

# Съвременни аспекти на регулирането на финансовите пазари

Йорданка Статева\*, Силвия Кирова\*\*

**Резюме:** Статията отразява работата и резултатите по университетски проект (УНСС, 2017 – 2019 г.) с горепосоченото заглавие. Изборът на конкретните аспекти се определя от развитието на финансовите пазари след 2008 г., когато светът вече беше обхванат от глобална финансова и икономическа криза. Регулирането на банковия сектор е първа основна част, защото именно банките се оказаха в центъра на големия срив 2008 г. и след това, като станаха видими редица слаби и проблемни страни на банковата сфера и нейното регулиране. Втората основна част е относно пазара за финансови деривати – тези финансови инструменти бяха определени като катализатор за глобализиране на съвременните кризисни процеси. Развитията на пазара за деривати, вкл. регулаторни мерки имат огромно значение за световната финансова система и в частност нейната стабилност. Третата основна част е посветена на алтернативно финансиране, доколкото в съвременния свят се развиват мощни процеси на заобикаляне на традиционното банкиране. Това е нова сфера, в която основа са финансови иновации и регулирането ѝ е актуален проблем. Четвъртата основна част е относно регулаторните мерки на българския финансов пазар, представени в развитие за дър-

жава-член на ЕС, и съответно ефекти за националната икономика.

**Ключови думи:** финансови пазари, регулиране, банков сектор, финансови деривати, алтернативно финансиране, български финансов пазар.

**JEL:** E44, G18, G28.

## Увод

Настоящата статия отразява работата по проект с горепосоченото заглавие (Проект за изследователска дейност НИД НИ-3/2017 в УНСС).

Изминаха повече от десет години от началото на кризисните процеси във финансовата система на САЩ, които впоследствие прераснаха в глобална финансова и икономическа криза, сравнима по измерения и последици с Великата депресия от 1929 – 1933 г. До този момент няма изцяло изграден аналитичен консенсус относно причините, довели до кризата и нейното разпространение, както и относно предотвратяване проявата на подобни кризи в бъдеще. Същевременно, няма спор по въпроса, че една от главните причини за кризата е неадекватна регулация или липсата на такава в някои сфери, както и пропуските от страна на надзорни органи на финансовите пазари. Глобалният характер на кризата предизвика глобален отговор по формата на вълна от нови регулации, които адресираха основни идентифицирани слабости и проблеми на финансовите пазари. Ролята на основен двигател на промените в регулациите на финансовите пазари изигра

\*Йорданка Статева е доктор, професор в катедра „МИО и бизнес“ на УНСС.

\*\*Силвия Кирова е доктор, главен асистент в катедра „МИО и бизнес“ на УНСС.

## Икономическо развитие

форумът Г-20, който в рамките на няколко срещи в периода 2008 – 2009 г. очерта ключовите критични области и приоритетите за реформиране на регулаторната рамка на глобалната финансова система. Решенията на ниво държавни и правителствени ръководители на Г-20 след това приеха формата на нови глобални стандарти и нови законодателни актове в развити държави и редица развиващи се икономики.

Преди всичко, авторите биха искали да подчертаят, че изследването представя и анализира *аспекти на регулирането на финансовите пазари, които не са случайно подобрени*. Изборът на включените конкретни аспекти се определя от развитията на финансовите пазари след 2008 г., когато светът вече беше обхванат от глобална финансова и икономическа криза.

**Първата основна част включва въпроси на регулирането на банковия сектор**, защото именно банките се оказаха в центъра на големия срив 2008 г. и след това станаха видими редица слаби и проблемни страни на банковата сфера. Системната значимост на банките и тяхната изключителна важност за финансиране на бизнеса и домакинствата, особено в Европа, открояват въпроса за регулаторните мерки в банковия сектор. Автор на материала в проекта по тази част е Силвия Кирова.

**Втората основна част е относно пазара за финансови деривати**. Този пазар е с обем стотици трилиони щатски долари, високорисков е и в продължение на години преобладаващата част от него беше нерегулиран. Същевременно, развитията на пазара за деривати имат огромно значение за световната финансова система и в частност нейната стабилност и тези финансови инструменти бяха определени като катализатор за глобализиране на съвременните кризисни процеси. Автор на материала в проекта по тази част е Йорданка Статева.

**Третата основна част е посветена на т.нар. алтернативно финансиране**. В съвременния свят се развиват мощни процеси на заобикаляне на традиционното банкиране. Различни форми и модели на алтернативно финансиране оформят нова сфера, в която основа са финансови иновации и регулирането е актуален и многоаспектен проблем. Автор на материала в проекта по тази част е Деан Иванов.

**Четвъртата основна част е относно регулаторните мерки на българския финансов пазар**, представени в развитие. Българският финансов пазар е все още на ниска степен на развитие, но като държава-член на ЕС, България е задължена да включва и прилага европейски директиви и регламенти, които най-общо отразяват госта по-високото равнище на финансовите пазари на ЕС. Автор на материала в проекта по тази част е Петко Вълков.

