



Софийски университет „Свети Климент Охридски“

Философски факултет

Катедра „Европеистика“

Професионално направление 3.3 – Политически науки
(Европеистика – Икономически изследвания на ЕС)

АВТОРЕФЕРАТ

На дисертация за присъждане на образователна и научна степен

„Доктор“ на тема:

**„Развитие на българския пазар на държавни ценни книжа в
контекста на членството в Европейския съюз“**

на

Иван Георгиев Нейчев

Научен ръководител:

доц. дпн Калоян Симеонов

гр. София, 2021 г.

СЪДЪРЖАНИЕ НА АВТОРЕФЕРАТА

1. Обща характеристика на дисертационния труд
2. Увод
3. Първа глава - Теоретико-методологичен анализ на дефинициите и научната литература за ДЦК
4. Втора глава - Развитие на капиталовите пазари и пазарите на ДЦК в ЕС
5. Трета глава - Развитие на пазара на ДЦК в България
6. Заключение
7. Приноси в дисертационния труд
8. Списък на публикациите по темата и проблематиката на дисертационния труд

1. Обща характеристика на дисертационния труд

Дисертационният труд е с общ обем 211 страници, от които увод, три глави, заключение, използвана литература и три приложения. В подкрепа на изложението са включени 8 графики. Библиографията включва общо 289 източника, от които 118 на български език, 168 на английски, 2 на руски и 1 на немски език. В увода е обоснована актуалността на темата, представени са обекта и предмета, целите и задачите, изследователската теза, използваните методи и ограниченията в изследването. В първа глава се разглеждат основни теоретични понятия като финансови пазари, финансови инструменти, ценни книжа и държавни ценни книжа. Анализират се също така и понятия като европеизация и глобализация, както и възможните рамки за тяхното изследване. Във втора глава се прави преглед на законодателството, политиките и практиките в ЕС, които влияят на развитието на пазара на ДЦК, както и сравнителен анализ на българската институционална рамка с общоприетите в Съюза модели. Изведени са препоръки за възприемане на добри практики, които допълнително биха сближили местния пазар с този на най-развитите страни. В трета глава се осъществява задълбочен преглед на развитието на пазара на ДЦК в България и влиянието, което оказват различни външни фактори върху него. Поставен е акцент върху промените, настъпили в резултат на членството на страната в ЕС. Отправени са конкретни препоръки за продължаване на либерализацията на пазара, за подобряване на административния капацитет и координацията между пазарните участници, за връщане към изоставени добри практики, за разнообразяване на предлаганите инструменти и др. Заключение е фокусирано върху изпълнението на поставените задачи и най-важните изводи от дисертационното изследване.

2. Увод

Въпросите, свързани с финансовите и капиталовите пазари са широко изследвани. Периодично финансовите кризи, като тази през 2007-2008 г. и последвалата дългова криза, възобновяват теоретически и практически дебати.

В литературата за изследванията на финансовите пазари обикновено пазарите на държавни ценни книжа (ДЦК) остават на по-заден план в сравнение с тези на корпоративните книжа. На ниво Европейски съюз (ЕС) почти всички изследвания на пазарите на ДЦК наблягат на интеграцията в еврозоната. Още по-малко са изследванията на пазарите от гледна точка на институционалното развитие.

Макар да не са толкова широко изследвани, важната роля на ДЦК във всяка финансова система не се отрича от никого. Те често служат като бенчмарк¹, по който се извършва ценообразуването на корпоративните облигации, като по този начин способстват за развитието и на други пазари. Освен това се използват и за обезпечения при различни финансови трансакции², както и за хеджиране на лихвения риск.³

Чрез развития пазар на ДЦК правителството има възможност да финансира бюджетния си дефицит без да предизвика инфлация, а централните банки могат да го използват за управление на монетарната политика.⁴ Освен това той дава по-широки възможности и по-голям избор за инвеститорите, което би им донесло и по-добра възвръщаемост.⁵

Поради чувствителността на материята и пряката връзка на държавните ценни книжа с националния суверенитет, липсва хармонизирана политика на Европейския съюз в тази сфера. Експертите по дълга поддържат становището, че държавният дълг не може директно да бъде сравняван с корпоративния и по тази причина не могат да бъдат третираны еднакво от законодателството. По тази причина ДЦК често се изключват от част от регулациите на ниво ЕС или им се осигурява преференциално третиране. След тежката финансова криза, започнала в периода 2007-2008 г., световната финансова архитектура претърпя сериозни промени. Изключение не направи и Европейският съюз. В кратък период от време се прие огромен обем ново или сериозно изменено законодателство. Създадени бяха редица коренно различни модели и структури. Прогресивно нарастващият брой на регулации в областта на финансовите услуги и пазари оказва все по-значимо пряко и косвено влияние върху пазарите на държавни ценни книжа, което не е достатъчно добре изследвано. Освен общото влияние за всички страни членки, регулациите оказват и специфично влияние според конкретните особености на пазарите като обем, дълбочина, членство в еврозоната и др., което също заслужава внимание.

Българските изследователи не са обърнали към момента достатъчно внимание на пазара на ДЦК в контекста на присъединяването на България към ЕС, последвалите в резултат на членството промени и резултатите от тези промени. Не са изследвани и основните движещи сили на промените от последните години. Общоприето е схващането,

¹ Във финансите за бенчмарк се счита показател или финансов актив, доходността по който се използва за сравнение на резултатите от дадени инвестиции.

² De Haan, J., S. Oosterloo, and D. Schoenmaker. (2009). *Financial Markets and Institutions*. Cambridge University Press. p. 78.

³ International Monetary Fund. (2001). *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. The World Bank. 21 September. p 42.

⁴ Turner, P. (June 2002). *Bond markets in emerging economies*. Bank of International Settlements. BIS Paper No. 11.

⁵ Herring, R. J. and N. Chatusripitak. (July 2000). *The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development*. Asian Development Bank Institute. Working Paper 11.

че финансовите пазари са силно глобализирани, но обикновено не се анализират конкретните измерения на глобализацията на ниво български пазар на ДЦК. Друга концепция – европеизацията, е изследвана от български автори, но не по отношение на финансовите пазари и в частност тези на ДЦК. Интересно би било да се проследи кои от развитията на българския пазар на ДЦК се дължат на глобализацията и кои на процеси, свързани с европеизацията на пазара в резултат на членството на България в ЕС. Интересно би било също така да се изследват взаимоотношенията глобализация-европеизация на полето „вътрешен пазар на ДЦК“, тъй като има различни възгледи на учените по тези въпроси. Докато едни смятат, че двете явления са част от общ процес и европеизацията подпомага по-нататъшната глобализация, за други те се противопоставят и конкурират.

Обект на изследването е пазарът на държавни ценни книжа в Европейския съюз.

Предмет на изследването е развитието на българския пазар на ДЦК в най-новата история на страната с акцент върху промените, настъпили след присъединяването на България към ЕС.

Основната цел на дисертационния труд е да изследва институционалната рамка, както и процесите, които влияят на развитието на пазара на ДЦК у нас - глобализация, европеизация, интеграция, хармонизация и др., както и факторите, които играят най-важна роля при промените. В резултат от изследването ще се открият основните проблеми пред ефективното функциониране на българския пазар на ДЦК и ще се направят препоръки за подобрения.

Анализът е концентриран върху следните изследователски задачи:

1. Да се изяснят понятията и да се разгледат основните теоретични постановки, свързани с държавните ценните книжа и пазари, както и с понятията глобализация и европеизация, и да се разгледат рамките за тяхното изследване;
2. Да се направи преглед на законодателството и практиките в ЕС, които пряко или косвено влияят върху развитието на пазарите на държавни ценни книжа;
3. Да се направи преглед на българската институционална рамка по отношение на ДЦК и промените, настъпили след присъединяването на страната към ЕС, както и да се изведат основните резултати от присъединяването на България към ЕС за пазара на ДЦК;
4. Да се изведат основните движещи сили на промените в българския пазар на ДЦК през последните години и степента, в която те влияят на този пазар;

5. Да се открият основните проблеми пред ефективното функциониране на местния пазар на ДЦК и да се изведат препоръки за подобрения, както и теоретични и политически въпроси, които следва да бъдат решени.

Период на изследването - с цел да се открият тенденции в развитието на пазара на ДЦК преди и след присъединяването на България към Европейския съюз приемаме, че периодът на изследването е 1996-2020 г.

Изследователска теза:

Вътрешният пазар на ДЦК в България се развива под влияние на процесите на глобализация и европеизация, като европеизацията играе ролята на проводник на глобализацията. Степента на конвергенция на пазарите в ЕС е висока в резултат както на процесите на глобализация, така и на вътрешната конкуренция и засиления обмен между страните. Българският пазар е добре развит и ефективно функциониращ в рамките на възприетите добри практики на световно ниво и на ниво ЕС. Членството в ЕС има положителен ефект върху местните ДЦК, а присъединяването към банковия съюз, валутнокурсния механизъм и очакваното присъединяване към еврозоната създават допълнителни възможности за ефективното функциониране на пазара в страната.

Използвани са следните методи:

За целите на изследването е приложен на *дескриптивен изследователски подход* при събирането на вторични данни от разнообразни литературни източници. Проучени са академични материали, касаещи пазарите на ценни книжа и в частност тези на държавни ценни книжа. Освен това са използвани емпирично-аналитични методи, които обхващат:

- *Съдържателен анализ* на актове на ЕС и български нормативни актове, имащи пряко или косвено значение за развитието на пазара на ДЦК. Подробно са разгледани български нормативни актове и такива на ЕС, стратегически документи и наръчници, публикувани от европейски, български и международни организации;
- *Сравнителен анализ* на съществуващите системи за управление на дълга в ЕС с българската система както по отношение на организационната структура, така и по отношение на резултатите от присъединяването към ЕС, валутнокурсния механизъм и еврозоната;
- *Историко-логически анализ* на развитието на местния пазар на ДЦК. Анализирани са основните исторически промени, настъпили в съвременното развитие на пазара на ДЦК, причините и резултатите от тях.

- *Приложен анализ* на добри практики по отношение на управленския инструментариум, използван за реализация на целите на политиките по управление на дълга както в ЕС, така и в отделни развити страни извън него;
- *Анализ на резултати от дълбочинни интервюта.* За целите на настоящата работа са проведени и обработени интервюта с експерти с дългогодишен опит в сферата на държавните ценни книжа от Българската народна банка, Министерството на финансите и частния сектор.

Ограничения в изследването – изследването обхваща единствено пазарите на ДЦК, емитирани по българското законодателство, независимо дали левови, еврови или в друга валута. Външните емисии ДЦК обикновено се осъществяват по законодателството на САЩ, Англия, Япония или др. страни. Международните пазари са в голяма степен интегрирани и глобализирани. Държавите, които емитират книжа на тях, нямат възможност да определят или променят правилата, по които това се случва. Емитирането на външните пазари не изисква специално изградена инфраструктура на местно ниво.

3. Първа глава

Теоретико-методологичен анализ на дефинициите и научната литература за ДЦК

Преди да бъде разгледана същността на държавните ценни книжа, се изясняват понятията като финансова система, финансови пазари, капиталови пазари и ценни книжа, тъй като във финансовата теория е възприето, че държавните ценни книжа са дългов финансов инструмент на капиталовия пазар, който е съставна част на финансовия пазар, а той от своя страна е съставен елемент от финансовата система. По основните дефиниции на тези понятия се е оформил консенсус сред авторите с несъществени модификации.

Финансова система е системата, благодарение на която се осъществява трансфера на финансови средства между тези, които имат спестени и онези, които имат недостиг и съответно необходимост от тях.^{6,7}

Финансовите активи представляват нематериални активи, които дават на собственика си права за бъдещи вземания, свързани с дълг или собственост. Най-често финансовите активи са под формата на акции, облигации, деривативи и др.⁸ В част от проучената литература като синоними на понятието финансови активи се използват финансови инструменти или ценни книжа, но могат да се отчетат и опити за разграничаване на нюанси в отделните понятия. Според някои автори не всички финансови активи могат да бъдат класифицирани като ценни книжа, тъй като за да бъде даден актив ценна книга, той би следвало да бъде негоцируем, т.е. собствеността върху него да може да се прехвърля от едно лице на друго.^{9,10}

Видове ценни книжа

В литературата се разглеждат различни класификации на ценните книжа. В дисертационния труд са разгледани някои от тях, които имат отношение към настоящото изследване:

- Ценни книги на заповед, на приносител и поименни ценни книги.
- Налични и безналични – според това дали са на материален носител или не.

⁶ O'Sullivan, A. and S. Sheffrin. (2003). *Economics: Principles in Action*. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.

⁷ International Monetary Fund. (March 2006). *Financial Soundness Indicators: Compilation Guide*. Washington, D.C, p. 11.

⁸ Fabozzi, F. J. and F. Modigliani. (2003). *Capital Markets: Institutions and instruments*. Third edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall. p.p. 1-8.

⁹ International Monetary Fund. (March 2006). *Financial Soundness Indicators: Compilation Guide*. Washington, D.C, p.11.

¹⁰ Brealey, R. A., S. C. Myers, and F. Allen. (2011). *Principles of Corporate Finance*. 10th edition. New York: McGraw-Hill/Irvin.

- Дялови и дългови - според това дали дават права на собственост или права за бъдещи вземания. Основен представител на дяловите ценни книжа са акциите. Сред дълговите книжа в практиката най-често се срещат облигациите. В литературата и практиката те са известни също така като инструменти с фиксиран доход или инструменти с фиксирана лихва.¹¹ Като инструменти с фиксиран доход се определят и привилегированите акции.¹²

- В зависимост от емитента ценните книжа могат да бъдат държавни (емитирани от централното правителство), регионални, общински¹³, корпоративни, наднационални (емитирани от организации, създадени с международни договори) и др.

Емисиите държавни ценни книжа са по-малко на брой от тези на корпоративните облигации, но обикновено са по-големи по размер. Това прави разходите на маркет мейкърите по-малки поради икономии от мащаба и по-голямата конкуренция на пазара на ДЦК. Освен това цените и доходностите на корпоративните облигации са много по-волатилни и маркет мейкърите изискват премия за това при търговията с тях във вид на по-големи спредове.¹⁴

Финансовите пазари са пазарите, на които се търгуват финансови активи. Те изпълняват съществена икономическа функция на канализиране на средствата от домакинства, фирми и правителствени институции, които имат излишъци, към такива, които имат необходимост от средства.¹⁵ Като допълнителни функции някои автори описват осигуряването на възможност за ефективно ценообразуване, за осигуряване на механизъм за търговия, редуциране на разходите за търсене на информация¹⁶, както и осъществяване на клиринг и сетълмент.¹⁷

Една от универсално възприетите класификации на финансовите пазари ги разделя според срочността на емитираните инструменти - паричните пазари представляват пазарите на инструменти със срочност под една година (в отделни случаи книжата могат да падежират още на следващия ден), а капиталовите пазари обхващат инструменти със срок на падежа

¹¹ Fabozzi, F. J. and M. Choudhry. (2003). *The Handbook of European Fixed Income Securities*. (Frank J. Fabozzi Series). John Wiley & Sons p. 3.

