



ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ - ГР. СОФИЯ

СНЕЖАНА ДИМИТРОВА ЙОТИНСКА

**„ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ ЧРЕЗ КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР
НА МАЛКИТЕ И СРЕДНИ ПРЕДПРИЯТИЯ В БЪЛГАРИЯ“**

АВТОРЕФЕРАТ

**на дисертационен труд за присъждане на образователната и научна степен „доктор“
Докторска програма „Финанси, застраховане и осигуряване“
Професионално направление 3.8. Икономика**

**Научен ръководител:
Доц. д-р Маню Моравенов**

Научно жури:

1. Проф. д-р ик.н. Виржиния Желязкова
2. Проф. д-р Даниела Бобева
3. Проф. д-р Силвия Трифонова
4. Проф. д-р Стефан Петранов
5. Доц. д-р Стела Ралева

юни, 2022 г.

Дисертационният труд е обсъден и допуснат до вътрешна защита на заседание на Катедра „Финанси и застраховане“ към Висшето училище за застраховане и финанси проведено на 15.04.2022 г. На заседание на Съвета на докторските програми от 15.06.2022 г. дисертационният труд е насочен за публична защита.

Дисертационният труд е с обем от 188 страници – 177 страници основен текст и 11 страници използвана литература. Структуриран е в увод, три глави с основни изводи към всяка една от тях, заключение и библиографска справка. В съдържанието са включени също и списъци на таблиците, графиките и фигурите, както и на използваните съкращения. В основния текст са представени 21 таблици, 43 графики и 13 фигури. Библиографията включва 135 източника, от които 79 на български език, 33 на английски език и 23 интернет страници.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на 01.09.2022 г. от 16 ч. във ВУЗФ, в хибриден формат. Материалите по защитата са на разположение в Библиотеката на ВУЗФ, гр. София.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

УВОД

1. Актуалност и значимост на темата на дисертационния труд

Процесите на глобализация на финансовите пазари оказват съществено влияние върху българската икономика, в т. ч. и върху състоянието и тенденциите в развитието на капиталовия пазар в страната. Ключова роля има присъединяването на България към Европейския съюз (ЕС) в началото на 2007 г. и процесът на хармонизация на българското законодателство с европейското в областта на капиталовите пазари. От друга страна, негативното въздействие върху българската икономика на световната финансова и икономическа криза от 2007-2009 г. и последвалата я дългова криза в Еврозоната от 2010 г., доведоха до влошаване на макроикономическата среда и до загуба на доверието в капиталовия пазар като източник за финансиране. Значително бе увеличена и регулаторната тежест, която имаше за цел да преодолее някои от пропуските, предизвикали кризата, но практически доведе до по-високи оперативни разходи за всички участници на капиталовия пазар и допълнително намали популярността на борсата като вариант за финансиране.

Актуалността на дисертационния труд се обуславя от протичащите процеси на финансова интеграция на капиталовите пазари в ЕС, атрактивността на т.нар. пазари за растеж на малки и средни предприятия МСП (SME Growth markets) на борсите и от въздействието на тези процеси върху състоянието, тенденциите и ефективността на националния капиталов пазар.

Темата е актуална едновременно в теоретичен и практически план, тъй като разработването на сегменти за МСП, респ. създаване на пазари за МСП към традиционните борси е тенденция в световен мащаб през последните петнадесет години. Независимо от тази тенденция, европейските предприятия традиционно се финансират главно чрез банките и значително по-малко чрез небанково финансиране в сравнение с американската икономика, където финансовата система е пазарно ориентирана и капиталовите пазари имат водеща роля.

Подкрепата за достъпа до финансиране чрез капиталовия пазар на малките и средни предприятия в Европа и намаляването на зависимостта им от банковото финансиране е в основата и на инициативата на Европейската комисия (ЕК) от 2014 г. за създаване на Съюз на капиталовите пазари. С неговото изграждане се цели да се намали фрагментацията на финансовите пазари в страните-членки на ЕС и да се диверсифицира

финансирането на европейската икономика чрез засилване ролята на капиталовите пазари. Съюзът на капиталовите пазари се фокусира върху подобряване достъпа до финансиране чрез капиталовия пазар на МСП, които съставляват 99 % от европейските предприятия, създават около 60% от брутната добавена стойност и са двигателите на растежа на европейската икономика.

Бизнес структурата на българската икономика, по подобие с тази на ЕС, е формирана главно от малки и средни предприятия. В края на 2019 г., 99.8 % от активните предприятия в България са МСП. Те осигуряват близо 75% от заетостта и създават 63% от брутната добавена стойност в икономиката. Въпреки своята роля на гръбнак на икономиката, МСП са изправени пред редица предизвикателства при своето развитие, едно от които е и достъпа им до финансиране, който бе силно затруднен в условията на световната финансова и икономическа криза от 2007-2009 г.

Българският капиталов пазар е сравнително малък по размер и недостатъчно развит. През периода 2007-2019 г. той се характеризира с ниска и намаляваща ликвидност, отсъствие на достатъчно атрактивни финансови инструменти и компании за инвестиране, и липса на интерес от стратегически инвеститори. Ключовите приоритети за неговото развитие в средносрочен план са свързани с повишаване на ликвидността чрез увеличаване набора на търгуваните финансови инструменти, подкрепа на достъпа за финансиране на МСП и създаване на борсов сегмент за МСП, привличане на чужди и местни инвеститори, усъвършенстване на нормативната база в областта на капиталовия пазар, както и регионална интеграция. В дългосрочен план, развитието му е свързано с процесите на финансова интеграция на пазарите и участието на страната в Съюза на капиталовите пазари.

Подкрепата на МСП при достъпа за финансиране чрез капиталовия пазар в страната е сред конкретните мерки, залегнали в Стратегията за развитието на българския капиталов пазар в периода 2016-2019 г. Възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП в България са свързани с прилагането на новата правна рамка на ЕК в областта на облекчаване условията за финансиране на МСП и създаване на пазар за растеж на МСП, както и с изпълнение на националната политика за стимулиране достъпа до финансиране чрез капиталовия пазар на МСП.

Създаването на възможности за финансиране чрез капиталовия пазар на малкия и средния бизнес, при облекчени условия за листване, е новост за българския капиталов пазар и е сред приоритетите за неговото развитие в средносрочен план. В средата на октомври 2018 г. бе поставено началото на пилотна ваучерна схема за подпомагане на

МСП за листването им на регулиран пазар на Българска фондова борса (БФБ), а в края на 2018 г. БФБ получи одобрение от регулаторния орган за организиране на пазар за растеж на МСП ВЕАМ (Bulgarian Enterprise Accelerator Market), с което на практика към края на 2019 г., БФБ е сред осемте лицензирани борсови оператори на подобен род пазари в рамките на ЕС. Развитието на пазара за растеж за МСП в България и прилагането на добрите практики в областта на финансиране чрез капиталовия пазар на МСП ще допринесат за повишаване на ефективността на българския капиталов пазар, както и за повишаване конкурентоспособността на търгуваните на българската борса МСП и привличане на нови компании и инвеститори на пазара.

2. Обект, предмет и цел на изследването

Обект на изследване в настоящия дисертационен труд са състоянието, основните тенденции и предизвикателства в развитието на капиталовия пазар в България през периода 2007-2019 г., а негов **предмет** е проучване на възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП в страната.

Основната цел, която е поставена в дисертационния труд, е да се представят, анализират и оценят теоретичните и практическите аспекти на възможностите чрез капиталовия пазар да се финансират МСП в страната.

3. Изследователска теза

Структурата и логиката на дисертационния труд са подчинени на следната **изследователска теза**: Българският капиталов пазар притежава потенциал, който при предприемане на подходящи стимулиращи мерки, може да доведе до повишаване на борсовата търговия и възвръщане на доверието в капиталовия пазар като източник за финансиране. Създаването на сегмент за търговия на малки и средни предприятия на борсата (пазар за растеж на МСП), може да изпълни ролята на акселератор и да доведе до активизиране на борсовата търговия и до подобряване на ефективността на българския капиталов пазар.

4. Задачи

Реализирането на основната цел на настоящия труд и потвърждаването на изследователската теза е осъществено чрез декомпозирането на следните **задачи**, а именно:

- Да се изследват и анализират състоянието и тенденциите в развитието на българския капиталов пазар и да се очертаят основните проблеми за разрешаване, стратегическите приоритети и перспективите за развитие на капиталовия пазар в страната.
- Да се разгледат същностните характеристики на пазарите за растеж на МСП и да се направи теоретичен анализ на пазара за растеж на МСП в България.
- Да се анализират предимствата, недостатъците, възможностите и заплахите при използването на капиталовия пазар като алтернативен източник за финансиране на МСП (SWOT анализ).
- Да се изследват добрите практики, чрез проучване и представяне опыта в областта на финансирането чрез капиталовия пазар на МСП в страни, които са със съотносими с българския капиталов пазар проблеми и цели (примера на Румъния), както и представяне на опыта на Полша, чийто капиталов пазар е с най-голяма пазарна капитализация в региона на Централна и Източна Европа (ЦИЕ).
- Да се извърши финансов анализ на компании, търгувани на пазарите за МСП на Варшавската и Букурещката фондови борси и се представят ползите от листването им на капиталовия пазар.
- Да се извърши сравнителен анализ на пазарите за МСП в Полша, Румъния и България.

5. Методология на изследването

Инструментарият от методи, който се използва в изследването включва:

- системен, абстрактно-логически, сравнителен и статистически подход;
- методите на индукция и дедукция;
- ретроспективен и сравнителен анализ, синтез;
- експертни оценки;
- финансов анализ на компании, търгувани на пазарите за малки и средни предприятия;
- резултатите от конкретните наблюдения и анализ на икономическите факти, явления и процеси, както и от практическите изследвания, са представени в таблична и графична форма.