**Концептуалната рамка на изследването включва две основни тези. Първата теза касае финансовите регулаторни мерки на глобално и европейско равнище като политика и средства. Финансовите регулации са въпрос на политика, а конкретните норми и правила са средства на политиката в сферата. Тезата на авторите е, че финансовите регулации са въпрос на политика, която след началото на съвременните кризисни процеси (2007-2008 г.) има системно значими аспекти**. Историята на финансовите регулации показва, че период на deregulation е следван от период на по-строги регулаторни мерки и обратно. В процеса на еволюция на тази сфера се търси (или следва да се търси) баланс. От една страна, регулациите не трябва да пречат или да задържат икономическото развитие. Същевременно, в нерегулирани сектори на финансовите пазари се пораждаат сериозни проблеми и се налага впоследствие да се налагат норми и правила. **Втората теза касае финансовия пазар в България като държава в ЕС, респ. регу-**

*латорни средства и мерки в развитие. Необходимостта от непрекъснатата хармонизация с европейските закони в сферата има за резултат противоречиви ефекти.*

### Първа част. Регулиране на банковия сектор

Програмата за регулаторна реформа на финансовия сектор е договорена на няколко ключови срещи в рамките на G-20 по време на най-острата фаза на съвременната криза. Въпреки че програмата е много амбициозна и включва редица ангажменти, участниците във форума G-20 посочват **критични области за реформа и по-конкретно: изграждане на капитал с високо качество и намаляване на процикличността, преразглеждане на практиките за компенсации във финансовия сектор и адресиране на проблемите при презгранично реструктуриране на финансови институции, както и проблеми, произтичащи от системно важните финансови институции.** Поради централната роля, която имат банките във финансовата система, **на практика всяка от критичните области е пряко или косвено свързана с регулирането на банките.**

Мерките по отношение на капитала на банките заемат централно място в регулирането на банковата дейност. От 90-те години на 20-и век в тази област действат международните стандарти на Базелския комитет по банков надзор при Банката за международни разплащания. В периода преди кризата са в сила правилата, известни като международен стандарт Базел II от 2004 г. Още преди да бъдат напълно приложени изискванията на Базел II в света, необходимостта от тяхната промяна се проявява много ясно. Причината е, че банките в двата най-развити финансови центъра на света – САЩ и Европа, се оказват в епицентъра на съвременната криза. Банковите институции са въвлечени в криза-

та с високо съотношение на заеман ресурс спрямо собствен капитал (ливъридж) и с недостатъчно качествен капитал, който може да абсорбира загуби. Тези проблеми се дължат и на слабости в регулациите, в частност на регулациите по отношение на капитала. Една от често посочваните слабости на капиталовите изисквания е, че те са проциклични и усилват вътрешноприсъщата на финансовите пазари процикличност. Това означава, че те не могат да ограничават прекомерното поемане на риск в условия на икономически растеж, което води до бум в кредитирането, увеличаване на задлъжнялостта и формиране на „балони“ в цените на активите. Като реакция на тези проблеми, през 2010 г. Базелският комитет по банков надзор предложи нова капиталова рамка под формата на нов международен стандарт Базел III.

Базел III определя по-високи изисквания по отношение на капиталова адекватност на банките. Увеличени са две изисквания: относно минимален базов собствен капитал от първи ред (СЕТ1) от 2% на 4,5% от рисквопретеглените активи, както и изискването за минимален капитал от първи ред от 4% на 6% от рисквопретеглените активи. Изискването за адекватност на общия капитал, обхващащ капитала от първи и втори ред остава непроменено (както при Базел II – 8% от рисквопретеглените активи). Освен по-високи изисквания за капитала, Базел III въвежда и много по-стриктни изисквания по отношение на финансовите инструменти, които могат да формират съответните редове на капитала. Въведени са и някои изцяло нови елементи, които не съществуват в предходните версии на стандарта и това са предпазен капиталов буфер и антицикличен буфер. Предпазният буфер е под формата на допълнително изискване за базов собствен капитал от първи ред от 2,5% над минималното изискване, което, ако бъде нарушено, се ограничава изплащането

## Икономическо развитие

на дивиденди и бонуси – с оглед запазване на минималното изискуемо ниво на базовия капитал от първи ред. Ролята на антицикличния буфер е да ограничава прекомерния кредитен растеж и системния риск. Нов елемент е и коефициентът за ливъридж – минимално изискване за капитал от първи ред от 3% от всички банкови активи и задбалансови експозиции, без да са рисковопреетеглени. Това изискване представлява допълнение към рисковопреетеглените капиталови изисквания и цели да преодолее недостатъците на предишната рамка, която е позволявала на кредитните институции да формират висок ливъридж, като същевременно показват добри равнища на капиталова адекватност. С Базел III бяха въведени и изисквания по отношение на ликвидността на банките.

Към настоящия момент изискванията на Базел III са почти изцяло приложени в основните финансови центрове и банките вече разполагат с много повече и по-качествен капитал, отколкото преди началото на съвременната криза. Това има и своята цена, тъй като новите изисквания поставиха изключителна регулаторна тежест върху банковите институции и това се отрази на показателите им.

*Другата сфера на сериозни регулаторни реформи касае системата на компенсация на мениджърите на финансови компании.* Това е една от областите, в която липсва регулация преди кризата, но е посочена сред приоритетите за регулаторна реформа на финансовите пазари. В тази област няма международен стандарт. Липсващата регулация на практика остава въпроса в ръцете на самите финансови институции. Наложилите се практики в САЩ и Европа обвързват компенсациите в банковия сектор с реализираната краткосрочна печалба, като провокират по този начин поемането на по-висок риск и застрашават финансовата стабилност.

Изследване (Brunnermeier et al., 2011) посочва, че въпреки общественото недоволство, размерът на възнагражденията във финансовия сектор сам по себе си не може да бъде обект на регулация в условия на пазарна икономика. Същевременно, практиките позволяват интернализация на печалбите, но не и на загубите във възнагражденията на мениджърите на финансови институции, и това налага необходимостта за търсене на начини за защита на интересите на акционерите и интереса на обществото като цяло.

