

# MPRA

Munich Personal RePEc Archive

## **The capital markets union and Bulgaria**

Petranov, Stefan

1 April 2022

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/115889/>  
MPRA Paper No. 115889, posted 05 Jan 2023 06:21 UTC

# СЪЮЗЪТ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ И БЪЛГАРИЯ

Стефан Петранов

## Въведение

Понастоящем Европейската Комисия (ЕК) изпълнява широкомащабен План за изграждане на Съюз на капиталовите пазари (СКП). Този план е в ход от 2015 г., а от 2020 г. се изпълнява неговата втора фаза или т.н. Нов План за СКП. С първоначалния План и с неговата втора фаза, ЕК си поставя за цел да стимулира развитието на капиталовите пазари в страните-членки и по-специално да се създадат условия за високо ниво на интеграция между тях, като крайната цел е единен капиталов пазар. Такава цел е в съответствие с основната идея, върху която е построен Европейския съюз (ЕС) – единен пазар, базиран на свободното движение на стоки, услуги, хора и капитали.

През всичките години, в които съществува ЕС, движението на капитали в него не е било съществено ограничавано и процесът на либерализация е протичал плавно с постепенно отпадане на съществуващите отделни ограничения. Но все пак, повече от шестдесет години след подписването на Римския договор, по различни причини, капиталовите пазари в Европа са все още фрагментирани. Вече има определени резултати от първия етап на Плана, но сега той продължава да се разширява, като включва и новите инициативи на ЕК - зелената сделка, дигиталната трансформация, устойчивостта на финансовата система.

Какво е постигнато до сега и какви са проекциите за България от изпълнението на първата фаза на Плана, както и от неговото разширяване – Новия План? Какви са евентуалните ползи и разходи за страната и има ли потенциални конфликти, произтичащи от формирането на Съюз на капиталовите пазари? Настоящото изследване се фокусира върху тези въпроси, защото на сегашния етап, те не са изследвани от гледна точка на развитието на капиталовия пазар в България. Изложението, което следва е структурирано по следния начин:

В раздел 1 се дискутира необходимостта от създаването на единен СКП. Представени са сравнителни данни и аргументи, подкрепящи тезата, че финансирането на европейската икономика е твърде зависимо от банковата система и има нужда делът на пазарното финансиране да се увеличи. Раздел 2 излага първоначалния План на ЕК за изграждане на СКП с неговите основни приоритети и анализира непосредствените резултати, както и причините за непостигането на достатъчна степен на интеграция на капиталовите пазари в ЕС. Раздел 3 е фокусиран върху продължението на инициативата - т.н. Нов План за изграждане на СКП. Раздел 4 обсъжда ефектите върху българската икономика от гледна точка на финансирането на бизнеса и емитентите на финансови инструменти, както и от гледна точка на спестителите и инвеститорите в България. Последният раздел представя основните заключения на настоящото изследване.

## 1. Необходим ли е съюз на капиталовите пазари?

Въпросът, поставен като заглавие на настоящия раздел, е по-скоро реторичен. Свободата на движение на капиталите е основна свобода, гарантирана юридически в

рамките на ЕС още от 1988 година<sup>1</sup>, наред с другите основни икономически свободи – движението на стоки, услуги и хора. Тези свободи създават фундамента на Единния пазар, като разширяват и стабилизират търговията между страните-членки, допринасят за стабилността на еврото, намаляват и дори премахват (в случая на Еврозоната) валутния риск, позволяват лесна сравнимост на цените и производствените разходи.

Важно е да се подчертае, че тези основни свободи следва да са неделими в тяхната съвкупност. Ако една от стратегическите цели на икономическата политика на ЕС е да се създаде Единен пазар, то това не може да стане, в случай че някоя от тези свободи липсва или не е на достатъчно високо ниво. Макар технически да е възможно отделянето им една от друга, това би довело до непълноценен Единен пазар, в който различията между страните и ограниченията ще препятстват равномерното им икономическо развитие<sup>2</sup>.

На политическо ниво ЕС ясно е декларирал, че ще се стреми да осигурява четирите основни икономически свободи и изграждането на Единен пазар се разглежда като стратегическа цел. Модел с евентуални ограничения за някои от основните икономически свободи не се подкрепя, защото противоречи на целта за интеграция, конвергенция и кохезия на страните-членки. В същото време не може да не се отчете, че понякога мерките, осигуряващи основните икономически свободи, се прилагат бавно и не винаги има резултати, отговарящи на очакванията. Но така или иначе, в този контекст Съюзът на капиталовите пазари е част от по-общата политика на Единен пазар и той е безспорно необходим.

Но все пак, с какво точно ще допринесе един такъв съюз, как по-конкретно неговото изграждане ще спомогне за приближаването до стратегическата цел – Единен пазар? При това не само просто Единен пазар, а Единен пазар, който да води до конкурентоспособна европейска икономика и който да генерира устойчив растеж.

