

20 ГОДИНИ

ЕМИСИИ НА БЕЗНАЛИЧНИ ДЪРЖАВНИ ЦЕННИ КНИЖА В БЪЛГАРИЯ



МИНИСТЕРСТВО
НА ФИНАНСИТЕ

БЪЛГАРСКА
НАРОДНА БАНКА

20 ГОДИНИ
ЕМИСИИ НА БЕЗНАЛИЧНИ
ДЪРЖАВНИ ЦЕННИ КНИЖА
В БЪЛГАРИЯ



МИНИСТЕРСТВО
НА ФИНАНСИТЕ



БЪЛГАРСКА
НАРОДНА БАНКА

Уважаеми госпожи и господа,

На 3 февруари 2012 г. се навършват 20 години от провеждането на първия аукцион за безналични държавни ценни книжа в Република България. По този повод Министерството на финансите и Българската народна банка представят на широката читателска аудитория кратка ретроспекция на провежданата от Министерството на финансите емисионна политика като елемент от фискалната политика на българското правителство, осъществявана през изминалите две десетилетия.

Пазарът на държавни дългови инструменти е най-значимият в системата на единния пазар на ценни книжа. Във всички развити пазарни икономики държавните ценни книжа са водещ финансов инструмент и предпочитана инвестиционна алтернатива както за институционални, така и за индивидуални инвеститори.

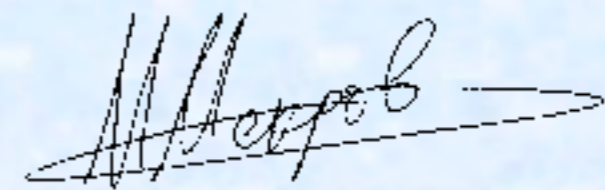
У нас търговията с държавни ценни книжа стартира в началото на 90-те години на XX век в условията на провежданите тогава в страната социално-икономически реформи и в подкрепа на намеренията на българското правителство да постави на дневен ред разрешаването на проблемите с дефицита и изглаждането на финансовите неравновесия чрез използване на вътрешни ресурси.

В своята 20-годишна история пазарът на безналични държавни ценни книжа измина дълъг път и различни етапи в своето развитие. Пускането в обращение на първите краткосрочни безналични държавни ценни книжа като източник за редовно набиране на средства, необходими за финансирането на дефицити в държавния бюджет в периода на преход към пазарна икономика, е последвано от постепенно разнообразяване на вида, срочността и финансовите характеристики на дълговите инструменти. Успоредно с това непрекъснато се усъвършенства и оптимизира правната рамка с оглед създаването на по-добре функциониращ и интегриран финансов пазар.

В наши дни емисионната политика вече се идентифицира като проявление на цялостната фискална политика, натоварена до голяма степен с отговорността за поддържане на макроикономическата стабилност в страната и за запазване на положителните тенденции в кредитния рейтинг на България.



Симеон Дянков
Заместник министър-председател
и министър на финансите



Иван Искров
Управител
на Българската народна банка

СЪДЪРЖАНИЕ

Раздел I	
СЪЩНОСТ И ОСНОВНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ДЦК – БЕЗРИСКОВА, ДОХОДНА И ЛИКВИДНА ИНВЕСТИЦИЯ.....	7
Раздел II	
ВЪВ ВРЕМЕТО НА ПРЕХОДА.....	8
1. Начало на икономическите реформи в България	8
2. Основни източници за финансиране на бюджетния дефицит	8
2.1. Пряко финансиране от БНБ на държавния бюджет	8
2.2. Емитиране на ДЦК за финансиране на бюджетния дефицит – сключване на вътрешни държавни заеми и емитиране на налични ДЦК	9
3. Първа емисия на безналични ДЦК	13
3.1. Първи аукцион за продажба на безналични ДЦК.....	13
3.2. Въвеждане на редовни емисии безналични ДЦК	14
4. Емисии на прехода.....	15
4.1. ДЦК за финансиране на бюджетния дефицит	16
4.1.1. ДЦК с целево предназначение (целеви емисии).....	25
4.2. ДЦК, емитирани за структурната реформа и за облекчаване на банковата система от необслужвани кредити на държавни предприятия	29
4.3. Гаранционни ДЦК, емитирани за преодоляване на последиците от обявяването през 1996 г. в несъстоятелност на 15 търговски банки	32
Раздел III	
ИНСТИТУЦИОНАЛНА СТРУКТУРА НА ПАЗАРА НА ДЦК	35
1. Министерството на финансите – емитент на ДЦК.....	35
2. БНБ – фискален агент на правителството	36
2.1. Развитие на агентските функции на БНБ.....	36
2.2. Техническо обезпечение на операциите по управление на дълга	42
2.2.1. Кратка история.....	42
2.2.2. Функционалност на системата АДЦК	44
2.2.3. Функционалност на системата ЕСРОТ.....	46
3. Първични дилъри на ДЦК.....	48
Заклучение	52