Последвалите реформи в тази област са подчинени на Принципите за разумни компенсационни практики и Стандарти за приложението им от 2009 г., изработени от Съвета за финансова стабилност. Посочените документи и последвалото законодателство в отделните юрисдикции акцентират върху следните ключови аспекти: наличие на независим и ефективен надзор върху политиките и практиките на компенсация от страна на Борда на директорите в отделните компании; обвързаност на променливата компонента на възнаграждението с цялостното представяне на банката в дългосрочен план и с необходимостта да се запази капиталът; намаляване на гарантираните бонуси; повишаване на прозрачността при формиране на компенсациите и засилен надзор. Може да се приеме, че мерките целят ограничаване на стимулите за прекомерно поемане на риск и същевременно по-висока степен на поемане на дългосрочна отговорност от страна на банковите мениджъри – това, от своя страна, се очаква да допринесе за финансова стабилност.

*Управлението на банкови кризи е друга сфера, в която преди кризата липсва глобален стандарт, както и синхронизация между законодателствата.* Съвременната глобална финансова криза започна в момент, в който финансовите пазари вече се отличаваха с висока степен на интегрираност

и взаимосвързаност, както и с висок процент на презгранична дейност на банките. Същевременно, регулацията и надзорът не бяха адаптирани към тези пазарни условия. Това особено ясно се вижда при проблемите в банкови институции с презгранична дейност, които изискват бърза и адекватна реакция, както и висока степен на взаимодействие между надзорните органи в различните държави.

С оглед преодоляването на тези проблеми, през октомври 2011 г. Съветът за финансова стабилност публикува документ „Ключови атрибути на ефективните режими за реструктуриране на финансови институции“. Документът придобива характер на международен стандарт, от който да се ръководят юрисдикциите при изработване на нови регулации в сферата. Изработването на международни стандарти има за цел създаване на ефективна рамка от съпоставими правила за предвидимо и организирано реструктуриране на финансови институции, което да предотврати колапс на финансовата система и прехвърлянето на негативни ефекти към реалната икономика. В САЩ стандартът беше приложен с приемането на Закона Дод-Франк (Dodd-Frank Act), а в ЕС – с приемането на Директивата за възстановяване и реструктуриране на банки. В отделните държави-членки на ЕС бяха създадени или определени органи за реструктуриране, съответно за банки и застрахователи, а като втори стълб на банковия съюз бе установен единен механизъм за реструктуриране. От 2015 г. започна работа Единен съвет по реструктуриране.

Кризата постави с острота и въпроса за големите, сложни финансови институции, които имат системна значимост (т.нар. "too big to fail").

Преди началото на съвременната криза големите финансови институции и тези с по-малка дейност и активи се третираха по сходен начин – независимо че рисковете

за системната стабилност, произтичащи от дейността им са твърде различни. Първоначално заявените намерения бяха едвали не да се сложи край на "too big to fail". След известно преосмисляне и налагане на извода, че тези институции имат място в съвременния свят, в рамките на дискусиите в G-20 се стигна до идея за търсене на широкообхватен подход към проблема с оглед овладяване на рисковете, произтичащи от такива институции. Предприетите мерки спрямо тях включват установяване на по-високи изисквания относно капацитет за абсорбиране на загуби, по-ефективен и интензивен надзор, както и нови правила за възстановяване и реструктуриране на финансови институции. Може да се приеме, че в резултат на приложения подход, понастоящем изискванията към функциониращите глобални системно значими институции са много по-големи, отколкото преди кризата, а рисковете, произтичащи от тяхната дейност, са под много по-строго наблюдение.

Посочените мерки са най-съществените регулаторни промени в областта на банките, въпреки че не изчерпват поредицата от законодателни промени, предприети след началото на съвременната криза.

### Втора част. Регулаторни мерки на пазара за финансови деривати

Пазарът за финансови деривати е най-големият и най-рисковият пазар в рамките на структурата на глобалния финансов пазар. Измеренията представят внушителни цифри. Пазарът за финансови деривати достигна рекордна стойност по отношение на обем в средата на 2008 г., когато номиналната стойност на търгуваните деривати е 754 трлн. USD, от които 672 трлн. USD е стойността на извънборсовите деривати (почти 90%). Следва спад в развитието на пазара в условията на глобална криза и впоследствие възстановяване и съживяване на

## Икономическо развитие

пазара. Към средата на 2016 г. обемът на пазара за деривати е около 610 трлн. USD, от които 544 трлн. USD е обемът на извънборсовия сектор. Най-общо, през годините обемът на пазара за финансови деривати превишава 9-10 пъти номиналния световен БВП и повече от 40 пъти БВП на ЕС. Цифрите по отношение структурата на пазара разкриват, че лихвените деривати формират най-големият сегмент. Примерно, от общата стойност на извънборсовите деривати – 544 трлн. USD, към средата на 2016 г. стойността на лихвените деривати е около 438 трлн. USD (формирайки по този начин 80% от пазара за извънборсови деривати), стойността на валутните контракти е почти 86 трлн. USD (16% от обема на пазара за извънборсови деривати), а на кредитните деривати – около 12 трлн. USD. Най-малък е сегментът на пазара за извънборсови деривати с базов актив акции и стоки, съответно 7 трлн. USD и 2 трлн. USD (OTC Derivatives Statistics at end-June 2016).