По същество, капиталовият пазар е институция, която насочва средства от нетни вложители (икономически субекти с временен излишък на финансов ресурс) към кредитополучатели (икономически субекти с временен дефицит на финансов ресурс). Съответно, Съюзът на капиталовите пазари, по своя замисъл, трябва да доведе до единен пазар за капитал. Целта е този пазар така да насочва финансовия ресурс (инвестиции и спестявания), че този ресурс да е достъпен за целия ЕС, т.е. да може да се използва от потребителите, инвеститорите и компаниите, независимо от това къде те се намират. В идеалния случай, т.е. при напълно интегрирани капиталови пазари в различните страни,

---

<sup>1</sup> Повечето ограничения за капиталови трансакции отпадат още с Първата капиталова директива от 1960 г. Изменения в тази директива от 1985 и 1986 г. водят до по-нататъшна либерализация в области като дългосрочно кредитиране и покупки на ценни книжа, които не се търгуват на фондови борси. Движението на капитали е напълно либерализирано с Директива на Съвета на ЕС през 1988 г., която премахва всички останали ограничения върху движението на капитали между резиденти на държавите-членки към 1 юли 1990 г. Тя също либерализира и движението на капитали по отношение на трети страни. Като договорна свобода, свободното движението на капитали е скрепено в Договора от Маастрихт (1992 г.). Но във всички случаи остават възможности за обосноваване на временни изключения, когато има нарушения на националното законодателство или се засягат въпроси за националната сигурност или обществения ред. Такива ограничения, са наложени например в Гърция (2015г.) и Кипър (2013 г.) за справяне с последствията на кризата на гръцкия суверенен дълг.

<sup>2</sup>На много места в света съществуват зони за свободна търговия, където тарифните и нетарифните ограничения постепенно се премахват или съществено се намаляват. При тях има пълна или много висока степен на свобода на движението на стоки и услуги, но другите свободи липсват и също така държавите обикновено запазват суверенитет над търговската си политика спрямо трети страни. Такъв пример е NAFTA (Асоциацията за свободна търговия в Северна Америка).

активите с идентични рискови характеристики биха имали една и съща цена, независимо от страната, в която се търгуват. Освен това, свободното движение на финансовите потоци гарантира, че съответните рискови активи имат една и съща очаквана възвръщаемост, независимо от местонахождението им.

Капиталовите пазари осигуряват пазарно финансиране за икономическите проекти на фирми и публични институции. И макар да става дума за достъп до финансов ресурс, трябва да се подчертае, че техният ресурс е принципно различен по своите функции от ресурса, осигуряван при банково финансиране. И банките и капиталовите пазари осъществяват финансово посредничество, но тези два източника на финансиране имат различни функции във финансовата система, които взаимно се допълват. Капиталовите пазари могат да мобилизират „дългосрочни пари“ и да подкрепят редица проекти, които не биха могли да разчитат на банково финансиране и по този начин допринасят за икономическия растеж. Освен това, те са свързани със споделяне на риска от субектите в частния сектор, както и със споделяне на ползите от икономическото развитие, което от своя страна допринася за стабилността на икономическата система.

На фона на тези характеристики на капиталовите пазари ясно се откроява един структурен проблем на европейската финансова система – а именно, че тя е относително непропорционално концентрирана около банките и банковото финансиране. В сравнение с други части на света, предприятията в ЕС разчитат много по-малко на пазарните канали за финансиране. Ето какви са фактите (European Commission, 2015), когато през 2015 г. ЕК взима решение да подкрепи инициативата на тогавашния Председател Жан-Клод Юнкер за осъществяване на План за СКП.

Икономиката на ЕС като цяло е приблизително с размерите на икономиката на САЩ, но пазарите на капиталови финансови инструменти в ЕС са повече от два пъти по-малки от тези в САЩ. Малките и средните предприятия (МСП) в САЩ получават пет пъти повече финансиране от капиталовите пазари в сравнение с МСП в ЕС. Спестяванията на домакинствата в ЕС са концентрирани в банковите депозити два пъти повече и съответно два пъти по-малко в инвестиционни фондове и акции в сравнение със САЩ. Ако европейските пазари на рисков капитал бяха толкова развити и толкова дълбоки, колкото тези в САЩ, между 2008 и 2013 г. европейската икономика би разполагала с 90 милиарда евро повече за финансиране на стартиращи компании и иновативни проекти.

И не само това. Положението на европейските капиталови пазари е такова, че на практика финансови инструменти се емитират предимно от големи компании. Малките и средните предприятия, инфраструктурните проекти, иновативните проекти имат проблемен достъп до пазарно финансиране. Освен това, финансовите инструменти се предлагат предимно на по-големи пазари, а не на пазари, където финансирането на бизнеса е най-трудно и необходимо. Почти всички националните пазари в ЕС практически нямат значителни обеми ликвидност и се характеризират с липса на достатъчно количество и достатъчно разнообразие на финансови инструменти, което ограничава избора на инвеститорите, както и възможностите за диверсификация. (European Commission, 2015).

Междувременно развитието на капиталовите пазари в страните-членки е много хетерогенно. Докато съотношението на капитализацията на фондовия пазар към БВП в

Обединеното кралство<sup>3</sup> е повече от 120%, в страни като Латвия, Литва, Кипър или България, този показател е под 10%.

Съществуват и други проблеми. Често участниците на капиталовите пазари, преди всичко индивидуалните инвеститори, проявяват предпочитания към местните емитенти<sup>4</sup>. Това, разбира се, е донякъде естествено, като се има предвид историческото развитие и сегашната политическа структура на ЕС, както и техническите проблеми при трансграничното инвестиране, които до скоро имат своето значение. Но в същото време това означава, че потенциалните рискове и ползи, които са свързани с местните пазари, остават в рамките на националните граници, което не би трябвало да бъде случаят на единен европейски пазар.