Използвани съкращения

АДЦК	Система за провеждане на аукциони и подписки за продажба на държавни ценни книжа
БНБ	Българска народна банка
ГДЦК	гаранционни държавни ценни книжа
ДВ	Държавен вестник
ДЗИ	Държавен застрахователен институт
ДСК	Държавна спестовна каса
ДЦК	държавни ценни книжа
ЕСРОТ	Електронна система за регистриране и обслужване на търговията с безналични ДЦК в БНБ
ЗБКД	Закон за банките и кредитното дело
ЗДБРБ	Закон за държавния бюджет на Република България
ЗДД	Закон за държавния дълг
ЗДЗВСТБ	Закон за държавна защита на влогове и сметки в търговски банки, за които БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност
ЗКИ	Закон за кредитните институции
ЗПФИ	Закон за пазарите на финансови инструменти
ЗУНК	Закон за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 г.
ЗЦКФБИД	Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества
КСИ	Комитет по съобщения и информатика
МС	Министерски съвет
МФ	Министерство на финансите
ОЛП	основен лихвен процент
ПД	първични дилъри
ПМС	Постановление на Министерския съвет
СДЦК	Система за сетълмент на държавни ценни книжа

Раздел I СЪЩНОСТ И ОСНОВНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ДЦК – БЕЗРИСКОВА, ДОХОДНА И ЛИКВИДНА ИНВЕСТИЦИЯ

Съвременният инвеститор в ценни книжа си задава все по-често въпроса, къде най-сигурно и доходно да вложи парите си в условия на финансова нестабилност. Практиката показва, че най-големият емитент на ценни книжа – държавата, традиционно е и най-добрият платец на дължимите по тях суми. Държавните ценни книжа (ДЦК) са основен източник за привличане на заемни средства, необходими за покриване на бюджетния дефицит. Ползват се с голяма популярност в страните с пазарна икономика и са част от вътрешния държавен дълг.

ДЦК представляват специфична форма на кредитиране, при която кредитополучател е държавата, а емитент – правителството. Групата на кредиторите е практически неограничена и включва търговски банки, застрахователни дружества, пенсионни и инвестиционни фондове, компании от различни сектори на бизнеса и физически лица, които влагат временно свободните си средства в този вид инвестиции.

ДЦК са дългови финансови инструменти, емитирани от изпълнителната власт за покриване на нуждите от финансови средства, и материализират заемите, теглени и ползвани от сектор „централно държавно управление“ за определен срок. Съществуването и циркулацията на ДЦК се обуславят главно от необходимостта да се финансира текущият бюджетен дефицит. Освен за покриване на текущия бюджетен дефицит ДЦК се емитират и за погасяване на вече взети заеми, за обезпечаване на касовото изпълнение на бюджета или за компенсиране на неритмичността в данъчните постъпления.

ДЦК представляват пряко задължение на държавата и основен финансов инструмент, чрез който се осъществява управлението на вътрешния държавен дълг. Поради високата ликвидност и гарантираното им изплащане от правителството те са доминиращ инструмент на финансовите пазари.

Като непосредствен обект на търгуване на финансовия пазар ДЦК са твърде разнообразни, за да могат да бъдат обхванати изцяло. Всички те обаче притежават едно основно качество – носят доход на своите притежатели.

Раздел II ВЪВ ВРЕМЕТО НА ПРЕХОДА

1. Начало на икономическите реформи в България

Дълбоката икономическа депресия, която съпътства прехода от централно планово стопанство към пазарна икономика в условия на бавни структурни промени на макроравнище, преобладаващо неблагоприятна и непрекъснато усложняваща се външна среда и ограничено чуждестранно финансиране, превръща провежданата в България след 1989 г. фискална политика в основен инструмент за постигане на финансова стабилизация. Трудностите при преодоляването на финансовите неравновесия в сложната макроикономическа среда, нестабилната външнополитическа обстановка и социално-икономическото развитие на страната в периода след 1989 г. налагат провеждането на гъвкава фискална политика и определят нейния рестриктивен характер. Наличието на значителен по своя размер външен дълг, натрупан до 1991 г., забавянето на структурната реформа и поддържането на нежизнеспособни стопански структури довеждат до натрупването на финансови проблеми, изразяващи се главно в неизпълнение на очакваните приходи и по-висок размер на бюджетния дефицит.

2. Основни източници за финансиране на бюджетния дефицит

2.1. Пряко финансиране от БНБ на държавния бюджет

Драстичното нарастване на външния дълг в резултат от свръхпривличането на чуждестранни заеми (предимно от кредитори като Лондонския и Парижкия клуб) с цел да бъдат неутрализирани появилите се в националното стопанство фактори, възпрепятстващи значително динамиката на растежа, извеждат на преден план необходимостта от разрешаване на проблемите с дефицита чрез прилагане на икономически обоснована методика за използването като източници за неговото финансиране на вътрешни ресурси.