Някои изводи относно структурата на пазара за финансови деривати са много важни, защото на практика насочват и обясняват значителните промени на този пазар, иницирани след началото на съвременните кризисни процеси. На първо място, пазарът за финансови деривати е предимно извънборсов. През годините борсовият сектор е формирал до 10% от пазара за деривати и функционирането на борсите винаги е било подчинено на значителни регулаторни правила и норми. Въпреки че в съвременните условия и този сектор на пазара преминава през реформи и промени, *в най-голяма степен проблемът за регулаторни мерки на пазара за финансови деривати на практика касае извънборсовия сектор.* С оглед общия обем на този сектор и конкретно стойността на сделките, договаряни между контрагентите, респ. проблемите, които се извиха и се оказаха сред най-важните фактори в основата на

съвременните кризисни процеси, *въпросът за регулациите на извънборсовия сектор на пазара за финансови деривати се определя като съществено значим за финансовата система в съвременния свят. Сферата на финансовите деривати е трудна за разбиране и регулиране – главно поради комбинацията от сложност и непрекъснати финансови иновации.* Вторият основен извод, който се налага от представените цифри за структурата на пазара, е, че той е доминиран от лихвените деривати (и по-точно от лихвените суапове). Между 70% и 80% от обема на пазара за финансови деривати се формира от лихвени контракти – това обяснява значимостта на въвежданите промени в това отношение и интереса към ефектите от тях.

Много е важно да се подчертае, че в основата на твърдението, че преди началото на съвременните кризисни процеси пазарът за финансови деривати е нерегулиран, е фактът, че извънборсовият сектор формира повече от 90% от глобалния пазар за деривати. Всъщност, извънборсовите деривати са били нерегулирани и това е продължило дълги години. Сделките на извънборсовия пазар за деривати са с голяма стойност и между частни контрагенти, информацията за характеристиките на сделките е достъпна само за договарящите. Затова ценообразуването дълго време се определя като непрозрачно, а поради обема на сделките и взаимната обвързаност между контрагентите, опасността от реализиране на системен риск в редица случаи е твърде голяма и реална. При участие на извънборсовия сектор за деривати, всеки контрагент формира и носи откритост на кредитен риск, който е най-големият и значим риск в съвременния свят. Периодът на финансова либерализация в продължение на години преди 2008 г. включва създаване на много голям брой иновативни финансови продукти, които (поне в началото) водят до решаване на проблеми чрез създаване

на възможности за хеджиране на различни форми на финансов риск (главно лихвен, валутен и кредитен). Стига се до положение, в което регулаторните мерки на финансовите пазари се определят вече като твърде изостанали от пазарното развитие (Цончев, Тонов, 2013).

Новите реалности на финансовите пазари след 2007 – 2008 г. поставиха редица въпроси и въз основа на изявилите се проблеми започна оформяне на концепции и съответно стартираха регулаторни инициативи за реформи във финансовата сфера и по-конкретно за реформиране на извънборсовия сектор на пазара за деривати. В основата на новите регулаторни инициативи е необходимостта за минимизиране на системния риск, по-голяма прозрачност относно ценообразуване на тези финансови инструменти, намаляване откритостта на кредитен риск в сектора (главно чрез въвеждане на централизиран клиринг за голяма част от извънборсовите деривати), както и контролиране включването на някои пазарни участници в спекулативни операции с деривати. Особено големи са усилията в сферата относно разширяване въвеждането на централизиран клиринг за извънборсово търгувани деривати. *Процедурата централизиран клиринг, прилагана на борсите, вече навлиза по-широко на извънборсовия сектор на пазара за деривати* и на първо място обхваща извънборсовите финансови инструменти със стандартизирани в по-голяма степен характеристики. Най-голям успех в това отношение има относно лихвените деривати и към средата на 2016 г. вече около 75% от лихвените деривати са преминавали през централизиран клиринг. За другите сегменти на извънборсовия сектор делът е доста по-малък – 37% от кредитните деривати и 2% от валутните и дериватите с базов актив акции (Semianual OTC Derivatives Statistics at end-June 2016). Последни данни за 2019 г. сочат, че 68% общо от извънборсовите

деривати преминават през централизиран клиринг, извършван от клирингови къщи, които са сравнително малко на брой (The Economist, May 2019).

Може да се каже, че регулаторните мерки на пазара за финансови деривати се развиват и на практика еволюират като реакция на проблемите, които се изясняват най-ярко в периоди на кризисни сътресения. На първо място вниманието беше към реакцията на Г-20 и съответно последвалите и развиващи се промени в глобалната регулаторна мрежа по отношение използването на структурирани финансови продукти. Конкретните мерки в тази връзка, заложили в програмата за реформи на пазара за деривати (2009 г.), приета от Г-20 след началото на съвременните кризисни процеси, се свеждат до четири основни елемента:

- На първо място, всички извънборсови деривати, които са стандартизирани в по-голяма степен, трябва да се търгуват на борси или електронни платформи. Този начин на търгуване осигурява преди всичко необходимата прозрачност относно характеристиките, вкл. ценови, на сделките.
- На второ място, всички извънборсови деривати, стандартизирани в значителна степен, трябва да преминават през клирингов процес чрез т.нар. централен контрагент (CCP – Central Counterparty). Целта е необходимо осигуряване и то се постига чрез спецификите на клиринговия процес, изискващ капиталово ангажиране от страна на пазарните участници.
- Всички договорености за извънборсови деривати трябва да бъдат регистрирани в търговски депозитар – хранилище (TR – Trade Repository). Така всяка сделка със своите параметри, договаряна между частни контрагенти на извънборсовия пазар, остава „следи“ в регистри.
- Всички извънборсови деривати, които не преминават през клирингов процес, погле-

## Икономическо развитие

жат на по-високи капиталови изисквания. В тази връзка са разработени изисквания за маржи (margin requirements) за конкретната категория деривати (Basel Committee on Banking Supervision, March 2015).