Отделна проблематика е свързана с малките и средни предприятия. Макар че достъпът до финансиране за тях е жизненоважен за иновациите и растежа им, добре известно е, че те систематично имат проблеми с финансирането. Трудностите на този достъп се изтъкват обичайно като една от най-големите спънки за тяхната работа. Малките и средните предприятия разчитат в голяма степен на финансиране чрез средства на собственика, а когато имат външно финансиране, то най-често използваните източници са овърдрафт, лизинг и факторинг, търговски кредит и банкови заеми. В много редки случаи те се обръщат към финансиране с инструменти от капиталовите пазари, като разликите в това отношение между по-развитите и по-малко развитите страни-членки е съществена. В по-слабо развитите страни-членки, тази група предприятия на практика не познават финансовите инструменти и нямат добри условия да се финансират от капиталовите пазари.

Всички факти, изтъкнати по-горе, недвусмислено водят до извода, че няма интеграция на капиталовите пазари в ЕС. Това е слабост в развитието на европейската финансова система, защото води до твърде голяма зависимост от банковото финансиране, което прави европейската икономика по-нестабилна в сравнение с други икономики, където пазарното финансиране играе относително по-съществена роля.

Няма съмнение, че финансирането, основано на банкови заеми или други банкови продукти, има своите предимства. Те се коренят в стабилната връзка, която банките могат да развият с компаниите, които са техни клиенти. Но последната финансова криза (2008-2009г.) разкрива ясно дискутираната тук слабост, че големият дял на банковото финансиране е проблем за растежа на европейската икономика (вж. напр. дискусиата във Wehinger, 2012). При тази криза, банките затягат достъпа до кредитиране и това има много отрицателно въздействие върху реалния растеж в Европа, именно защото капиталовите пазари не са развити достатъчно и те не успяват да запълнят празнината, останала след намаленото банково кредитиране<sup>5</sup>. Тази слабост се отразява не само краткосрочно в рамките на цитираната финансова криза, но много изследователи считат, че тя е една от причините европейската икономика в последните години да отстъпва в сравнителен план на конкурентните икономики на САЩ, Канада, Япония, Австралия, Република Корея по

---

<sup>3</sup>През 2015 г. Обединеното кралство Великобритания и Северна Ирландия е страна-членка на ЕС. След нейното напускане, цитираното съотношение в рамките на ЕС е най-високо за Франция – 85.6%. (FRED Economic Data, St. Louis Fed)

<sup>4</sup> Такова поведение е добре изучено и документирано в литературата по Поведенчески финанси.

<sup>5</sup>Ефектът от по-строгите регулации, на които банките следва да отговарят след кризата, се дискутира в Slovik, Cournède (2011).

редица макроикономически показатели като например темповете на растеж на Реалния брутен вътрешен продукт или нормата на безработица<sup>6</sup>.

## 2. Първоначалният план и неговите резултати

При описаните в предходния раздел слабости на европейската финансова система, логично е да се търси решение на тези проблеми. И това става през 2015 г., когато ЕК приема План за действие за Съюз на капиталовите пазари. След като изграждането на Банковия съюз е завършено от нормативна и институционална гледна точка, създаването на Съюз на капиталовите пазари е следващо естествено действие. От една страна това е официална стъпка към „повече Европа“. Но по същество това е процес, който цели постигане на по-балансирана структура на финансовата система и по-добро посредничество между спестявания и инвестиции. Целта е подобрен достъп до финансиране за европейски компании, което от своя страна трябва да доведе до така необходимото увеличение на работните места и икономически растеж.

За оценката за този първоначален План и за неговото продължение (Новия план), както и за резултатите от тях, обективността изисква да се тръгне, като отправна точка, от разбирането, че създаването на съюз на капиталовите пазари, чрез интегрирането на множество хетерогенни национални пазари, е нелека задача. Това става ясно, когато се осъзнае, че за да се реализира такъв съюз е необходимо да се постигне висока степен на хармонизация между държавите-членки в законодателството за търговия с финансови инструменти, в търговското законодателство и несъстоятелността на дружествата, както и в данъчното облагане на финансовите продукти. И не само това, необходимо е още наличието на еднакви регулативни норми, еднакви практики на националните регулатори, вероятно един наднационален, европейски надзорен орган. А истински единен пазар предполага и наличието на „безрисков“ европейски актив<sup>7</sup>.

Нито една от тези тактически цели не е лесна за постигане. Към тях може да се прибавят и редица проблеми, причинени и от различията между страните-членки в културен план. Те се изразяват в много различните бизнес практики, идващи от формалните и неформалните правила, които са в основата на съществено различни системи за корпоративно управление, възприети в различните страни. Тези системи са от съществено значение за доброто функциониране на капиталовите пазари, но техните различия не могат да бъдат лесно преодоленни (Петранов, Ангелова, 2012).

Още в първоначалния План ЕК смята, че създаването на СКП е дългосрочен проект с хоризонт 2019г., който ще изисква задълбочена работа в различни направления. Като основни краткосрочни приоритети Комисията счита (European Commission, 2015 г.):

---

<sup>6</sup>Дискусия за динамиката на европейската икономика в сравнителен план и връзката с развитието на капиталовите пазари може да се види в Petranov (2018) и Петранов (2016).

<sup>7</sup>След дълговата криза в Еврозоната, необходимостта от такъв актив се обосновава на базата на следните аргументи: той би допринесъл за по-диверсифицирани и ликвидни финансови пазари, за намаляване на риска в банковите баланси, за по-голяма привлекателност за чуждестранни инвеститори на суверенни облигации, издавани на иначе малки и неликвидни пазари, както и за предоставяне на нов източник на висококачествено обезпечение за презгранични финансови трансакции. Повече подробности могат да се видят в Constâncio (2019).