6. Ограничения и допускания

Дисертационният труд е разработен при следните времеви и тематични ограничения и допускания:

- Възприетият времеви период в изследването на основните тенденции в развитието на българския капиталов пазар е 2007-2019 г. При финансовия анализ на компаниите, търгувани на пазарите за малки и средни предприятия, времевият период е разширен до юни 2021 г.
- При извършване на сравнителен анализ на външните източници за финансиране на МСП са взети под внимание единствено възможностите за финансиране чрез банков кредит и чрез другите източници на небанково (алтернативно) финансиране, сред които е и капиталовия пазар. Възможностите за финансиране чрез средства от еврофондове и др., не са предмет на разглеждане.
- Изборът за проучване, представяне и съпоставка с опита на Румъния, е продиктуван от едновременното приемане в началото на 2007 г. на България и Румъния в ЕС, както и от сходните (съотносимите) към този период проблеми и цели за развитие на румънския и българския капиталови пазари. Сравнителният анализ с полския капиталов пазар е свързан с представянето на опита на най-голямата по пазарна капитализация борса в ЦИЕ – Варшавската фондова борса. Изборът на компании, търгувани на пазарите за МСП на Варшавската и Букурещката фондови борси е ограничен до две компании от всеки пазар, едната от които е в областта на информационните технологии.
- Анализът не включва представяне на български компании, листвани на пазара за растеж, поради краткия срок от функционирането на пазар BEAM (една година към края на 2021 г.)

7. Преглед на литературата по изследвания проблем

В контекста на поставените в дисертационния труд задачи, авторът се позовава на нормативната уредба в страната и в ЕС в областта на капиталовия пазар, както и на документи и данни от официалните интернет – страници на регулаторния орган и пазарния оператор на българския капиталов пазар – Комисия за финансов надзор (КФН) и Българска фондова борса (БФБ), регулаторът на фондовата борса на Румъния (Financial Supervisory Authority) и Букурещката фондова борса (Bucharest Stock Exchange), на регулаторът на фондовата борса на Полша (Polish Financial Supervision Authority, KNF) и Варшавската фондова борса (Warsaw Stock Exchange).

За информационното обезпечаване са приложени официални документи и данни от множество национални, европейски и международни институции като – Българска академия на науките (БАН), Българска народна банка (БНБ), Изпълнителна агенция за насърчаване на малките и средни предприятия (ИАНМСП), Министерство на икономиката (МИ), Министерство на финансите (МФ), Национален статистически институт (НСИ), Евростат, Европейска банка за възстановяване и развитие (ЕБВР), Европейска централна банка (ЕЦБ), Европейска комисия (ЕК), Международен валутен фонд (МВФ), Федерация на европейските фондови борси (FESE), интернет източници и др.

8. Аprobация (приложимост) на изследването

Част от дисертационния труд са публикувани в доклади от научни конференции. Направеният анализ на пазара на растеж на МСП в България, както и изследваните добри практики за финансиране на МСП чрез капиталовите пазари в Полша и Румъния, могат да бъдат използвани в научни разработки по темата за пазарите за растеж. В допълнение, част от дисертационния труд, може да послужи и като помощно средство както за МСП, търсещи финансиране чрез капиталовия пазар, така и за инвеститорите и фирмите, изпълняващи функциите на упълномощени съветници.

II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд е с обем от 188 страници – 177 страници основен текст и 11 страници използвана литература. Структуриран е в увод, три глави с основни изводи към всяка една от тях, заключение и библиографска справка.

Дисертационният труд има следната структура:

СЪДЪРЖАНИЕ

СПИСЪК НА ТАБЛИЦИТЕ

СПИСЪК НА ГРАФИКИТЕ

СПИСЪК НА ФИГУРИТЕ

ИЗПОЛЗВАНИ СЪКРАЩЕНИЯ

УВОД

1. Актуалност и значимост на темата на дисертационния труд
2. Обект, предмет и цел на изследването
3. Изследователска теза
4. Задачи
5. Методология на изследването
6. Ограничения и допускания
7. Преглед на литературата по изследвания проблем
8. Апробация на изследването

ГЛАВА ПЪРВА

СЪСТОЯНИЕ И ОСНОВНИ ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИЕТО НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ ПРЕЗ ПЕРИОДА 2007-2019 Г.

1. Място и роля на капиталовия пазар в икономиката на страната
2. Макроикономическа среда за развитието на капиталовия пазар в страната
 - 2.1. Динамика на основните макроикономически показатели. Сравнителен анализ по основни макроикономически показатели
 - 2.1.1. Равнище и темп на прираст на БВП
 - 2.1.2. Бюджетен дефицит
 - 2.1.3. Брутен държавен дълг
 - 2.2. Източници на макроикономически дисбаланси в българската икономика
3. Институционална и правна и рамка на капиталовия пазар в България

- 3.1. Основни институции на капиталовия пазар в България
 - 3.1.1. Комисия за финансов надзор
 - 3.1.2. Българска фондова борса
 - 3.1.3. Централен депозитар
- 3.2. Правна рамка и хармонизиране на законодателството на капиталовия пазар в България със законодателството в ЕС
- 4. Показатели за търговия на капиталовия пазар в България за периода 2007-2019 г.
 - 4.1. Пазарна капитализация и дял на пазарната капитализация от БВП на страната за периода 2007-2019 г.
 - 4.2. Финансово посредничество и дълбочина на финансово посредничество на небанковия финансов сектор в страната за периода 2007-2019 г.
 - 4.3. Динамика на борсовите индекси за периода 2007-2019 г.
 - 4.4. Годишен оборот на БФБ (ликвидност) за периода 2007-2019 г.
- 5. Основни проблеми пред капиталовия пазар в България
 - 5.1. Предизвикателства и мерки за стимулиране развитието на капиталовия пазар в България
 - 5.2. Положителни ефекти от реализиране на мерките за стимулиране на капиталовия пазар и перспективи за развитието на капиталовия пазар в България

Основни изводи от първа глава

ГЛАВА ВТОРА

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР КАТО АЛТЕРНАТИВЕН ИЗТОЧНИК ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА МАЛКИТЕ И СРЕДНИ ПРЕДПРИЯТИЯ В БЪЛГАРИЯ – ТЕОРЕТИЧНИ И ПРАКТИКО-ПРИЛОЖНИ АСПЕКТИ

- 1. Дефиниция за МСП
- 2. Източници за финансиране на МСП
 - 2.1. Небанково финансиране на МСП
 - 2.1.1. Бизнес ангели (Business angels)
 - 2.1.2. Финансиране с рисков капитал
 - 2.1.3. Колективно финансиране (Crowdfunding)
 - 2.1.4. Финансиране чрез капиталовия пазар
 - 2.2. Банково финансиране на МСП
- 3. Основни тенденции във финансирането на сектора на МСП в ЕС и в България през периода 2014-2020 г.

3.1. Основни тенденции във финансирането на сектора на МСП в ЕС през периода 2014-2020 г.

3.2. Основни тенденции във финансирането на сектора на МСП в България през периода 2014-2020 г.

4. Съюз на капиталовите пазари

4.1. Предпоставки, същност и цели на създаването на Съюза на капиталовите пазари

4.2. Принципи при изграждане на Съюза на капиталовите пазари

4.3. Приоритети и предизвикателства при изграждането на Съюза на капиталовите пазари

5. Нова европейска регулаторна рамка в областта на капиталовите пазари и възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП

5.1. Пазари за растеж на МСП

5.2. Възможности за финансиране чрез капиталовия пазар на малките и средни предприятия в България

5.3. Пазар за растеж на МСП в България-пазар BEAM, (Bulgarian Enterprise Accelerator Market)

5.3.1. Същност и основна цел на Пазара за растеж на МСП BEAM

5.3.2. Принципи на Пазара за растеж BEAM

5.3.3. Характеристики на Пазара за растеж BEAM

5.3.4. Съветници на Пазара за растеж на МСП BEAM

5.3.5. Облекчени условия за МСП, които се търгуват на Пазар BEAM

6. Сравнение на процеса по листване на Основен пазар и на Пазара за растеж BEAM на БФБ

6.1. Етапи на процеса на листване на Основен пазар BSE на БФБ

6.2. Етапи на процеса на листване на Пазара за растеж BEAM на БФБ

6.3. Сравнение между условията за търговия на Пазар за растеж BEAM и Основен пазар на БФБ

7. Предимства, недостатъци, възможности и заплахи при финансиране чрез капиталовия пазар на малкия и среден бизнес в страната (SWOT анализ)

Основни изводи от втора глава

ГЛАВА ТРЕТА

ПРОУЧВАНЕ НА ДОБРИ ПРАКТИКИ ПРИ ФИНАНСИРАНЕ ЧРЕЗ КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР НА МСП (НА ПРИМЕРА НА ПОЛСКИЯ И РУМЪНСКИЯ КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ)

1. Опитът на Полша при финансиране чрез капиталовия пазар на сектора на МСП
 - 1.1. Пазари, организирани от Варшавска фондова борса (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warsaw Stock Exchange, GPW)
 - 1.2. NewConnect, пазар за търговия на МСП на Варшавска фондова борса
 - 1.2.1. Критерии и процедури за листване на пазар NewConnect на GPW
 - 1.2.2. Етапи на процеса на листване на пазар NewConnect на GPW
 - 1.2.3. Сегменти на пазар NewConnect на GPW и особености на търговията
 - 1.2.4. Пазарна капитализация и оборот на пазар NewConnect на GPW
 - 1.2.5. Индекси на пазар NewConnect на GPW
2. Опитът на Румъния при финансиране чрез капиталовия пазар на сектора на МСП
 - 2.1. Пазари, организирани от Букурещка фондова борса (Bucharest Stock Exchange, BVV)
 - 2.2. AeRO, пазар за търговия на МСП на Букурещка фондова борса
 - 2.2.1. Критерии и процедури за листване на пазар AeRO на BVV
 - 2.2.2. Етапи на процеса на листване на пазар AeRO на BVV
 - 2.2.3. Пазарна капитализация и оборот на пазар AeRO на BVV
 - 2.2.4. Индекси на пазар AeRO на BVV
3. Сравнение между пазарите NewConnect, AeRO и BEAM, към края на 2020 г.
4. Финансов анализ на компании, листвани на пазарите за МСП в Полша и Румъния.
 - 4.1. Финансов анализ на ИТ компанията BizTech Konsulting, листвана на Пазар NewConnect на GPW
 - 4.1.1. История на компанията BizTech Konsulting
 - 4.1.2. Основни финансови показатели на BizTech Konsulting
 - 4.2. Финансов анализ на компанията Aforti, листвана на Пазар NewConnect на GPW
 - 4.2.1. История на компанията Aforti
 - 4.2.2. Бизнес-структура на Aforti
 - 4.2.3. Основни финансови показатели на Група Aforti
 - 4.3. Финансов анализ на ИТ компанията Bittnet, листвана на пазар AeRO на BVV
 - 4.3.1. История на компанията Bittnet
 - 4.3.2. Бизнес-структура на Bittnet
 - 4.3.3. Основни финансови показатели на Група Bittnet

4.4. Финансов анализ на компания Norofert, листвана на пазар AeRO на BVB

4.4.1. История на компанията Norofert Group

4.4.2. Бизнес-структура на Norofert Group

4.4.3. Основни финансови показатели на Norofert Group

Основни изводи от трета глава

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

БИБЛИОГРАФИЯ

III. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

В Увода са аргументирани значимостта и актуалността на темата на дисертационния труд. Дефинирана е изследователската теза и са посочени обекта и предмета на научното изследване. Формулирана е основната цел и задачите за нейното постигане и е представена методологията за реализиране на изследването.