Практиката, включваща плащане на т.нар. маржи, е прилагана от дълги години на борсите, но за извънборсовия сектор е нововъведена. В условията на съвременните реформи на пазара за деривати, стандартизираните извънборсови деривати, които преминават през централизиран клиринг, включват плащане на осигурителни вноски (маржи) на клирингова институция. Тази маржа е относително малка – в сравнение със стойността на базовия актив и изискваната осигурителна вноска за дериватите, непреминаващи централизиран клиринг. Регулаторните изисквания разграничават два вида маржи: променлива маржа (Variation Margin) и първоначална маржа (Initial Margin). Може да се каже, че и двата вида осигурителни вноски съдействат за ограничаване натрупването на системен риск на финансовите пазари. Друга важна цел със събирането на маржи на този сегмент на пазара за финансови деривати е да се стимулира насочването на пазарните участници към централизиран клиринг, доколкото компаниите контрагенти винаги могат да направят сравнения относно разходите, които биха имали при същите сделки с централизиран клиринг.

*Конкретните нормативни актове*, в които намират израз политиката и философията на съвременните регулации за деривативни финансови инструменти, са следните: Директива относно пазарите за финансови инструменти MIFID II/MIFIR, Европейски регламент за пазарна инфраструктура EMIR – за ЕС и Дод–Франк закон (Dodd–Frank Wall Street Reform) – за САЩ.

Най-синтезирано ефектите от новите регулации на пазара за финансови деривати след 2008 г. могат да бъдат представени както следва. На първо място, повече

и във все по-голяма степен извънборсовите деривати стават стандартизирани. Това позволява насочването им към борси, където ценовата прозрачност е голяма – една от основните цели на новите регулации. На второ място, *прилагането на процедурата централизиран клиринг и въвеждането на изискването за маржи за извънборсовите деривати реално намалява откритостта на кредитен риск за участниците в тези трансакции*. Това в голяма степен намалява опасността от реализиране на системен риск в резултат на тези високорискови и в голям обем операции на глобалния финансов пазар. На трето място, *съблюдаването на новите регулаторни правила включва изискване за събиране на детайлна информация относно характеристиките и участниците в сделки за деривати*. Това има много важен положителен аспект относно прозрачност за характеристиките на сключваните сделки и сравнимост на различните параметри. Освен това, така се осигурява възможност да бъдат „улавяни“ пазарни тенденции и съответно да се реагира своевременно с оглед предотвратяване на кризисни процеси.

Не са малко и разнопосочните критики към реформите на пазара за деривати след 2008 г. Преди всичко в това отношение се изтъква фактът, че съблюдаването на нововъведените правила има своята цена и тя обикновено е по-висока за по-малките пазарни участници (Вж. Day of the MiFID, January 2018).

### Трета част. Регулации в сферата на алтернативно финансиране

Същността и спецификите на този сравнително нов сектор на глобалния финансов пазар са в основата на разбирането за особеностите и трудностите при въвеждането и прилагането на регулаторни мерки.

Най-общо, *алтернативните финансови модели възникват и се разглеждат като ал-*



тернатива на традиционните модели на финансиране и вече е налице широк спектър от алтернативни финансови инструменти. По настоящем алтернативното финансиране бележи най-голям подем в САЩ, Великобритания и континентална Европа. Великобритания като лидер във финансовите иновации доминира на европейския пазар поради това, че там оперират някои от най-модерните онлайн платформи, предлагащи сложни алтернативни финансови инструменти. Извън Великобритания европейският пазар за алтернативно финансиране се развива най-добре във Франция, Германия, Холандия, Испания и Скандинавските държави. В съвременния свят *тенденцията, наречена алтернативно финансиране, заобикаляща традиционното мобилизиране на капитал и в по-общ смисъл традиционното банкиране, е твърде силна и разнообразието от финансови инструменти и модели се увеличава.*

Като най-голям сегмент на европейския пазар за алтернативно финансиране се откроява *потребителското взаимно кредитиране (Consumer Peer to Peer Lending)* – онлайн платформа събира инвеститори с различен по размер капитал, от една страна, и желаещи да получат потребителски кредити, от друга. Този алтернативен финансов модел предлага на заемополучателите достъп до сравнително евтини потребителски кредити, както и конкурентна лихвена доходност за кредиторите (за разлика от банковите депозити, примерно, които не предлагат висока възвръщаемост). Вторият по големина сегмент на европейския онлайн алтернативен финансов пазар се формира от т.нар. *базирано на награда групово финансиране (Reward-Based Crowdfunding)*. Физически лица и компании могат да използват груповото финансиране, за да придобият инвестиции на ранен етап, да получат обществена подкрепа за изграждане на партньорства и др. Всъщност, взаимното бизнес кредитиране (Peer to Peer Business Lending) се смята за

сравнително нов алтернативен финансов модел в Европа. То позволява на малките и средни предприятия да разширяват бизнеса си и да придобиват оборотен капитал директно от група онлайн инвеститори / индивидуални и институционални/, заобикаляйки продължителните и несигурни процеси като част от получаване на банково кредитиране. Във Великобритания взаимното потребителско и бизнес кредитиране представляват около 90% от пазара на алтернативната финансова индустрия. Т.нар. капиталово групово финансиране (Equity Based Crowdfunding) дава възможност на предприемачи да набират капитал в начален етап на един по-прозрачен онлайн пазар пряко от отделни инвеститори, от „бизнес ангели“ и фондове за рисков капитал. Функционират няколко водещи платформи за капиталово групово финансиране, които улесняват трансграничните транзакции и са подчинени на множество юрисдикции.

