	PS
2008	Vilniaus Sigma AB	Lithuania	Manufacturing	15.21	2	PO
2008	ZEC ENERGOSERVICE Sp zoo	Poland	Utilities	42.06	1.062	PS
2008	Irpack Zaklad Projektowania i Produkcji Opakowan sp zoo	Poland	Manufacturing	57.07	0.219	PS
2008	Zaklady Azotowe Tarnow	Poland	Manufacturing	40	135	PO
2008	Koninskie Przedsiebiorstwo Budowlane SA	Poland	Construction	25.43	0.24	PS
2008	Polfa Grodzisk	Poland	Manufacturing	29.6	43.1595	PS
2008	Przedsiebiorstwo Produkcji Kruszyw w Dzialdowie Sp zoo	Poland	Manufacturing	42.41	1.786	PS
2008	Grupa Energetyczna ENEA SA	Poland	Utilities	23.5	739.3	PO
2008	Glimar SA	Poland	Petroleum Industry	91.54	0.335	PS
2008	Powiatowe Centrum Zdrowia Sp zoo	Poland	Services Industry	90	0.494	PS
2009	Technoexport as	Czech Republic	Finance & Real Estate Industry	98.85	24.021	PS
2009	Estonian Telecom	Estonia	Telecommunications	27.17	322.82	PS
2009	AS Vooremaa Teed	Estonia	Construction	100	4.615	PS
2009	Raaberbahn AG	Hungary	Transportation Industry	5.7	7.029	PS
2009	Parex Banka	Latvia	Finance & Real Estate Industry	25	108.53	PS
2009	DKE Sp zoo	Poland	Utilities	49.67	0.877	PS
2009	Polskie Linie Lotnicze	Poland	Transportation Industry	25.1	17.84	PS
2009	Bogdanka Coal Mine	Poland	Natural Resources	35	162	PO
2009	Bank BPH SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	3.68	23.5	PO
2009	Bukowa Gora SA	Poland	Natural Resources	90.25	6.649	PS
2009	PGE Polska Grupa Energetyczna	Poland	Utilities	15	2097	PO
2009	ZPRE Jedlicze Sp zoo	Poland	Manufacturing	85	3.087	PS
2009	WPEC	Poland	Manufacturing	85	71.5	PS
2009	BPBK Sp zoo	Poland	Services Industry	85	2.947	PS
2009	Lenora Sp zoo	Poland	Manufacturing	51	2.826	PS
2009	WPRM Sp zoo	Poland	Construction	85	1.863	PS
2009	OBiKS Sp zoo	Poland	Services Industry	85	1.426	PS
2009	PRDIM Sp zoo	Poland	Construction	85	1.746	PS
2009	Najdi.si informacijske Storitv	Slovenia	Services Industry	25	3.272	PS
2010	Czech Airlines a.s (three duty free and travel retail outlets)	Czech Republic	Trade Industry	100	41.827	PS
2010	Strojni Spolecnost AS	Czech Republic	Services Industry	51.01	28.288	PS
2010	Tratova Strojni Spolecnost AS	Czech Republic	Services Industry	51.01	28.288	PS
2010	CSA Czech Airlines-Building	Czech Republic	Transportation Industry	100	74	PS
2010	Eesti Telekom AS	Estonia	Telecommunications	40	319.198	PO
2010	Parex Banka's assets	Latvia	Finance & Real Estate Industry	100	108.92	PS
2010	Madro Bialystok Sp zoo	Poland	Trade Industry	85	2.261	PS
2010	Uzdrowisko Ustka Spolka Sp zoo	Poland	Services Industry	92.77	4.891	PS
2010	KGHM Polska Miedz SA	Poland	Natural Resources	10	718.221	PO
2010	Zaklad Techniki Prozniowej TEPRO SA	Poland	Manufacturing	19.24	0.504	PS
2010	Grupa Lotos	Poland	Petroleum Industry	10.78	140.987	PO
2010	PZL Swidnik SA	Poland	Manufacturing	87.61	78	PS
2010	Uzdrowisko Krakow Swoszowice Sp zoo	Poland	Services Industry	92	6.199	PS
2010	Krajowa Agencja Poszanowania Energii SA	Poland	Public Administration	52	0.49	PS
2010	Grupa Energetyczna ENEA SA	Poland	Utilities	16.05	385.836	PO
2010	Przedsiebiorstwo Robot Inzynieryjno Drogowych Miechow Sp zoo	Poland	Construction	1.74	0.185	PS
2010	Bogdanka Coal Mine	Poland	Natural Resources	46.7	393.783	PO
2010	Przedsiebiorstwo Hotelarskie KUJAWY ZAJAZD POLSKI Sp zoo	Poland	Services Industry	75.72	3.767	PS
2010	PROZEMAK SA	Poland	Trade Industry	10	0.014	PS
2010	Pabianickie Zaklady Farmaceutyczne Polfa SA	Poland	Manufacturing	85	103	PS
2010	Zaklad Ceramiki Budowlanej Markowicze SA	Poland	Manufacturing	85	5.138	PS