- Създаване на условия за висококачествена секюритизация с цел последващо освобождаване на банковите баланси за кредитиране;
- Приемане на актуализирана Директива за проспектите с цел улесняване на набирането на капитал и повишаване на трансграничното инвестиране с фокус върху МСП;
- Работа по организирането наличността на кредитна информация за МСП с цел да се улеснят инвеститорите;
- Работа с пазарните участници за създаване на процедури за общоевропейско частно пласиране на емисии на различни финансови инструменти с цел стимулиране на преките инвестиции в малки предприятия;
- Подкрепа за създаване на нови дългосрочни инвестиционни фондове с цел пренасочване на инвестиции към инфраструктура и други дългосрочни проекти;
- Мерки за премахване на пречките за трансгранични инвестиции и набиране на капитал;
  - Създаване на допълнителни възможности за спестителите и привличане на капитал извън ЕС;
  - Стимулиране на развитието на пазарите за обезпечени облигации, за инструменти за мецанин финансиране и неформалните канали за капиталово финансиране на стартиращи и иновативни компании от частни инвеститори.

През 2017 г. се извършва междинен преглед на проекта за СКП, който добавя към първоначалния План за действие допълнителни инициативи. Те включват, наред с другото, мерки за общоевропейски лични пенсии, за обезпечени облигации и ценни книжа, както и засилване на надзорната рамка и ангажимент за укрепване на правомощията на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA) в отговор на Брекзит.

В периода 2014-2019 г. е постигнато споразумение между държавите-членки относно повечето (12 от общо 13) инициативи, предложени от ЕК за започване на изграждането на СКП, включително предложения за фондовете за рисков капитал, за обезпечаването на ценни книжа и за т.н. групово финансиране. Също така, ЕК придвижва редица законодателни действия и незаконодателни инициативи за достигне на целите на Плана, вариращи от приемането на нормативни актове за Паневропейски личен пенсионен продукт и споразумение за актуализиране на Директивата за проспектите до изследователски проучвания за данъчните стимули за фондовете за рисков капитал и бизнес ангелите.

Въпреки силния начален тласък и безспорния напредък в някои от областите, все пак като цяло, Планът за СКП не постига целите си в рамките на определения срок – до 2019 година. Трезвата оценка показва, че към тази дата достъпът до пазарно финансиране на фирмите, особено за МСП, не се е разширил значително, индивидуалните непрофесионални инвеститори все още не са активни на капиталовите пазари и също така, няма сериозни стимули за институционалните инвеститори за инвестират в стартиращи и иновативни фирми.

През петте години, в които се изпълнява Планът, европейските капиталови пазари не са станали съществено по-унифицирани, а сравненията показват, че ЕС се оказва още по-назад от Съединени щати. В крайна сметка, в ЕС все още съществуват 27 капиталови пазари,

които не работят като един. Европейските финанси все още остават сегментирани по националните линии, като емитентите на финансови инструменти, спестителите и инвеститорите продължават да зависят силно от националните банкови системи. Или с други думи, към 2019 г. изграждането на СКП остава непостигната цел.

Този факт може да се обясни с три групи причини. От една страна са принципните трудности на такъв проект, които са разгледани в началото на настоящия раздел – по същество задачата за изграждане на такъв Съюз не е никак лесна. От друга страна са лаговете в желаните ефекти. Каквито и подобрения и позитивни ефекти да има от предприетите мерки, не може да се очаква те да се проявят бързо. Има необходимо технологично време, в което наднационалните европейски мерки се приемат на национално ниво, а отделно от това възприемането от пазарните участници и евентуална промяна на тяхното поведение, също изисква време.

Трета група фактори са свързани с начина на функциониране на европейската администрация и процедурите за взимане на решения. След 2017 г. изпълнението на Плана видимо се забавя, което е резултат от възстановяването на растежа след преодоляването на финансовата и дълговата кризи, както и от нарастване на политическото напрежение в ЕС и приоритизиране на националните въпроси от европейските политически лидери.

Вероятно роля за това забавяне има и Брекзит. Все пак Обединеното кралство има най-големия в Европа и втори в света капиталов пазар и неговото отделяне не може да не повлияе на изпълнението на мерките в Плана. Освен това, комисарят по финансовите въпроси, който отговаря непосредствено за изпълнението на Плана – лорд Хил от Обединеното кралство, напуска състава на ЕК, след като резултатите от референдума за Брекзит стават известни.

### **3. Новият план и очакванията за него**

След относителния застой в преиода 2017-2019, новият състав на ЕК, начело с Урсула фон дер Лайен, отново отчита важността на пазарното финансиране за европейската икономика, за конкурентоспособността на фирмите, както и за конкурентоспособността на самите финансови пазари. Отчита се също така, че остава още много да се направи, за да се изгради наистина един реален СКП.

Критично погледнато, не може да не стигне до заключението, че напредъкът в постигането на СКП до 2019 г. включително е бил ограничен и предприетите да тогава мерки не са дали задоволителен резултат. Поради това, ЕК стартира форум на високо ниво с цел обсъждане на актуалното състояние и търсене на набор от предложения, които да дадат нов тласък на проекта за изграждане на СКП. Междувременно в началото на 2020 г. Европейската централна банка (ЕЦБ) публикува доклад на тема „Финансова интеграция и структури в Еврозоната“, като констатира, че финансовата структура на Еврозоната продължава да бъде доминирана от непазарни инструменти и изразява силно желание за напредък по проекта за СКП. Отделно от това ЕК изразява същата необходимост от по-нататъшна интеграция на капиталовите пазари в своя Годишен преглед на европейската финансова стабилност и интеграция за 2020 година.

