

# Restructuring of the BSE on the entry of Bulgaria in SHENGEN 2

(in Bulgarian)

**Georgi TSOLOV**

*UNWE, Bulgaria*

**Abstract:** *As a member of the EU, Bulgaria and its financial institutions are part of the "Financial cooperation", which forms the common monetary policy whose ultimate goal is the creation of a common monetary area. The fact that, in its present form, the Eurozone includes only a few Member States, is due to the principle of flexibility. It allows a group of economies to develop enhanced cooperation among themselves by using the Union's institutions, for example The Central European Bank. In this regard, a number of factors suggest that the more we approach the EU and the collective currency - the euro, the more firmly our country's macroeconomics will be "externally" challenged and constrained by possible selective actions. Therefore, key microeconomic factors will become increasingly important in catching-up and economic growth processes.*

**Key words:** *capital; public finances; Exchange trading; Corporate management; common currency; EURO; BSE; regulations.*

**JEL Codes:** *G2, G3, H1, H3, P1*

## Преструктуриране на БФБ при влизането на България в ШЕНГЕН 2

*Ас. д-р Георги ЦОЛОВ*

*УНСС, България*

**Резюме:** *Като член на ЕС, България и нейните финансови институции са част от „финансово сътрудничество“, чрез което се формира общата парична политика, чиято крайна цел създаването на обща парична зона. Това, че в съвременния си вид Еврозоната включва само част от държавите-членки се дължи на принципа на флексабилността. Той позволява на група икономики, да развиват помежду си засилено сътрудничество като използват институциите на Съюза, напр. Централната европейска банка. В тази връзка редица фактори ни подсказват, че колкото повече се приближаваме към ЕС и колективната валута – еврото, толкова по-категорично макроикономиката на страната ни ще бъде „външно“ задавана и ограничавана от възможни избирателни действия. Следователно ключови микроикономически фактори ще придобиват все по-голямо значение в процесите на догонване и икономически растеж.*

**Ключови думи:** *капитал; публични финанси; борсова търговия; корпоративно управление; обща валута; евро; БФБ; регулации.*

**JEL Код:** *G2, G3, H1, H3, P1*

Фокусирането върху проблемите на паричната политика има ключово значение за икономическото развитие на съвременната държава. Автономното управление на паричния инструмент в България става чрез Българска народна банка (БНБ)<sup>1</sup>, която в качеството ѝ на централна финансова институция<sup>2</sup> оказва влияние върху паричното обръщение, а от тук и върху икономическият растеж. Това се постига основно чрез; управлението на лихвените проценти по които се отпускат средства на търговските и други банки и се приемат за съхранение техни депозити в централната банка; определяне на вида и размера на задължителните банкови резерви и политиката за гарантиране и обезпечаване на кредитите; анализ на динамиката на потоците по платежния баланс, паричните и кредитните агрегати, връзката им с развитието на реалната икономика и влиянието им върху ценовата стабилност и др.

Като член на ЕС, България и нейните финансови институции са част от т.нар. „финансово сътрудничество“, чрез което се формира общата парична политика и чиято крайна цел е създаването на обща парична зона. В исторически план идеята за европейска (по-точно западноевропейска) парична зона в която паричните отношения се уреждат чрез колективна валута възниква във връзка с краха на Бретън-Удската система в края на 60-те години на миналия век. Правната основа е заложена с влизането в сила на Договора от Маастрихт за Европейски съюз (ДЕС) през ноември 1993 година. Формулирания в него „Икономически и валутен съюз“ предполага че развитието на Европейската икономическа общност (ЕИО)<sup>3</sup> ще се допълни с успоредно развитие на Евророната.

От този момент до днес ние можем да анализираме обективно постигнатото състояние на Евророната като временно – достигната фаза на развитие за в бъдеще ще обхваща всички държави-членки на ЕС и няколко държави извън Съюза. Така според някои автори [Хаджиниколов, 2016] ще се превърне в основен компонент на единната икономическа политика на ЕС. Това, че в съвременния си вид Евророната включва само

---

<sup>1</sup> <http://www.bnb.bg>

<sup>2</sup> От 1 януари 2007г. (с присъединяването на България към Европейския съюз) Българската народна банка участва в Европейската система на централните банки.