ПЪРВА ГЛАВА

СЪСТОЯНИЕ И ОСНОВНИ ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИЕТО НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ ПРЕЗ ПЕРИОДА 2007-2019 Г.

В Първа глава на дисертационния труд са представени основните тенденции в развитието на българския капиталов пазар в периода 2007-2019 г. и е извършен анализ на влиянието на факторите на външната и вътрешната среда, които формират закономерностите на пазара. Изследването на степента на развитие на капиталовия пазар в България и на формираните тенденции в периода 2007-2019 г. се осъществява на база анализа на няколко основни борсови показатели – пазарна капитализация и дял на пазарната капитализация от брутният вътрешен продукт на страната, финансово посредничество и дълбочина на финансово посредничество на небанковия финансов сектор, борсови индекси и годишен оборот (ликвидност). Анализирани са основните характеристики на българския капиталов пазар в периода 2007-2019 г. и е разгледано развитието на нормативната рамка и на инфраструктурата на капиталовия пазар. На тази база са обобщени основните проблеми и предизвикателства и са очертани перспективите за развитие на капиталовия пазар в страната в средносрочен план.

Макроикономическата среда в България за периода 2007-2019 г. се отличава с голяма променливост, произтичаща от няколко значими събития – процесът на присъединяване на страната към ЕС и членството ѝ в него от началото на 2007 г., и избухналата през 2007 г. световна финансова и икономическа криза, последвана от дълговата криза в Евророната от 2010 г. Тези събития (външни фактори) влияят върху формирането на две противоположни тенденции в състоянието и развитието на икономическите процеси в страната за анализирания тринадесетгодишен период и той условно може да бъде разделен на три подпериода - *(предкризисен, кризисен и следкризисен)*.

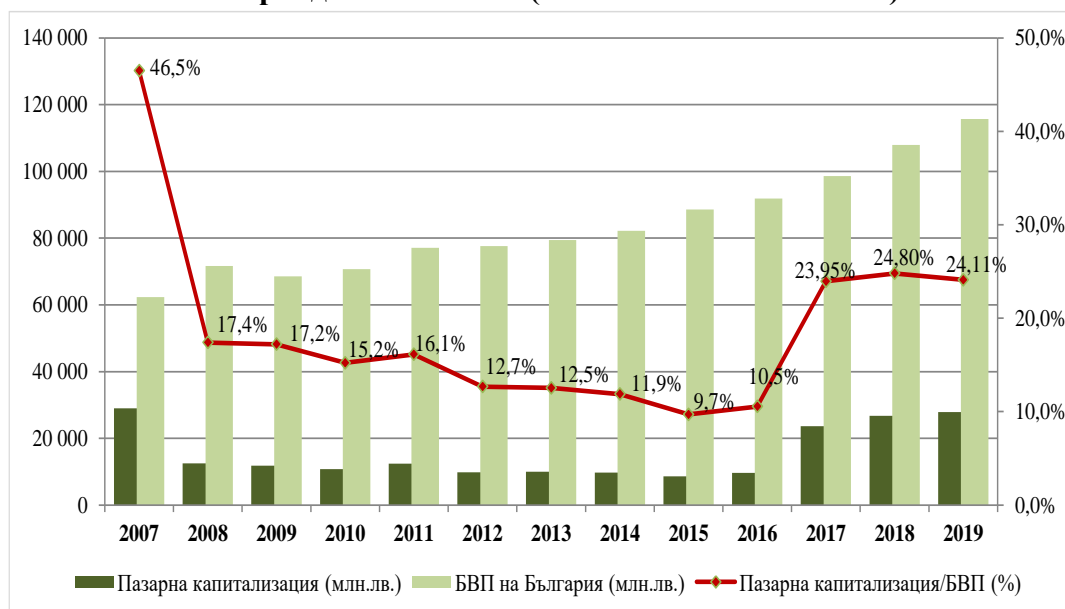
Тенденциите в развитието на българския капиталов пазар следват тези в макроикономическата среда. Разпространението на финансовата криза или т.нар. финансова „зараза“ (contagion), засегна значително и капиталовия пазар в страната, и предизвика преустановяване на динамичното му развитие. Негативните аспекти на кризата са свързани със задълбочаване на низходящата тенденция на пазара – оттегляне на чуждестранните инвеститори, влошаване на борсовите показатели и загуба на доверието в капиталовия пазар като източник за финансиране.

При анализа на външната и вътрешната среда, в която функционира българския капиталов пазар в периода 2007-2019 г., са разгледани тенденциите в макроикономическата среда на Европейския съюз (ЕС 28) и Евророната (ЕЗ 19). На базата на сравнителен анализ са представени особеностите в динамиката на някои основни макроикономически показатели в страните от ЕС, Евророната и България, и са обобщени икономическите и социалните предизвикателства пред българската икономика, в резултат на възникналите макроикономически дисбаланси.

Българският капиталов пазар е сравнително малък по размер и недостатъчно развит, характеризиращ се с ниска и намаляваща ликвидност. В периода 2005-2007 г., катализатор за развитието на пазара бе процеса на приватизация на 35% от Българската телекомуникационна компания (БТК) чрез борсата през 2005 г., който беше последван от ръст на първични публични предлагания (Initial Public Offerings, IPOs) на големи компании през следващите две години. Успешните публични предлагания от този период и задълбочаването на финансовото посредничество утвърдиха ролята на капиталовия пазар като конкурентна на банките алтернатива за набиране на капитал. Нарастването на инвестиционната активност в периода 2005-2007г. допринесе за съществен ръст на чуждестранните инвеститори на българския капиталов пазар, в резултат на което в началото на 2007 г. около 42% от пазарната капитализация се

формира от собствеността на чуждестранните инвеститори. В края на 2007 г. борсата достига пикови нива на пазарна капитализация от 28,9 млрд. лв., отчетен годишен ръст от 89% спрямо 2006 г. и 46,5% дял на пазарната капитализация от БВП. (Графика 1).

Графика 1. Динамика на пазарната капитализация на БФБ за периода 2007-2019 г. (в млн. лв. и в % от БВП)



Източник: Графика на автора, данни на БФБ, БНБ

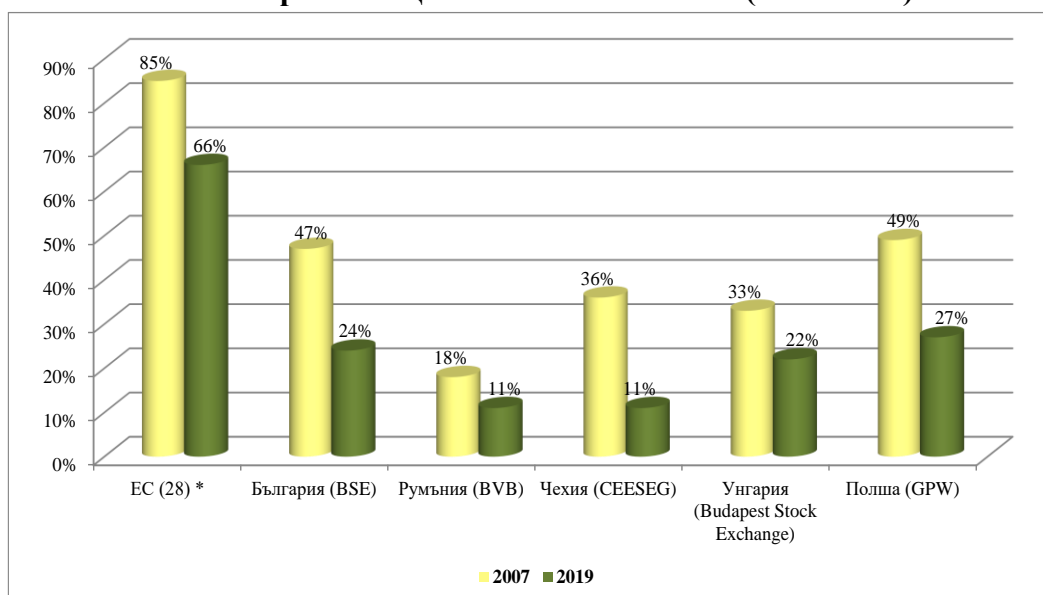
В периода 2008-2015 г. е налице трайна тенденция на намаляване на пазарните показатели. От върховите нива през 2007 г., равнището на пазарната капитализация и нейният дял от БВП намаляват съответно с 67% и с 36 пр. пункта и в края на 2015 г. достигат 8,6 млрд. лв. и 9,7% от БВП. В последните четири години от разглеждания период, делът на пазарната капитализация се покачва и достига 24% от БВП.

Секторната структура на капиталовия пазар в България, за анализирания период 2007-2019 г., е сравнително устойчива и е сходна със структурата на капиталовите пазари в европейските икономики. Най-висок относителен дял в пазарната капитализация на БФБ по сектори към края на 2019 г. традиционно има сектор „Финансови и застрахователни дейности“ – 45%, в който влизат всички холдингови дружества. Това допринася пазарната капитализация на БФБ да бъде чувствителна относно негативни новини и шокове свързани с финансовия и застрахователен сектор. Към края на 2019 г. делът на този сектор е следван от секторите „Преработваща промишленост“ (27%) и „Операции с недвижими имоти“ (9%).

Характерно е, че след 2007 г. при всички страни от ЦИЕ, както и при ЕС (28) като цяло, се наблюдава спад в равнището на пазарната капитализация. За страните от ЕС

(28), делът на пазарна капитализация в края на 2019 г. е 66%, при 85% в годината преди проявата на негативните ефекти от световната финансова и икономическа криза. (Графика 2). Според данните на Федерацията на европейските фондови борси (FESE), към края на 2019 г. с най-висок дял на пазарна капитализация от БВП сред развиващите се пазари от ЦИЕ има Полша (27%), която е лидер в региона със 135 млрд. евро пазарна капитализация. В развитите европейски държави този дял е между 60 и 100% (Франция, Германия, Дания, Белгия, Финландия и др.), а в САЩ, Великобритания, Швеция и Люксембург - надхвърля 120% от БВП.