¹² Fabozzi, F. J. and F. Modigliani. (2003). *Capital Markets: Institutions and instruments*. Third edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall. p. 10

¹³ Общинските ценни книжа са развити подробно в Public Securities Association. (1990). *Fundamentals of Municipal Bonds*. Fourth Edition.

¹⁴ De Haan, J., S. Oosterloo, and D. Schoemaker. (2009). *Financial Markets and Institutions*. Cambridge University Press. p. p. 83,84.

¹⁵ Мишкин, Ф. С. (2014). *Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари*. София: Изток Запад. с.57-58.

¹⁶ Fabozzi, F. J. and F. Modigliani. (2003). *Capital Markets: Institutions and instruments*. Third edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall. p.p. 10-11.

¹⁷ De Haan, J., S. Oosterloo, and D. Schoemaker. (2009). *Financial Markets and Institutions*. Cambridge University Press. p. 65.

над една година (съществуват книжа със срочност над 100 години, както и такива, даващи на практика вечен доход).

Друга класификация дели пазарите на такива на инструменти с фиксиран доход и на такива с променлив доход. В първата група попадат пазарите на облигации и на преференциални акции, а във втората се включват останалите.¹⁸

Пазарите могат да бъдат класифицирани също така на базата на това дали ценните книжа са новоемитирани или вече се търгуват. По този признак можем да ги разграничим на първичен и вторичен пазар.¹⁹

Според Фабози, от гледна точка на конкретна държава, пазарът би могъл да бъде вътрешен и външен. Вътрешният от своя страна може да се раздели на пазар на местни емитенти и пазар на чуждестранни емитенти. При първия емитенти са субекти със седалище в същата страна, а впоследствие книжата се търгуват на същия пазар. Във втория случай чуждестранни емитенти пласират книжа на вътрешния пазар по ред и условия, установени от местното законодателство.

Външният или международен пазар следва да отговаря на две кумулативни условия - да предлага книжа на инвеститори едновременно в няколко страни и да не попада в юрисдикцията на само една държава. Понякога този пазар се нарича офшорен пазар или европазар, тъй като този вид пазар е създаден в Европа.²⁰ Глобалните облигации според Фабози са хибридни инструменти, предназначени както за европазара, така и за американския пазар на чуждестранни облигации.²¹

Според начина, по който книжата се търгуват на вторичния пазар, пазарите биха могли да бъдат разделени на официален или регулиран, и неофициален.

Облигациите се търгуват предимно на неофициалния пазар (извънборсово) по следните три причини: На първо място дълговите инструменти превишават дяловете в пъти. На второ място средният размер на сделките с дългови книжа е значително по-голям от този при търговия с акции и се измерва в милиони евро, докато средния размер на сделките с дялови инструменти се измерва в десетки хиляди. На трето място, в сравнение с дяловите инструменти, облигациите не се търгуват толкова често, тъй като няма постоянно желаещи продавачи и купувачи, които да осигуряват ликвидност на пазара.

По тази причина, за разлика от пазара на акции, при пазара на облигации рядко има постоянен двустранен пазар на купувачи и продавачи, заради който малка промяна в цената

¹⁸ Fabozzi, F. J. and F. Modigliani. (2003). *Capital Markets: Institutions and instruments*. Third edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall. p.p. 10-11.

¹⁹ Пак там, с. 10-11.

²⁰ Пак там, с. 12-13.

²¹ Fabozzi, F. J. and S. V. Mann (eds.). (2005). *The Handbook of Fixed Income Securities*. McGraw-Hill.

на единия или другия да доведе до сделка. Вместо това ликвидността се осигурява от дилъри, които работят по два начина - поставят собствения си капитал в риск като купуват книжа, за които не са сигурни, че ще намерят купувач или приемат поръчки от клиенти, след което се опитват да договорят подходяща цена.²² Това се дължи също така и на стратегията на голяма част от играчите да закупят книжата и да ги държат до падежа. Слабата ликвидност в общия случай влияе негативно и на първичния пазар, тъй като инвеститорите биха изисквали по-голяма ликвидна премия.²³

Пазарът на облигации би могъл от своя страна да бъде разделен на пазар на държавни ценни книжа, на корпоративни, регионални, общински, наднационални и др. книжа. Развитието на пазара на облигации и в частност на държавни ценни книжа се смята за полезно от икономическа гледна точка от голяма част от авторите. Липсата на развит пазар би означавало спестителите да разполагат с по-малко възможности за инвестиране на средствата, което ще ги принуди да вложат спестеното в банкови депозити, по-рядко в акции, злато или бижута. По този начин би се отнела възможността голяма част от средствата да се инвестират по продуктивен начин. Освен това ограниченият избор предполага, че притежателите на свободен ресурс ще бъдат принудени да приемат по-неблагоприятни нива на възвръщаемост за активи със сходни характеристики, в сравнение с това, което биха получили в икономика с развит пазар на облигации.²⁴

В тази част от дисертацията са дефинирани понятия като финансова интеграция, либерализация, глобализация и европеизация, като е поставен акцент върху глобализацията и европеизацията. Направен е преглед на литературата, която изследва връзките между тях с оглед изготвяне на рамка за анализ на връзката между двете. Разглеждат се и други фактори, които влияят на изграждането и развитието на пазара на ДЦК.

Глобализация

Глобализацията е комплексно понятие, което се използва в широк обхват от социални науки. По тази причина няма еднозначна дефиниция. Често авторите свързват понятието глобализация точно с финансовите пазари. Според Британ тя се отнася за свят, в който след като се вземе предвид валутния курс и риска от фалит, съществува единен международен лихвен процент.²⁵ За Стрейндж глобализацията е частичното премахване на отличителните

²² International Capital Market Association (ICMA). *So why do bonds trade OTC?*

<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/Bond-Market-Transparency-Wholesale-Retail/So-why-do-bonds-trade-OTC-/>, последно посетен на 08.10.2020 г.

²³ Chami, R., C. Fullenkamp, and S. Sharma. (July 2009). *A framework for financial market development*. IMF Working Paper. WP/09/156. p.p. 9-10.

²⁴ Herring, R. J. and N. Chatusripitak. (July 2000). *The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development*. Asian Development Bank Institute. Working Paper 11.

²⁵ Brittan. S. 1996. *Keynes and Globalization*. Financial Times. 6 June 1996. 12.

черти, разделящи националните валутни зони и националните системи на финансово регулиране.²⁶ Друга дефиниция определя глобализацията като термин за поява на световни финансови пазари на облигации, пари и кредит, облагодетелствани от новите информационни и комуникационни технологии, както и от финансовите иновации.²⁷

За някои от авторите, наречени от Хелд²⁸ хиперглобалисти, сред които Омае²⁹ и Стрейндж³⁰, съвременната глобализация дефинира нова ера, в която държавите отслабват и тяхната роля се измества от нови модели на управление на обществото.

Друга група изследователи Хелд описва като скептици. Такива са Харман, Хирст и Томсън³¹ и др. Според тях глобализацията е мит, а съвременните нива на взаимозависимост между страните не са исторически прецедент.

Трета група са трансформационистите. В основата на техните схващания стои тезата, че глобализацията е централна движеща сила на бързите социални, политически и икономически промени, които преоформят съвременните общества и световния ред. Сред привържениците на трансформационизма са Гиденс³², Шолте³³, Кастелс³⁴, Розенау³⁵ и др. Според тях съвременните глобализационни процеси са безпрецедентни и правителствата и обществата следва да се приспособят към свят, в който няма ясно разграничение между международното и местното, между външните и вътрешните отношения. В исторически план за трансформационистите резултатът не е ясно определен и зависи от непредвидими обстоятелства. В определена ситуация тя би довела до конвергенция и интеграция, в друга до фрагментация и конфликти.

По отношение на оценката на резултатите от процесите на глобализация се открояват три основни позиции - либерална, скептична и умерено оптимистична. Либералната позиция преимуществено отбелязва ползите за благосъстоянието, които ефикасното международно разделение на труда и нарасналият обем на търговията ще донесе. Скептичната позиция изразява мнението, че глобализацията има негативни ефекти както в икономическата, така и

²⁶ Strange, S. (June 1995). *The Limits of Politics*. Lecture at the London School of Economics. Government and Opposition. Vol. 30, No. 3

²⁷ Brockhaus-Enzyklopädie. (1989). *Globalisierung*. Vol. 8.

²⁸ Held, D., A. McGrew, D. Goldblatt, and J. Perraton. (1999). *Global Transformations: Politics, Economics and Culture*. Cambridge: Polity Press.

²⁹ Ohmae, K. (1995). *The End of the Nation State: The Rise of Regional Economies*. New York: Free Press.

³⁰ Strange, S. (1996) *The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy*. Cambridge University Press.

³¹ Hirst, P. and G. Thompson. (1996). *Globalization in Question*. Cambridge: Polity Press.

³² Giddens, A. (1999). *The Third Way: The Renewal of Social Democracy*. Cambridge: Polity Press. European Societies Journal. Vol. 3, No.1.

³³ Scholte, J. A. (1993). *International Relations of Social Change*. Buckingham: Open University Press.

³⁴ Castells, M. (1996). *The Rise of the Network Society*. Oxford: Blackwell.

³⁵ Rosenau, J. N. (1997). *Along the Domestic-Foreign Frontier*. Cambridge University Press.

в политическата сфера. Според тази позиция контролът върху капитала от страна на държавите им е позволявала да извличат „рента“ от собствениците му, която да ползват за финансиране на публични блага, а новата система им отнема тази възможност. Умерено оптимистичната позиция приема схващането на скептиците, че има потенциални опасности при глобализацията, но не споделя виждането, че не могат да се вземат политически мерки по въпроса. Нейните привърженици поддържат тезата, че ролята на държавата като регулатор е важна и пазарите работят най-добре, когато държавата е силен регулатор.³⁶

Като цяло изследователите постигат общо съгласие, макар и с нюанси в отделните възгледи, че либерализацията е основен параметър на глобализацията, независимо дали става въпрос за неизменен параметър или просто като един от възможните пътища за глобализация.

За целите на настоящата работа под влияние на глобализацията върху вътрешния пазар на ДЦК се разбират промените, настъпили в него в резултат на значими международни развития или под влиянието на големи международни организации, признати от учени и практики като създадени в резултат на глобализация.

Европеизация

Влиянието на Европейския съюз често се описва като европеизация. Терминът се появява за пръв път през 90-те години, използван от Ладрех³⁷, за да опише процес, различен от европейската интеграция и хармонизация. Последните представляват концепции, фокусиращи се върху вътрешното приспособяване на държавите членки към задълженията, произтичащи от членството в ЕС. Европеизацията е концепция, признаваща двупосочния процес на промяна в политиките между ЕС и държавите членки, докато европейската интеграция се описва като еднопосочно влияние в посока от ЕС към съответната държава.³⁸ Дефинира се като процес, при който вътрешните политики все повече стават предмет на европейско правене на политики³⁹ или като поява и развитие на ниво ЕС на отделни структури на управление.⁴⁰

Според Радаели европеизацията включва процесите на формиране, дифузия и институционализиране на правила, процедури, политически парадигми, стилове, „начини за

³⁶ Busch, A. (2000). *Unpacking the Globalization Debate: Approaches, Evidence and Data*. In: *Demystifying Globalization*. Eds. D. Marsh and C. Hay. Basingstoke: Macmillan.

³⁷ Ladrech, R. (1994). *Europeanization of Domestic Politics and Institutions: The Case of France*. *Journal of Common Market Studies*. Vol. 32, No. 1.

³⁸ Featherstone, K. (2003). *Introduction: In the Name of 'Europe.'* In: K. Featherstone and C. Radaelli. *The Politics of Europeanization*. Oxford University Press.

³⁹ Börzel, T. A. (1999). *Towards Convergence in Europe? Institutional Adaptation to Europeanization in Germany and Spain*. *Journal of Common Market Studies*. Vol. 37, No.4.

⁴⁰ Risse, T., M. G. Cowles, and J. A. Caporaso. (2001). *Europeanization and Domestic Change: Introduction*. In: M. G. Cowles, J. A. Caporaso, and T. Risse. *Europeanization and Domestic Change*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

правене на нещата”, споделени вярвания и норми, които първоначално са дефинирани и консолидирани в рамките на ЕС.⁴¹ Тази дефиниция определя европеизацията като процес на институционална промяна и промяна на политиките, които се случват както на ниво ЕС, така и на национално ниво. Дисертационният труд не се фокусира върху различията между термини като европеизация, европейска интеграция, хармонизация и др., а европеизацията се разглежда като по-широко понятие, включващо в себе си и останалите. По тази причина като европеизация се приема всяка отделна промяна в правилата и практиките, настъпила на пазара на ДЦК в резултат на отношенията на България с ЕС.

Операционализацията на дефинициите за европеизация при изследването на нейните влияния върху държавите членки следва предимно исторически институционален подход. Ризе, Грийн, Коулс и Капорасо⁴² възприемат тристепенен подход отгоре-надолу, като първо наблюдават промените на ниво ЕС, продължават с адаптационния натиск за промяна и накрая го сравняват с националните медиационни фактори. Пейдж⁴³, Шмидт⁴⁴, Книл⁴⁵ и Радаели се опитват да анализират механизмите на европеизацията. Лади⁴⁶ прилага три стъпки в подход, който разграничава „меките“ и „твърдите“ механизми на европеизация, продължава с анализа на медиационните фактори за промяна и завършва с вероятни резултати от европеизацията.

Според Книл съществуват три механизма на европеизация - институционално съответствие, промяна в местното разпределение на силите, оформяне на схващания и очаквания на местно ниво. Първото се отнася до експлицитни европейски политики, предписващи конкретен институционален модел, който да бъде въведен на местно ниво. Това се определя като най-твърдия механизъм, тъй като държавите имат ограничена дискреция за това как да осъществят институционалната промяна. Вторият механизъм се разполага някъде по средата и обхваща случаите, при които европейските политики променят разпределението на властта и ресурсите между местните играчи и като резултат се случват промени. Най-мекият механизъм е свързан с целта на ЕС да подготви почвата за

⁴¹ Radaelli, C. (2003). *The Europeanization of Public Policy*. In: K. Featherstone and C. Radaelli. *The Politics of Europeanization*. Oxford University Press.