<sup>3</sup> Европейската икономическа общност - European Economic Community (ЕЕС), е международна организация, създадена след Договора от Рим от 1957г. Нейната цел е да доведе до икономическа интеграция, включително до общ пазар между шестте основополагащи страни членки: Белгия, Франция, Италия, Люксембург, Нидерландия и Западна Германия. Организацията е известна също като Common Market. След влизането в сила на Договора от Маастрихт през 1993г. Европейската икономическа общност бе преименувана на Европейска общност (ЕО), за да покаже, че организацията обхваща по-широк кръг от политики, основаващи се на принципа на наднационалността.

част от държавите-членки<sup>4</sup> се дължи на *принципа на флексабилността* (засиленото сътрудничество). Той позволява на група икономики, които представляват най-малко половината от членуващите в ЕС да развият помежду си засилено сътрудничество като използват институциите на Съюза, напр. Централната европейска банка. Тя има уникални функции, като:

- ❖ Провеждане на единна парична политика в рамките на валутната зона;
- ❖ Извършване на валутни операции с цел поддържане на курса на еврото;
- ❖ Управление на резервите;
- ❖ Заедно с централните банки на страните членки трябва да поддържа нормалното функциониране на платежната система и системата на сетълмента на ценни книжа в Евроната.

Тези функции се реализират чрез т.нар. Евросистема като целта е безпроблемното функциониране на единната зона за плащания в евро – Single Euro Payments Area (SEPA)<sup>5</sup>. Анализа на основните проблеми [Симеонов, 2016] породени от дълговата криза в Гърция и периодичните сътресения на банковата система на Испания, Кипър, Норвегия и др., показва кои са основните икономически фактори определящи ефективността на паричните зони:

- I. Мобилност на капитала и работната сила;
- II. Диверсификация на икономиката и външната търговия;
- III. Търговска отвореност и дял на регионалната търговия;
- IV. Вътрешнозонални преразпределителни процеси<sup>6</sup>;
- V. Сходство при структурата на икономиката и общност на принципите и целите;

---

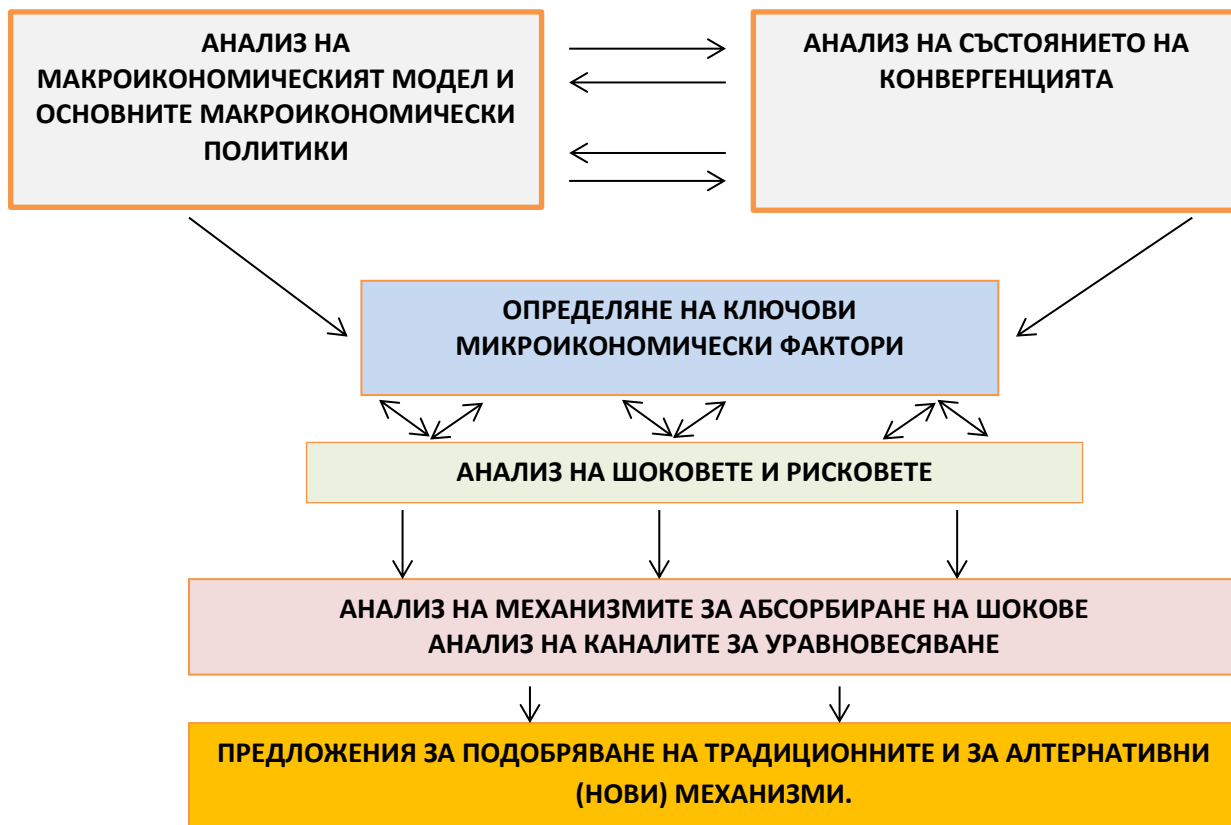
<sup>4</sup> Общността от държави-членки използващи единната валута ЕВРО, вече наброява 19. Извън Евроната остават Великобритания, Швеция и Дания (въздържани се от включване) и Полша, Чехия, Унгария, България, Румъния, Хърватия (поради неизпълнение на критериите за членство). Извън ЕС единната валута се използва от 6 държави – Ватикана, Сан Марино, Монако и Андора (чрез споразумение с ЕС) и Косово, Черна Гора (без споразумение).