Графика 2. Пазарна капитализация на капиталовите пазари в ЕС (28), България и някои страни от ЦИЕ за 2007 г. и 2019 г. (% от БВП)



Източник: Графика на автора, данни на European capital markets institute, Statistical package, Federation of European Securities Exchanges, FESE

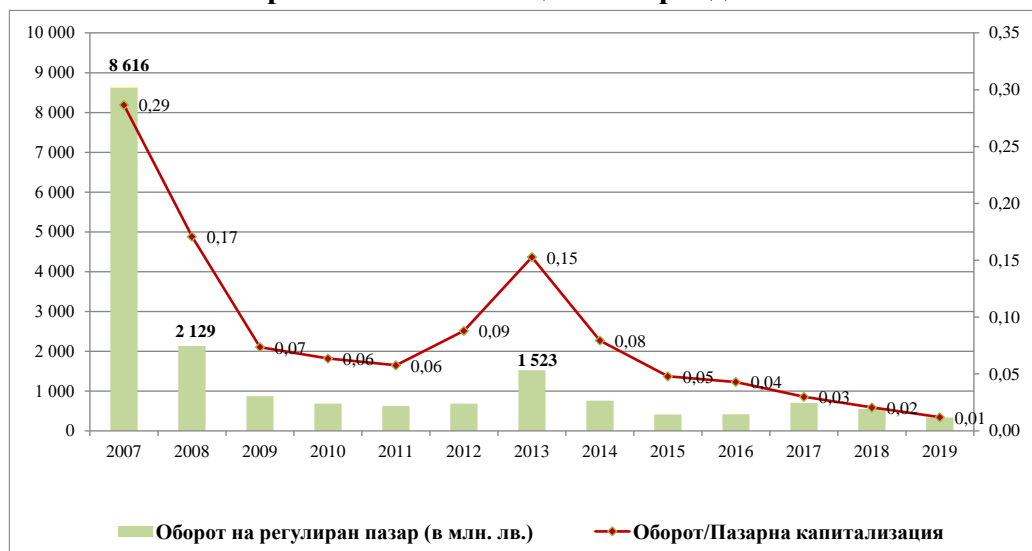
Финансовото посредничество и дълбочината на финансовото посредничество на небанковия финансов сектор са сред показателите, даващи възможност да се оцени състоянието и степента на развитие на капиталовия пазар в страната. Стабилната макроикономическа среда в периода 2005-2007 г., усъвършенстването на нормативната рамка и въвеждането на европейските директиви в областта на финансовите пазари, доведоха до нарастване значимостта на капиталовия пазар и увеличаване активността на участниците на небанковия финансов сектор - инвестиционни посредници, колективни инвестиционни схеми (инвестиционни дружества, договорни фондове), застрахователни и пенсионни дружества, както и до появата на нови участници на пазара - акционерните дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ). Независимо от динамичното

развитие на българския капиталов пазар в периода 2005-2007 г., финансовият сектор в страната е банково ориентиран и търговските банки имат водеща роля като източник на финансиране спрямо другите източници на небанково (алтернативно) финансиране.

Друг показател за състоянието и ефективността на капиталовия пазар е динамиката на борсовите индекси. За разглеждания тринадесетгодишен период, бенчмаркът на сините чипове - SOFIX отписва 68% от стойността си. Близко 80% е понижението при широкия измерител - BGBX40, а равнопретегленият BGTR30 губи над 50% от стойността си. Единствено секторният индекс BGREIT възстановява нивото си от 2007 г. и отбелязва ръст от 26% за анализирания период.

Реализираният годишен оборот, броят на сключените сделки и на регистрираните емисии, както и броят на новите емисии, са сред другите важни показатели, характеризиращи активността на капиталовия пазар. След бума на капиталовия пазар през 2007 г., когато борсата постига най-високи резултати, откакто съществува капиталов пазар в страната, в края на 2008 г. реализираният оборот на БФБ намалява със 70% спрямо равнището му през 2007 г. и от 8.6 млрд. лв. достига 2.1 млрд. лв. (Графика 3).

Графика 3. Годишен оборот на БФБ (в млн. лв.) и дял на оборота към пазарната капитализация за периода 2007-2019 г.

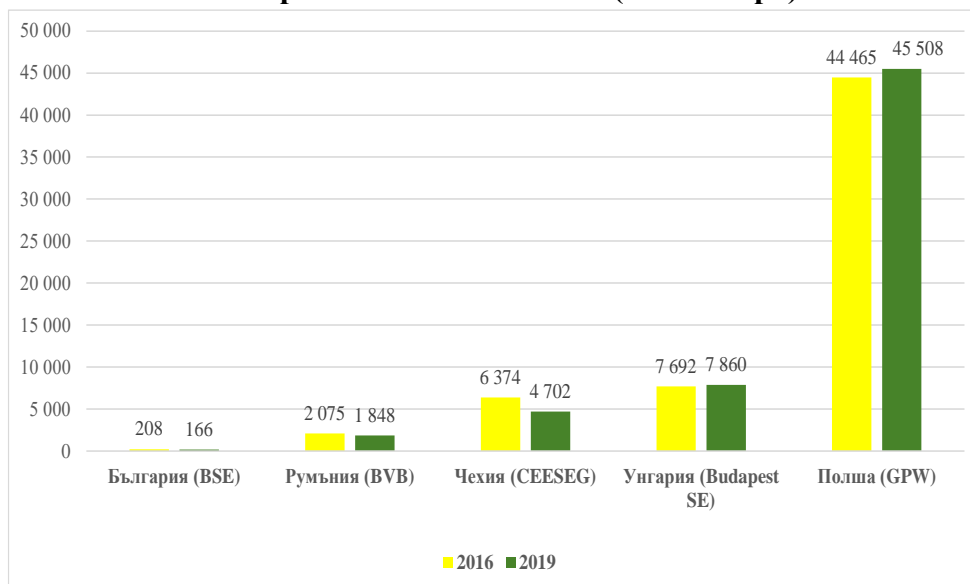


Източник: Графика на автора, данни на БФБ

При съпоставяне на данните за годишния оборот на националния капиталов пазар с тези на капиталовите пазари в някои страни от ЦИЕ е видна значителната разлика в

ликвидността, която е и сред основните бариери пред чуждестранните инвеститори.
(Графика 4)

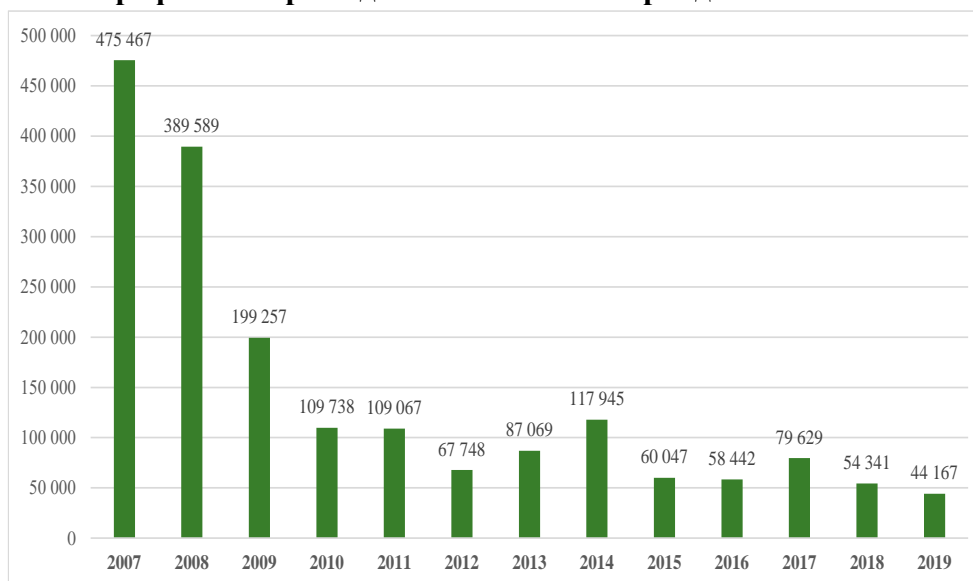
**Графика 4. Годишен оборот в някои страни от ЦИЕ
към края на 2016 г. и 2019 г. (в млн. евро)**



Източник: Графика на автора, данни на Federation of European Securities Exchanges, European Exchange reports, 2016 -2019

Най-добрият показател за измерване на ликвидността на нисколиквидни пазари като българския е броят сделки. За анализирания период 2007-2019 г., негативна тенденция се наблюдава и при показателите - брой на сключените сделки, брой на регистрираните емисии и брой на новите емисии.

Графика 5. Брой сделки на БФБ за периода 2007-2019 г.



Източник: Графика на автора, данни на БФБ

Основни изводи от първа глава

1. Върху състоянието, ефективността и тенденциите в развитието на българския капиталов пазар съществено влияние оказват макроикономическата, политическата, институционалната и регулаторната среда. Важно значение имат също и хармонизирането на националното законодателство с европейското в областта на капиталовия пазар, както и ролята на държавата и институциите на капиталовия пазар за предприемане на стратегически мерки за неговото възстановяване и развитие.
2. Процесите и основните тенденции в развитието на капиталовия пазар следват процесите на икономическото развитие и тенденциите във външната и вътрешната макроикономическа среда. За разглеждания тринадесетгодишен период, под влияние на външни фактори, се обособяват условно три подпериода, характеризиращи се съответно с динамично развитие на капиталовия пазар (експанзия), период на продължителна криза (депресия) и период на постепенно възстановяване на капиталовия пазар.
3. За анализирания период 2007-2019 г., показателите, характеризиращи състоянието на капиталовия пазар - пазарна капитализация, дял на пазарната капитализация от брутният вътрешен продукт (БВП) на страната и годишен оборот на българския капиталов пазар, отчитат чувствителни колебания и към края на 2019 г., остават значително под върховете си нива от 2007 г.
4. Анализът на българския капиталов пазар за периода 2007-2019 г. показва ниска и намаляваща ликвидност, отсъствие на достатъчно атрактивни финансови инструменти и компании за инвестиране и на облекчен достъп на МСП до капиталовия пазар, както и липса на интерес от стратегически инвеститори.
5. Ключовите приоритети за развитието на капиталовия пазар в средносрочен план са свързани с повишаване на пазарната капитализация чрез увеличаване набора на търгуваните финансови инструменти и сегментиране на пазара, създаването на възможности за финансиране на МСП и стартиращи компании, привличане на чужди и местни инвеститори, усъвършенстване на нормативната база в областта на капиталовия пазар и регионална интеграция. В дългосрочен план, развитието му е свързано с процесите на финансова интеграция на пазарите и участието на страната в Съюза на капиталовите пазари.
6. Положителните ефекти от процесите на финансова интеграция и от създаването на възможности за финансиране на МСП и стартиращи компании чрез капиталовия

пазар, при облекчени условия за листване, са свързани с активизиране на борсовата търговия в страната, привличане на нови емитенти и инвеститори, и увеличаване дела на капиталовия пазар като алтернативен източник за инвестиране.