Успешното решаване на тези въпроси налага тясна координация между провежданата тогава от Българската народна банка (БНБ) парична политика и фискалната политика на правителството, особено в областта на съвместните прогнози за размера на бюджетния дефицит и формите на неговото финансиране, обособени най-общо в две основни групи:

- външно финансиране, което включва операциите с чужбина;
- вътрешно финансиране под формата на кредити от БНБ и операции с ДЦК.

Драстичното нарастване на разходите за финансиране на бюджетния дефицит в условията на свиващи се финансови пазари изкушава правителството да монетизира по-голям дял от дефицита, като в онзи период оказва натиск върху БНБ за пряко или косвено финансиране на правителствения дефицит под формата на дългосрочни и краткосрочни кредити до размерите, предвидени в Закона за държавния бюджет на Република България (ЗДБРБ) за съответната година. Дългосрочните кредити се предоставят от БНБ с решение на Народното събрание или Министерския съвет (МС), а краткосрочните кредити се отпускат на правителството съгласно чл. 46 от действащия тогава Закон за БНБ¹. Те са предназначени за покриване на временен недостиг на средства при текущото изпълнение на държавния бюджет и са със срок на издължаване до 3 месеца, но не по-късно от края на съответната календарна година. По силата на чл. 48 от същия закон БНБ може да купува и продава ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата, които съставляват част от публична емисия.

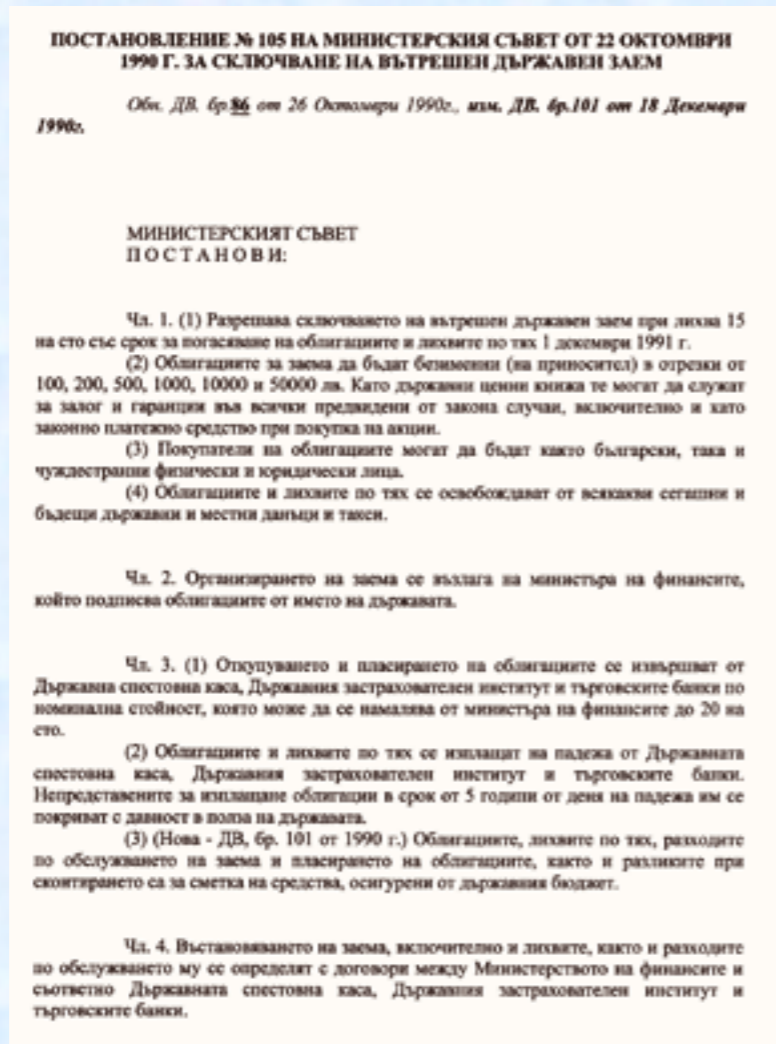
2.2. Емитиране на ДЦК за финансиране на бюджетния дефицит – сключване на вътрешни държавни заеми и емитиране на налични ДЦК

Финансирането чрез емисии на ДЦК е най-често използваният от правителството начин за набиране на средства посредством използване на свободния ресурс във финансовата система. Предпочитанията към този вид финансиране са продиктувани от обстоятелството, че така дългът се разпределя не само за по-дълъг период, но и върху по-широка база инвеститори, които са с различни предпочитания по отношение на падежа и ликвидността на емисиите. Пускането в обращение на дългови инструменти на държавата е начин за акумулиране на парични средства, но също така дава и възможност за управление на ликвидността и кредитния ресурс и съдейства за създаване на вторичен пазар на държавния дълг, което е предпоставка за по-голямо търсене и по-ефективно управление на дълга.