<sup>5</sup> <http://www.ecb.europa.eu/paym/retpaym/payment/html/index/en.html>

<sup>6</sup> За периода 1991–2003г. brutните финансови трансфери от провинциите на ФРГ към автоматично присъединените източни провинции е приблизително 1250 млрд. евро, което прави приблизително по 100 млрд. евро годишно.

Обективно погледнато ние трябва да отчетем, че плюсовете и минусите на европейската интеграция няма да се разпределят равномерно, спрямо хората, институциите и организациите, нито дори спрямо процесите в които те са въввлечени. В рамките на настоящия доклад за макроикономическото развитие на България, особено значение имат две насоки на анализа. На **първо** място е състоянието на конвергенцията на страната с ЕС. На **второ** място е динамиката при публичните и частните финанси, като основен инструмент на държавата за управление на конвергенцията, тъй като паричната политика в условията на Паричен съвет (ПС) е ограничена. В тази връзка именно V-ят от горезброените фактори ни подсказва, че колкото повече се приближаваме към ЕС и колективната валута – еврото, толкова по-категорично макроикономиката на страната ни ще бъде „външно“ задавана и ограничавана от възможни избирателни действия. Следователно ключови микроикономически фактори ще придобиват все по-голямо значение в процесите на догонване и икономически растеж.

**Фиг. 1. Сценарии за анализ на ключови микроикономически фактори**



Източник: Адаптация на автора

Въпреки, че конвергенцията се измерва с макроикономически величини, до голяма степен тя е обективен резултат от действията на българските производители и потребители, т.е. тя е децентрализиран процес движен от микроикономически инициативи. Направените към момента анализи [Банева, 2011; Василева, 2011; Верхофстад, 2007; Сандалски, 2011; Хаджиниколов, 2016] показват, че постигането на реална конвергенция е изключително бавен и инерционен процес – сложно упражнение, което предполага координация между корпоративния сектор и централните власти, както и ефективност на стратегическото планиране.

По принцип водещ при реалната конвергенция трябва да бъде корпоративният сектор, но бизнесът в едно с държавните институции са призвани да създават необходимите предпоставки за гарантиране на дългосрочната перспектива за осигуряването на финансов ресурс и ефективни инвестиции там, където е нужно. Доколкото не съществува стандартизиран европейски модел на фискални и капиталови системи, ние можем да определим ключовите икономически фактори, според мястото което заемат и функциите които изпълняват в икономическата система на националното стопанство. В допълнение тези фактори е необходимо да отговарят и на максимален брой от следните условия: а) да предизвикват положителни ефекти във вертикалната и хоризонталната структура на националната икономика; б) да притежават вътрешен и външен потенциал за интеграция на всички равнища (местно, локално, регионално, национално, наднационално) и да предопределят нивото на конвергенция; в) да бъдат огледален образ на структура в ЕС и на глобално равнище; г) стопанските функции и системната им принадлежност следва да притежават качеството адаптивност.

Такъв фактор опосредстващ икономическия растеж на българската икономика е Българска фондова борса (БФБ). Мисията на БФБ е свързана със създаването и развитието на организиран капиталов пазар, осигуряващ на борсовите членове и техните клиенти равен достъп до пазарната информация и еднакви условия за участие в търговията с финансови инструменти. Основната стратегическа цел на БФБ е достигане в най-кратък период до модерен и ефективно работещ капиталов пазар в България, защото той би способствал борсата в България да се утвърди като източник на финансирането на българския бизнес и основен инструмент в българската икономика<sup>7</sup>. Независимо от

---

<sup>7</sup> Виж повече на [www.bse-sofia.bg](http://www.bse-sofia.bg) – официална интернет страница.