2010	Mennica Polska	Poland	Manufacturing	41.94	116.054	PO
2010	Powszechny Zaklad Ubezpieczen (PZU)	Poland	Finance & Real Estate Industry	30	2736.21	PO
2010	Przedsiebiorstwo Robot Drogowo Mostowych w Wadowicach Sp zoo	Poland	Construction	85	4.409	PS
2010	Marmur Slawniowice Sp zoo	Poland	Natural Resources	85	0.69	PS
2010	Fabryka Oslonek BIalkowych Fabios SA	Poland	Manufacturing	85	24.15	PS
2010	Instytut Turystyki Sp zoo	Poland	Manufacturing	0.1	1.388	PS
2010	Stadnina Koni Strzegom Sp zoo	Poland	Agriculture Industry	100	2.211	PS
2010	Tauron Polska Energia	Poland	Utilities	52	1343.37	PO
2010	Przedsiebiorstwo Handlu Zagranicznego Baltona SA	Poland	Trade Industry	26.83	1.873	PS
2010	Przedsiebiorstwo Komunikacji Samochodowej (PKS)	Poland	Transportation Industry	85	23	PS
2010	REMOR SA	Poland	Construction	38.15	0.667	PS
2010	Rejonowe Przedsiebiorstwo Robot Drogowych Rybnik Sp Zoo	Poland	Manufacturing	85	1.362	PS
2010	Fabryka Sklejka Pisz SA	Poland	Manufacturing	85	20.12	PS
2010	MERAZET SA	Poland	Services Industry	85	4.848	PS
2010	Kopalnie Odkrywkowe Surowcow Drogowych SA	Poland	Natural Resources	85	5.838	PS
2010	PHTSPiO Supon Lodz Sp zoo	Poland	Trade Industry	85	0.129	PS
2010	Telekomunikacja Polska SA (TPSA)	Poland	Telecommunications	4.15	293	PO
2010	Poznanskie Zaklady Sprzetu Ortopedycznego Sp Zoo	Poland	Manufacturing	85	2.887	PS
2010	Osrodek Badawczo CHEMKOP	Poland	Services Industry	85	3.849	PS
2010	Biuro Projektow Budownictwa Komunalnego w Bialymstoku Sp z oo	Poland	Services Industry	85	1.707	PS
2010	Przedsiebiorstwo Uzdrowiskowe Ustron SA	Poland	Services Industry	91	28.753	PS
2010	Fabryka Drutu Gliwice Sp zoo	Poland	Trade Industry	85	10.169	PS

Year	Company Name	Country	Sector	% for Sale	Value (US$ million)	Method of Sale
2010	Solanki Uzdrowisko Inowroclaw Sp zoo	Poland	Services Industry	92	6.644	PS
2010	Ruch	Poland	Services Industry	11	204.44	PS
2010	Przedsiebiorstwo Turystyczno Handlowe TRYBUNALSKIE SA	Poland	Services Industry	55	1.662	PS
2010	Transbud Gdansk SA	Poland	Transportation Industry	41.65	1.494	PS
2010	Energa SA	Poland	Utilities	84.19	2600	PS
2010	Zaklad Remontow Mechanicznych Sp zoo	Poland	Services Industry	43	4.048	PS
2010	PGE Polska Grupa Energetyczna	Poland	Utilities	10	1401.3	PO
2010	Kaliskie Zaklady Przemyslu Terenowego Sp zoo	Poland	Manufacturing	85	1.26	PS
2010	Agroma Kielce Sp zoo	Poland	Trade Industry	85	4.188	PS
2010	Warsaw Stock Exchange	Poland	Finance & Real Estate Industry	63.82	478.65	PO
2010	REMAG SA	Poland	Manufacturing	85	64.883	PS
2010	Uzdrowisko Polczyn SA	Poland	Services Industry	89.91	8.895	PS
2010	Stocznia Szczecinska SA- Production Assets	Poland	Transportation Industry	100	26.956	PS
2010	Elektrocieplownia Zabrze SA	Poland	Utilities	85	27.47	PS
2010	Zespól Elektrocieplowni Bytom	Poland	Utilities	85	13.76	PS
2010	Przedsiebiorstwo Gospodarki Wodnej i Rekultywacji SA	Poland	Utilities	90.59	16.166	PS
2010	Uzdrowisko Cieplice Sp. z o.o.	Poland	Manufacturing	89.71	10	PS
2010	OZGraf Olsztynskie Zaklady Graficzne SA	Poland	Manufacturing	85	5.522	PS
2010	Droga Kolinska dd	Slovenia	Manufacturing	100	325.273	PS
2011	Bulgartabac Holding AD (79.83% Stake)	Bulgaria	Manufacturing	79.83	34.4686	PO
2011	EVN Bulgaria Elektrosnabdiavane AD (32.73% Stake); EVN Bulgaria Elektrorazpredelenie AD (30.75% Stake)	Bulgaria	Utilities	32.73	58.716	PS
2011	OU Tehnokontrollikeskus	Estonia	Public Administration	100	3.072	PS
2011	Kohtla-Jarve Soojus AS	Estonia	Utilities	59.2	7.338	PS