На този фон, във втората половина на 2020 г. ЕК приема Нов План за действие, който препотвърждава стратегическите цели на първоначалния План – по-добър баланс между



банково и пазарно финансиране, по-лесен достъп за фирмите до пазарно финансиране, премахване на пречките за трансгранично инвестиране, насърчаване на дългосрочното инвестиране, интеграция на националните капиталови пазари.

Но Новият План добавя и нови цели. Едната цел е с краткосрочен характер – преодоляване на пандемията COVID-19, заради което Комисията приема няколко специфични мерки, свързани с възстановяване на капиталовите пазари, включително и известно отпускане, разширяване и леко преработване на правилата за надзор, така че те да работят в контекст на криза. Другата цел е дългосрочна и тя е свързана с дигиталната трансформация и прехода към зелена икономика.

Новият План съдържа общо шестнадесет инициативи на ЕК, обособени около три основни цели, които са:

- Подкрепа за зелено, цифрово, приобщаващо и устойчиво икономическо възстановяване чрез по-достъпно финансирането за европейските компании. За постигането на тази цел са предвидени шест инициативи, насочени към насърчаване на дългосрочното дялово инвестиране, насочване на МСП към алтернативи на банковото финансиране, както и стимулиране на трансграничното инвестиране.
- ЕС да стане още по-безопасно място за хората да спестяват и инвестират в дългосрочен план. За тази цел са предвидени три инициативи, включващи действия за увеличаване на финансовата грамотност, за повишаване на доверието в капиталовите пазари и за подкрепа на хората, които се пенсионират.
- Интегриране на националните капиталови пазари в истински единен пазар. Постигането на тази цел се предвижда да стане чрез седем инициативи, включващи данъчни облекчения за трансграничното инвестиране, развитие на трансграничния сетълмент, унифициране на назорните практики, подобряване на защитата на инвеститорите.

#### **4. Какви са проекциите за България и има ли потенциални конфликти?**

Както се вижда от целите на Новия План (особено от последната), желаната интеграция е все още далеч от реализация. Въпреки това, тенденцията е ясна, усилията и действията в посока на интегриране на капиталовите пазари ще продължават поне до постигането на степен на интеграция, подобна на Банковия съюз. Логиката на тези усилия не се е променила – а именно, че капиталовите пазари могат да допринесат значително за иновациите и растежа. Данните все повече сочат, че докато банките и пазарите са важни за финансирането на икономическия растеж, небанковото финансово посредничество осигурява относително по-мощен принос към иновациите и дейностите за повишаване на производителността в съвременните сложни икономики (Kremer, Popov, 2018). Добре е да се разбере, че при хармонично развитие на икономиката банките и пазарите взаимно се допълват. Дълбоките капиталови пазари допълват банките като източници на финансиране и по този начин допринасят за икономическия растеж, както и за по-голяма гъвкавост и устойчивост на финансовата система.

Но как изглежда изпълнението на Плана за СКП до сега и тенденциите за Новия План от българска гледна точка? Каква е българската перспектива в този контекст?

Концептуално погледнато, инициативата за създаване на такъв съюз може да има положителен ефект върху българската икономика. Причината е, че много от действията в Плана целят преди всичко подобряване, по различни начини, на достъпа до финансиране за малките и средните предприятия, за стартиращите и иновативните бизнеси, както и за акумулирането на средства за изграждане на инфраструктура и други дългосрочни проекти. Тези области са много важни за българската икономика, а те трудно се финансират от банковата система.

Освен това, изпълнението на Плана и на Новия План може да стимулира подобряването на регулаторните практики и развитието на продуктовото многообразие на капиталовия пазар в България, като реален източник на финансиране и като привлекателна алтернатива за инвестиции, което би било благоприятно спестителите и за инвеститорите. Казано с други думи, изпълнението на тази инициатива на ЕК дава определени потенциални възможности за подобряване на финансирането на българските предприятия и за развитието на българския капиталов пазар.

Но от друга страна, интеграцията на пазарите ще увеличи конкуренцията за финансиране. Предвидените мерки като стандартизация, нови инвестиционни продукти, либерализация, разширени възможности за трансгранични инвестиции и други несъмнено ще стимулират капиталовите потоци. Това може да предостави повече възможности за финансиране на растежа на българската икономика в случай, че потоците текат от страни с големи спестявания и голям финансов ресурс към малки и средни български предприятия или инфраструктура. Но има и друга възможност - българските спестявания да изтичат и да се инвестират в други страни, стимулирайки растежа на други икономики. Тук е важна ролята на заинтересованите страни в България – да участват активно в процеса на институционално и регулаторно изграждане на СКП по начин, който да минимизира тези рискове и да доведе до реални ползи за българската икономика.

От приведените аргументи става ясно, че от гледна точка на България, изграждането на СКП има потенциални ползи, но и възможни рискове и съответни разходи. И тук естествено възниква въпросът: Коя тенденция е по-силна до момента и какво може да се очаква в перспектива напред?

Най-напред трябва да се отчете, че изпълнението на дейностите от Плана е наложило съответни промени в нормативната база в България, което е довело до улесняване на достъпа на МСП до регулираните пазари, създаване на многостранни системи за търговия, възможности за нови форми на инвестиране като колективните инвестиционни схеми от тип „чадър“, алтернативните инвестиционни фондове<sup>8</sup> и др. Това е позитивно развитие, защото създава повече възможности. Изобщо, като цяло, може да се каже, че нормативната база в България е хармонизирана с европейската и пазарната инфраструктура функционира на добро ниво.