важната роля на Борсата по отношение развитието на капиталовия пазар, най-ключов фактор за осъществяването на заложените цели се явява ефективното взаимодействие и добрата комуникацията между всички участници на пазара – държавата (БНБ, Министерство на финансите; Министерство на икономиката), Комисията за финансов надзор (КФН), Централен депозитар, инвестиционните посредници, емитентите и инвеститорите.

В контекста на стремежа на България да се превърне в част от Еврорезоната – процес който доби гражданственост както „преговори за влизане в Шенген 2“, БФБ има своята конвергентна роля, но остават неизяснени още редица проблеми. Част от тях произлизат от структурната организация на дейността на Борсата:

**Таблица 1. Структурна организация на дейността на БФБ**

| Пазари БФБ   | Средногодишен дял на обема от сделки<br>(01.09.2016 – 31.08.2017) |
|--|---|
| Неофициален Пазар на акции сегмент "А"             | 33,0%   |
| Неофициален Пазар на акции сегмент "В"             | 31,5%   |
| Неофициален Пазар на облигации                     | 15,2%   |
| Официален Пазар на акции сегмент "А"               | 3,3%  |
| Официален Пазар на акции сегмент "В"               | 5,6%  |
| Официален пазар на облигации                       | 4,9%  |
| Пазар на дружества със специална инвестиционна цел | 2,7%  |
| Пазар на колективни инвестиционни схеми            | 3,1%  |
| Пазар на компенсаторни инструменти                 | 0,0%  |
| Пазар на права                                     | 0,7%  |

*Източник: Изчисления на автора по данни на БФБ и investor.bg*

Както се вижда от направените изчисления, в рамките на изминалия период, най-голям обем сделки са сключени в двата сегмента на т.нар. „Неофициален пазар“. Официалния пазар на БФБ през целия разглеждан период поради ниската ликвидност продължи да бъде сред основните проблеми на предлагането на капиталовия пазар<sup>8</sup>. Активизирането на търсенето през 2017 г., доведе до частично повишаване на цените на

<sup>8</sup> Следкризисното възраждане на националните борсови индекси - SOFIX, BGBX40, BGREIT, BGTR30, среща трудности при оптимизирането на корпоративното управление на включените в тях фирми.

акциите, основната причина за което бе, че пазарът у нас като цяло все още не може да осигури достатъчни free float<sup>9</sup> обеми по отделните позиции. Ниската ликвидност при много от листваните компании е резултат от малкия дял на свободно търгуваните акции, което прави трудно, а понякога дори и невъзможно, навлизането на институционални инвеститори в тях.

След постепенното излизане от кризата, популярността на българския капиталов пазар отчете известно повишение, но това не доведе до значително нарастване на средствата, които бяха насочени за инвестиции в пазарно търгуеми финансови инструменти. За допълнително стимулиране бе доразвита благоприятстваща инвестирането на Бурсата данъчна рамка, която позволява реализирането на необлагаеми печалби, а сравнително високата активност на медиите, отразяващи пазара, както и характера на новите публичните предлагания, доведоха до значително нарастване на броя на индивидуалните инвеститори. Макар и бавно, осъзнаването от страна на бизнеса на необходимостта и предимствата от финансирането през капиталовия пазар превръща Бурсата в сериозен фактор за развитието на българската икономика. Ще се опитаме да дефинираме основните проблеми възпрепятстващи задълбочаването на конвергентния потенциал на БФБ<sup>10</sup>:

А) Един от големият проблем на нашия капиталов пазар е, че той продължава още от създаването си да е движен от слухове, от очаквания и дори спекуланти, които стоят зад ръстовете на компаниите, а не от адекватната цена на техните акции. БФБ трябва да се конструира като платформа за разгръщане на пазарната стойност на публичните компании и да изгражда стабилно доверие в инвеститорите.

Б) Промяна на манталитета и моделите на корпоративното управление, като стратегиите следва да се преориентират от стремеж за постигането на бързи резултати, към фундаменталната борсова изгода. Въпреки ниската ликвидност БФБ може да е алтернативен източник за финансиране.

В) БФБ следва да въздейства върху ликвидността, защото именно тя е предпоставка българските и чуждите компании да могат да набират капитал през борсата.