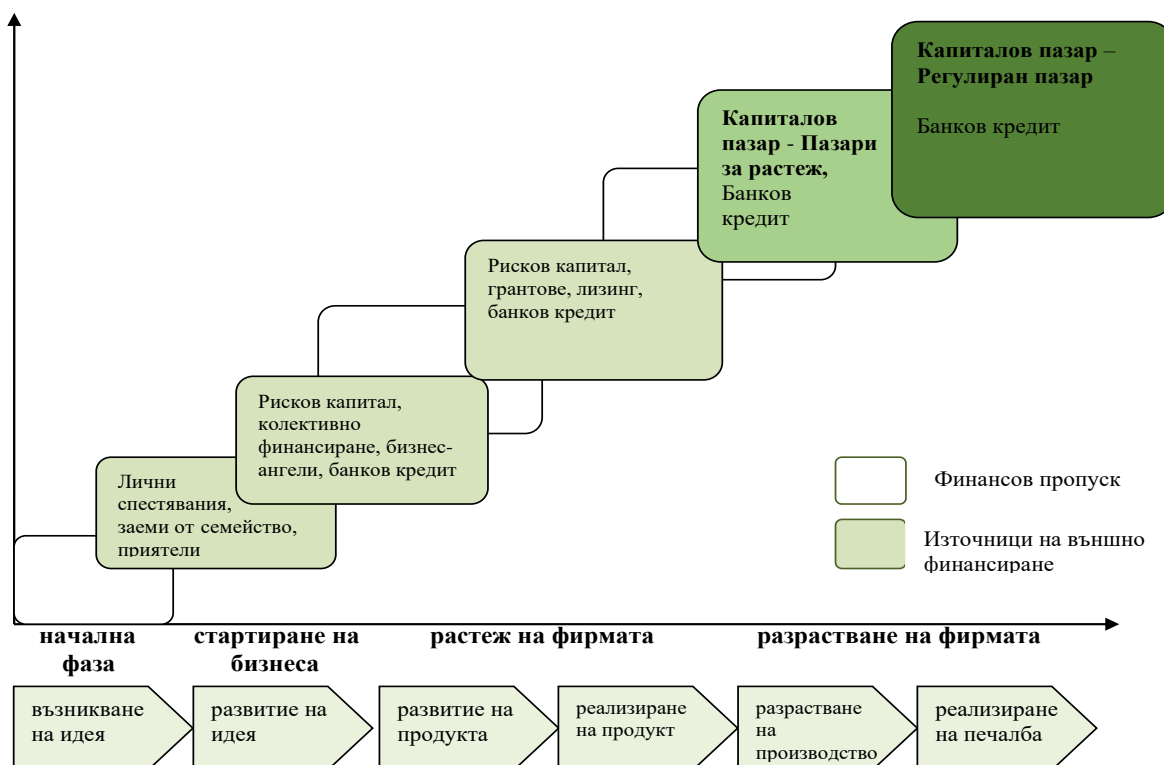
ВТОРА ГЛАВА

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР КАТО АЛТЕРНАТИВЕН ИЗТОЧНИК ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА МАЛКИТЕ И СРЕДНИ ПРЕДПРИЯТИЯ В БЪЛГАРИЯ – ТЕОРЕТИЧНИ И ПРАКТИКО-ПРИЛОЖНИ АСПЕКТИ

Във Втора глава фокусът на изследването е насочен към теоретичните и практико-приложните аспекти на възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП. Направен е преглед на източниците на финансиране, както и са представени основните тенденции във финансирането на МСП в ЕС и в България за периода 2014-2020 г. Разгледани са предпоставките, същността и основните цели на инициативата на ЕК за създаване на Съюза на капиталовите пазари. Представени са принципите, ползите и предизвикателствата при изграждането на единния капиталов пазар и в ретроспекция са разгледани предприетите мерки и законодателни инициативи. Внимание е обърнато също и на новите предизвикателства на процеса на финансова интеграция на европейските капиталови пазари и са посочени бъдещите приоритети за изграждането на Съюза на капиталовите пазари. Отбелязани са основните характеристики на пазарите за растеж на МСП. Направен е теоретичен анализ на същността и особеностите на българския пазар за растеж на МСП BEAM (Bulgarian Enterprise Accelerator Market) и е извършено сравнение на етапите на листване на основния пазар и на пазара за растеж. Чрез SWOT анализ са систематизирани силните и слабите страни, възможностите и заплахите при използването на капиталовия пазар като алтернативен източник за финансиране на МСП в България.

Достъпът до източници на финансиране е от първостепенна важност за функционирането на всяка една компания. В зависимост от етапа на своето развитие – начална фаза, стартиране на бизнеса, растеж и разрастване на фирмата, МСП използват различни източници за финансиране на дейността си. Най-общо те могат да бъдат обособени на източници на небанково (алтернативно) финансиране и на банково финансиране и представени чрез модела на т.нар. *Funding escalator*. (Фигура 1)

Фигура 1. Модел Funding escalator



Източник: Адаптирано по: European Commission, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Economic Analysis, Brussels, 8.6.2017, SWD (2017) 224 final, p.23

Моделът *Funding escalator* показва, че банковият кредит е основен източник за финансиране на почти всички етапи от развитието на европейските МСП. Решението за дялово или дългово финансиране чрез капиталовия пазар е свързано с дългосрочно финансиране. В зависимост от жизнения цикъл на компанията, нейния бизнес модел, както и от търсения размер на финансиране, компанията прави своя избор за набиране на капитал чрез пазара за растеж или чрез регулирания пазар на фондовата борса.

За Европа и в България в частност е характерно, че структурите на финансово посредничество са от континентален тип (банково ориентирани, bank-based model of financial system), докато в САЩ – моделът на финансово посредничество е от англосаксонски тип (пазарно ориентиран, market-based model of financial system), с доминираща роля на небанковите финансови посредници – инвестиционни и пенсионни фондове, застрахователни дружества.

Определяни като гръбнак на икономиката, европейските МСП са изправени пред редица предизвикателства пред своето развитие, едно от които е и достъпа им до

финансиране, който бе силно затруднен в условията на световната финансова и икономическа криза от 2007-2009 г.

С цел възстановяване и поддържане на финансовата стабилност на икономиката на Европейския съюз (ЕС) след глобалната финансова и икономическа криза, Европейската централна банка (ЕЦБ) предприе неконвенционални мерки на парична политика, а Европейската комисия (ЕК) започна мащабни реформи в банковия и небанковия финансов сектор. За диверсифициране финансирането на европейската икономика и преодоляване на зависимостта ѝ от банковото финансиране бяха предприети реформи относно създаването на единен капиталов пазар (Съюз на капиталовите пазари, *Capital Markets Union, CMU*).

Подобряването на достъпа за финансиране на европейските МСП чрез капиталовия пазар е сред основните мерки на инициативата на ЕК от 2014 г. за създаване на Съюза на капиталовите пазари. Съюзът на капиталовите пазари е дългосрочен, стратегически проект на ЕС, с чието изграждане се цели да се намали фрагментацията на финансовите пазари в страните-членки на ЕС и да се диверсифицира финансирането на европейската икономика чрез осигуряване на алтернативни източници на финансиране и засилване ролята на капиталовите пазари.

Приоритетите на ЕС в областта на възстановяване на доверието във финансовите пазари след Световната финансова и икономическа криза от 2008 г. и в предоставянето на облекчен достъп до финансиране на МСП са свързани със законодателни инициативи и въвеждането на нова правна рамка за финансовите пазари. С новата европейска регулаторна рамка в областта на облекчаване условията за финансиране на МСП се регламентират **пазарите за растеж на МСП (SME Growth markets)** на фондовите борси. Тя включва - Директивата за пазарите на финансови инструменти II (Markets in financial instruments directive/MiFID II или още известна като Директива 2014/65EU), Регламента относно пазарните злоупотреби (Регламент ЕС 596/2014, Market Abuse Regulation, MAR) и Регламента относно проспекта (Регламент ЕС 2017/1129).

Промените в европейското законодателство в областта на финансовите услуги пораждат изменения и в българското законодателство, както и в дейността на борсовия оператор. Възможностите за финансирането чрез капиталовия пазар на МСП в България са свързани с прилагането на новата правна рамка на ЕК в областта на облекчаване условията за финансиране на МСП, както и с изпълнение на националната политика за стимулиране достъпа до финансиране на МСП.

В България, МСП създават над две трети от брутната добавена стойност и формират 75% от общата заетост. Същевременно, на българския капиталов пазар 98% от компаниите са МСП. Подкрепата им при достъпа за финансиране чрез капиталовия пазар, при облекчени условия за листване е сред основните цели, формулирани в Стратегията за развитие на капиталовия пазар (2016-2019 г.). Две години след нейното приемане, на 15 октомври 2018 г. бе поставено и началото на пилотна ваучерна схема за подпомагане на МСП за листването им на регулиран пазар на Българска фондова борса, а в края на декември 2018 г., българският борсов оператор получи одобрение от регулаторния орган за организиране на **пазар за растеж на МСП, BEAM (Bulgarian Enterprise Accelerator Market)**. С неговото създаване се цели да се осигури възможност на иновативни компании, с потенциал за растеж да набират капитал, при по-ниски регулаторни изисквания и намалена административна тежест, в сравнение с компаниите, които се търгуват на регулирания пазар.

Пазарът за растеж BEAM предлага възможност на малките и средни компании да набират до 3 млн. евро капитал или дълг в рамките на всеки 12 месеца и да финансират дейността си от много широк кръг местни и чуждестранни, институционални и индивидуални инвеститори, с изключение на пенсионните дружества.

Процесът по листване и на двата пазара на Българска фондова борса - Основен пазар и Пазар за растеж BEAM, включва три фази (етапи) – подготовка, изпълнение и листване, които са с различна продължителност в зависимост от спецификите на компаниите и най-вече от тяхната големина, фаза на развитие и размер на търсеното финансиране.