2011	Marijampoles butu ukis UAB	Lithuania	Services Industry	34	0.231	PS
2011	Vilkmerges Alus UAB	Lithuania	Manufacturing	100	1.207	PS
2011	Zaklady Tytoniowe w Lublinie SA	Poland	Manufacturing	70	11.186	PS
2011	KolTram Sp zoo	Poland	Manufacturing	100	34.806	PS
2011	ZPI INDEL Sp zoo	Poland	Finance & Real Estate Industry	38.2	0.06	PS
2011	Tauron Polska Energia	Poland	Utilities	NA	452	PS
2011	LPRDM Sp zoo	Poland	Services Industry	36.31	3.813	PS
2011	Kieleckie Kopalnie Surowcow Mineralnych SA	Poland	Natural Resources	85	39.603	PS
2011	BGZ SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	37	112.766	PO
2011	PZU SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	10	1155.4	PO
2011	Jastrzebska Spolka Weglowa SA	Poland	Natural Resources	36.3	1945.63	PO
2011	Fuo Rumia Sp zoo	Poland	Manufacturing	41.7	1.529	PS
2011	MTMG Sp zoo	Poland	Transportation Industry	100	21.031	PS
2011	WUZ PUZiP Sp zoo	Poland	Transportation Industry	100	15.45	PS
2011	Stoleczne Przedsiebiorstwo	Poland	Utilities	85	523.731	PS
2011	Przedsiebiorstwo Napraw Infrastruktury Sp zoo	Poland	Construction	100	78.477	PS
2011	Slaskie Zaklady Armatury Przemyslowej ARMAK Sp zoo	Poland	Manufacturing	94.2	5.784	PS
2011	ARMAK Sp zoo	Poland	Manufacturing	94.2	5.784	PS
2012	Technoexportstroy	Bulgaria	Construction	100	33.0141	PS
2012	Televorgu AS	Estonia	Telecommunications	100	32.232	PS
2012	Central Securities Depository	Lithuania	Finance & Real Estate Industry	60	4.916	PS
2012	AZOTY - ADIPOL SA	Poland	Natural Resources	85	13.2023	PS
2012	PPZ w Niechlowie SA	Poland	Manufacturing	33.28	0.974	PS
2012	PGE Polska Grupa Energetyczna	Poland	Utilities	7.01	815.616	PO
2012	Miasto Leszno-TVK Srodmiescie	Poland	Telecommunications	100	1.599	PS
2012	POLFA WARSZAWA SA	Poland	Services Industry	85.14	256.838	PS
2012	PKO Bank Polski SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	7.84	1009.04	PO
2012	KWB Adamow SA	Poland	Natural Resources	85	19.868	PS
2012	KBW Konin w Kleczewie SA	Poland	Natural Resources	85	32.295	PS
2012	ZAKLAD NARZEDZIOWY W SWIDNIKU SP ZOO	Poland	Manufacturing	31.08	0.0956697	PS
2012	Zaklady Azotowe Pulawy SA	Poland	Manufacturing	10.3	63.533	PS
2012	Gornicze Zaklady Dolomitowe SA	Poland	Natural Resources	25.21	2.669	PS
2012	COIG SA	Poland	Services Industry	85	22.044	PS
2012	ZE PAK	Poland	Utilities	NA	208.993	PO
2012	ZGH Boleslaw SA	Poland	Natural Resources	86.92	67.623	PS
2012	BESKIDZKI HURT TOWAROWY SA	Poland	Agriculture Industry	31.61	0.745474	PS
2013	CSA Czech Airlines	Czech Republic	Transportation Industry	44	0.17	PS
2013	Zsolnay Porcelanmanufaktura	Hungary	Manufacturing	74.5	0.8	PS
2013	Zaklady Azotowe Pulawy SA	Poland	Manufacturing	73.41	358.6	PS
2013	PKO Bank Polski SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	11.75	1674.2	PO
2013	PHN SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	25	75.31	PO
2013	Malopolska Siec Szerokopasmowa	Poland	Construction	100	0.76	PS
2013	Azoty Tarnow	Poland	Manufacturing	12.1	198.45	PS
2013	CZG SA	Poland	Trade Industry	19.83	0.05	PS
2013	FLT - Krasnik SA	Poland	Manufacturing	89.15	30.48	PS
2013	Polskie Koleje Linowe SA	Poland	Transportation Industry	100	64.16	PS
2013	PKS Chojnice Sp zoo	Poland	Transportation Industry	41.65	0.25	PS
2013	PKP Cargo SA	Poland	Utilities	50	467.81	PO
2013	Bank Zachodni WBK SA	Poland	Finance & Real Estate Industry	0.64	72.71	PO
2013	Energa SA	Poland	Utilities	48.48	700.94	PO
2013	SPEDCONT Sp zoo	Poland	Transportation Industry	52.93	4.61	PS