Но това далеч не е всичко. По-важното е как и дали се постигат целите на интеграцията от гледна точка на българския капиталов пазар. Какви са фактите, какво може

---

<sup>8</sup>Вж. например Закона за изменение и допълнение на Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране.

да се отчете на този етап, при едно сравнение на декларираните цели с реалното състояние на пазара? Такова сравнение може да се извърши на базата на данните от Таблица 1. където са показани сравнителни данни за търговията на Българската фондова борса (БФБ) към края на 2014 г., когато е приет Плана и към края на 2021 година.

**Табл. 1. Допуснати до търговия на БФБ финансови инструменти (бр.)**

| Година | Общо |     | АДСИЦ | Облигации | Пазар<br>BEAM | MTF BSE<br>International |
|--------|------|-----|-------|-----------|---------------|--------------------------|
| 2014   | 444  | 314 | 64    | 60        | -             | -                        |
| 2021   | 571  | 204 | 53    | 82        | 7             | 191                      |

**Източник на данните: Отчети на БФБ за съответните години**

Една от основните цели на Плана е улесняване на набирането на капитал и повишаване на трансграничното инвестиране с фокус върху МСП. За тази цел БФБ е създавала отделен сегмент - пазара за растеж на МСП BEAM. За този пазар МСП ползват редица облекчения в сравнение с регулирания пазар, които са именно в резултат на Плана за СКП. Облекченията са както по отношение на процеса на допускане до търговия, така и на последващия период на емисиите като котиращи на борсата<sup>9</sup>. Обаче, както се вижда от Таблица 1., броят на търгуваните емисии на пазара BEAM към края на 2021<sup>10</sup> г. е само седем, което е крайно недостатъчно, за да се отчете някакъв успех в това направление.

Друга цел на Плана е подобряване на достъпа до пазарно финансиране на фирмите изобщо, не само МСП, както и създаване на допълнителни възможности за спестителите и привличане на капитал извън ЕС. От тази гледна точка сравнението показва, че на БФБ в края 2021 г. се търгуват общо 571 емисии, докато в края на 2014 г. са се търгували 444 емисии. Но 191 емисии от тези, които се търгуват в края на 2021 г., се търгуват на пазарния сегмент MTF BSE International<sup>11</sup>, което всъщност е многостранна система за търговия, при която БФБ е само посредник, а търгуваните на нея емисии са на чуждестранни компании, които се котират на развити капиталови пазари. Ако тази бройка се отчете, ще се види, че броят на българските емисии, които се търгуват на БФБ, е всъщност е 380, което означава, че за разглеждания период има намаление от 64 емисии. Това показва намаление на възможностите за пазарно финансиране на българските фирми като цяло, както и намаление на разнообразието на инструментите на български емитенти, в които може да се инвестира.

Намаленият брой на емисиите, които се търгуват на БФБ е за сметка преди всичко на емисии от обикновени акции на първични емитенти, но също така и за сметка на акционерни дружества със специална цел (АДСИЦ). Освен това, над две трети от търгуваните към края на 2021 г. АДСИЦ са на пазарния сегмент BaSE Market, които е предназначен за допуснати до търговия на регулиран пазар емисии акции на публични дружества, които не отговарят на минималните изисквания на основния пазар на БФБ, както

<sup>9</sup>Облекченията включват отпадане на необходимостта за одобрен от Комисията за финансов надзор проспект за емисии под 3 млн. евро, задължение за публикуване само на финансови отчети, по-лек режим за разпореждане с активите на дружеството и др.

<sup>10</sup> BEAM е лицензиран още през 2018 г., но реално търговия на него има от 2021 г., когато първата емисия се котира за търговия (акции на Биодит АД).

<sup>11</sup>Пазарът съществува от 2021 година.

и такива, които са в открита процедура по ликвидация и несъстоятелност или които не разкриват регулативната информация за дейността си. Видимо, тук не може да става дума за постигане на целта „създаване на условия за висококачествена секюритизация с цел последващо освобождаване на банковите баланси за кредитиране“. От една страна е качеството, което е проблемно при поне две трети от дружествата и от друга страна, секюритизацията, която тези дружества осъществяват не е иницирана от банки и следователно не може да става дума за освобождаване на банковите баланси за кредитиране.

Изпълнението на инициативите на Плана развива българската нормативна база и в друго направление, което дава възможност да се организират принципно нови форми на финансово посредничество – т.н. алтернативни фондове (национални инвестиционни фондове и национални борсово търгувани фондове). В България има създадени такива, но на този етап тези форми на колективно инвестиране нямат голяма роля. Техният брой е малък – общо 16 в сравнение със 125 колективни инвестиционни схеми<sup>12</sup>, които са създадени по нормативната база преди тези нови възможности да станат реалност.

И накрая, почти всички инфраструктурни проекти в България се финансират чрез европейските кохезионни и други фондове и поради това няма създадени дългосрочни фондове за финансиране на такива проекти.

Разгледаните факти показват, че от гледна точка на подобряване и разширяване на достъпа до пазарно финансиране за българските емитенти има известно развитие, но то е крайно ограничено. Явно е, че декларираните цели на Плана са все още далеч от постигането им.