⁴² Risse, T., M. G. Cowles, and J. A. Caporaso. (2001). *Europeanization and Domestic Change: Introduction*. In: M. G. Cowles, J. A. Caporaso, and T. Risse. *Europeanization and Domestic Change*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

⁴³ Page, E. (2003). *Europeanization and the Persistence of Administrative Systems*. In: Eds. J. Hayward and A. Menon. *Governing Europe*. Oxford University Press.

⁴⁴ Schmidt, V. (2002). *Europeanization and the Mechanics of Economic Policy Adjustment*. *Journal of European Public Policy*. Vol. 9, No. 6.

⁴⁵ Knill, C. (2001). *The Europeanisation of National Administrations*. Cambridge: Cambridge University Press.

⁴⁶ Ladi, S. (2005). *Europeanization and Environmental Policy Change*. *Policy and Society*. Vol. 24, No. 2

институционална промяна чрез промяна на „когнитивния принос“ на националните актьори.⁴⁷

Пейдж предлага 4 механизма: принуда, имитация, приспособяване и полидифузия. Най-твърдият е принудата чрез европейското законодателство. Терминът „принуда“ той определя като проблематичен, тъй като държавите участват в приемането на европейското законодателство и често то е прието при много широка подкрепа.⁴⁸ Имитацията се отнася до инициативи на ЕС или практики на отделни държави, които без да са задължителни, стават доминиращи и биват копирани от останалите членки. Още по-мек механизъм е приспособяването, при което държавите реагират по сходен начин на условията, създадени от ЕС. Най-мекият механизъм за Пейдж е полидифузията, при която различни актьори и институции са включени в трансфера на идеи и практики по различни начини.⁴⁹ Лади определя последния механизъм като сходен на предложеното от Книл оформяне на схващания и очаквания на местно ниво.⁵⁰

За Шмит механизмите са: принуда, адаптация, мимикрия и регулаторна конкуренция. Принуда имаме, когато е налице задължителен ЕС модел. Като пример тя посочва паричната интеграция и стандартите за околна среда. За адаптация се говори в случаите, когато е налице ЕС модел и страните имат известна свобода, която води до разлики в регулаторните режими. Като пример се посочва дерегулацията на финансовите услуги, телекомуникациите, електричеството и въздушния транспорт. Мимикрия е налице когато има предложен от ЕС модел, който държавите биха могли да следват плътно, не толкова плътно или изобщо да не следват. Като пример се посочват политики по заетост, пътния и железопътния транспорт. Регулаторна конкуренция има тогава, когато отсъства ЕС модел и няма наложени ограничения, но конкуренцията би предизвикала вътрешни промени. Като пример е посочено взаимното признаване на продукти.⁵¹

Радаели разграничава два типа механизми на европеизация - 'вертикални' и 'хоризонтални'. Вертикалните механизми ясно разграничават нивото ЕС, където политиките се дефинират, от местното ниво, където политиките се „метаболизират“. За разлика от първия тип механизми, при които е много вероятно да се наблюдава позитивна интеграция

⁴⁷ Knill, C. (2001). *The Europeanisation of National Administrations*. Cambridge: Cambridge University Press.

⁴⁸ Когато говорим обаче за новоприсъединили се към ЕС страни, които не са участвали в приемането на дадено законодателство, но трябва да го имплементират, по-уверено можем да заявим, че става въпрос за принуда б.а.

⁴⁹ Page, E. (2003). *Europeanization and the Persistence of Administrative Systems*. In: Eds. J. Hayward and A. Menon. *Governing Europe*. Oxford University Press.

⁵⁰ Ladi, S. (2005). *Europeanization and Environmental Policy Change*. *Policy and Society*. Vol. 24, No. 2

⁵¹ Schmidt, V. (2001). *Europeanization and the Mechanics of Economic Policy Adjustment*. *European Integration Online Papers (EIoP)*. Vol 5, No. 6.

при приемането на определени модели на ЕС, то при втория се говори за негативна интеграция, при която ЕС премахва ограниченията пред развитието на европейските пазари, без да предписва модели. ЕС може да влияе на националните политики дори и при отсъствието на директиви и регламенти. Като най-важната иновация по отношение на архитектурите на стратегическо управление Радаели посочва отвореният метод на координация, който е средство за разпространение на добри практики и постигане на конвергенция във връзка с цели на ЕС. Идеята е Съюзът да се използва като платформа за трансфер на политики, вместо като система за изработване на законодателство.⁵²

Според Бързел и Ризе за да се случи промяната на местно ниво е необходимо да има значително несъответствие между европейските и местните процеси, политики и институции. Като допълнително условие за настъпване на промяна същите автори посочват необходимостта местните актьори да имат капацитета да използват новите възможности и да избегнат ограниченията.⁵³

Резултати от Европеизацията

Повечето от авторите посочват три възможни резултата от europeизацията - инерция, абсорбция или конвергенция, както и дивергенция.

Инерцията или както Книл я описва упорство (*persistence*) е ситуация, при която промяна не се наблюдава. Това се случва, когато един или повече от медиационните фактори не успява да улесни промяната на ниво страна членка. Вторият възможен резултат е конвергенция. Шмит и Радаели я разбиват на абсорбция и трансформация в зависимост от нивото и интензитета на промяна. Третият резултат е дивергенция или ограничаване (*retrenchement*) според Радаели. Това е парадоксален резултат, но е важно да се признае, че съществува. Радаели извежда проблема с измерването и разграничаването на възможните резултати.

В последните години сериозно внимание учените обръщат на така наречените процеси на деевропеизация или европеизация на обратна скорост. Темата подсилва своята актуалност и в резултат на напускането на Европейския съюз от страна на Обединеното кралство. Според Радаели и Салтер деевропеизацията се изразява в процеси, които водят до по-малко хармонизация и по-малко колективни действия на ЕС, вероятно подсилени от съпротива на национално ниво.

Отношения глобализация - европеизация

⁵² Radaelli, C. (2003). *The Europeanization of Public Policy*. In: K. Featherstone and C. Radaelli. *The Politics of Europeanization*. Oxford University Press.

⁵³ Börzel, T. A. and T. Risse. (November 2000). *When Europe Hits Home: Europeanization and Domestic Change*. European Integration online papers (EIoP), European Community Studies Association Austria (ECSA-A). Vol. 4.

Връзката между глобализацията и европеизацията се разглежда от редица автори. Съществува консенсус, че двете понятия са силно свързани, но има разлики в схващанията за степента на тази свързаност. Според един от подходите европеизацията представлява филтър⁵⁴ и дори противоотрова⁵⁵ за глобализацията. Друг подход приема, че глобализацията е основната сила, която движи международната промяна, а европеизацията просто следва очертаните от нея тенденции. Това означава, че основният феномен, който води по пътя към неолиберализма е глобализацията, а ЕС е част от нея.⁵⁶ В изследване на Вердиер и Брийн, които прилагат количествен метод, се достига до извода, че промените в трудовия и капиталовия пазар се дължат предимно на глобализацията.

Съществува и противоположна концепция от тази за противоотровата. Според нея в някои случаи правилата на ЕС са много по-ограничаващи от тези на организации като например СТО и не глобализацията, а ЕС ограничава избора на страните членки.⁵⁷

Скептиците противопоставят двете понятия. Според тях силна Европа може да представлява пречка за по-нататъшна либерализация и американизация на света.⁵⁸ Трансформационистите смятат, че ЕС улеснява глобализацията, тъй като промотира западната либерална демокрация.⁵⁹ Съществува и трети подход, според който двата феномена не са непременно свързани и не е задължително да произтичат един от друг.⁶⁰

За анализиране на връзката между глобализацията и европеизацията са прилагани най-разнообразни изследователски методи. Един от подходите е да се разглежда специфичния случай на дадена страна. Сред предимствата на този подход е, че позволява задълбочен анализ и представя много интересна емпирична информация. Потенциалът за сравнения обаче е малък, освен ако изследването не е част от по-голям проект, обхващащ специфични случаи на отделни страни.

Друга стратегия е да се избере специфичен сектор или измерение на местната политика и да се направи сравнителен количествен анализ на случващите се промени

⁵⁴ Wallace, H. (2000). *Europeanisation and Globalisation: Complementary or Contradictory Trends?* New Political Economy. Vol. 5, No. 3.

⁵⁵ Graziano, P. (2003). *Europeanization or Globalization? Global Social Policy*. Vol. 3, No.2.

⁵⁶ Levi-Faur, D. (2004). *On the 'Net Impact' of Europeanization: The EU's Telecoms and Electricity Regimes Between the Global and the National*. Comparative Political Studies. Vol. 37, No. 1.

⁵⁷ Scharpf, F. W. (2002). *The European Social Model: Coping with the Challenges of Diversity*. Journal of Common Market Studies. Vol. 40, No. 4.

⁵⁸ Leibfried, S. (2000). *National Welfare States, European Integration and Globalization: A Perspective for the Next Century*. Social Policy and Administration. Vol. 34, No. 1.

⁵⁹ Rosamond, B. (1999). *Discourses of Globalization and the Social Construction of European Identities*. Journal of European Public Policy. Vol. 6, No. 4.

⁶⁰ Wincott, D. (1999). *Globalization and European Integration*. In: Eds. D. Marsh and C. Hay. *Demystifying Globalization*. Basingstoke: Macmillan.

Предимствата и недостатъците са обратни на посочените в първия подход. Силата на втория подход е в сравнителното богатство, докато слабостта се свързва с липса на дълбочина на използваните данни, което би довело до повърхностен поглед на националния контекст.

В настоящото изследване е направен опит, следвайки разгледаните модели и ползвайки достъпните източници да се проследи развитието на пазара на ДЦК в ЕС и механизмите, които са довели до това развитие. След това е разгледано по-подробно развитието на пазара на ДЦК в България. На базата на достъпните източници и с помощта на проведени дълбочинни интервюта с български експерти са идентифицирани основните елементи на пазара на ДЦК - законодателство, институции, политики, инструменти и др. Разгледани са промените при тези елементи през годините и особено в годините след приемането на страната в ЕС. Определени са механизмите, които влияят на отделните елементи от пазара на ДЦК, натискът за промяна и резултатите от промените.

Анализ на научната литература по въпросите за държавния дълг и държавните ценни книжа

Проблеми, свързани с дълга се разискват през годините от някои от най-бележитите икономисти и философи, като Кант⁶¹, Ницше⁶², Смит, Рикардо, Мил, Хюм и редица други. Повечето от тези автори възприемат тезата, че натрупаните дългове се използват по време на война или за непроизводителни разходи. Други автори застъпват обратната теза. Сред тях е видният финансист Александър Хамилтън. Той вярва, че дългът в умерени размери би могъл да бъде много полезен и дори го определя като „национална благословия“.⁶³ Кейнс и неговите последователи поддържат становището, че при свиване на икономиката следва да се увеличи бюджетния дефицит, за да се поддържа пълна заетост⁶⁴, което говори за подкрепа на публичните дългове при определени обстоятелства.

Сред най-дискусионните въпроси, съотносими към публичните финанси, са тези, свързани с ефективността на покриването на дефицитите с нов дълг в сравнение с увеличаването на данъците, както и алтернативите за поемане на вътрешен или външен дълг.

⁶¹ Кант, И. (1993). *Към вечния мир – философски проект*. София: Издателство на БАН. 80 с. Цитирано от <http://cao.bg>

⁶² Nietzsche, F. (2017). *On the Genealogy of Morality and Other Writings*. Cambridge University Press.

⁶³ Hamilton, A. (1781). *Letter to Robert Morris*. April 30, 1781. Цитирано от: Theocarakis, N. J. *The History of Political Economy of Public Debt*. 4th ESHET Latin America Conference, Belo Horizonte, Brazil, November 2014.

⁶⁴ Кейнс, Д. М. (2016). *Обща теория на заетостта, лихвата и парите*. София: Изток запад..

Въпросите са дискутирани в различните им измерения от автори като Рикардо, Модилиани⁶⁵, Баро⁶⁶ и Лернер⁶⁷, а Роузън и Захариев⁶⁸ много успешно обобщават различните гледни точки.

Рикардо извежда извод, станал известен като Рикардианско равновесие и дискутиран широко през годините, че при определени обстоятелства няма значение дали държавата се финансира чрез вдигане на данъците или чрез заеми, тъй като ако се повишат данъците, гражданите могат да изтеглят заем, за да ги компенсират.

Лернер смята, че вътрешният дълг не натоварва бъдещите поколения, тъй като поемането му не би променило нивата на консумация. По отношение на външните заеми, те натоварват бъдещите поколения, когато заемът е използван за потребление. Ако дългът се използва за инвестиции, ефективността зависи от нормата на възвръщаемост и съотношението спрямо разходите, които трябва да се платят за обслужване на заема.⁶⁹

Периодично на преден план излиза и темата за допустимия разумен размер на дълга, който държавите могат да поддържат. На ниво ЕС са приети т. нар. Маастрихтски критерии⁷⁰, които определят като такъв размер до 60 % дълг спрямо брутния вътрешен продукт. Буйтер, Корсети и Рубини поставят под съмнение необходимостта от задаването на единен числов критерий и смятат, че налагането му в 12 хетерогенни икономики (колкото са държавите членки на Европейските общности през 1992 г.) би предизвикало сериозни проблеми.⁷¹

Развитието на дълговата криза в Европа през последните години предизвика сериозен интерес сред изследователите. Сред авторите, писали по тези въпроси, бихме могли да посочим Блъндъл-Вигнал⁷², Лейн⁷³, Федърстоун⁷⁴ по отношение на гръцката криза и редица други.

Основната част от литературата, посветена на държавните дългове, е тази, свързана с инвестициите и теорията за портфейла. На практика всички учебници по корпоративни финанси и инвестиции покриват в една или друга степен темата държавни ценни книжа и

⁶⁵ Modigliani, F. (December 1961). *Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt*. The Economic Journal. Vol. 71, No. 284.

⁶⁶ Barro, R. J. (1974). *Are government bonds net wealth?* Journal of Political Economy. Vol. 82, No. 6.

⁶⁷ Lerner, A. P. (1948). *The Burden of the National Debt*. In: Eds. L. A. Metzler et al. *Income, Employment and Public Policy, Essays in Honour of Alvin Hanson*. W. W. Norton, New York.

⁶⁸ Захариев, А. (2012). *Управление на дълга*. Библиотека Образование и наука, кн. 18. Свищов: АИ Ценов.

⁶⁹ Rosen, H. S. and T. Gayer. (2007). *Public Finance*. Eighth Edition. McGraw-Hill International Edition.

⁷⁰ Допълнителна информация може да бъде открита тук: <https://www.consilium.europa.eu/bg/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/>, последно посетена на 08.10.2020 г.

⁷¹ Buiter, W. H., G. Corsetti, and N. Roubini. (1992). *Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht*. Economic Growth Centre. Yale University.