Първият етап (*подготвителен*) и при двата пазара е свързан с подготовка на дружеството – реструктуриране на бизнеса и бизнес-процесите, извършване на дю дилижънс (*due diligence*) и оценка на компанията. *Вторият етап* също има подготвителен характер, но основната разлика между двата пазара е наличието на регулатор (Комисия за финансов надзор) на Основния пазар. *Третият етап* е свързан със същинското предлагане и листване на борсата. Продължителността на процеса на листване на Основния пазар е до шест-седем месеца, а на пазар BEAM - до три-четири месеца, като тези срокове са осреднени и зависят от спецификата на компанията. (Фигури 2 и 3).

Фигура 2. Етапи на процеса на листване на Основен пазар BSE на БФБ



Източник:адаптирано по: Българска фондова борса, www.bse-sofia.bg

Фигура 3. Етапи на процеса на листване на Пазара за растеж ВЕАМ на БФБ



Източник: адаптирано по: Българска фондова борса, www.bse-sofia.bg,
Пазар ВЕАМ, Ръководство за предприемачи

Сравнението между условията при набиране и увеличение на капитал, както и на изискванията към компаниите, търгувани на двата пазара - пазар за растеж ВЕАМ и Основен пазар BSE на БФБ, е представено в таблицата:

Таблица 1. Сравнение между условията при набиране и увеличение на капитал, както и на изисквания към компаниите, търгувани на Пазар за растеж ВЕАМ и Основен пазар BSE на БФБ

Условия при набиране и увеличение на капитал	Пазар за растеж ВЕАМ	Основен пазар BSE
Набиране на капитал до 3 млн. евро на всеки 12 месеца без проспект за IPO от КФН	✓	X
Документът, въз основа на който се осъществява предлагането, се одобрява от БФБ	✓	X
Увеличение на капитал с до 3 млн. евро на вече допуснато до търговия на пазар ВЕАМ дружество, също не е необходим одобрен проспект от КФН	✓	X
Набиране на капитал над 3 млн. евро, както и за увеличение на капитала с над 3 млн. евро на вече допуснато до търговия на пазар ВЕАМ дружество, е необходим проспект за публично предлагане, одобрен от КФН, който е с облекчени форма и съдържание;	✓	X
Съдействие от съветник при подготовката на предлагането	✓	X
Участие на инвестиционен посредник	✓	X
Изисквания към компаниите	Пазар за растеж ВЕАМ	Основен пазар BSE
Облекчение при публикуване на периодични финансови отчети	✓	X
Управителните органи могат да извършват сделки с дълготрайни активи над определена стойност без предварително одобрение от Общото събрание на акционерите	✓	X
Облекчени изисквания при свикване на Общи събрания	✓	X
Облекчение за акционерите в компанията да не разкриват своето дялово участие след	✓	X

преминаването на определен праг и/или придобиването на определен процент от акциите с право на глас		
Облекчение за акционерите в компанията да не отправят търгово предложение за изкупуване на акциите на миноритарните акционери след преминаването над определен праг	✓	X
Облекчение от изискването за назначаване на специално лице за връзки с инвеститорите на трудов договор	✓	X
Компаниите могат лесно да се прехвърлят на основния пазар на БФБ	✓	-

Източник: адаптирано по: Българска фондова борса, www.bse-sofia.bg

По-подробно предимствата, недостатъците, възможностите и заплахите при финансирането чрез капиталовия пазар на МСП, са представени в таблицата по-долу:

Таблица 2. Предимства, недостатъци, възможности и заплахи при финансирането чрез капиталовия пазар на МСП в България (SWOT анализ)

Предимства (Strengths)	Недостатъци (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> • Възможност на иновативни и с потенциал стартиращи и МСП да набират дялов и дългов капитал; • Облекчена процедура за листване на Българска фондова борса на МСП и стартиращи компании; • Прозрачен процес по набиране на капитал и равнопоставено отношение към всички акционери; • По-висока разпознаваемост и нарастване на доверието на национални и чуждестранни бизнес-партньори в резултат на статута на компаниите и прилагането им на добри практики за корпоративно управление; • Потенциално по-лесен достъп и по-евтино финансиране чрез 	<ul style="list-style-type: none"> • Недостатъчна популярност на капиталовия пазар като алтернативен източник на финансиране; • Традиционно доминиращ банков сектор; ниски лихви и евтино финансиране чрез банков кредит. • Използване на други алтернативни източници на финансиране като оперативни програми на ЕС, фондове за рисков капитал, краудфъндинг и др.; • Отсъствие на достатъчно атрактивни финансови инструменти на капиталовия пазар; • Недостатъчен интерес на стратегически инвеститори; • Сравнително нов борсов сегмент за търговия на малки и средни предприятия и стартиращи компании

<p>националния и международните капиталови пазари;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Възможност за привличане на широка база индивидуални и институционални инвеститори; • Подобряване на капиталовата структура чрез намаляване на съотношението дълг/активи и запазване контрола на акционерите; • Получаване на справедлива пазарна оценка на компанията от инвеститорите и възможност за изход от инвестицията; • Финансиране на проекти, които не са подходящи за банково финансиране - инфраструктурни и иновативни проекти с по-високо ниво на риск; • Данъчни преференции – доходите от сделки на пазара за растеж, са освободени от данък печалба до 2025 г.; • Реализиране на по-висока доходност от банковия кредит. 	<p>на българския капиталов пазар;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Разходи по поддържане на статута на дружествата на капиталовия пазар, включващи такси към Българска фондова борса и Централен депозитар; • Задължение за периодично разкриване на важна информация към борсата и инвестиционната общност - шестмесечни и годишни финансови отчети.
Възможности (Opportunities)	Заплахи (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> • Създаване на Съюз на капиталовите пазари и нова европейска регулация за подобряване на достъпа за финансиране на сектора на МСП чрез борсата; • Създаване на условия за диверсифициране източниците на финансиране чрез засилване значението на капиталовите пазари; • Повишаване на пазарната капитализация на българския капиталов пазар; • Нарастване на популярността и доверието в капиталовия пазар като 	<ul style="list-style-type: none"> • Несигурна и влошена икономическа среда, намаляване притока на чуждестранни инвестиции, наличие на макроикономически дисбаланси; • Ограничен ресурс на българския капиталов пазар; • Силна конкуренция на банковия сектор - наличие на множество кредитни продукти и облекчени изисквания към кредитоискателите по отношение на кредитна история, обезпечения, лихвени проценти и др.; • Опасност от спад в цените на ценните книжа.

<p>алтернативен източник за финансиране на бизнеса;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Процеси на сътрудничество с другите борси от региона; • Потенциал за развитие на сектора на МСП и повишаване на тяхната конкурентоспособност; • Привличане на чужди и стратегически инвеститори в сектора на МСП; • Преминаване на бизнеса „на светло“. 	
--	--

През 2021 г. на пазара за растеж ВЕАМ бяха листнати седем компании от различни сектори - технологии, автомобилостроене, инвестиции, недвижими имоти, производство на био храни и др. Улесненият достъп до капиталовия пазар чрез пазара за растеж ВЕАМ даде възможност на компаниите да направят успешни първични публични предлагания, при които те успяха да наберат над 23 млн. лева при над 73 млн. лв. търсене от страна на инвеститорите. Към края на 2021 г. реализираната доходност за някои от компаниите надхвърли 80%. Набраните средства чрез капиталовия пазар и високата разпознаваемост на компаниите, ще им дадат възможност да ускорят своя растеж и да повишат своята конкурентоспособност. В края на 2021 г. реализираният оборот на пазара за растеж достигна 33 млн. лв. или 5% от оборота на Основния пазар. Очакванията са повишеният интерес към пазара за растеж ВЕАМ да доведе до ускоряване на борсовата активност на годишна база и до привличане на нови емитенти и инвеститори на българския капиталов пазар.

Основни изводи от втора глава

1. Определяни като гръбнак на икономиката, МСП имат съществена роля за нейното развитие. Подобряването на достъпа за финансиране на европейските предприятия и по-специално на МСП чрез капиталовия пазар, който беше силно затруднен в резултат на световната финансова и икономическа криза от 2008 г., е сред основните мерки на инициативата на Европейската комисия (ЕК) от 2014 г. за създаване на Съюз на капиталовите пазари. С неговото изграждане се цели да се постигне финансова стабилност и по-дългосрочен икономически растеж на

икономиката на ЕС чрез задълбочаване интеграцията на финансовите пазари и засилване значението на капиталовите пазари като източник на финансиране.

2. Бизнес структурата на българската икономика, по подобие с тази на ЕС, е формирана главно от малки и средни предприятия, чийто дял в края на 2019 г. е 99.8 % от активните предприятия в България. Финансовият сектор в България е от континентален тип, банково ориентиран и търговските банки имат ключова роля като източник за финансиране на МСП спрямо другите алтернативи за финансиране.
3. С въвеждането на новата европейска регулаторна рамка се създават условия за диверсифициране източниците на финансиране чрез засилване значението на капиталовите пазари и се предоставят възможности за МСП да набират средства от борсата при облекчени условия чрез създаването на пазари за растеж на МСП (SME Growth markets).
4. Пазарите за растеж са насочени към иновативни МСП, които имат потенциал за растеж, но не отговарят на количествените и качествени критерии за листване на регулирания пазар. При пазарите за растеж продължителността на процеса на листване на компанията на борсата е много по-кратка спрямо листването на регулиран пазар, административната процедура е облекчена и съпроводена с по-ниски разходи за емитентите. Друга отличителна черта на пазарите за растеж е, че те се явяват и междинен етап при финансирането на МСП с частен и рисков капитал и листването на регулиран пазар.
5. В България, осигуряването на възможности на малкия и среден бизнес да набира капитал, при по-ниски регулаторни изисквания и намалена административна тежест, в сравнение с компаниите, които се търгуват на регулирания пазар е свързано със създаването от 2018 г. на Пазара за растеж на МСП ВЕАМ (Bulgarian Enterprise Accelerator Market) на БФБ. За разлика от Основния пазар, който е подходящ за компании, намиращи се в по-зряла фаза на своето развитие и съответно, търсещи по-голям обем финансиране, Пазарът за растеж ВЕАМ е подходящ за МСП и стартиращи иновативни компании, които са с кратка финансова и бизнес история, но притежават потенциал за ускорен растеж.
6. Като пазарен модел, Пазарът за растеж ВЕАМ следва европейските практики, където на всички пазари има съветници, които се одобряват от борсата. На пазар ВЕАМ, както и на всички пазари за растеж има и документи за допускане, също одобрявани от борсата. Към края на 2021 г. в България прагът за публично

предлагане без проспект е един от най-ниските (3 млн. евро) и изостава спрямо по-малки или близки пазари.