Продажбата на ДЦК в България започва през 1990 г. със сключването от Министерството на финансите (МФ) на едногодишен облигационен заем. Държавните облигации са емитирани в наличен вид. С Постановление на МС № 105 от 22.X.1990 г. се обявява сключването на вътрешен държавен заем под формата на безименни (на приносител) облигации със срок на погасяване на книгата и лихвите по тях – 1 декември 1991 г. Изкупуването и пласирането на облигациите се извършва от Държавната спестовна каса

¹ Обн., ДВ., бр. 50 от 25 юни 1991 г., изм., бр. 32 от 16 април 1996 г., отм., бр. 46 от 10 юни 1997 г.

(ДСК), Държавния застрахователен институт (ДЗИ) и търговските банки. Възможност да закупуват ценните книжа имат както български, така и чуждестранни физически и юридически лица. Изплащането на облигациите, включително лихвите и разходите по тяхното обслужване, се определя с договори, сключени между МФ, от една страна, и ДСК, ДЗИ и търговските банки, от друга. Първоначално облигациите се продават с отстъпка от номинала в размер на 20%. За да бъдат привлечени повече инвеститори, една седмица след приемането на постановлението то е изменено. Промените предвиждат на падежа еднократно да бъде изплащана лихва в размер на 15% от номинала. Така доходността на емисията достига 43.75%.



Първичната продажба на държавните облигации, както и изплащането им на падежа се извършва с посредничеството на ДСК. По-голямата част от тях е изкупена от граждани. Книжата от тази емисия не подлежат на търгуване на вторичен пазар.

Със Закона за държавния бюджет за 1991 г. за първи път се предвижда бюджетният дефицит на страната да бъде покрит чрез преки кредити от БНБ и чрез емисии на ДЦК в процентно съотношение 50:50. В условията



на високи инфлационни очаквания за 1991 г. и обща несигурност на пазара МФ се ориентира към емисии на тримесечни ДЦК. За текущо управление на вътрешния държавен дълг и покриване на временните разлики между приходите и разходите на държавния бюджет от началото на юли 1991 г. финансовото министерство започва да емитира краткосрочни държавни ценни книжа – съкровищни бонове. С Постановление на МС (ПМС) № 112 от 13.VI.1991 г. е обявено сключването на краткосрочни 91-дневни вътрешни държавни заеми за финансиране на бюджетния дефицит, организацията по сключването на които се възлага на министъра на финансите. Разпространението, продажбата и изплащането им се извършва въз основа на договори, сключени, от една страна, между министъра на финансите,



или упълномощено от него лице, и, от друга, БНБ, ДСК, ДЗИ, търговските банки и Комитета по съобщения и информатика (КСИ). Договорите предвиждат пласирането на безименните съкровищни бонове да се осъществява чрез откупуване или на комисионни начала, като книгата се предоставят на финансовите институции-пласьори по първоначална цена, образувана чрез отстъпка от номиналната стойност, а последващата им продажба на други физически и юридически лица се извършва по пазарна цена. Целта на емитирането на безименни съкровищни бонове е да се финансира дефицитът по държавния бюджет и същевременно да се стимулира развитието на първичен и вторичен пазар на ценни книжа за обслужването на държавния дълг. През 1991 г. чрез нетната емисия на съкровищни бонове са финансирани 41.5% от бюджетния дефицит, а 49.8% са покрити с кредит от БНБ.

С приемането на ПМС № 215 от 4 ноември 1991 г. МС предоставя на министъра на финансите възможност да сключва вътрешни държавни заеми със срок над 3 месеца. Считано от ноември същата година, договорите за вътрешни държавни заеми, които представляват безименни ценни книжа на приносител (бонове, облигации и съкровищни билети), емитирани от МФ, се сключват при срок на погасяване от 3 месеца до 10 години. На практика Постановлението не променя прилаганата до момента организация по сключването на държавните заеми, както и условията за разпространение, продажба и изплащане на ценните книжа. Основни участници на пазара остават МФ, БНБ, ДСК, ДЗИ и търговските банки. На основание същото



постановление в началото на 1992 г. МФ реализира две емисии тримесечни съкровищни бонове със съвкупна номинална стойност 1406 млн. лв. при 13% отстъпка, а през октомври и ноември Министерството сключва договори с ДСК за откупуване и пласиране на една емисия налични деветмесечни съкровищни бонове и една емисия налични тригодишни облигации. Доходът от тях е под формата на плаващ лихвен процент – първите носят лихва, равна на основния лихвен процент минус един пункт, а вторите – лихва, равна на основния лихвен процент плюс един пункт.

Налични емисии се пускат в обращение до 1993 г. Предназначени са предимно за граждани и се пласират чрез клоновете на ДСК и търговските банки. По своята същност те представляват документ за материализирани права, издаден от държавата, и притежават всички особености на ценна книга. Издават се във веществена форма и чрез специална технология съответните им реквизити биват отпечатвани върху хартия, защитена срещу подправяне. Този вид държавни ценни книжа обаче имат по-слаба защита от фалшифициране и отпечатването им изисква големи разходи, осигурявани от държавата.