⁷² Blundell-Wignall, A. (2012). *Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe*. OECD Journal: Financial Markets Trends. Vol. 2011, No. 2

⁷³ Lane, P. (2012). *The European Sovereign Debt Crises*. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 26, No. 3.

⁷⁴ Featherstone, K. (2011). *The Greek Sovereign Debt Crises and EMU: A failing State in a Skewed Regime*. *JCMS*. Vol. 49, No. 2.

разглеждат някои от основните им характеристики от гледна точка на потенциалните инвеститори. Сред разгледаните при подготовката на настоящата работа са тези на Брийли⁷⁵, Боди⁷⁶, Орешарски⁷⁷, Александров⁷⁸, Захариев⁷⁹ и др.

По отношение на управлението на държавните дългове сериозна работа е извършена от екипите на МВФ и Световната банка⁸⁰, ОИСР, Банката за международен сетълмент, както и организации на експерти от бизнеса като ICMA⁸¹, AFME⁸², които разработват практически полезни материали за своите членове и за по-широка аудитория по отношение първичния пазар на ДЦК, включително първичните дилъри и различните видове инструменти и сделки с ДЦК.

По отношение развитието на дълговите пазари в ЕС с акцент върху инструментите, които се използват, сериозно внимание заслужават работите на Фабози и Шурди⁸³, Батън, Федерстон и Силаги⁸⁴ и др. Докато в първото изследване са разгледани по-детайлно отделни инструменти на пазара на ДЦК, както и пазари на някои от по-старите държави членки на ЕС, във второто изследване се обръща внимание както на пазарите на ДЦК в еврозоната, така и на развиващите се пазари на ДЦК.

В последните години интерес за изследователите представляват и темите, свързани с реструктуриране на дълг и колективните клаузи за действие.^{85,86}

По отношение на историческото развитие на държавните ценни книжа, интересни са трудовете на Фъргюсън⁸⁷ и Хомър⁸⁸, които задълбочено разглеждат значителни времеви периоди и протичащите в тези периоди процеси на развитие на книгата и пазарите.

⁷⁵ Brealey, R. A., S. C. Myers, and F. Allen. (2011). *Principles of Corporate Finance*. 10th edition. New York: McGraw-Hill/Irvin.

⁷⁶ Боди, З., А. Кейн и А. Маркъс. (2000). *Инвестиции*. София: Натурела.

⁷⁷ Орешарски, П. (2009). *Инвестиции: Анализ и управление на инвестиционни портфейли*. Плевен: ЕА.

⁷⁸ Александров, С. (1995). *Ценни книги*. София: Труд и право.

⁷⁹ Захариев, А. (2012). *Управление на дълга*. Библиотека Образование и наука, кн. 18. Свищов: АИ Ценов.

⁸⁰ International Monetary Fund and World Bank. (April 2014). *Revised Guidelines for Public Debt Management*.

⁸¹ <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/> , последно посетена на 12.10.2020 г.

⁸² На страницата си AFME публикува периодично данни и анализи за състоянието на пазарите- <https://www.afme.eu/reports/data>, последно посетена на 12.10.2020 г.

⁸³ Fabozzi, F. J. and M. Choudhry. (2003). *The Handbook of European Fixed Income Securities*. (Frank J. Fabozzi Series). John Wiley & Sons.

⁸⁴ Batten, J. A., T. A. Fetherston, and P. G. Szilagyi (eds.). (2004). *European Fixed Income Markets: Money, Bond, and Interest Rate Derivatives*. The Wiley Finance Series. 1st Edition.

⁸⁵ Andritzky, J., D. Christofzik, L. P. Feld, and U. Scheueringet. (July 2016). *A Mechanism to Regulate Sovereign Debt Restructuring in the Euro Area*. German Council of Economic Experts. Working Paper 04/2016.

⁸⁶ Bardozzetti, A. and D. Dottori. (2014). *Collective action Clauses: How do they affect sovereign bond yields?* Journal of International Economics. Vol. 92, No. 2.

⁸⁷ Ferguson, N. (2001). *The Cash Nexus: Money and Power in the Modern World, 1700–2000*. New York: Basic Books.

⁸⁸ Homer, S. and S. Richard. (2005). *A History of Interest Rates*. Fourth edition. Wiley Finance.

4. Втора глава

Развитие на капиталовите пазари и пазарите на ДЦК в ЕС

Във втора глава са разгледани регулациите на пазарите на ценни книжа в ЕС с акцент върху онези от тях, които имат пряко или косвено влияние върху пазарите на ДЦК. Целта на този обзор е да се установи доколко такива регулации влияят на политиките по управлението на дълга, които провеждат страните от ЕС и на изградената пазарна инфраструктура.

Направен е също така и преглед на институционалните рамки и практиките по управление на дълга в държавите членки и в България, за да се определи до каква степен те са сходни и какви са особеностите на отделни страни.

Политика на ЕС в областта на финансовите услуги и пазари

Първата по-сериозна регламентация на европейско ниво на финансовите услуги настъпва в началото на 70-те години, когато се одобряват няколко важни директиви в областта на финансовия сектор. През 1985 г. Европейската комисия публикува своята Бяла книга за доизграждане на вътрешния пазар със срок за реализиране на планираните действия до края на 1992 г. В нея има редица мерки в сферите на финансовите услуги и свободното движение на капитали, които целят да завършат основните аспекти на реформата на четирите свободи на вътрешния пазар на ЕС (на стоки, хора, услуги и капитали). През 1999 г. е приет подробен План за действие в областта на финансовите услуги, който съдържа 42 конкретни мерки, разделени в няколко стратегически цели, като основната му задача е създаването на интегриран вътрешен пазар на финансови услуги.⁸⁹

Първоначалните затруднения по прилагането на плана за действие в областта на финансовите услуги принуждават Съвета на ЕС (във формат финансови министри) да възложи на комитет под председателството на Александър Ламфалуси да предложи ефективна рамка, която да подпомогне изпълнението на плана. В резултат на доклада се заражда процедура, посредством която се подготвя, консултира, приема и прилага новото европейско право, първоначално в областта на ценните книжа, а на по-късен етап във всички сфери на финансовите услуги. Моделът „Ламфалуси“ е базиран на структура от четири нива. Във всеки един етап има ясно разграничение на функциите и отговорностите на съответните европейски институции и комитети. Целта на тези нива е да се ускори законодателният

⁸⁹ Симеонов, К. (2014). *Регулиране на финансовите пазари в Европейския съюз*. София: Университетско издателство Св. Климент Охридски. с. 62-64.

процес и да се раздели приемането на рамкови правила и политики от одобрението на технически стандарти и разпоредби.^{90,91}

Финансовата криза, започнала през 2007–2008 г., налага промяна на архитектурата на надзора на ниво ЕС по отношение на финансовите услуги. Целта е да се използват положителните елементи на структурата и процесите, създадени от Комитета „Ламфалуси“, като се надградят необходимите реформи и промени в него.

През 2012 г. се лансирана идеята за създаване на банков съюз за страните от еврозоната (с възможност за включване и на страни членки на ЕС извън еврозоната) с единен банков надзор за участващите страни. Елементите и предизвикателствата пред банковия съюз са подробно описани от Симеонов.⁹² Като естествено продължение на тази инициатива ЕК в лицето на председателя си Юнкер направи заявка за следващата стъпка към задълбочаване на интеграцията, а именно идеята за създаване на съюз на капиталовите пазари, описана по-детайлно в Зелената книга, публикувана през февруари 2015 г. и последвалите по-късно План за действие от 2015 г.⁹³, междинен преглед от 2017 г. и План за действие от 2020 г.^{94,95} За разлика от банковия съюз, съюзът на капиталовите пазари няма ясно изразена структура и не предвижда общ надзор над целия пазар. Друга съществена разлика е свързана с обхвата на инициативата - всички държави членки на ЕС.

Европейският съюз е приел редица директиви и регламенти в областта на финансовите услуги и пазари. В дисертационния труд е разгледано накратко само част от законодателството, като е поставен акцент върху регулациите, които имат пряко или косвено отношение към пазара на ДЦК.

Капиталовите изисквания за банките и инвестиционните посредници са сред най-чувствителните въпроси във финансовата област. Това са въпроси с глобална значимост и не случайно приемането на правила в тази сфера на ниво ЕС обикновено е предшествано от одобряването на сходни стандарти на международно ниво. Тези международни капиталови

⁹⁰ Ferran, E. (2004). *Building an EU Securities Market*. Cambridge University Press.

⁹¹ Симеонов, К. (2014). *Регулиране на финансовите пазари в Европейския съюз*. София: Университетско издателство Св. Климент Охридски. с.64-67.

⁹² Симеонов, К. (2015). *Банковият съюз и съюзът на капиталовите пазари – два неочаквано различни подхода*. В: Сборник от доклади от втората международна конференция на катедра Европейистика на тема: Европейският съюз – нов старт? Софийски университет Св. Климент Охридски и Фондация Ханс Зайдел. София: Минерва.

⁹³ European Commission. (2015). *Action Plan on Building a Capital Markets Union*. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. COM/2015/0468 final. 30 September.

⁹⁴ European Commission. (2020). *A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan*. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. COM/2020/590 final. Brussels, 24 September. 10

⁹⁵ Допълнителна информация за инициативата може да бъде открита на страницата на ЕК https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_en, последно посетена на 11.10.2020 г.

станданти се приемат под егидата на Базелския комитет по банков надзор и са известни като Базел акорд, или правила от Базел. На ниво ЕС базелските стандарти се въвеждат през годините обикновено под формата на директиви, като към настоящия момент имаме в сила пакет от два акта, включващ както директива⁹⁶, така и директно приложим регламент.⁹⁷ Налице са и съответните делегирани актове и актове по прилагане към тях. Пакетът съдържа важни разпоредби относно лицензирането на институциите, но също така и капиталовите изисквания (както е видно от самото име) и рисковите тегла на отделните активи. На държавните ценни книжа по традиция се присъжда нулево рисково тегло (особено когато са в собствената валута на емитента) поради тяхната специфика. Банките са сред най-големите инвеститори в ДЦК, като често играят и ролята на посредник при придобиване на книжата от други лица на първичния пазар или при търговията им на вторичния пазар. През 2015 г. доклад на Европейския съвет за системен риск⁹⁸ поставя под съмнение концепцията за безрисковост на държавните ценни книжа.

Не е за пренебрегване влиянието върху пазара на ДЦК и на капиталовите изисквания за застрахователните компании и пенсионните дружества, тъй като те също са сериозни потенциални инвеститори, особено в дългосрочния сегмент ДЦК. Тези изисквания са уредени в Директивата Платежоспособност 2 и Директивата за пенсионно осигуряване по професионални схеми.

Регламентацията на пазарите на финансови инструменти има изключително важно значение за пазарите на ДЦК, въпреки че голяма част от търговията с тях се извършва на неофициалния пазар. Още с приемането през 1993 г. на Директивата относно инвестиционните услуги в областта на ценните книжа⁹⁹ започва поетапно изграждане на вътрешния пазар в тази сфера и се въвеждат принципа на недискриминация на инвестиционните посредници от различните държави членки на ЕС, както и на принципа на „единния паспорт“ в тази сфера.¹⁰⁰ Директивата въвежда също така понятието регулиран пазар. Директивата относно инвестиционните услуги във вътрешния пазар бива подложена на редица изменения през годините, а през 2004 г. е заменена с Директива 2004/39ЕО на

⁹⁶ Директива 2013/36/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 година относно достъпа до осъществяването на дейност от кредитните институции и относно пруденциалния надзор върху кредитните институции и инвестиционните посредници, за изменение на Директива 2002/87/ЕО и за отмяна на директиви 2006/48/ЕО и 2006/49/ЕО.

⁹⁷ Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 година относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012.

⁹⁸ European Systemic Risk Board. (March 2015). *ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures*.

⁹⁹ Директива 93/22/ЕИО на Съвета от 10 май 1993 година относно инвестиционните услуги в областта на ценните книжа.

¹⁰⁰ Всяка държава членка следва да разрешава на инвестиционните посредници от другите държави членки на Съюза, да извършват дейност на нейната територия на базата на трайно установяване чрез клон или посредством свободното предоставяне на услуги, въз основа на получен лиценз в страна членка по произход.

Европейския парламент и на Съвета относно пазарите на финансови инструменти. Едно от най-сериозните нововъведения на новоприетата директива е разписването на понятието многостранни системи за търговия, както и детайлната регламентация за тях. Многостранната система за търговия означава многостранна система, управлявана от инвестиционен посредник или пазарен оператор, която обединява многобройни интереси на трети лица за покупката и продажбата на финансови инструменти.

Настоящото законодателство включва пакет (MIFID/MIFIR) от директива¹⁰¹ и регламент¹⁰², заедно с делегираните актове и актовете по прилагане към тях. Част от старите разпоредби се запазват, но се доразвиват в посока по-устойчиви и ефективни пазарни структури, улеснен достъп до капиталовите пазари за малки и средни предприятия, отчитане на технологичните нововъведения, повишаване на изискванията за прозрачност преди и след сключване на сделките, засилени правомощия на надзорните органи на държавите членки на ЕС, по-строги разпоредби за пазарите на стокови деривативни инструменти, по-добра защита на инвеститорите. Новият пакет обхваща още една категория, която представлява място за търговия. Това са организиранията места за търговия, към които до приемането на новото законодателство не се упражнява надзор.¹⁰³

Сетълмента на ценни книжа в ЕС се регулира от Регламент (ЕС) 909/2014 относно централните депозитари. Една от причините за въвеждане на обща европейска рамка в областта на сетълмента на ценни книжа е мащабът на този пазар, който е от системно значение.

По отношение на окончателността на сетълмента, в сила е Директива 98/26/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 19 май 1998 г. относно окончателността на сетълмента в платежните системи и в системите за сетълмент на ценни книжа.

Редица други актове също имат пряко или косвено отношение към пазара на ДЦК. Част от тях са споменати както във втора, така и в следващата глава на дисертационното изследване. Обърнато е внимание и на законодателни предложения, които също биха имали влияние върху пазара на ДЦК, макар да е трудно да се оценят на етап проект или когато са току-що приети. Сред тях е проектът на Регламент относно ценните книжа, обезпечени с държавни облигации, публикуван през май 2018 г.¹⁰⁴ Според ЕК една от основните му цели

¹⁰¹ Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 година относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС.

¹⁰² Регламент (ЕС) № 600/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 година относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012.

¹⁰³ Симеонов, К. (2014). *Регулиране на финансовите пазари в Европейския съюз*. София: Университетско издателство Св. Климент Охридски. с. 290- 294.

¹⁰⁴ Европейска комисия. (2018). *Предложение СОМ (2018) 339 final за Регламент на Европейския парламент и на Съвета относно ценните книжа, обезпечени с държавни облигации*. Брюксел, 24 май.