---

<sup>9</sup> free float - Свободен обем - Б. а.

<sup>10</sup> Investor Finance Forum - посветен на най-успешните български публични компании за 2017 г.



Г) Стратегическо разработване на дивидентната политика на дружествата, като елемент на капиталовото преразпределение. Така ще се преодолее проблем с дефинирането на „инвеститора“. Има огромен вододел, както между инвеститори – трейдъри<sup>11</sup>, които влияят върху движението на дадена акция или по-скоро те формират пазар на търсенето и предлагането, така и при т.нар. „дългосрочни инвеститори“, които формират пазар на стойностите. У нас чрез масовата приватизация се създава групата на квази-акционерите (невложили свои средства на свои риск). Тепърва набира скорост процеса на формирането на реални акционери, познати от развитите пазарни икономики. Основният им интерес се изразява в съществуването на две основни институции: (i) капиталовия пазар (където може да продаде акциите си, ако е недоволен) и (ii) институционална среда, която да дисциплинира мениджърите да управляват ефективно.

Д) За да имаме нови IPO-та, стабилна ликвидност и мотивирани инвеститори, за да се отвори сегмента на малките и средни предприятия, както и за връщането на пенсионните фондове на пазара, следва да се оптимизират регулациите на Борсата. Една от причините да изостанем от чуждите борси<sup>12</sup>, е че в условия на криза на доверието, нашият регулатор действаше много разнопосочно и даваше негативни сигнали за пазара.

За да отговорим на въпроса до каква степен е готова БФБ за членството на страната ни в Еврозоната до известна степен ще ни помогне оценката на изпълнението на изискванията, които налага европейската директива за пазарите на финансови инструменти MiFID 2<sup>13</sup>. Още в началото на месец януари 2018г. ще трябва да променим действителността за инвестиционните посредници, банките, правните отдели и регулаторите. Тук става въпрос за една законова рамка, която е доста всеобхватна и макар, че по същество надгражда вече съществуващите правила и норми, тя увеличава в значителна степен защитата на непрофесионалните клиенти и задълбочава прозрачността на финансовите пазари.

---

<sup>11</sup> БФБ се опасява, че напоследък ръстовете на борсата се формират от трейдъри.

<sup>12</sup> Повечето български компании не са видими за големите информационни системи – Bloomberg, Reuters, или там излизат данни с голями закъснения.

<sup>13</sup> Директивата въвежда разширени изисквания за обмен на информация между надзорните регулатори за договори за ценните книжа. Преди оклоло 10 години, когато в България влезе в сила MiFID 1, всички очакваха, че са абсолютно подготвени за нейното прилагане, но години наред се наблюдаваха пропуски.

## Библиография:

1. **Ангелов, И**, и др. Икономиката на България в Европейския съюз. Стратегия за догонващо икономическо развитие до 2020 година. Икономически институт на БАН. С., 2003
2. **Бонева, С.**, Европейска икономическа интеграция: бюджет и бюджетна политика на Европейския съюз. УИ „Стопанство“, С., 2011
3. **Василева, Л.** Единен европейски пазар. Продуктово позициониране на отраслите и регионалната икономика. УИ „Стопанство“, С., 2012
4. **Верхофстад, Г.** Обединени европейски щати: Манифест за нова Европа. Изд. „Български бестселър“, С., 2007
5. **Димова, Р.** Международна икономическа интеграция. УИ „Стопанство“, С., 2008
6. **Дянков, С.** Кризата в Европа. Поглед от вътре. Изд. „Сиела“, С., 2015
7. **Сандалски, Б.** и др. Свободното движение и техническата конкурентоспособност на продуктите в Европейския съюз. Изд. „Софтрейд“, С., 2011
8. **Симеонов, К.** Регулиране на финансовите пазари в Европейския съюз. Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, С., 2014
9. **Ферхойген, Г.** Европа в криза: за преосмислянето на европейската идея. Изд. „Български бестселър“, С., 2006
10. **Хаджиниколов, Д.** Европейска икономика. ИК – УНСС, С., 2016
11. **Badinger, H., Nitsch, V.** The Routledge Handbook of the Economics of European Integration. Published by “Routledge”, London, UK, 2015
12. **Baldwin, R., Wyplosz, Ch.** The Economics of European Integration. Published by “McGraw-Hill”, London, UK, 2015
13. **Nelsen, B. F.** The European Union: Reading on the Theory and Practice of European Integration. Published by “Lynne Rienner”, Boulder, Colorado, USA, 2014