Много актуален е въпросът за криптовалутите като част от „небанковата икономика“. Това са дигитални активи и процесът на създаването им е специфичен. Използването им е все още в рамките на твърде ограничен брой потребители и не може да се приеме, че действат като пълноценна алтернатива на традиционните валути. Най-актуалното развитие в това отношение е обявеният от Фейсбук проект за създаване на нова глобална криптовалута LIBRA. Много важни разлики се анализират в сравнение с всички създадени досега криптовалути – примерно създаден консорциум за управление на LIBRA PROJEKT, както и това, че тази глобална криптовалута няма да бъде „гобивана“ чрез решаване на математически задачи.

Нов модел на алтернативно финансиране стана известен през 2017 г. Това е т.нар. Първично монетно предлагане ICO (Initial Coin Offering). Независимо че повечето от тези инициативи приключват неуспешно, само за периода януари – юни 2018 г.

## Икономическо развитие

чрез този модел на финансиране са мобилизирани средства в размер на около 7 млрд. USD. Първичното монетно предлагане се използва най-общо за мобилизиране на капитал от частни компании, като в редица случаи се използва като източник на първоначален капитал от нововъзникващи (start up) компании. Същност, става въпрос за модел на финансиране, сходен и съответно сравняван с Първично публично предлагане IPO (Initial Public Offering), но в случая с Първично монетно предлагане се използват криптовалути. Първичното монетно предлагане ICO понякога е наричано продажба на жетони (token sale). Същността на процеса Първично монетно предлагане е следната. След съставен подробен бизнес план създателите на нова компания продават на инвеститори определена сума криптовалута под формата на криптомонети (наричани още жетони) в замяна на получаване от тях на реална валута – законно платежно средство (или друга криптовалута – примерно биткойн). Тези криптомонети, наричани жетони, са сравнявани с акции на компания, които са продавани на инвеститори в традиционно Първично публично предлагане IPO. Този модел на финансиране позволява да се заобикалят регулаторни норми в сферата, защото Първичното монетно предлагане е нерегулирана сфера за разлика от строго регламентираното Първично публично предлагане. За краткия период на използване на този модел на алтернативно финансиране се виждат редица слабости и проблеми, между които опити за измама на инвеститори, невъзможност да се получи необходимото финансиране поради непознатост на инвеститорите и редица други. Независимо че по-голямата част от стартиралите „продажби на жетони“ са били неуспешни, появата им като още едно средство в сферата на алтернативно финансиране е опит за заобикаляне на твърде строги регулаторни рамки за традицион-

ното финансиране и заслужава внимание и анализ.

Твърде голяма е неяснотата и сложността относно прилагането на регулаторна рамка на алтернативното финансиране и това е разбираемо, доколкото става въпрос за сравнително нови, по-малко познати и понякога доста сложни модели на финансиране. Може да се каже, че взаимното кредитиране и капиталовото групово финансиране вече са по-строго регулирани, тъй като те включват финансови продукти, които са в пряка конкуренция с банките и по-точно техните кредитни продукти. Когато груповото финансиране се основава на емисия на акции, то попада в обхвата на дейността на национални органи за финансов надзор.

На равнище Европейски съюз, Европейската комисия вече е въвела редица директиви, които да се прилагат по отношение на капиталово групово финансиране. Това определено е положително развитие за сферата, тъй като допринася за хармонизиране на правните рамки на отделните държави в рамките на съюза. Относно статута на криптовалутите в ЕС няма специални директиви, но има отделни действащи положения относно ДДС при използването на биткойн. В Китай частни лица могат както да притежават, така и да търгуват с биткойни, но въведени регулаторни изисквания забраняват това на финансови институции. В края на 2016 г. Федералната данъчна служба на Русия обяви биткойните за незаконни. Централната банка на Русия е категорично против приемането и регулирането на криптовалутите като пари и съответно използването им като средство за плащане на стоки и услуги.

Основните рискове, които поражда необходимост от прилагане на регулаторни мерки в сферата на алтернативното финансиране, могат да бъдат обобщени по следния начин:

- Измамите са най-голямата заплаха за функционирането на платформите за групово финансиране;
- Правораздаването е по-скоро неефективно, тъй като всеки отделен инвеститор няма достатъчно стимули да заведе дело за измама или да предяви иск при нарушаване на договорните задължения. Причината е, че прилаганото групово финансиране обикновено разчита на малки инвестиции от много инвеститори и в този смисъл малкият мащаб на всяка отделна инвестиция не е достатъчен стимул за отделния инвеститор да търси правна защита;
- Непознаване спецификата на финансовите продукти и некомпетентност от страна на предприемачите, прибягващи до използване на алтернативни финансови инструменти;
- Липса на добре развит вторичен пазар;
- Данъчни проблеми.

### **Четвърта част. Регулаторни мерки на българския финансов пазар**

Българският финансов пазар обхваща пазарите на акции, облигации, компенсаторни инструменти, деривативни финансови продукти, предприятия за колективно инвестиране и др. Пазарът е силно регулиран, подчинен на строго определени правила и изисквания от страна на Комисията за финансов надзор, Българската фондова борса и Централния депозитар. Най-общо, регулациите трябва да осигуряват прозрачност на сделките с ценни книжа, както и гаранции за инвеститорите и по-конкретно формиране на представителна пазарна цена и елиминиране на сетълмънт риска (риска от това една транзакция да не приключи окончателно).

В почти всички сръжави от Централна и Източна Европа дейността на фондовите борси е прекратена след Втората

свободна война и капиталовите пазари са възстановени през 90-те години на 20-и век, като основна движеща сила са били процесите на приватизация. Конкретно на българския финансов пазар регулации в началото на 90-те години на практика не се прилагат. Едва в средата на 90-те години се въвежда специализирано финансово законодателство, което преминава през редица промени през следващите десетилетия. Важен специализиран нов закон е приет през 1999 г. – Закон за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК). Този закон представлява първи опит в България за въвеждане на съвременно законодателство относно финансовите пазари и по-конкретно за подобряване на ефективната защита на инвеститорите, спазване принципите на равнопоставеност на участниците, прозрачност на сделките и др. На практика законът въвежда нови мерки и изменения, стимулиращи развитието на капиталовия пазар, увеличаване защитата на миноритарните акционери и подобряване прозрачността в дейността на публичните дружества.