е да увеличи предлагането на висококачествени ДЦК в евро, но не е ясно как такъв акт би се отразил на държавите извън еврозоната. Към настоящия момент, преговорите по това предложение са стопирани. Сред стартиращите нови инструменти сериозен интерес предизвиква Next Generation EU, създаден по предложение на Европейската комисия и целящ устойчиво, съгласувано и справедливо възстановяване на държавите-членки на ЕС от кризата, породена от пандемията от COVID-19.¹⁰⁵ Предвидено е по-голямата част от средствата за този инструмент (в общ размер на 750 млрд. евро) да се набират от ЕС на капиталовия пазар до 2024 г. При всички положения големите обеми, които се очаква ЕС да емитира биха променили пазара, особено по отношение на книжата, емитирани в евро.

Влияние на глобализацията и европеизацията в областта на финансовите пазари и услуги

Според Ротие и Верон до 70-те години финансовите регулации се развиват предимно на национално ниво. В резултат на негативните ефекти от фалита на немската Herstatt Bank през 1974 г. е създаден Базелския комитет по банков надзор. След кризата в спестяванията и заемите в САЩ през 80-те години и затагането на капиталовите изисквания, американските банки успешно прокарват идеята, че подобни изисквания следва да се въведат и в други юрисдикции, особено Япония. По тази причина се приема първият акорд (споразумение) през 1988 г.¹⁰⁶

Паралелно с това се появява и глобална рамка за финансовите отчети, в началото като инициатива на частния сектор. Международният комитет за финансовите стандарти (IASB) се създава през 1973 г., а Международната федерация на счетоводителите през 1977 г. През 2001 г. IASB се преименува в Борд за международни финансови стандарти (IASB), а голяма част от държавите са възприели стандартите на тази организация, следвайки взетото от ЕС решение в тази посока.¹⁰⁷

Регулациите в областта на ценните книжа се координират на глобално ниво в рамките на Международния комитет на комисиите по ценни книжа (IOSCO), създаден през 1983 г., а застрахователният надзор се обсъжда в рамките на създадената през 1984 г. Международна асоциация на застрахователните надзорници (IAIS).¹⁰⁸

Отделно от секторните инициативи, в резултат на кризите в развиващите се пазари през 90-те години и опасенията, че те могат да предизвикат международна финансова нестабилност, финансови министри и централни банкери на развити и развиващи се страни

¹⁰⁵ Подробности за инструмента могат да бъдат открити на страницата на ЕК:

https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en, последно посетена на 30.12.2020 г.

¹⁰⁶ Rottier, S. and N. Veron. (August 2010). *Not all Financial Regulation is Global*. Bruegel Policy Brief 2010/07.

¹⁰⁷ Пак там.

¹⁰⁸ Пак там.

се събират в различни формати в опит да отговорят на възникналите предизвикателства. Такива са например Г 22 от 1998 г., Г 33 от началото на 1999 г., Г 20 от края на 1999 г. Едновременно с това развитите страни създават Форума за финансова стабилност с цел засилване на координацията и разработване на глобални стандарти. Също през 1999 г. МВФ, съвместно със Световната банка започва програма за оценка на регулаторните и надзорните рамки.¹⁰⁹ Ролята на глобалните организации се засилва допълнително в контекста на световната финансова криза, започнала през 2008-2009 г.¹¹⁰

Съвременно развитие на пазарите на ДЦК в Европа

До началото на 1990-те години повечето страни от континентална Европа не са имали ликвидни пазари на ДЦК. До стартирането на Икономическия и паричен съюз през 1999 г. пазарите са силно фрагментирани, включително поради наличието на валутен риск. Фабози счита, че началото на този съюз дава начало и на изграждането на дълбок и ликвиден пазар, който би имал възможност да се конкурира с пазара на съкровищни облигации на САЩ.¹¹¹

След приемането на еврото практиките в държавите, които се присъединяват, допълнително се сближават. Започват да се емитират по-големи обеми, насърчават се бенчмаркови емисии за осигуряване на достатъчна ликвидност, особено когато размерите на дълговете не са достатъчни, за да покрият цялата матуритетна крива. Подобрява се прозрачността чрез публикуване на емисионни календари, засилва се използването на първични дилъри, подобрява се ликвидността на вторичния пазар и благодарение на навлизането на електронни платформи за търговия. Въвеждат се иновации по отношение на предлаганите инструменти, за да може да се отговори на очакванията на пазара в определени ниши.¹¹² Важен интегриращ фактор за пазара на ДЦК в еврозоната е конвергенцията в кредитоспособността на държавите. Голяма част от страните-основателки на еврозоната така или иначе имат най-високия възможен рейтинг, присъждан от агенциите за кредитен рейтинг¹¹³, а други, които не разполагат с такъв през първите няколко години от функционирането на Икономическия и паричен съюз, успяват да се сдобият (Испания) или

¹⁰⁹ Пак там.

¹¹⁰ Пак там.

¹¹¹ Fabozzi, F. J. and M. Choudhry. (2003). *The Handbook of European Fixed Income Securities*. (Frank J. Fabozzi Series). John Wiley & Sons.

¹¹² Santillan, J., and M. Bayle & Thygesen. C. (2000). *The Impact of the Euro on Money and Bond Markets*. European Central Bank, Occasional Paper Series No.1.

¹¹³ Обобщена информация за скалите, използвани от големите агенции за кредитен рейтинг може да бъде открита тук: <https://www.interest.co.nz/credit-ratings-explained>, последно посетена на 05.11.2020 г.

поне да се доближат до него (Словения, Кипър, Малта). В резултат на това и спредовете по бенчмарковите емисии сериозно се свиват до началото на Световната финансова криза.¹¹⁴

В резултат на кризата се увеличават бюджетните дефицити съответно съотношенията дълг-БВП на повечето държави от еврозоната. На страни като Ирландия, Гърция и Португалия тези развиятия се отразяват по-тежко и се налага да търсят помощ както от ЕС, така и от Международния валутен фонд. Кризата засяга по-сериозно също Испания, Италия, Кипър и др. Това се отразява негативно на доходностите, които тези държави получават за емитираните от тях ценни книжа. Наблюдава се и повишаване на търсенето на сигурните немски облигации за сметка на тези на голяма част от останалите емитенти и съответно увеличаване на спредовете спрямо бундовете. Според Фон Хаген разликите в увеличените спредове по време на кризата се дължат на фискалните дисбаланси и в склонността на инвеститорите да избягват риска и да търсят т.нар. сигурни убежища в лицето на немските бундове.¹¹⁵ Във финансите такова пренасочване на активи е известно като полет към качество (от англ. flight to quality).

ЕС реагира на кризата както с финансово подпомагане на част от страните чрез Европейския механизъм за финансова стабилност като временен инструмент и по-късно чрез създаването на постоянния инструмент – Европейски стабилизационен механизъм, така и чрез законодателни мерки, чиято цел е по-добра координация и засилен контрол на бюджетните политики на страните. Такива са напр. банковия съюз, Договора за стабилност, координация и управление в икономическия и паричен съюз¹¹⁶ и Пактът Евро плюс.¹¹⁷ За пазарите на ДЦК изглежда най-пряко влияние оказват различните програми на ЕЦБ за количествени улеснения, имащи за цел да се преодолеят негативните последици от кризата. Количествените улеснения са нетрадиционен инструмент на парична политика, свързан с покупката на големи обеми активи от централните банки. Тези покупки водят до съществено разширяване на балансите на централните банки и увеличават пасивите по отношение на паричната база. Количествените улеснения обикновено се свързват с покупката на дългосрочни правителствени ценни книжа. При увеличаването на търсенето на тези активи в резултат от прилаганите количествени улеснения, цените им започват да растат, а

¹¹⁴ Lukić, V.(2016). *Integration of Government Bond Market in the Euro Area and Monetary Policy*, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 5, (1), pp. 71–97

¹¹⁵ Von Hagen, J., L. Schuknecht, and G. Wolswijk. (2011). *Government bond risk premiums in the EU revisited: The impact of financial crises*. *European Journal of Political Economy*. Vol. 27, No. 1.

¹¹⁶ <https://www.consilium.europa.eu/media/20380/st00tscg26-bg-12.pdf>, последно посетена на 02.01.2021 г.

¹¹⁷ https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/120296.pdf, последно посетена на 02.01.2021 г.

доходността по тях да спада. В резултат на това лихвените проценти по другите активи също започват да спадат поради ребалансиране на портфейлите от активи и ценни книжа.^{118, 119}

Възможностите държавите-членки на еврозоната да се възползват от създадените механизми за подкрепа при изпадане в затруднения, както и от програмите на Европейската централна банка, създават предимства и за пазарите на държавни ценни книжа, тъй като както агенциите за кредитен рейтинг, така и потенциалните инвеститори са наясно, че трудно би била допусната възможността такава страна да спре да обслужва своите задължения. Страни като Ирландия и Португалия сравнително бързо възстановяват пазарите си, благодарение на получената подкрепа. По-трудното възстановяване на Гърция обаче е сигнал, че само по себе си членство в еврозоната не дава абсолютни гаранции на инвеститорите и книгата на държави със сериозни проблеми в публичните си финанси не са напълно безрискови.

Предвид скорошното присъединяване на България към валутнокурсския механизъм и банковия съюз и евентуалното ѝ присъединяване към еврозоната, интерес би представлявало по какъв начин се е отразило присъединяването към тях на други страни. По отношение на приемането в банковия съюз такова сравнение не може да бъде направено, тъй като преди България и Хърватия няма страни от ЕС, които да са се включили в него без да са част от еврозоната. За да бъдат определени очакваните ефекти от присъединяването към валутнокурсския механизъм и еврозоната е направен преглед на ефектите, които се наблюдават върху кредитните рейтинги и доходностите по бенчмарковите ДЦК на Литва и Латвия поради сравнително скорошното им присъединяване към еврозоната, малкия размер на пазарите и факта, че също са били във валутен борд.

Общият извод, който може да бъде направен от наблюдението на кредитните рейтинги и доходностите на 10-годишните ДЦК на Латвия и Литва в периода от подписване на договорите за присъединяване към ЕС до влизането на тези държави в еврозоната е, че както приемането на еврото, така и стъпките по пътя към него допринасят за повишаване на цените на ДЦК, съответно за понижаване на тяхната доходност и свиване на спредовете към бенчмарковите германски федерални облигации. Приемането в ЕС и присъединяването към ERM II и по-късно към еврозоната играе положителна роля при двете прибалтийски страни, но не ги предпазва от големия икономически шок, стартирал през 2008 г. От тази гледна точка следва да се има предвид, че цените на държавните ценни книжа зависят от

¹¹⁸ Михайлова-Борисова, Г. (2016). *Ефективност на количествените улеснения на ЕЦБ*. Сборник с доклади от конференция „Икономиката на България и Европейския Съюз“. София, 2016 г. сс. 114–128.

¹¹⁹ Подробности за програмите могат да бъдат открити на страницата на Европейската централна банка <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#pspp>, последно посетена на 02.01.2021 г.

много фактори, като най-важния от тях, включително по мнение на агенциите за кредитен рейтинг, е икономическото развитие.

Пазарна инфраструктура и практики в страните от ЕС

Сред начините за дистрибутиране на ценните книжа в ЕС най-популярни стават методите чрез първични дилъри или банкови синдикати. Първичните дилъри опосредяват търговията както на първичния, така и на вторичния пазар. Първичните дилъри обикновено са задължени да участват на аукционите и да придобиват определено минимално количество, да промотират държавните ценни книжа, както и да бъдат маркет мейкъри. Мнозинството от държавите-членки на ЕС (22 на брой) имат изградени системи за първично дилърство.

Аукционите обикновено се считат за по-евтин вариант за пласиране на книгата в сравнение със синдикираните заеми.¹²⁰

В България на първичния пазар ДЦК се придобиват чрез аукциони, организирани и провеждани от БНБ. Макар Наредба 5 да предвижда възможност ДЦК да се придобиват и по други начини, определени от министъра на финансите в съответствие с действащото законодателство, на практика книжа се придобиват изцяло чрез аукциони.

През годините започват да се развиват и платформи за търговия на вторичния пазар. Най-известната от тях – MTS, се създава в Италия и се разпространява в Европа след 1999 г., позволявайки котиране и търгуване на някои от бенчмарковите облигации.¹²¹ Всички държави от ЕС, с изключение на Естония и Люксембург, имат изградени такива платформи.¹²² Търговията на вторичния пазар на ДЦК в България традиционно се извършва извънборсово. През 2017 г. настъпва сериозна промяна и се създават още две възможности за търговия - многостранната система за търговия E-Bond на Bloomberg за търговия на ценни книжа и регулиран пазар в лицето на “Българската фондова борса-София“ АД. Преди да бъде въведена в България, платформата E-Bond на Bloomberg работи единствено в още една държава – Румъния от 2015 г.

Надзорът върху пазара на ДЦК в страните от ЕС в общия случай се осъществява от съответния орган по надзор на финансовите пазари - компетентна институция по MIFID/MIFIR. В някои случаи този надзор се допълва от централните банки. В България министърът на финансите съвместно с Българската народна банка регулират пазара на държавни ценни книжа и издават наредба за контрол върху сделките с тях, с изключение на

¹²⁰ Dunne, P., M. Moore, and R. Portes. (May 2005). *European Government Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency*. Centre for Economic Policy Research. London. 32.

¹²¹ De Haan, J., S. Oosterloo, and D. Schoemaker. (2009). *Financial Markets and Institutions*. Cambridge University Press. p. 81.

¹²² Economic and Financial Committee. (2017). *Responses from members of the EFC Sub-Committee on European Sovereign Debt Markets*.

тези, извършвани на регулирани пазари на финансови инструменти и на многостранни системи за търговия.¹²³ До 2007 г. надзорът на пазара на ДЦК попада изцяло в правомощията на министъра на финансите и БНБ, но с влизането в сила на Закона за пазарите на финансови инструменти сделките на регулирани пазари и многостранни системи за търговия попадат под надзора на Комисията за финансов надзор. Тази роля до 2017 г. е по-скоро номинална, тъй като пазарът е изцяло извънборсов. След стартирането през 2017 г. на търговия на ДЦК на вторичен пазар на многостранната система за търговия E-Bond и на регулиран пазар – Българската фондова борса, ролята на Комисията за финансов надзор значително се засилва.

Най-често сетълментът на ДЦК се осъществява чрез големите европейски депозитари Euroclear или Clearstream или техни подразделения. От държавите извън еврозоната на практика само Унгария и България не ползват услугите на поне един от двата големи депозитара.¹²⁴ Сетълмента на ДЦК в България се осъществява предимно в изградената от БНБ Електронна система за регистриране и обслужване на търговията с ДЦК (ЕСРОТ), но има възможност да бъде осъществен и в „Централен депозитар“ АД при търговия на регулиран пазар.