7. При съпоставяне на етапите на процеса на листване на компаниите на регулиран пазар и на Пазара за растеж ВЕАМ, както и на условията за допускане до търговия и таксите за търговия, изводът който може да бъде направен е, че листването на пазара за растеж ВЕАМ е двойно по-бързо и по-евтино спрямо листването на Основен пазар и компаниите могат да наберат на него до 3 млн. евро дялов или дългов капитал всяка година при облекчени регулаторни изисквания и намалена административна тежест.

ТРЕТА ГЛАВА

ПРОУЧВАНЕ НА ДОБРИ ПРАКТИКИ ПРИ ФИНАНСИРАНЕ ЧРЕЗ КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР НА МСП (НА ПРИМЕРА НА ПОЛСКИЯ И РУМЪНСКИЯ КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ)

Трета глава е с практическа насоченост. В нея е проучен и представен опита на Полша и Румъния в областта на пазарите за МСП. Анализирани са критериите и процедурите за листване на компаниите на пазарите за МСП в двете страни и са разгледани етапите на листване и особеностите на търговията на пазара за растеж на Варшавската фондова борса – NewConnect, и на пазара за МСП на Букурещката фондова борса – AeRO. Направен е сравнителен анализ на пазарите за МСП в Полша, Румъния и България. В заключение е извършен и финансов анализ на компании, търгувани на пазар NewConnect и на пазар AeRO и са представени ползите от листването на компаниите на борсата.

Съществуването на добри практики при финансиране на малкия и среден бизнес чрез капиталовия пазар не е новост за европейската икономика. Важно е уточнението, че първоначално сегментите за малки и средни предприятия на европейските капиталови пазари оперират като многостранна система за търговия (МСТ), а впоследствие придобиват и статут на пазари за растеж (Growth markets).

В Европа, първият пазар, специално разработен за малки и средни предприятия е Alternative Investment Market (AIM), който е създаден през 1995 г. на Лондонската фондова борса (LSE) като МСТ и се счита за еталон, както по отношение на пазарите за МСП, така и по отношение на добрите практики. Други по-важни примери за сегменти за МСП на капиталовите пазари в Европа са - Nasdaq First North (2005 г., NASDAQ

Nordics & Baltics), Euronext Growth (2005 г., пазарът за растеж на Euronext, който обединява пазарите на Белгия, Франция, Португалия и Ирландия), пазар Scale (2005 г., Deutsche Börse), NewConnect (2007 г., Варшавска фондова борса, GPW), BME Growth (2009 г., Испанска фондова борса, BMA), AIM Italia (2012 г., Италианска фондова борса, Borsa Italiana), AeRO (2015 г., Букурещка фондова борса, BVV) и др.

Сравнителният анализ с полския капиталов пазар е свързан с представянето на опита на Варшавската фондова борса, която е лидер в региона на страните от ЦИЕ по пазарна капитализация (146 млрд. евро към края на 2020 г.) и брой на листнати компании, а полският капиталов пазар е със статут на развит капиталов пазар (developed capital market). През последните години Варшавската фондова борса е сред борсите, характеризиращи се със силно развитие, а пазарът ѝ за растеж New Connect е най-големия и най-активен в региона.

Румънският капиталов пазар също както и полския, отбелязва значителен напредък в последните години, а исторически момент в неговото развитие е промяната в статута му през септември 2019 г. от граничен пазар (frontier market) до развиващ се пазар (secondary emerging market). Отличителна характеристика на румънския пазар за МСП AeRO е, че той няма статут на пазар за растеж и при създаването му обхваща и компании, които са се търгували на съществуващия до 2015 г. пазар RASDAQ.

При представянето на добрите практики на полския и румънския капиталови пазари за финансиране на МСП се акцентира върху следните **важни въпроси**:

- Какви са критериите и процедурите за листване на компаниите на пазара за растеж – задължително ли с IPO или компаниите имат възможност да направят вторично предлагане?
- Какви са изискванията към компаниите след допускане на пазара за растеж?
- Какви са особеностите на търговията на пазара за растеж? Моделът на търговия и търговската платформа аналогична ли е с тази на регулирания пазар?
- Има ли компании, които са набрали капитал от пазара за растеж и са листнати впоследствие на регулирания пазар?
- Има ли задължителни маркет-мейкъри за поддържане на ликвидността на пазара за растеж?
- Какви са практиките на отделните пазари за делистване и как се защитават правата на миноритарните акционери на пазара за растеж в случай на делистване?

- Какви критерии се прилагат относно съветниците на пазара за растеж и каква е разликата в задълженията и отговорностите на съветниците на различните пазари – къде са по-ефективни и защо?
- Какво е съотношението между търговията на съответния пазар за растеж и регулирания пазар, т.е. каква е реалната големина на пазара за растеж?
- Сравнения на таксите към компаниите и съветниците на съответния пазар за растеж и регулирания пазар и др.

Обобщено сравнение между трите пазара за МСП в Полша, Румъния и България е представено в таблица 3:

**Таблица 3. Сравнение между пазарите NewConnect, AeRO и BEAM,
към края на 2020 г. ***

Критерии	Пазар NewConnect	Пазар AeRO	Пазар BEAM
Година на създаване	2007 г.	2015 г.	2018 г.
Статут на пазар за растеж	да	не	да
Процедури за листване	три процедури - първично публично предлагане (IPO), частно пласиране, техническо листване	три процедури - първично публично предлагане (IPO), частно пласиране, техническо листване	три процедури - първично публично предлагане (IPO), частно пласиране, техническо листване
Очаквана пазарна стойност/ капитал	няма изискване	минимум 250 хил. евро;	няма изискване
Номинал на издаваните ценни книжа	не по-малък от 0,10 PLN (0,025 евро);	няма изискване	номинал 1 лв. (~ 0,50 евро)
Изискване за минимум фрий-флоут	15% фрий-флоут или поне 10 акционери;	10% фрий-флоут или поне 30 акционери;	няма изискване за фрий-флоут
Прагове за публично предлагане без проспект	2,5 млн. евро	1 млн. евро	3 млн. евро
Продължителност на процеса	между 5 и 11 месеца	между 3 и 6 месеца	между 3 и 4 месеца
Задължение за сключен договор с упълномощен съветник	да, за срок от 36 месеца след регистрацията на компанията на пазара	да, за срок от 12 месеца след регистрацията на компанията на пазара	да, за срок от минимум 24 месеца след регистрацията на компанията на пазара
Задължение за сключен договор с маркет-мейкър	да	не	не
Първоначална такса (без ДДС)	1 500 евро (PLN 6 000)	155 евро (700 RON)	250 евро (500 лв.)
Годишна такса за листване (без ДДС)	1-ва година 375 евро (1 500 PLN), впоследствие - в зависимост от капитализацията: мин. 750 - макс. 2 000 евро, (3 000 PLN - 8 000 PLN)	1 100 евро (5 000 RON)	500 евро (1 000 лв.)
Брой компании, листвани на пазара за МСП	373	281	N/A
Търгувани инструменти	акции и облигации	акции и облигации	N/A
Оборот на пазара за МСП	320 млн. евро (1,5 млрд. PLN)	70 млн. евро (320 млн. RON)	N/A
Пазарна капитализация на компаниите, листвани на пазара за МСП	4,4 млрд. евро (20,7 млрд. PLN)	2,1 млрд. евро (9,6 млрд. RON)	N/A
Публикуване на финансови отчети	Годишни, на шестмесечна и тримесечна база, вкл. консолидирани	Годишни, на шестмесечна и тримесечна база, вкл. консолидирани	Годишни и на шестмесечна база, вкл. консолидирани
Индекс на пазара за МСП	NCIndex, от август 2007 г.	BET AeRO, от октомври 2021 г.	N/A

Източник: съставено от автора, на база данни от фондовите борси на Полша, Румъния и България
* **Заб.** Валутен курс към края на 2020 г.: (1 EUR= 4,6148 PLN; 1 EUR= 4,87 RON; 1 EUR=1,95583 BGN)

Основни изводи от трета глава

1. Създаването на пазари за малките и средни предприятия към традиционните борси (SME Growth markets) е тенденция в Европа през последните петнадесет години в резултат на промените в европейските регулации.
2. Организирането на сегменти за МСП на капиталовите пазари в Полша и Румъния, предшества въвеждането на новата европейска регулаторна рамка. На борсата във

Варшава от 2007 г. функционира пазар NewConnect, специално предназначен за финансиране на нововъзникващи, динамични полски компании. От 2015 г. на Букурещката фондова борса е създаден пазара AeRO, който е насочен към финансиране на стартиращи и МСП с висок потенциал за растеж, от различни сектори на икономиката. Пазарът NewConnect на Варшавската борса, за разлика от пазар AeRO, притежава статут на пазар за растеж.

3. Характерна особеност на NewConnect и AeRO, като пазари за МСП е, че осигуряват възможност на малкия и среден бизнес да набира капитал при облекчени регулаторни изисквания, намалена административна тежест и по-ниски такси, в сравнение с компаниите, които се търгуват на регулиран пазар на полската и румънската борса.
4. Процесът на подготовка на компанията за листване на пазара за растеж New Connect и пазар AeRO е сравнително кратък спрямо процеса на подготовка на компанията за листване на Основния пазар на двете борси и отнема няколко месеца. Неговата продължителност зависи от готовността на компанията, нейния размер, процедурата за листване, както и от размера на публичното предлагане.
5. Добра практика при финансиране на компаниите чрез пазарите за МСП в Полша и Румъния е възможността за различни процедури за листване, както и изискването за осигуряване на минимален фрий-флоут. Интересна практика е и сегментирането на полския пазар за растеж, както и наличието на гъвкавост при ценообразуване на таксите на Варшавската борса.
6. Като пазарен модел, пазарът за растеж NewConnect и пазарът за МСП AeRO възпроизвеждат европейските практики и имат упълномощени съветници, които се одобряват от борсовите оператори. Търговията на пазарите за МСП в Полша и Румъния, следва моделът на търговия на Основните пазари и се извършва чрез същата платформа за търговия, която се използва при търговията с финансови инструменти на Основните пазари. Отличителна черта и на двата пазара - NewConnect и AeRO е и възможността да бъдат междинен етап при финансирането на МСП с частен и рисков капитал и листването на регулиран пазар.
7. Проучените възможности за финансиране на МСП чрез пазара за растеж на полската борса и пазара за МСП на румънската борса, както и ползите за компаниите от използването на пазарите за МСП като финансов инструмент, са илюстрирани и с примери на избрани полски и румънски компании.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Като съставна част на финансовия пазар на всяка една съвременна икономика, капиталовият пазар има ключова роля за осигуряване на необходимия капитал за финансиране на бизнеса и растежа. Състоянието и развитието на капиталовия пазар зависят от редица фактори, по-важните сред които са макроикономическата и политическата среда, институционалната и регулаторната рамка. От друга страна, протичащите процеси на финансова глобализация и интеграция допълнително оказват влияние върху неговото развитие и нарастване на ролята му на алтернативен източник за финансиране.