3. Първа емисия на безналични ДЦК

3.1. Първи аукцион за продажба на безналични ДЦК

Практиката при търговията с ДЦК показва неудобство от използването на наличната форма, която значително оскъпява този вид дейност и частично затруднява активната търговия на вторичен пазар. Това налага намирането и утвърждаването на пазара на нова форма – безналични ДЦК, които съществуват като счетоводни и/или електронни записи в програмни системи, удостоверяващи собствеността върху тях. Те се характеризират с ниски разходи за емитирането, по-голямо удобство на съхранение и по-висока сигурност срещу фалшифициране.

В България емитирането и продажбата на книжа от този вид са източник на редовно набиране на значителни по обем средства, необходими за балансирането на държавния бюджет в периода на преход от централно планово стопанство към свободно регулирана пазарна икономика.

Издаването на безналични ДЦК у нас започва през 1992 г., като условията и редът за тяхното емитиране биват регламентирани с приетата от МФ и БНБ *Наредба № 5 за емитиране на безналични ДЦК и реда за тяхното придобиване и изплащане*. С Наредбата се определя редът за сключване на вътрешни държавни заеми чрез емисии на безналични ДЦК със срок до една година. Съгласно постигнатата договореност между МФ и БНБ от февруари 1992 г. БНБ започва продажбата на безналични държавни ценни книжа от името и за сметка на МФ. В съответствие с Наредбата продажбата се осъществява на аукционен принцип. Предвижда се също провеждането ежемесечно на два аукциона – всеки първи и трети понеделник от месеца. Предлагат се само краткосрочни ДЦК със срок от три до девет месеца.

Доходът от тях е под формата на отстъпка, като МФ обявява минимално приемлива цена за продажба на книгата.

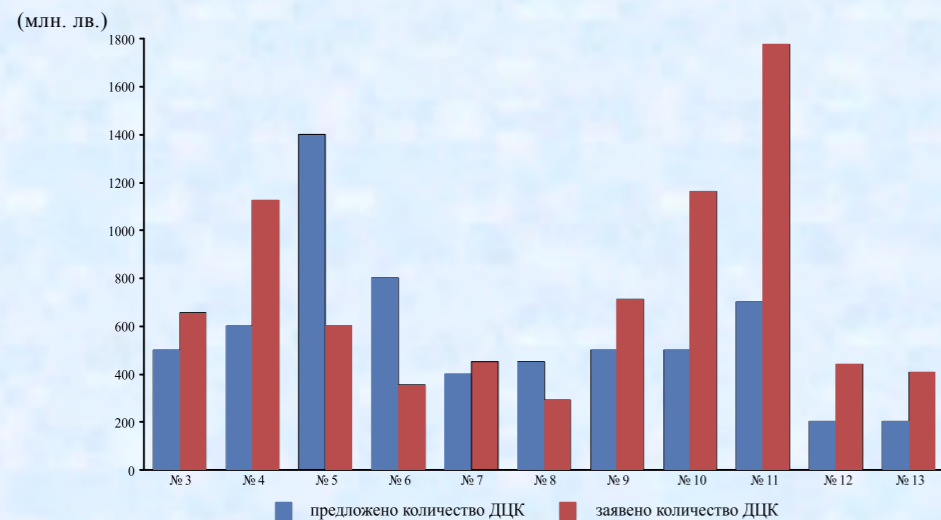
Първият аукцион за безналични съкровищни бонове е проведен на 3 февруари 1992 г. Обявените за продажба книга са със срок три месеца. Предварително определеното от МФ количество за продажба е в размер на 500 млн. лв. номинална стойност при минимална цена за участие 87.00 лв. на 100 лв. номинал. Получени са 20 поръчки от 11 финансови институции за съвкупна номинална стойност 655 млн. лв. Неизпълнени остават поръчки за 155 млн. лв., като средната продажна цена на одобрените поръчки е 87.48 лв. на 100 лв. номинал.