Макар структурите и практиките по управление на дълга да са много разнообразни и вземащи предвид местните особености, няма как да не се забележи, че има и големи сходства поради все по-голямата стандартизация на капиталовите пазари в света, благодарение и на сътрудничеството по линия на редица международни организации. Насоките, които МВФ и Световна банка са публикували за управление на дълга, се прилагат почти изцяло в по-голямата част от страните и това допринася за изграждане на сходни модели за управление на дълга. България също се придържа към насоките на МВФ и Световната банка и е изградила сходна структура на пазара на ДЦК с голяма част от европейските страни, като са взети предвид специфичните национални особености, обусловени най-вече от малкия размер на пазара. Основните разлики, които се забелязват на местния пазар са следните: наличието на поддепозитари и двустранно държане на ДЦК; късното въвеждане на платформа за търговия на вторичния пазар, както и избора на специфична платформа за търговия, каквато има единствено в Румъния; отсъствие от пазара на повечето от глобални банки, които са първични дилъри в голяма част от останалите страни; отсъствие на връзка с двата големи европейски депозитара.

Липсата на хармонизирано законодателство по отношение на държавните ценни книжа¹²⁵ не означава, че няма общи политики или поне координация на политиките в тази

¹²³ Чл. 36, ал. 2 от Закона за държавния дълг.

¹²⁴ Унгария и България използват Euroclear и Clearstream за сетълмент на облигации по чуждо законодателство, които не са предмет на настоящата работа б.а.

¹²⁵ Особено що се касае до първичния пазар.

сфера. Доказателство за това е историята на Подкомитета за пазарите на ДЦК към Икономическия и финансов комитет (ИФК), чиято основна цел е насърчаване на по-нататъшната интеграция и по-добро функциониране на пазарите на облигации в ЕС, като по този начин да се повлияе позитивно на развитието на финансовите пазари като цяло. Мандатът му¹²⁶ включва принос към изготвянето на общи позиции на ИФК по регулаторни въпроси със значителен ефект върху пазарите на ДЦК, постигане на общо разбиране по технически въпроси и поставяне на експертизата си в услуга на ИФК. Подкомитетът активно участва в процесите, касаещи държавните ценни книжа със своите изследвания, анализи и препоръки, които своевременно се изпращат до лицата и организациите, от които зависи вземането на политически решения.

През 2014 г. секретариатът на Подкомитета разпространява сред своите членове неофициален документ, в който очертава основните предизвикателства, които новите финансови регулации поставят пред пазара на ДЦК.¹²⁷ Общата оценка за качеството на новоприетите актове е положително, но се обръща внимание и на някои елементи от него, които имат или биха могли да имат негативно влияние върху пазарите на държавен дълг в страните от ЕС. Тези негативни влияния включват проблеми с приложимостта и рентабилността на маркет мейкърския модел в резултат на въведения Коефициент на покритие на ликвидността в пакета CRD/CRR; намалена ликвидност¹²⁸ и увеличена волатилност¹²⁹ в резултат на изискванията за прозрачност по пакета MIFID II/MIFIR; дългосрочно негативно влияние върху репо пазара¹³⁰ в резултат както на споменатите капиталови изисквания и изисквания за прозрачност, така и на разпоредбите на Регламента за подобряване на сетълмента на ценни книжа в Европейския съюз и за централните депозитари на ценни книжа и в частност разпоредбите, свързани със санкции при неосъществен сетълмент. Те биха могли да демотивират маркет мейкърите да котират книжа, които не притежават, а това от своя страна допълнително би намалило ликвидността на пазара.¹³¹

От разгледаното във втора глава може да се направи извода, че развитието на капиталовите пазари в ЕС следва глобалните тенденции и договорености на

¹²⁶ https://europa.eu/efc/sites/default/files/docs/pages/mandate_en.pdf, последно посетена на 11.10.2020 г.

¹²⁷ Economic and Financial Committee, Subcommittee on EU Sovereign Debt Markets. (2014). *The cumulative impact of financial regulation to sovereign debt markets*. Brussels, 17 November.

¹²⁸ Ликвидността измерва доколко за инвеститора е лесно да продаде облигацията веднага без да претърпи сериозни загуби.

¹²⁹ Измерител на степента, в която цената на даден актив се очаква да варира в рамките на определен период.

¹³⁰ Репо сделката представлява финансиране срещу обезпечение от ценни книжа. Те се прехвърлят, като продавачът се ангажира да ги изкупи обратно по определена цена на определена дата в бъдещето.

¹³¹ Economic and Financial Committee, Subcommittee on EU Sovereign Debt Markets. (2015). *The cumulative impact of financial regulation to sovereign debt markets*. Brussels, 17 November.

междуправителствено ниво и на ниво експертни организации. Процесите се засилват във времена на финансови и икономически кризи. Глобализацията на ниво ЕС се изразява най-вече в допълнително отваряне на достъпа до пазарите на отделните страни и възприемане на общоприети международни стандарти и добри практики. Правилата за свободно предоставяне на услуги и свободно движение на капитали по-скоро улесняват глобализацията и в този смисъл може да се твърди, че процесите на европеизация и европейска интеграция играят ролята на проводник на глобализацията.

Препоръки

- Продължаване на активната работа за присъединяване на България към еврозоната;
- Обмисляне на премахването на поддепозитарите и двустепенния модел на държане на ДЦК с цел хармонизация с добрите практики в ЕС;
- Отстраняване на пречките пред създаването на индивидуални сметки за големите инвеститори;
- Предприемане на стъпки за интегриране с двата големи европейски депозитара- Euroclear и Clearstream и др.

5. Трета глава

Развитие на пазара на ДЦК в България

Трета глава е разработена на базата на задълбочено проучване на наличните официални източници на правна и статистическа информация - закони, наредби, указания, бюлетини и статистически данни от МФ и БНБ, ЕЦБ и др. Проведени са също дълбочинни интервюта с дългогодишни експерти в областта на държавните ценни книжа от различни институции, имащи пряко отношение към развитието на пазара през последните над 20 години. Чрез адаптиран модел, базиран на разработените от автори като Радаели, Шмит, Бьорцел и Лади рамки за анализ, се изследват влиянията на процеси като глобализация и европеизация и връзките между тях. Избраният подход е анализ на отделна страна, в случая България. Предвид факта, че в областта на ДЦК няма хармонизирана политика на ниво ЕС, разгледани са отделни елементи от институционалната и пазарната инфраструктура.

Инфраструктурата на пазара на ДЦК в България след 1992 г. е изградена след проучване на международния опит и със съдействието на МВФ, Министерството на финансите на САЩ и Нюйоркската банка на федералния резерв.¹³² За стабилна институционална основа на пазара на ДЦК в България може да се говори едва след приемането на Закон за държавния дълг през 2002 г., както и подзаконовите актове, свързани с него - Наредба № 5 от 4.10.2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа, Наредба № 15 от 4.10.2007 г.¹³³ и Наредба на БНБ № 31 от 4.10.2007 г. за сетълмент на държавни ценни книжа. В закона се разпределят основните функции на пазара на ДЦК, като емитент на книжата е министърът на финансите¹³⁴, а БНБ е агент по дълга и депозитар на държавата.¹³⁵ Двете институции имат водеща роля и по отношение на надзора на пазара, макар след 2007 г.¹³⁶, а особено след 2017 г.¹³⁷, да се засилва ролята на Комисията за финансов надзор. Редица други актове, имащи отношение към пазара на ДЦК също са разгледани в дисертационния труд. Такива са напр. Закона за публичните финанси, Закона за пазарите на финансови инструменти, Кодекса за застраховането, Кодекса за социалното осигуряване и др.

¹³² Министерство на финансите и Българска народна банка. (2012). *20 години емисии на безналични държавни ценни книжа в България*. София. с.37-38.

¹³³ На по-ранни етапи и с по-ранни версии на тези наредби, номерирани по същия начин, се регулират същите въпроси. Напр. Наредба № 5 от 2002 г. за условията и реда за емитиране, придобиване и изплащане на безналични държавни ценни книжа (обн., ДВ, бр.119 от 2002 г.; изм и доп., бр. 67 от 2003 г., бр. 101 от 2004 г., бр. 38 от 2006 г. Отм. ДВ. бр.85/2007г.), Наредба № 5 от 1998 г.

¹³⁴ Чл. 12, ал. 2 от Закона за държавния дълг.

¹³⁵ Глава осма от Закона за държавния дълг.

¹³⁶ С влизането в сила на Закона за пазарите на финансови инструменти.

¹³⁷ След качването на български ДЦК на платформата E-Bond и на „Българска фондова борса- София“ АД.

Според направения анализ на базата на проучени документи и становищата на интервюираните експерти, пазарната инфраструктура в страната отговаря на основните препоръки в базовите документи, публикувани от МВФ и Световната банка по темата ДЦК. България влиза в отношения с МВФ във времена на икономическа нестабилност и търси финансова подкрепа от институцията. Тази финансова подкрепа е свързана с условията за провеждане на определени реформи. В този смисъл би могло да се каже, че в началото на отношенията с МВФ икономическата уязвимост е основен медиационен фактор за глобализацията на пазара на ДЦК. Според част от респондентите на проведените интервюта има пряка връзка между въвеждането на Валутния борд (също по настояване на МВФ) и постепенното разширяване на матуриретите и инструментариума на емитента в лицето на МФ. Пазарът на ДЦК е пряка функция от икономическата и фискалната политика и отразява доверието в тях.¹³⁸

Първичните дилъри са въведени в България през 1996 г. в резултат на процесите на глобализацията и възприемане на практики от най-развитите страни. Промените след 2007 г. в резултат от членството на страната в ЕС се отнасят до либерализация в резултат на необходимостта от спазване на разпоредбите на ЕС, свързани с правото на установяване и свободното предоставяне на услуги. Дадена е възможност, с промени в Наредба 15, първични дилъри да могат да бъдат освен местни кредитни институции и инвестиционни посредници, също и такива от други държави-членки на ЕС. Въпреки, че няма предписан модел на ниво ЕС по отношение на третирането на дейностите на първичните дилъри, спазването на правилата на ЕС в случая можем да приемем като вертикална европеизация чрез механизъм на принуда. Негативната интеграция под формата на либерализирането на пазара би могла да стане и на по-ранен етап, но се е случила едва през 2007 г., когато това вече е задължително. Не се наблюдават трудности, свързани с политическия и институционален капацитет за налагане на промяната. По отношение на членството в ЕС и необходимостта от изпълняване на определени ангажименти свързани с него, има консенсус в обществото по повечето въпроси. Политиките, свързани с управление на държавния дълг и по-конкретно пазара на ДЦК, се определят по-скоро от технократични елити и не предизвикват сериозни политически дискусии. Не би могло да се говори за сериозни разлики по отношение на моделите на първично дилърство в страните от ЕС и България, което да предполага силен адаптационен натиск върху страната за отваряне на пазара. По тази причина можем да приемем, че България лесно може да абсорбира тази либерализация. В същото време, с въведеното изискване първичните дилъри задължително да бъдат клиенти

¹³⁸ Отговори в рамките на проведените за целите на настоящото изследване дълбочинни интервюта.

на поддепозитари¹³⁹, се създават неудобства както за чуждестранни участници, така и за инвестиционни посредници. От тази гледна точка може да се изведе заключението, че макар и да не е налице сериозен адаптационен натиск, европеизацията по отношение на първичните дилъри има по-скоро елементи на инерция, т.е. липса на промяна и дори дивергенция, ако приемем, че достъпът до първичното дилърство е станал по-труден след 2007 г. Все пак е безспорен фактът, че чуждестранни лица могат да бъдат първични дилъри в България, включително да станат и поддепозитари, за да не се налага да ангажират такъв. По тази причина трудно бихме могли да възприемем този краен подход, но предвид реално постигнатия резултат, вероятно няма да сбъркаме ако класифицираме резултата от промените като инерция. След 2007 г. само един първичен дилър е банка, която е клон на чуждестранна банка и упражнява дейността си, възползвайки се от заложеното в Договорите на ЕС право на установяване - Ситибанк Европа АД- клон България.¹⁴⁰ Настоящата ситуация изглежда от полза единствено за местните банки-първични дилъри, тъй като конкуренцията за тях е по-малка, но не и за емитента в лицето на министъра на финансите.

Либерализацията на първичното дилърство можем да опишем като процес на глобализация, улеснен от европеизацията, който обаче към настоящия момент не води до конвергенция. Предвид малкия пазар и оскъдното предлагане в последните години¹⁴¹, вероятно дори и премахването на всички пречки пред потенциални първични дилъри едва ли може да се очаква да доведе до сериозна промяна. Все пак пълното премахване на ограниченията за достъп до чужди участници и инвестиционни посредници, а също и други финансови институции, е за препоръчване с оглед пълната либерализация на пазара. То едва ли бе дало резултат веднага, но в други времена, при засилена нужда от финансиране на страната на вътрешния пазар¹⁴², би имало положителен ефект за диверсификацията на източници за набиране на средства.

Разпоредбите, свързани със сетълмент на ДЦК са силно хармонизирани по линия на международни организации като Банката за международни разплащания (BIS) и Международната организация на комисиите за ценни книжа (IOSCO). Практиките са силно глобализирани. България спазва актуалните препоръки на международните организации още от най-ранните години на развитие на пазара на ДЦК. Изграден е необходимият капацитет и има консенсус, че това е посоката на развитие. Развитието върви паралелно с

¹³⁹ Чл. 4, ал. 3 от Наредба 15.

¹⁴⁰ През 2019 г. и този единствен чуждестранен дилър се отказва от участие.

¹⁴¹ Твърдението е валидно въпреки известното съживяване на пазара през 2019 г. и продължаващата тенденция през 2020 г.

¹⁴² През 2020 г. в резултат на епидемичната криза се получиха индикации, че нужда от финансиране би могла да възникне много по-рано от прогнозираното от експертите.

международните процеси по темата и не може да се говори за ясно изразена европеизация. За европеизация би могло да се говори, когато депозитарът на ДЦК стане член или изгради повече връзки с други европейски депозитари и особено двата големи - Clearstream и Euroclear. Това би представлявало хоризонтална европеизация чрез възприемане на добри практики от държави-членки на ЕС. Такава европеизация е препоръчителна, ако идеята е пазарът на български ДЦК да се развива. При настоящата ситуация системата функционира добре и в този си вид.