Най-важните регулаторни промени по отношение на българския финансов пазар в началото на 21-ви век са отразени в три приети закона: Закон за пазарите на финансови инструменти, Закон за публично предлагане на ценни книжа и Закон за прилагане на мерките срещу пазарни злоупотреби с финансови инструменти. Важният въпрос в случая се свежда до търсените ефекти в резултат на новите регулаторни инициативи, като на първо място е необходимостта от увеличаване на прозрачността относно сделките и участниците на българския финансов пазар. Идеята е това да се постигне на първо място чрез повишаване на изискванията за отчетност от страна на борсови оператори, емитенти на ценни книжа, инвеститори, консултанти и др. Освен това се цели повишаване на информираността относно видовете фи-

нансови инструменти, които се търгуват на българския финансов пазар, по-строги изисквания към управителните органи на инвестиционните посредници, по-прецизна регламентация на пазара на облигации, затягане на контрола върху т.нар. къси продажби и ограничаване на търговията с екзотични финансови инструменти.

Промените в нормативната рамка относно финансовия пазар в България през последните повече от десет години се определят от задължението за транспониране на редица европейски директиви и регламенти след като държавата стана член на ЕС през 2007 г. Изводът относно развитието в това отношение е, че са се сблъскали два фактора: ниска степен на развитие на финансовия пазар в България и задължението за прилагане на европейски директиви и регламенти, които отразяват доста по-високото равнище на финансовите пазари на ЕС. Резултатът е значително увеличаване на регулаторните инициативи на финансовия пазар в България, на практика в най-голяма степен след включването на държавата в ЕС. Направените след 2007 г. значителни промени в законодателството по отношение на финансовия пазар са наложени не толкова от нуждите и изискванията на българския финансов пазар, а по-скоро на първо място е задължението на държавата да приложи европейското законодателство. Това означава, че измененията по отношение на финансовата регулаторна рамка в България произтичат не толкова от нуждите и конкретните потребности на националния пазар, а по-скоро от необходимостта за постигане на високо равнище на хармонизация с европейските закони. Поради това, че голяма част от проблемите, които решават нововъведените регламенти по-скоро не са присъщи на българския пазар и на практика водят до твърде голямо (дори ненужно) повишаване на изискванията към пазарните участници, може да се приеме, че ефектът е

противоречив и не се постига реален тласък в развитието на българския финансов пазар. развитието на българския финансов пазар би било подпомогнато в по-голяма степен чрез приемане на мерки, насочени към конкретни местни проблеми. Само хармонизация с европейски директиви без нужното съобразяване с местните специфики съдържа рискове от излишно регулаторно утежняване на условията. Полезни регулаторни инициативи биха могли да бъдат насочени към увеличаване на разнообразието от търгуваните финансови инструменти, насърчаване на публичните компании да работят за подобряване на корпоративното управление, стимулиране на емитентите и мажоритарните собственици да увеличат обема на свободно търгуваните акции, капитализация на големи държавни дружества през капиталовия пазар, подобряване на финансовия надзор и елиминиране на недобросъвестни пазарни практики, които нарушават правата на инвеститорите. Усилия биха могли да бъдат насочени и към намаляване на административната тежест, вкл. скъсяване на някои административни срокове.

### Заключение

*Основните изводи в изследването за съвременните аспекти на регулирането на финансовите пазари могат да бъдат обобщени по следния начин:*

1. Изследването показва, че *пазарните процеси диктуват политиката на регулиране. Институционалната реакция е последваща. В основата на развитието на регулаторната философия и съответно мерки и норми са пазарните процеси.* Това в много по-голяма степен би трябвало не просто да насочва вниманието на надзорните и регулаторни органи към пазарните развития. Този извод означава не само увеличена отговорност по отношение изграждането на

- ефективна система за реакция, но и превантивни действия на основата на уловени „сигнали“ от финансовите пазари.
2. След началото на съвременните кризисни процеси **в банковия сектор** бяха идентифицирани следните основни дефекти: капиталовите изисквания позволяваха на банките да функционират при твърде висок ливърдж, с недостатъчно капитал или капитал с ниско качество; капиталовите изисквания бяха определени като проциклични, което означава не съдействащи за ограничаване на твърде висок кредитен растеж или неработещи на практика за стимулиране на кредитната и икономическата активност, когато е необходимо; системите за компенсация стимулираха поемането на големи рискове от мениджърските екипи във финансовите институции; регулаторните изисквания бяха фокусирани предимно върху стабилността на отделните финансови институции, докато стабилността на финансовата система като цяло е оставала извън ползрението. *Необходимостта от повишаване степента на съгласуване и унифициране на регулаторните правила в международен мащаб* е друг адресиран проблем относно банковата дейност след началото на съвременните кризисни процеси. До 2008 г. съществува глобален стандарт само по отношение на капиталовите изисквания за банките. След 2008 г., в резултат на работата на Съвета за финансова стабилност, бяха изработени такива стандарти и по отношение преструктуриране на банките и компенсациите на мениджърите на финансови институции. Като резултат рисковете, произтичащи от работата на глобалните и системно значими институции, вече са поставени под много по-строг контрол.
  3. Проблематиката на **финансовите деривати** е твърде сложна, трудна за разбиране и регулиране. След много ана-