3.2. Въвеждане на редовни емисии безналични ДЦК

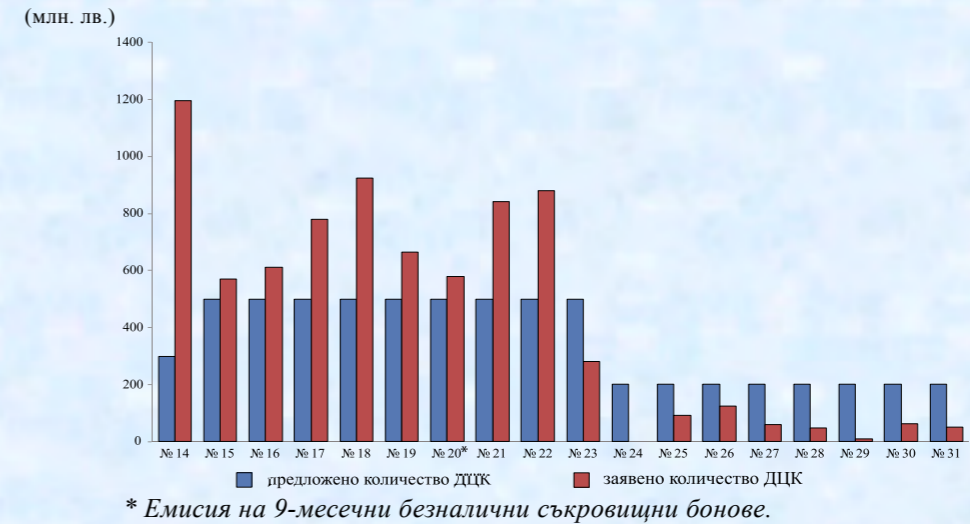
За да разсрочи задълженията на правителството за по-дълъг период от време, от юли 1992 г. МФ започва емитиране на шестмесечни безналични държавни съкровищни бонове, а през септември е предложена за продажба и първата емисия деветмесечни съкровищни бонове. През годината са реализирани общо 29 емисии на безналични държавни ценни книжа, от които 11 емисии на 3-месечни съкровищни бонове, 17 емисии на 6-месечни съкровищни бонове и една емисия на 9-месечни съкровищни бонове със съвкупна номинална стойност 9879 млн. лв. В проведените от БНБ аукциони участват 30 финансови институции.

Реализираните през годината емисии на краткосрочни безналични ДЦК сочат непостоянство и нестабилност в развитието на този пазар на дългови инструменти. Липсата на годишен график на емисиите, съобразен с текущите нужди на бюджета, високите продажни цени, предлагани от МФ, честотата на провежданите аукциони и насищането на пазара с ДЦК при отсъствието на вторичен пазар за покупко-продажбата им предопределят слабото търсене на ДЦК от страна на финансовите институции. Те проявяват по-голям интерес към 3-месечните съкровищни бонове. В резултат на по-високата цена и по-дългия срок до падежа търсенето на 6-месечни бонове е по-слабо.

**Предложено и заявено количество
3-месечни съкровищни бонове през 1992 г.**

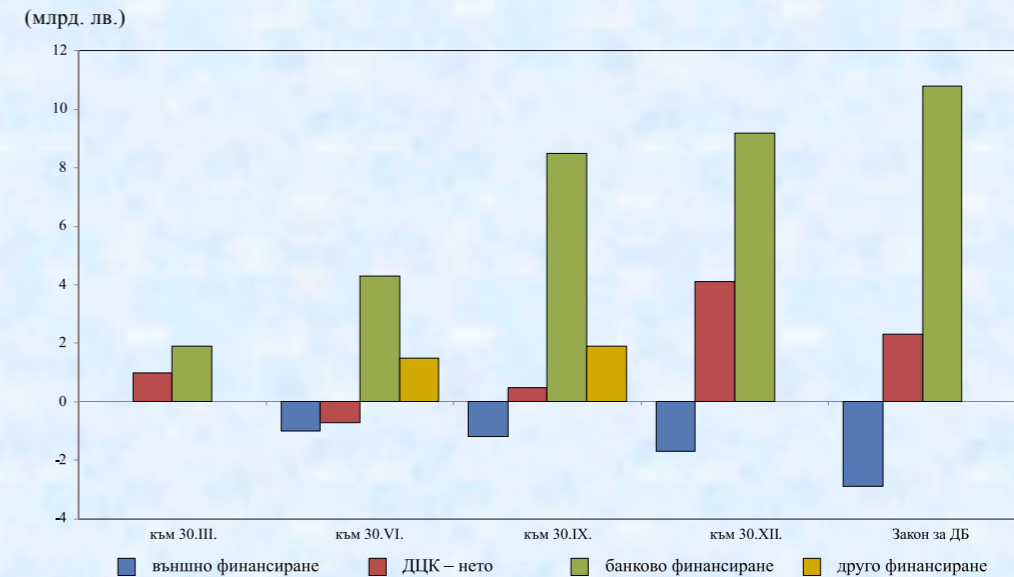


**Предложено и заявено количество
6-месечни и 9-месечни съкровищни бонове през 1992 г.**



В тримесечен разрез структурата на нетното финансиране на бюджетния дефицит за 1992 г. се променя.

Нетно финансиране на бюджетния дефицит през 1992 г.



4. Емисии на прехода

От възникването си през 1990 г. пазарът на ДЦК в България претърпява съществени промени и развитието му е съпроводено с предприемането от страна на правителството на редица операции, продиктувани от необходимостта бързо да се акумулира значителен финансов ресурс за покриване на общата потребност от кредит за финансиране на публичните разходи. Драматично нарастващите нужди на правителството от

кредит, както и поемането от него през първите години на прехода към пазарна икономика на огромна част от дефицитите на реалния и банковия сектор обуславят появата на значителни по обем и с разнообразна структура дългови инструменти, чието емитиране в максимална степен удовлетворява и потребностите на държавата от заемни средства, и нуждите и изискванията на отделните групи инвеститори – участници на пазара на ДЦК.