Поддепозитарите не са изискване на ЕС, но функционирането им следва да отговаря на общите разпоредби на Вътрешния пазар на ЕС. В този смисъл постепенното либерализиране на достъпа до функцията на поддепозитар представлява вертикална форма на европеизация чрез механизма на принуда. Адаптационния натиск за такава европеизация е умерен, тъй като не се очаква да доведе до сериозни промени в инфраструктурата. В случая имаме създаване на бариери, които впоследствие се премахват. Резултатът е абсорбция. Няма много чуждестранни лица, желаещи да бъдат поддепозитари. Към настоящия момент такива са само 3 банки, които са клонове на банки от ЕС и една банка, която членува директно. Поддепозитари са също и Clearstream Banking С.А. (ICSD), МФ и Централен депозитар АД.¹⁴³

Търговия на ДЦК в България

В първите години от членството на България в ЕС на практика не се променя нищо по отношение на търговията с ДЦК. Въвеждането на изискванията на Директивата за пазарите на финансови инструменти налага промени в Закона за държавния дълг и част от наредбите, като регулацията на пазара на ДЦК на регулираните пазари и многостранните системи за търговия попада в обхвата на правомощията на Комисията за финансов надзор по силата на Закона за пазарите на финансови инструменти. Европеизацията в конкретния случай е вертикална, като механизмът е по-скоро регулаторна конкуренция, тъй като държавите имат възможност да изберат най-подходящия за тях модел. В този смисъл и адаптационният натиск не е прекалено силен. Промяната от една страна изглежда значителна, тъй като се появява нов играч на регулаторното поле, но на практика такава не съществува, тъй като местните книжа се търгуват изцяло извънборсово. Резултатът през първите години категорично може да бъде определен като инерция.

По друг начин стоят нещата след въвеждането на ниво ЕС на новите изисквания за прозрачност и ликвидност на книжата. През 2017 г. настъпва сериозна промяна и се създават

¹⁴³ Списъкът на поддепозитарите може да бъде открит на страницата на БНБ: http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_download/fa_esrot_01_list_partic_bg.pdf, последно посетена на 15.10.2020 г.

още две възможности за търговия - многостранната система за търговия E-Bond на Bloomberg за търговия на ценни книжа и регулиран пазар в лицето на “Българската фондова борса-София“ АД. Механизмът отново е регулаторна конкуренция, но адаптационния натиск е много силен, тъй като бездействието би направило вътрешните ДЦК не достатъчно ликвидни и би застрашило инвестициите в тях. Промените са обсъждани в продължителен период и са приети почти в последния възможен момент. В хода на обсъжданията са взети предвид интересите на голям брой актьори - МФ, БНБ, първичните дилъри, БФБ, Централен депозитар и др. Промените първоначално са скептично приети както от първичните дилъри, които са свикнали да възприемат пазара като дилърски, така и от централната банка, която традиционно има по-засилена роля в пазара на ДЦК. Би могло да се твърди, че в конкретния случай традиционните предпочитания на основните участници на пазара са фактор, който е създал известни затруднения при осъществяване на промяната. Самата промяна би могла да се определи като трансформация, тъй като е свързана със създаването на изцяло нова платформа за нуждите на търговията с ДЦК от Bloomberg, нов сегмент на БФБ за търговия с ДЦК, доработване на системите на БНБ за адаптиране към новите условия и др. В същото време данните показват, че сделки на борсата почти не се случват¹⁴⁴, за което мнозинството от интервюираните експерти са били наясно, че ще се случи. От описаното дотук произтича извода, че качването на книжата на борсата е било направено единствено с цел да се покрият новите правила за прозрачност и ликвидност и без очаквания този пазар да се развие. По отношение на борсата резултатът може да бъде определен като абсорбция, клоняща към инерция. Така и не се въвежда изискването за задължителни котировки от страна на дилърите дори и за част от емисиите, което и на теория, и в практиката изглежда като основен елемент от дейността на първичните дилъри, макар да не е въведено като задължително изискване от страна на ЕС. В този смисъл конвергенцията на този етап не е завършила.

Законодателството и практиката на ЕС по отношение на прозрачността и въвеждането на платформи за търговия върви паралелно с огледални развития в САЩ и останалите развити страни. Реформите след 2009 г. са в резултат на съвместните усилия на държавите, координирани в рамките на Г20 и Бордът за финансова стабилност. Както реформите в САЩ, така и тези в ЕС се позовават предимно на резултатите от срещата на Г20 в Питсбърг през 2009 г.¹⁴⁵ Като медиационен фактор може да бъде определена Световната финансова криза, която открие редица слабости на глобалната финансова архитектура. Приетите актове на

¹⁴⁴ По данни от страницата на БНБ:

<https://www.bnb.bg/FiscalAgent/FABankInformation/FAGSMarket/index.htm?forYear=2016>

¹⁴⁵ G20 Information Centre. (2009). *G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit*. Pittsburgh, September 24–25.

<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>, последно посетена на 09.12.2019 г.

ниво САЩ (напр. Дод-Франк), ЕС (пакета MIFID/MIFIR и др.) и останалия свят се случват в рамките на сериозна регулаторна конкуренция и е трудно да се определи кой е водещ, но във всички случаи можем да приемем, че са резултат на глобализационни процеси, в които ЕС се стреми да отстоява собствените си интереси.

Организационни и пазарни промени

Голяма част от промените, които настъпват в институциите по управление на дълга в България и най-вече Министерството на финансите, са под влиянието както на МВФ, ОИСР и други представители на глобализацията, така и на ЕС. Като част от реформа, започнала още през 1999 г. и извършвана с подкрепата и сътрудничеството на Европейския съюз, Международния валутен фонд (МВФ), Световна банка, програмата СИГМА на Организацията на икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) и други международни институции, през 2003 г. се обособява самостоятелна структура на държавното съкровище, начело с държавен съкровищник в рамките на МФ. Водещата дирекция по управлението на дълга е дирекция „Държавен дълг“. През 2005 г. в резултат на анализ, извършен съвместно със Световна банка по линия на Програмата за техническа помощ, дирекция „Държавен дълг“ е реорганизирана като е извършено функционално разделение на три звена, отговорни за емисиите на дълг, плащанията по дълга и изготвянето на анализи и стратегии (front, middle, back office).¹⁴⁶

През 2006 г. стартира друг проект, финансиран по предприсъединителната програма ФАР¹⁴⁷ на ЕС - „Изграждане на интегрирано държавно съкровище в България“.¹⁴⁸ След присъединяването към ЕС дирекция „Държавен дълг“ към МФ е имала възможност да участва в проект по Оперативна програма „Административен капацитет“, в който са обхванати и теми, свързани с ДЦК.¹⁴⁹ Може да се приеме, че всички проекти, финансирани от ЕС и свързани с пазара на ДЦК, до една или друга степен са имали положителен ефект за укрепване на административния капацитет на МФ (поне от гледна точка на повишаване на квалификацията на персонала), а косвено и на други участници на пазара. Това става чрез дифузия на идеи и възприемане на добри практики в резултат на направените експертни обмени, макар да няма конкретни измерители за ползите от това, освен оценките на самите експерти и тези, които работят с тях. В последните години капацитетът на МФ се засилва и покрай ангажиментите за участие в различни работни формати на ЕС, което помага на експертите да са в течение на настоящите развития и да обменят допълнително опит с други

¹⁴⁶ Министерство на финансите на Република България. (2007). *Концепция за оптимизиран модел на интегрираното държавно съкровище в България*.

¹⁴⁷ Подробности за програмата могат да бъдат открити на страницата на МФ <https://www.minfin.bg/bg/78>, последно посетена на 05.12.2019 г.

¹⁴⁸ Информация за проекта <https://www.minfin.bg/bg/news/2508>, последно посетен на 05.12.2019 г.

¹⁴⁹ <https://www.minfin.bg/bg/news/996-5/7822>

специалисти. Трудно е да се говори за европеизация поради липсата на устойчиви промени, но във всички случаи трябва да се отчете положителната роля на ЕС за укрепването на капацитета.

Премахването на задължението финансови институции да купуват ДЦК се случва в България едва след като е договорено с ЕС в хода на преговорите по Глава 11 „Икономически и валутен съюз“. Направено е, за да се отговори на европейски изисквания и без да има възможност за избор, т.е. може да се определи като вертикална европеизация под формата на принуда. Отново се наблюдава негативна интеграция и премахване на бариери. Случва се без да има форма на съпротива или вътрешнополитически дебат. За съвсем кратък период се отразява негативно на емитента, но скоро след това ситуацията се нормализира. Промяната е значима и натискът може да бъде приет за силен, но не налага промени в структурата на пазара. По тази причина може да бъде определена като абсорбция. Държавата има капацитета да поеме промяната и възможността да предлага достатъчно атрактивни за финансовите институции инструменти, за да ги привлече като инвеститори на нейните книжа.

По отношение на изискванията за регулаторно третиране на ДЦК България е транспонираше директивата за капиталовите изисквания и прилага регламента, които от своя страна са хармонизирани със стандартите на Базелския комитет. Държавните ценни книжа в собствена валута се третират по възможно най-благоприятния начин, което е опция, избрана от правото на Европейския съюз. В този смисъл той играе ролята на филтър на глобализацията, улесняващ малките пазари.

По отношение на данъчното третиране на доходите от държавни ценни книжа, прави впечатление, че до 2010 г. лихвите и отстъпките от български държавни, общински и корпоративни облигации са необлагаеми. След стартиране от страна на ЕК на процедура по нарушение по член 226 от Договора за ЕС, това се променя. Към българските държавни, общински и корпоративни облигации се добавят и подобни облигации, емитирани съгласно законодателството на друга държава членка на Европейския съюз, или на държава- страна по Споразумението за Европейското икономическо пространство. Това представлява вертикална европеизация чрез механизма на принуда, която едва ли би настъпила без процедурата по нарушение. Наблюдава се късна европеизация чрез премахване на съществуващи бариери пред свободното движение на капитали - негативна интеграция. За България няма политически или пречки, свързани с административния капацитет за налагане на тази промяна. Резултатът от европеизацията в тази област можем да определим като абсорбция, тъй като не се налагат значителни промени или създаване на нови структури. Връзката с глобализацията в конкретния случай можем да потърсим в продължаващата

либерализация на движението на капитали, която се насърчава и на глобално ниво.

Голяма част от промените в резултат от членството в ЕС вероятно не биха се случили, ако не бяха задължителни. Като доказателство можем приемем факта, че обикновено те се въвеждат в последния възможен момент - напр. влизат в сила от 01.01.2007 г., въпреки че са приети и по-рано. Имаме дори случай на промяна едва след започнала процедура по нарушение. В повечето случаи анализите показват, че за България не е сериозен проблем да възприеме европейските изисквания и практики, но изглежда нагласата продължава да бъде такава, че да се изчаква последния момент. Към настоящия момент България би могла да възприеме някои практики, които са задължителни само за държавите от еврозоната, но не го прави. Пример за това са клаузите за колективно действие, които са заложили в чл. 12 от Договора за създаване на Европейския механизъм за стабилност.¹⁵⁰ Те се прилагат в страните от еврозоната от 01.01.2013 г. за всички новоemitирани книжа с матуритет над 1 година. България не е задължена да прилага тези клаузи и не го прави. В същото време такива се прилагат за книжата, emitирани по чуждо законодателство от България.

В рамките на участието си в Подкомитета за пазарите на ДЦК България има възможност на доброволни начала да докладва в хармонизирана форма своите планове за emitиране на държавни дългови инструменти¹⁵¹, което правят някои държави извън еврозоната като напр. Чехия. Това би могло от една страна да хармонизира дейностите по докладване на подобна информация с по-развитите страни, а от друга да служи като подготовка за членството в еврозоната. Това са само два примерни случая, като и при двата не са идентифицирани очевидни причини за отлагане прилагането на подобни разпоредби, освен традиционните предпочитания да се изчака докато дадена разпоредба стане задължителна.

Както според проучените източници, така и според респондентите на интервюта, от настоящите регулации на ниво ЕС пряко влияние върху пазарът на ДЦК в България имат капиталовите изисквания за банки, инвестиционни посредници и застрахователи, уредени в пакета CRD/CRR II и Директивата Платежоспособност II. Тези изисквания касаят пряко закупуването на държавни ценни книжа, тъй като тези институции са основните инвеститори в този вид инструменти, а регулаторното третиране на ДЦК ги прави

¹⁵⁰ Договорът е достъпен на страницата на ЕСМ <https://www.esm.europa.eu/legal-documents/esm-treaty>, последно посетена на 09.11.2020 г.

¹⁵¹ Чл. 8 от Регламент (ЕС) № 473/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 21 май 2013 година относно общите разпоредби за мониторинг и оценка на проектите за бюджетни планове и за гарантиране на коригирането на прекомерния дефицит на държавите членки в еврозоната.

предпочитана инвестиция, особено когато са в местната валута.¹⁵²

По отношение на вторичния пазар, сериозно влияние оказват изискванията за прозрачност - преди и след сключването на сделките. С пакета от два акта – Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 година относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС и Регламент (ЕС) № 600/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 година, относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012 – MiFID/MIFIR (MiFID II), се въвеждат нови и завишени изисквания за прозрачност на търговията с финансови инструменти, включително и по отношение на суверенните облигации, като дългови финансови инструменти. Относимите разпоредби се прилагат от 3 януари 2018 г. Най-важните нововъведения са задълженията за търговия на дългови инструменти, като с цел покриване на европейските изисквания за прозрачност преди и след сключване на сделките, ДЦК трябва да бъдат качени на многостранна система за търговия и на регулиран пазар. Това би позволило информацията за котировките „купува“ и „продава“ и обема на продаваното количество да бъде достъпна до по-широк кръг от пазарни участници и би насърчило активността, като очакванията са пазара да стане по-ликвиден и надежден.

Като общ проблем, свързан с регулациите на ниво ЕС част от интервюираните определиха, че се правят опити пазарите на ДЦК да бъдат приравнени с тези на останалите финансови инструменти, а те са много различни и са на различен етап от своето развитие. Макар в много случаи законодателството да предвижда изключения или облекчения за ДЦК, те изглеждат недостатъчни на експертите в областта. Друг проблем е различното ниво на развитие на пазарите на отделните страни членки на Съюза, включително по отношение на инфраструктура, размер и др. Общи норми в нехомогенен съюз трудно биха могли да доведат до добри резултати според представители както на МФ, така и на първичните дилъри. Според експерт от МФ въпреки сериозните мерки, предприети по отношение на прозрачността, сделките на големите и развити пазари си остават най-непрозрачни и в това отношение не са се променили много неща от кризата насам. За страните с малки пазари, обаче, адаптирането към многобройните нови изисквания ангажира значителни ресурси и по тази причина за тях е трудно да го направят в заложените срокове, а освен това излиза много скъпо на участниците. Тези проблеми все още не се отчитат в пълна степен на ниво ЕС, особено що се касае до регламентите. Директивите все пак позволяват известна гъвкавост на страните при транспониране.

¹⁵² Отговори в рамките на проведените за целите на настоящото изследване дълбочинни интервюта.