Главните проблеми на българския капиталов пазар през периода 2007-2019 г. продължават да бъдат ниската ликвидност, отсъствието на достатъчно атрактивни финансови инструменти и компании за инвестиране, липсата на облекчен достъп на МСП до капиталовия пазар, намаляване на инвеститорския интерес и липса на интерес от стратегически инвеститори. Основните приоритети за развитието на капиталовия пазар в средносрочен план са свързани с повишаване на ликвидността чрез увеличаване набора на търгуваните финансови инструменти, подкрепа на достъпа за финансиране на МСП и създаване на борсов сегмент за МСП, привличане на чужди и местни инвеститори, усъвършенстване на нормативната база в областта на капиталовия пазар и регионална интеграция. В дългосрочен план, развитието му е свързано с процесите на финансова интеграция на пазарите и участието на страната в Съюза на капиталовите пазари.

Разработването на сегменти за малките и средни предприятия към традиционните борси е тенденция в световен мащаб през последните петнадесет години в резултат на промените в европейските регулации. Независимо от тази тенденция, европейските предприятия традиционно се финансират главно чрез банките (77%) и значително по-малко чрез небанково финансиране (23%) за разлика от американската икономика, където моделът на финансово посредничество е пазарно ориентиран.

Подобряването на достъпа за финансиране чрез капиталовия пазар на европейските МСП е в основата на инициативата на Европейската комисия от 2014 г. за създаване на Съюз на капиталовите пазари. С неговото изграждане се цели да се създадат добре функциониращи и интегрирани капиталови пазари във всички страни-членки на ЕС и да се подобри баланса между банковото и пазарното финансиране. Сред основните цели на единния капиталов пазар е и подобряването на достъпа до

финансиране на целия европейски бизнес и по-специално на МСП чрез предоставяне на възможности за МСП да набират средства от борсата при облекчени условия.

Приоритетите в областта на предоставянето на облекчен достъп до финансиране на МСП са свързани и с въвеждането на нова европейска правна рамка за финансовите пазари и създаване на пазари за растеж на МСП (SME Growth markets). Пазарите за растеж са насочени към иновативни МСП, които имат потенциал за растеж, но не отговарят на количествените и качествени критерии за листване на регулирания пазар. При пазарите за растеж продължителността на процеса на листване на компанията на борсата е много по-кратка спрямо спрямо листването на регулиран пазар, административната процедура е облекчена и съпроводена с по-ниски разходи за емитентите. Друга отличителна черта на пазарите за растеж е, че те се явяват и междинен етап при финансирането на МСП с частен и рисков капитал и листването на регулиран пазар

За българския капиталов пазар, възможностите за финансиране на МСП и стартиращи компании чрез капиталовия пазар при облекчени условия за листване са новост и са един от приоритетите за развитие на пазара в средносрочен план. В края на 2018 г. пазарният оператор на капиталовия пазар у нас - Българска фондова борса получи одобрение от регулаторния орган за организиране на пазар за растеж на МСП ВЕАМ, с което към края на 2019 г., БФБ е сред осемте лицензирани борсови оператори на подобен род пазари в рамките на ЕС и един от четирите пазара в ЦИЕ.

За разлика от регулирания пазар, който е подходящ за компании, намиращи се в по-зряла фаза на своето развитие и съответно, търсещи по-голям обем финансиране, пазарът за растеж ВЕАМ е подходящ за МСП и стартиращи иновативни компании, които са с кратка финансова и бизнес история, но притежават потенциал за ускорен растеж. В сравнение с регулирания пазар, листването на пазара за растеж ВЕАМ е двойно по-бързо и по-евтино и компаниите могат да наберат на него до 3 млн. евро капитал или дълг в рамките на всеки 12 месеца, при по-ниски регулаторни изисквания и намалена административна тежест. Само през 2021 г. на пазара за растеж бяха листвани седем компании от различни сектори. Улесненият достъп до капиталовия пазар чрез пазара за растеж ВЕАМ даде възможност на компаниите да направят успешни първични публични предлагания, при които те успяха да наберат над 23 млн. лева при над 73 млн. лв. търсене от страна на инвеститорите. Към края на 2021 г. реализираната доходност за някои от компаниите надхвърли 80%.

За доказване на работната и изследователска теза са проучени и добрите практики в Европа за финансиране чрез капиталовия пазар на малкия и среден бизнес на примера на полския и румънския капиталов пазар. Изборът на полския и румънския пазар е продиктуван от представянето на опита на най-голямата по пазарна капитализация борса в ЦИЕ – Варшавската, чийто пазар за растеж е сред най-големите и активни в Европа. Представен е и опита на румънския капиталов пазар, който има съотносими с българския капиталов пазар проблеми и цели към 2007 г., но бележи значителен напредък в развитието си през последните години. Представянето на възможностите за финансиране на МСП на полския и румънския капиталов пазар е илюстрирано и с примери на компании, търгувани на пазарите за МСП на Варшавската и Букурещката фондови борси.

Практическата насоченост на проучването и представянето на опита на Полша и Румъния в областта на финансирането чрез капиталовия пазар на МСП от една страна и анализа на състоянието и развитието на българския капиталов пазар за периода 2007-2019 г. от друга, доказват тезата на автора, според която **българският капиталов пазар притежава потенциал, който при предприемане на подходящи стимулиращи мерки, може да доведе до повишаване на борсовата търговия и възвръщане на доверието в капиталовия пазар като източник за финансиране. Създаването на сегмент за търговия на малки и средни предприятия на българската фондова борса (пазар за растеж), може да изпълни ролята на акселератор и да доведе до активизиране на борсовата търговия и до подобряване на ефективността на българския капиталов пазар.**

IV. НАУЧНИ ПРИНОСИ

1. Анализирани са състоянието, динамиката и тенденциите в развитието на капиталовия пазар за периода 2007-2019 г., като са систематизирани основните проблеми, предизвикателства и насоки за стимулиране на неговото развитие.
2. Изследвани са институционалните инициативи в ЕС относно интегрирането на капиталовите пазари и създаването на единен капиталов пазар.
3. Извършен е теоретичен анализ на пазара за растеж на МСП в България и анализ на предимствата, недостатъците, възможностите и заплахите (SWOT анализ) за финансиране дейността на МСП чрез капиталовия пазар.
4. Проучени и представени са добрите практики в областта на финансирането чрез капиталовия пазар на МСП (на примера на капиталовите пазари в Полша и Румъния) и е извършен сравнителен анализ на пазарите за МСП на борсите в Полша, Румъния и България.

V. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ

Препоръките за по-важни бъдещи изследвания във връзка с финансирането чрез капиталовия пазар на малкия и среден бизнес и по-конкретно чрез пазара за растеж ВЕАМ, могат да бъдат очертани в няколко направления:

1. Разработване на методика за емпирично изследване на склонността за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП в страната.
2. Проучване сред мениджърите на най-динамичните (100 на брой) МСП на склонността за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП в страната за последните три години.
3. Представяне на анализирани резултати от емпиричното изследване.

VI. ПУБЛИКАЦИИ НА АВТОРА СВЪРЗАНИ С ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Йотинска, Сн. (2017), *„Макроекономически дисбаланси и предизвикателства пред българската икономика“*, доклад от Годишна отчетна научна конференция на ВУЗФ, 15-16 декември 2016 г., VUZF Review, брой 2, 2017 г., стр. 97-107.
2. Йотинска, Сн. (2018), *„Основни тенденции и предизвикателства в развитието на капиталовия пазар в България“*, доклад от Годишна студентска и докторантска конференция на ВУЗФ, 11 май 2017 г., публикуван в колективна монография *„Устойчиво развитие и конкурентоспособност на регионите“*, том 1, Академично издателство „Талант“, Висше училище по агробизнес и развитие на регионите, гр. Пловдив, ноември 2018 г., стр. 171-180.
3. Йотинска, Сн. (2019), *„Капиталовият пазар като алтернативен източник за финансиране на малките и средни предприятия в България“*, доклад от Годишна отчетна научна конференция на ВУЗФ, 13 декември 2018 г., VUZF Review, брой 1, 2019 г., стр. 58-67.
4. Йотинска, Сн. (2019), *„Приоритети и предизвикателства при изграждането на съюза на капиталовите пазари“*, доклад от Годишна студентска и докторантска конференция на ВУЗФ, 16 май 2019 г., VUZF Review, брой 2, 2019 г., стр. 13-21.
5. Йотинска, Сн. (2020), *„Добри практики при финансиране чрез капиталовия пазар на малките и средни предприятия (на примера на капиталовите пазари в Полша и Румъния)“*, доклад от Втора международна конференция за общоевропейския продукт за лично пенсионно осигуряване (PEPP), ВУЗФ, 29-30 октомври, 2020 г., сборник, PEPP – Регламент и технически стандарти за пазарна реализация, стр. 118-133.

БЛАГОДАРНОСТИ

Бих искала да изразя благодарността си към моя научен ръководител доц. д-р Маню Моравенов за подкрепата, насоките по разработването на дисертационната теза и за осигурената творческа свобода при работата по дисертационния труд. Благодарна съм и на г-н Петър Кемалов, Директор дирекция „Корпоративно развитие“ в БФБ, за полезните съвети. Специални благодарности изказвам и на ръководството на ВУЗФ за предоставените възможности за изява в различни форуми на университета. Признателна съм и на екипа на „Центъра за научни изследвания и докторантско обучение“ за оказваното съдействие по време на докторантурата. На последно място, но не и по-важност, бих искала да благодаря и на моето семейство за търпението, разбирането и окуражаването този труд да стане възможен.

ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ

Декларирам, че дисертационният труд **„Възможности за финансиране чрез капиталовия пазар на малките и средни предприятия в България“** е изцяло авторски продукт. При неговото разработване не са ползвани чужди публикации и разработки в нарушение на авторските им права.