В условията на непрекъснато задълбочаващи се финансови неравновесия и необходимост от навременно осигуряване на ресурси за финансирането на значителни по размер и неравномерно разпределени във времето разходи емисионната политика на МФ се концентрира върху използването на следните основни видове дългови инструменти:

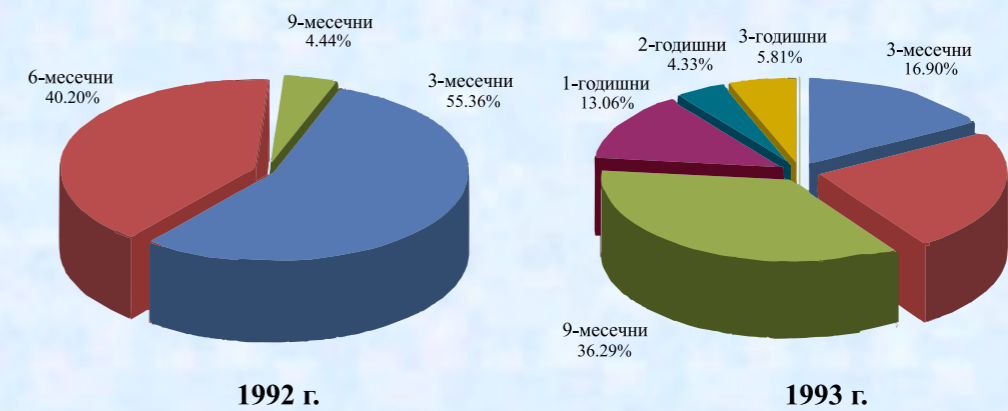
- ДЦК за финансиране на бюджетния дефицит, в това число ДЦК с целево предназначение (целеви емисии);
- ДЦК, емитирани във връзка със структурната реформа и за облекчаване на банковата система от необслужвани кредити на държавни предприятия;
- Гаранционни ДЦК (ГДЦК), емитирани за преодоляване на последиците от обявяването през 1996 г. в несъстоятелност на 15 търговски банки.

4.1. ДЦК за финансиране на бюджетния дефицит

От 1990 г. насам ДЦК редовно се използват за финансиране на държавния бюджет на България. Размерът на емисиите се определя ежегодно със ЗДБРБ като част от вътрешното финансиране на бюджета, а видовете използвани инструменти се определят от политиката на МФ. От възникването си досега пазарът на ДЦК непрекъснато засилва ролята си като инструмент за финансиране на бюджетния дефицит. През 1992 г. само 30% от дефицита се финансират с емисии на ДЦК, докато през 1993 г. този дял нараства до 72%, а през 1995 г. дефицитът изцяло е финансиран с емисии на ДЦК. През 1996 г. се забелязва промяна в тенденцията, когато в края на годината ревизираният бюджетен дефицит частично е финансиран с пряк кредит от БНБ. В периода след въвеждането на Валутния борд ДЦК запазват ролята си на доминиращ инструмент на финансовите пазари и основен източник за финансиране на бюджетния дефицит.

Първите безналични ДЦК, емитирани от МФ през 1992 г., са със срок от три до девет месеца. Доходът по тях е под формата на отстъпка от номинала. Нарасналото търсене на ДЦК и необходимостта от разсрочване на задълженията на правителството за по-дълги периоди от време налагат своевременно усъвършенстване на нормативната уредба, с която се регулира процесът на емитиране и провеждане на сделки с ДЦК в съответствие с намеренията на правителството за промяна на провежданата емисионна политика. След промяната на Наредба № 5 през 1993 г. започват редовни емисии на средносрочни книжа, а към издаваните краткосрочни са прибавени и такива със срок от 1 година. Книжата със срок над 1 година са лихвоносни и се продават по цена, равна на или над номинала.

Матуритетна структура на емитираните ДЦК



Въвеждат се лимити за максималното количество ДЦК, които един участник може да придобие със състезателни поръчки:

- за краткосрочни ДЦК – 15% от количеството, предназначено за продажба чрез състезателни поръчки;
- за средносрочни ДЦК – 35% от количеството, предназначено за продажба чрез състезателни поръчки;
- за дългосрочни ДЦК – 50% от количеството, предназначено за продажба чрез състезателни поръчки.