По отношение на административния капацитет е направен кратък сравнителен анализ на базата на описаното от Уилър¹⁵³ и изследването на местния пазар, който показва, че България на практика в пълна степен е изградила капацитет в съответствие с практиките на най-развитите държави. Ясно са разграничени функциите на участниците в управлението на дълга, създадена е стабилна правна рамка, целите на управлението на дълга са ефективно определени и кореспондират както с целите на паричната, така и с тези на фискалната политика. Изградени са, ефективно функционират и постоянно се поддържат редица информационни системи както в БНБ, така и в МФ. Както в администрацията, така и в БНБ и банките-първични дилъри от дълго време работят експерти с много висока квалификация и пазарен опит. Развитие винаги е възможно и дори необходимо, особено предвид факта, че и останалият свят не стои на едно място.

Препоръки

Един от основните въпроси, които възникнаха в хода на направените проучвания и проведените дълбочинни интервюта, е дали пазарът на ДЦК в България следва да продължи да се развива. Теорията и практиката показват, че това не е задължително, а препоръчително условие за развитието на икономиката в страната. Страни като Люксембург и Естония (в голяма част от разглеждания период) не развиват вътрешните си пазари на ДЦК. Решението да се развива или не вътрешен пазар на ДЦК е политическо, но е препоръчително такова да бъде взето, за да могат участниците на пазара да планират бъдещите си действия в средносрочен и дългосрочен план и да продължи държавата да бъде предвидим партньор. При положение, че се вземе решение развитието на пазара да продължи, в дисертацията са отправени допълнителни препоръки като:

- Допълнителна либерализация и отваряне на достъпа до чуждестранни участници – премахване на изискването първичните дилъри задължително да са клиенти на поддепозитари;
- Изработване на нови критерии за първичното дилърство, съобразени с реалностите и новите изисквания на ЕС;
- Продължаване на активното участие в обученията, до които МФ, КФН, БНБ и търговските банки имат достъп чрез изградените от тях мрежи и активно търсене на обмен по линия на оперативните програми на ЕС;
- Използване на наличните възможности и търсене на нови, свързани с обучения по информационни и комуникационни технологии;

¹⁵³ Wheeler, G. (2004). *Sound Practice in Government Debt Management*. Washington, DC: World Bank.

- Организиране на повече неформални срещи между емитента, надзорните органи, първичните дилъри и други инвеститори;
- Проучване на практиките в развитите страни от ЕС и други страни с развити пазари като САЩ, Нова Зеландия, Австралия и др. и да се прецени кои от тях е удачно да бъдат въведени в България;
- Продължаване и активизиране на участието на страната в Подкомитета за пазарите на ДЦК и работните групи, които той формира, както и търсене на възможности за изграждане на неформални мрежи с държави-членки на ЕС със сходни интереси и проблеми по въпросите, касаещи ДЦК;
- Обмисляне на промени в пазарната инфраструктура като сливане на двата депозитара и създаването на агенция по дълга;
- Обмисляне на възможности за разнообразяване на предлаганите инструменти в подходящ момент и подходяща форма – емитиране на по-дългосрочни книжа, предлагане на ДЦК за инвеститори на дребно, на книжа с плаващ купон и др.

6. Заключение

Пазарите на държавни ценни книжа в световен мащаб, а особено на ниво Европейски съюз, се развиват по сходен начин благодарение на развитието на високите технологии, на разработените стандарти от редица международни организации и засилените възможностите за обмен на добри практики. Въпреки това резултатите, които показват книгата на отделните страни могат да бъдат много различни. Част от причините за това са свързани с икономическото развитие и доверието, което имат инвеститорите към различните държави, но голямо значение имат и институционалните структури на отделните пазари и политиките, провеждани от министерствата или агенциите за управление на дълга.

Предизвикателствата пред управлението на пазарите на ДЦК се засилват във времена на икономически и финансови кризи, както и в ситуации на значителна несигурност за бъдещето, каквато представлява днешната непредвидима ситуация с вируса COVID 19. Подобни развития често водят до пренасочване на инвеститорите към безрисковите книжа на страни като Германия, което е свързано с допълнителен натиск към икономиките и финансовите системи на по-уязвимите страни.

В такива времена наличието на адекватни структури и практики за управление на дълга за държави като България е от ключово значение. Тези аргументи правят актуалността на избраната тема на изследването и възприетия подход да се анализира вътрешния пазар на ДЦК от гледна точка на институционалното развитие още по-навременни и необходими.

В хода на изследването успешно са изпълнени поставените изследователски задачи. Изяснени са основните понятия, свързани с ценните книжа и пазари. По тези въпроси е писано както в световната, така и в българската специализирана литература. По основните дефиниции и проблеми сред авторите има значителен консенсус. Разминаванията са в отделни нюанси, като за целите на настоящата работа, предвид факта, че се изследват процеси, свързани с Европейския съюз, приоритетно се възприемат определения, ползвани в официални и работни документи на Съюза.

Разгледани са понятията глобализация и европеизация и основните предлагани до момента модели за тяхното изследване, включително такива за взаимодействието между двата процеса. Избран е подход за анализиране на частния случай в определена страна, в случая България.

Направен е исторически и теоретичен преглед на пазарите на държавни книжа, като

акцентът е поставен върху развитието на тези пазари в Европа, където съвременния модел на финансови пазари възниква.

Подробно е прегледано законодателството в ЕС, касаещо държавните ценни книжа. Съществува консенсус както сред експертите в ЕС, така и сред лицата, които в дълбочина познават местния пазар, че най-значително влияние от европейските регулации оказват тези, свързани с капиталовите изисквания към финансовите институции, изискванията за експозиции и за ликвидност и изискванията за прозрачност при търговията. Те създават нови предизвикателства пред участниците на пазара и променят основни негови характеристики. От традиционно дилърски пазар, сделките при който се сключват предимно извънборсово, за няколко години пазарът на ДЦК се трансформира в такъв, при който сделки се осъществяват предимно на регулирани пазари на финансови инструменти и на многостранни системи за търговия.

При направения сравнителен анализ на практиките по управление на пазарите на ДЦК в държавите от ЕС е установено, че те са много сходни. Това е свързано както с напредването на технологиите и бързия пренос на добри практики, с членството на страните в различни междуправителствени или чисто експертни организации, така и с координацията, която се осъществява в рамките на Подкомитета за пазарите на ДЦК. Въпреки многото сходства, открояват се и редица различия в резултат на специфичните особености и нужди на отделните държави.

На базата на съществуващите официални документи и приноса на експертите в хода на проведените интервюта е направен исторически обзор на развитието на българския пазар на ДЦК с акцент върху периода след 1992 г., когато за пръв път са въведени безналичните ценни книжа. Разгледани са както институционалните промени, така и разнообразните инструменти, които са предлагани през годините. Обърнато е специално внимание на отделни събития, които са изиграли ключово значение при формирането и развитието на пазара, като въвеждането на валутния борд, присъединяването на страната към ЕС, възникването на банкови кризи и др.

Прегледана е настоящата институционална рамка, в основата на която стои Законът за държавния дълг и някои подзаконовни нормативни актове (наредби), които доразвиват неговите разпоредби. Интервюираните експерти оценяват правната рамка като добра, но открояват и някои проблеми и несъответствия, коригирането на които би я направило още по-качествена.

Разгледани са в детайли и отделните елементи на пазарните взаимоотношения на пазара на ДЦК като първичното предлагане, вторичната търговия, сетълмента на ДЦК, депозитари и поддепозитари, платформи и др. Общите изводи са, че системата, разгледана през призмата на текущите нужди от финансиране на правителството, функционира добре, но има известни разминавания с най-развитите пазари и все още съществуват някои ограничения за достъпа на чужди инвеститори като необходимостта първичният дилър задължително да е клиент на поддепозитар на ДЦК, ако самият той не е такъв. А самите поддепозитари са особеност на българския пазар и не съществуват в нито една друга страна членка на ЕС.

Извършен е преглед на промените, настъпили на българския пазар на ДЦК в резултат от присъединяването на страната към ЕС. Направен е извод, че независимо от начина, по който са осъществени, промените в законодателството, свързани с членството в ЕС, през първите години представляват допълнителна либерализация на пазара и не изискват изграждане на нови структури. По отношение на надзора на пазара възниква на пръв поглед сериозна промяна, която дава правомощия на Комисията за финансов надзор за сметка на традиционно надзираващите този пазар МФ и БНБ. Промяната обаче е по-скоро номинална, тъй като касае търговията на регулирани пазари на финансови инструменти и на многостранни системи за търговия, а такава търговия към 2007 г. на практика не съществува. Значимостта на тази промяна се проявява едва през 2017 г., когато едновременно стартира търговия на ДЦК на вторичен пазар на многостранната система за търговия – E-Bond на Bloomberg – електронна функционалност за търговия на ценни книжа към платформата Bloomberg Professional и на регулиран пазар – Българската фондова борса с оглед спазване изискванията на новите регулации в областта на финансовите услуги във връзка със суверенните облигации.

Тезата на настоящото изследване се потвърждава. При изследването на основните движещи сили на развитието на пазара на ДЦК се установи, че той в много голяма степен се развива под влиянието на глобализацията, улеснена от развитието на високите технологии и достъпа до добри практики. Процесите на глобализация са особено силни в моментите на икономическа уязвимост и са ускорени от съдействието на международни финансови институции като МФ и Световната банка. Правната и институционална рамка на пазара на ДЦК в основата си са изградени далеч преди присъединяването на България към ЕС. Същевременно част от процесите на либерализация на пазара се случват именно под въздействието на правилата на Вътрешния пазар на ЕС и без тях не биха се осъществили или най-малкото биха се забавили допълнително. Елементи на европеизация се появяват още

няколко години преди присъединяването в резултат на сътрудничество с различни европейски страни в рамките на финансирани от ЕС проекти. След присъединяването на страната към Съюза през 2007 г. продължават тенденциите на либерализация на пазара и премахване ограниченията пред външни и местни инвеститори. Макар разликите на местния пазар с пазарите от останалите страни да не изглеждат големи и промените лесно да могат да се абсорбират, в преобладаващата част от случаите на европеизация, тя може да бъде определена като принудителна и случваща се в последния възможен момент. В същото време се наблюдават и елементи на номинално, но не и реално приемане на европейския модел, както в случая с отварянето на пазара за чуждестранни първични дилъри, но създаването на допълнителни трудности за чуждестранните лица или качването на книжата на борса, където на практика не се търгува. По този начин конвергенцията остава незавършена.

Макар за настоящото изследване да е избран институционален подход, разгледани са също така и резултатите от членството в ЕС, измерени чрез основни пазарни показатели като цена и доходност на ценните книжа, спред спрямо бенчмаркови книжа, коефициент на покритие, дял на чуждестранните инвеститори. Чрез тях е проверена валидността на част от твърденията в изследователската теза. Общите тенденции са положителни или в някои случаи - като дела на чуждестранните инвеститори - неутрални.

Разгледани са също така ползите и рисковете за пазара на ДЦК от присъединяването на страната към Валутнокурсския механизъм II и банковия съюз и еврозоната. И в двата случая експертите са категорични, че за България ще има предимно ползи, а негативите в голяма степен са налични и към момента, в рамките на валутния борд, в който страната се намира. Валидността на тези твърдения се потвърждава и от развитието на кредитните рейтинги и доходностите на наскоро присъединили се към еврозоната страни, като Литва и Латвия. По отношение на други инициативи, свързани с различно регулаторно третиране на ценните книжа, общи емисии за ЕС, общи емисионни календари и др., не се събраха достатъчно данни или експертни мнения, които да помогнат те да бъдат оценени.

В рамките на изследването са открити някои важни въпроси за бъдещето на местния пазар на ДЦК, които е препоръчително да получат скорошно политическо решение, основният от които е дали изобщо е необходимо този пазар да съществува или би било по-ефективно и ефикасно да се ползват други източници за финансиране от правителството.

При положение, че е взето решение пазарът да се развива, допълнителни изследвания биха могли да се проведат за установяване на най-подходящата организация на управлението на дълга като вариантите, свързани със създаването на агенция за управлението на дълга,

сливането на двата депозитара, по-нататъшна интеграция с големите европейски депозитари и борси и др.

Интерес би представлявал и допълнителен анализ за най-подходящите инструменти за предлагане на пазара, както и възможностите за по активно управление на дълга, свързани с обратно изкупуване, предлагане на по-дългосрочни книжа и др.

Препоръчително е да продължи либерализацията и отварянето на достъпа на чуждестранни участници до пазара на ДЦК в България. Във всички случаи следва да се променят също и критериите за първично дилърство с такива, които по-адекватно да отговарят на настоящите условия.

Настоящата ситуация на сравнително слабо предлагане на книжа на пазара е подходящ момент за обмисляне и планиране на необходимите реформи, които биха подпомогнали управлението на дълга да се възползва от възможностите, които вътрешния пазар на ЕС предоставя.

7. Научни приноси в дисертационния труд

1. Извършен е сравнителен анализ на организацията и управлението на пазара ДЦК в ЕС и България и са обобщени препоръки за задълбочаване на конвергенцията на българския пазар с този на останалите държави от Съюза.
2. Извършен е задълбочен анализ на развитието и текущото състояние на институционалната рамка на пазара на ДЦК в България, чрез който са идентифицирани и нормативните актове, които имат отражение върху пазара, настъпилите промени в него през разглеждания период и причините за тях.
3. Приложен е модел за изследване на степента на глобализация и европеизация на българския пазар на държавни ценни книжа.
4. Изведени са насоки за усъвършенстване на управлението на пазара на ДЦК чрез мерки за повишаване на административния капацитет на основните пазарни участници.
5. Открити са основните проблеми пред функционирането на българския пазар на ДЦК и са изведени препоръки за неговото подобряване

8. Списък на публикациите по темата и проблематиката на дисертационния труд

1. Нейчев, Иван (2019), **„Отражение на регулациите на ЕС върху пазара на държавни ценни книжа“**, Доклади от четвъртата съвместна научна конференция на катедра „Европеистика“ и катедра „Политология“ на Философски факултет на СУ „Св. Климент Охридски“;
2. Нейчев, Иван (2017), **„Влияние на членството в ЕС върху развитието на пазара на държавни ценни книжа в България“**, Доклади от втората съвместна научна конференция на катедра „Европеистика“ и катедра „Политология“ на Философски факултет на СУ „Св. Климент Охридски“;
3. Нейчев, Иван (2016), **„Възможности за развитието на пазарноориентиран модел на финансовата система на Европейския съюз“**, Доклади от съвместната научна конференция на катедра „Европеистика“ и катедра „Политология“ на Философски факултет на СУ „Св. Климент Охридски“;
4. Нейчев, Иван (2015), **„Предизвикателства пред ЕС по пътя към изграждане на съюз на капиталовите пазари“**, Доклади от научна конференция на випуск „Лудвиг ван Бетовен“, специалност „Европеистика“ на Философски факултет на СУ „Св. Климент Охридски“.