В същото време, от гледна точка на спестителите и инвеститорите картината е променена значително. Нормативното улесняване на трансграничното инвестиране, заедно с напредъка на информационните и комуникационните технологии, създават възможности за инвестиране по отношение на разнообразие от класове активи и емитенти в различните класове, каквито до сега не е имало. Това е добре за тези участници на капиталовите пазари по принцип, но и конкретно в последните години, които се характеризират с отрицателни реални, а в някои случаи дори и номинални лихви по банковите депозити. С други думи, за българските спестители и инвеститори инициативата за създаване на СКП пряко и косвено има положителен ефект.

Описаните по-горе факти обхващат развитието на капиталовия пазар в България от гледна точка на публично търгуваните финансови инструменти. Обобщена картина за цялостния ефект може да се получи чрез данните от Платежния баланс на страната, тъй като той обхваща входящите и изходящите финансови потоци, както за финансовите инструменти, които се търгуват публично, така и за тези, които са от частни емисии. Това е важно, защото някои от целите на Плана са насочени към стимулиране и на този сегмент на капиталовите пазари.

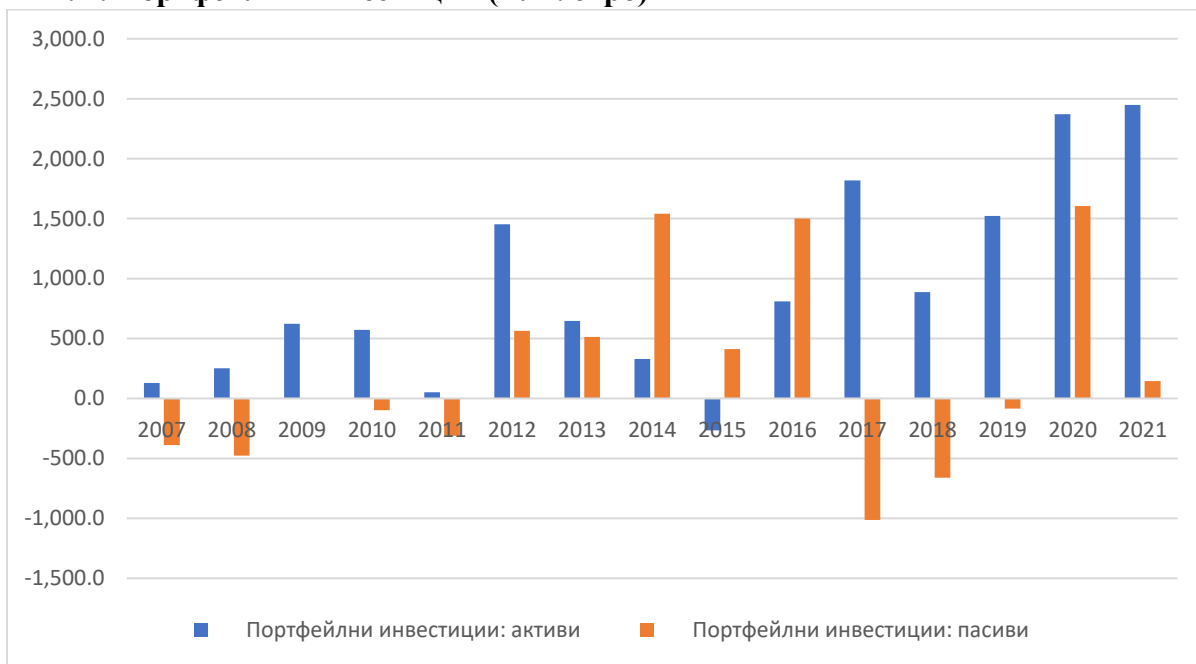
На Фиг. 1. са показани входящите и изходящите финансови потоци на годишна база, генерирани от портфейлни инвестиции, независимо от това дали придобиваните финансови инструменти са публично или частно търгувани. Както се вижда от данните, през периода,

---

<sup>12</sup> По данни на Комисията за финансов надзор към началото на 2021 г.

в който реално инициативите на Плана за СКП влизат в действие (2015-2021), капиталът има тенденция да изтича от страната. Само през 2015 г. и 2016 г. входящият поток надвишава изходящия, а за всички следващи години е обратното. При това изходящият поток видимо нараства в последните години на разглеждания период. Нетният ефект за целия период 2015-2021 г. е, че размерът на изходящия от България финансов ресурс надвишава входящия ресурс с 7,688.8 млн. евро, което е около 11.4% от БВП на страната за 2021 година. Такава картина, не може да се счита за благоприятна, тъй като финансов ресурс, който би могъл да развива българската икономика, всъщност се инвестира навън и подкрепя чуждестранни икономики.

**Фиг. 1. Портфейлни инвестиции (млн. евро)**



**Източник на данните: БНБ, Платежен Баланс, Стандартно представяне.**

Причините да се наблюдава такава картина са много. От една страна, на развитите капиталови пазари има натрупан опит, там по-бързо се усвояват новите възможности, доверието към тях е по-високо, инвестиционните продукти са повече и по-разнообразни, новите финансови технологии се използват ефективно. Това създава предпоставки за привличане на инвеститори и спестители и тези участници на капиталовите пазари от България са се възползвали от разширените възможности. Това става чрез многобройни канали – преки и косвени. Косвени канали са частните пенсионни фондове и колективните инвестиционни схеми, повечето от които са „захранващи схеми“ на чуждестранни управляващи дружества, а преките канали включват дистрибуция на чуждестранни финансови инструменти чрез клоновата мрежа в страната на чуждестранните банки и чрез различни инвестиционни посредници, както и директното инвестиране чрез лични брокерски сметки.