- лизи и прецизиране на формулировки, финансовите деривати бяха определени като катализатор за глобализиране на кризисните процеси с начало 2007 г. Познаването на структурата на пазара за деривати позволява да се приеме като *напълно обоснована насочеността на реформите към извънборсовия сектор на този пазар след началото на съвременните кризисни процеси*. Обемът на извънборсовия сектор на пазара за деривати е бил винаги повече от десет пъти по-голям от обема на борсовия сектор и точно това е сферата, в която беше необходимо въвеждане или засилване на регулациите. Стременият в това отношение се определя от необходимостта за минимизиране на системния риск, повече прозрачност при ценообразуването на извънборсовите финансови деривати, намаляване на откритостта на кредитен риск в сектора, както и контролиране включването на някои категории пазарни участници в спекулативни операции с деривати. Може да се каже, че *най-големи са усилията за въвеждане на борсови практики на извънборсовия сектор и в резултат на този стремеж вече е налице ясно оформена тенденция за увеличаване на обема на транзакциите на извънборсовия сектор, които преминават през централизиран клиринг (което е борсова практика)*. Прилагането на процедурата централизиран клиринг и въвеждането на изисквания за маржи за извънборсовите деривати реално намалява опасността от реализиране на системен риск в резултат на тези високорискови и в голям обем операции на глобалния финансов пазар.
4. Тенденцията, наречена най-общо **алтернативно финансиране**, заобикаляща традиционното банкиране и мобилизиране на капитал, е изключително силна и разнообразието от финансови инструменти и модели в това отношение се

## Икономическо развитие

увеличава. Два ключови риска се открояват понастоящем в тази нова сфера. На първо място е *рискът от загуба на доверие от страна на инвеститорите в редица иновативни финансови инструменти и модели*, доколкото измамите са най-голяма заплаха в това отношение. На второ място е рискът, че *стремжът към въвеждане на регулации в тази нова сфера може да стигне до прекомерно регулиране, а това би имало задържаш ефект върху способността на пазарния сегмент да се конкурира с традиционните финансови услуги*. В тази сфера понастоящем най-важно е *да не се потиска потенциалът за нови идеи*. Традиционните финансови институции доминират на пазара на спестовни продукти и на бизнес и потребителското кредитиране и затова разрастването на пазарния обем на алтернативните финансови инструменти може да се разглежда като възможност за създаване на нов вид конкуренция. Същевременно, новосъздаваните платформи за алтернативни финансови модели биха могли да се кооперират с банки, които имат опит с оценката на рисков проекти, и по този начин да се намалява рискът от измами.

- 5. Българският финансов пазар** възстановява своето развитие през 90-те години на 20-и век и *в началото на 21-ви век основните проблеми на пазара все още са свързани с ниска ликвидност и недостатъчна дълбочина, липса на нови емитенти, които да осъществяват първично публично предлагане на ценни книжа, недостатъчна защита на миноритарните акционери и др.* След присъединяването на България към ЕС през 2007 г. *на българския финансов пазар се сблъскаха основно два фактора – ниска степен на развитие на пазара и задължението за транспониране на европейски директиви и регламенти (които отразяват доста по-високото равнище на финансовите па-*

*зари на ЕС)*. Основният недостатък на регулаторните промени на българския финансов пазар през последните повече от десет години най-синтезирано представен е, че извършените промени във финансовата регулаторна рамка в България произтичат не толкова от нуждите и конкретните проблеми на националния пазар, а по-скоро от необходимостта за постигане на високо равнище на хармонизация с европейските закони. В тази връзка е и основният негативен ефект – голяма част от проблемите, които агресират и решават нововъведените регламенти, не са присъщи на българския пазар и на практика водят по-скоро до ненужно увеличаване на изискванията към пазарните участници. *Развитието на българския финансов пазар на практика продължава „да се води“ от необходимостта за хармонизация във финансовата сфера в рамките на ЕС.*

### Цитирани източници:

Цончев, Р. и Ст. Тонова, 2013. Финансовите иновации и новата регулация, сп. *Икономика 21*, бр. 1/2013, с. 36, <https://www2.uni-svishtov.bg/economics21/title.asp?title=289>

(Tzonchev, R. i St. Tordova, 2013. Finansovite inovatsii i novata regulatsia, sp. *Ikonomika 21*, br. 1/2013, s. 36, <https://www2.uni-svishtov.bg/economics21/title.asp?title=289>)

Basel Committee on Banking Supervision, Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives, BIS, March 2015, [www.bis.org](http://www.bis.org)

Brunnermeier, M. et al., 2011. The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Reports on the World Economy, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, [https://cepr.org/sites/default/files/geneva\\_reports/GenevaP197.pdf](https://cepr.org/sites/default/files/geneva_reports/GenevaP197.pdf)

Day of the MIFID, The Editor, January 2018, [www.investorschronicle.co.uk/the-editor/](http://www.investorschronicle.co.uk/the-editor/).

## Икономическо развитие

Have Regulators Created a New Type of Financial Monster, 30 May 2019, The Economist, <https://www.economist.com/finance-and-economics/2019/05/30/have-regulators-created-a-new-type-of-financial-monster?cid1=cust/dailypicks/n/bl/n/2019063n/owned/n/n/dailypicks/n/n/e/248992/n>

## Финансови пазари

OTC Derivatives Statistics at end-June 2016, Statistical Release, BIS, [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy1611.htm](https://www.bis.org/publ/otc_hy1611.htm)

Semiannual OTC Derivatives Statistics at end-June 2016, BIS, [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy1611.htm](https://www.bis.org/publ/otc_hy1611.htm)