От друга страна, българският капиталов пазар е все още много млад, няма критична маса на ликвидност, а и цялостната инвестиционна среда в разглеждания период се

възприема от чуждестранните инвеститори като неблагоприятна, заради неефективно управление, политическа нестабилност и проблеми с върховенството на закона. Също така, практиките на корпоративно управление на публичните дружества, защитата на инвеститорите и дивидентната политика в много случаи не отговарят на високи стандарти. Отделно от всичко това, нивото на финансова грамотност на познаване на финансовите инструменти, както при потенциалните емитенти, така и при индивидуалните спестители, е сравнително ниско.

При тези обстоятелства, ефектът от изграждането на СКП на настоящия етап върху Българската икономика е асиметричен и поражда тенденция към изтичане на значителен финансов капитал извън страната.

### **Заклучение**

Представените в настоящото изследване анализи и аргументи дават основание да се стигне до следните обобщени заключения:

- Европейската комисия продължава да провежда целенасочен процес на изграждане на Съюз на капиталовите пазари с цел повишаване на ролята на пазарното финансиране в европейската икономика. Този процес протича бавно и неравномерно, но включва значителни административни и финансови ресурси и тенденцията е ясна – той няма да спре и ще продължи до достигане на ниво подобно на Банковия съюз.
- Един СКП по принцип може да е полезен за българската икономика, ако доведе до по-улеснен достъп до финансиране на МСП, стартиращи и иновативни фирми и инфраструктурни проекти, както и повече и по-разнообразни възможности за спестяване и инвестиции.
- На този етап ефектът от действията за изграждането на СКП върху българската икономика е асиметричен. От гледна точка на спестителите и инвеститорите ефектът е значим – те имат възможност за избор измежду много голямо множество от инвестиционни алтернативи, имат нормативен и технически достъп до практически всички международни пазари, в редица случаи могат да ползват и данъчни облекчения. Това е благоприятно развитие за тази група пазарни участници, защото води до увеличаване на финансовото богатство на нацията, което съответно ще има благоприятен ефект върху текущото и бъдещото потребление. То е особено благоприятно в период, като сегашния, когато в банките има натрупани относително големи спестявания в условията на съществено отрицателни реални депозитни лихви. Но от гледна точка на емитентите, ефектът не е така добър. Независимо че инициативите за СКП са облекчили достъпа до пазарно финансиране на фирмите и в частност на МСП и са разширили полето за действие на предприемачите чрез регламентирането на нови форми на колективно инвестиране, тези възможности са използвани до сега в минимална степен. С други думи, ефектът от гледна точка на стимулиране на пазарното финансиране на бизнеса в България, на този етап, е съвсем ограничен. По този начин реалният сектор на българската икономика практически не е

почувствал ползите от инициативите по създаването на СКП, въпреки безспорната необходимост от мащабно технологично модернизиране и дигитализиране и от повишаване на енергийната ефективност за бизнеса, както и от подходяща инфраструктура.

- Като резултат от асиметричния ефект, изходящите капиталовите потоци на портфейлните инвеститори от страната надвишават значително входящите, т.е. има тенденция за изтичане на капитал от страната. Тази тенденция ще се запази в краткосрочен и средносрочен план, защото трудностите, възпрепятстващи развитието на българския капиталов пазар не са малко. При капиталовите пазари няма ефект на скачените съдове, а пазарите, които са по-развити и се ползват с по-високо доверие, естествено привличат инвеститорите. Тази тенденция все още не е драматична за българската икономика, поради относително ниския ѝ растеж и свръх-ликвидността на банките. Но това състояние може да се промени и ако значителни средства системно продължат да изтичат от страната, това ще бъде ограничение за растежа на българската икономика.
- Трудностите пред развитието на българския капиталов пазар не могат да бъдат отстранени бързо и лесно и на тях не може да се въздейства само чрез промени в нормативната уредба. Поради това, необходимо е заинтересованите страни и институции да участват активно в процеса на създаване и осигуряване на условия, при които и българският реален сектор да почувства ползите от единен Съюз на капиталовите пазари. В противен случай, тенденцията на изтичане на финансов ресурс от страната ще продължава и доходи изработени и спестени от българската икономика ще подкрепят растежа не на българската, а на чуждестранни икономики.

### **Литература**

Петранов, С. (2016), Съюз на капиталовите пазари - европейска утопия или реална възможност? Алтернативи на икономическото развитие през XXI век, под ред. на Г. Шопов, С. Керемидчиев, Клуб Икономика 2000.

Петранов, С. М. Ангелова (2012), Развитие и перспективи на системите за корпоративно управление в Европейския съюз, Икономическа мисъл, 5, БАН.

Constâncio, V. (2019), European Financial Architecture and the European safe asset, Speech at the Conference on European Financial Infrastructure in the Face of New Challenges, 25 April, Florence. Available at: <https://macroviews.net/wp/2019/05/05/european-financial-architectureand-the-european-safe-asset/>.

European Commission (2015), Green Paper on Capital Markets Union.

Kremer, M., A. Popov (2018), Financial Development, Financial Structure, and Growth: Evidence from Europe, Special Feature A, Financial Integration in Europe, May, European Central Bank.

Petranov, S., (2018), Capital markets union and the prospect for Bulgaria, Annual of Sofia University "St. Kliment Ohridski", Faculty of economics and business administration, Volume 16.

Slovik, P., B. Cournède (2011), Macroeconomic impact of Basel III, OECD Economics Department Working Papers, OECD Publishing.

Wehinger, G. (2012) Bank Deleveraging, the Move from Bank to mMarket-based Financing, and SME financing. – OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2012/1.