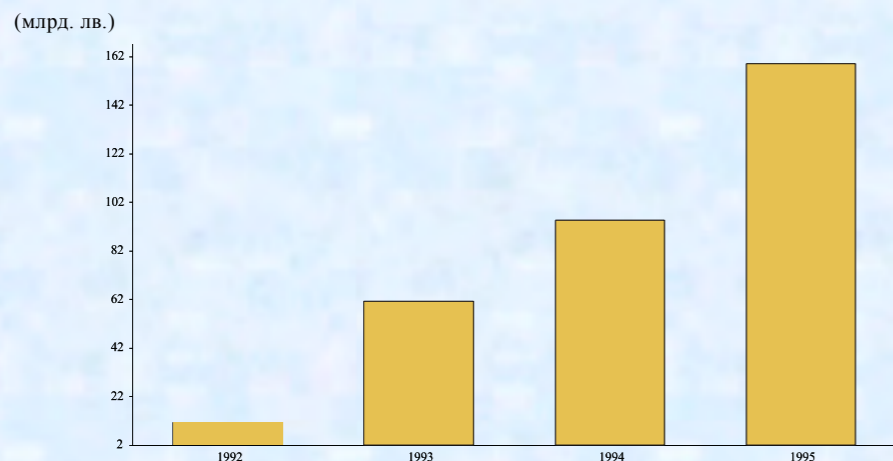
През 1994 г. продължава тенденцията към ускорено развитие на българския пазар на ДЦК. Финансирането на 80% от бюджетния дефицит е с ДЦК, а около 20% – с пряк банков кредит. Адекватно на пазарните условия в края на годината е променен принципът на ценообразуване на първичните аукциони. МФ не обявява предварително минимална цена и на финансовите институции е предоставена възможност сами да я предлагат в поръчките си.

Темпът на нарастване на броя и съвкупната номинална стойност на емитираните ДЦК се запазва и през 1995 г. Средните продажни цени на реализираните емисии осигуряват на притежателите на книжата доходност, по-висока от основния лихвен процент за съответния период.

Направеният обзор на пазара на безналични ДЦК за периода 1992 – 1995 г. очертава няколко основни тенденции в неговото развитие:

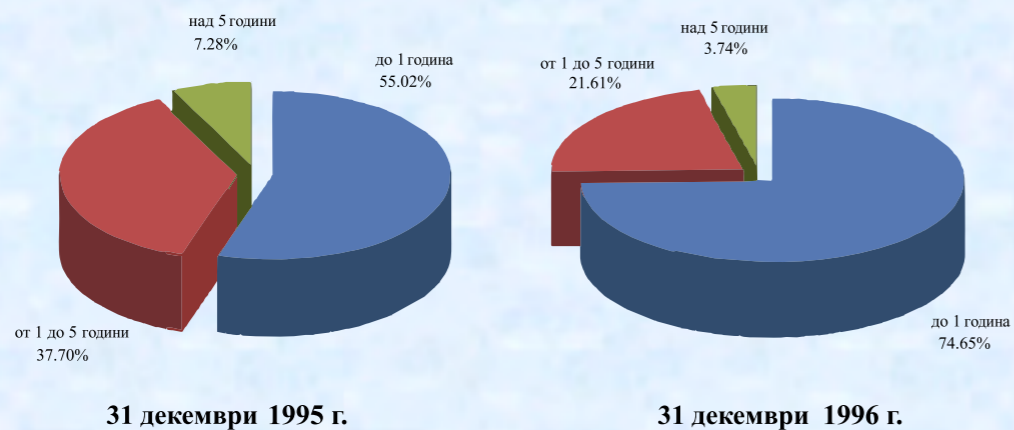
1. Силно нараства интересът на инвеститорите към ДЦК с подчертан стремеж към краткосрочните;
2. Увеличава се честотата на емисиите ДЦК и в резултат на засиленото им търсене се разширява първичният им пазар;
3. Развива се вторичен пазар и значително нараства броят на извършените на него сделки за покупко-продажба на ДЦК;
4. Преобладаваща част от емисиите ДЦК осигуряват на своите притежатели средна доходност, равна на или по-голяма от действащия за периода на притежание на книжата основен лихвен процент (ОЛП).

Емитирани количества ДЦК през периода 1992 – 1995 г.



Усложнената макроикономическа среда през 1996 г., динамичните промени в ОЛП, обезценяването на лева, бюджетният дефицит и общите кредитни потребности на правителството са едни от основните фактори, които оказват влияние върху срочността и размера на емитираните ДЦК. Възникналата криза във финансовата система ограничава възможностите на първичния пазар за реализация на емитираните количества ДЦК. Това налага използването и на пряк банков кредит (кратко- и дългосрочен) както за покриване на временните касови разрыви, така и за финансиране на касовия дефицит въпреки проявяващия се проинфлационен ефект. Очерталата се тенденция да се емитират предимно краткосрочни ДЦК за финансиране на бюджетния дефицит – следствие от нестабилното състояние на пазара на дългови инструменти и интереса на инвеститорите главно към този вид книжа, продължава да действа и през 1996 г. Основен инвеститор в емисиите на съкровищни облигации остава ДСК. Това предопределя матуриретната структура на намиращите се в обращение ДЦК, емитирани по Наредба № 5. ДЦК със срок до 1 година заемат 74.7%, до 5 години – 21.6%, и със срок до 9 години (секюритизиран пряк дълг)² – 3.7 % от общия размер на ДЦК в обращение.

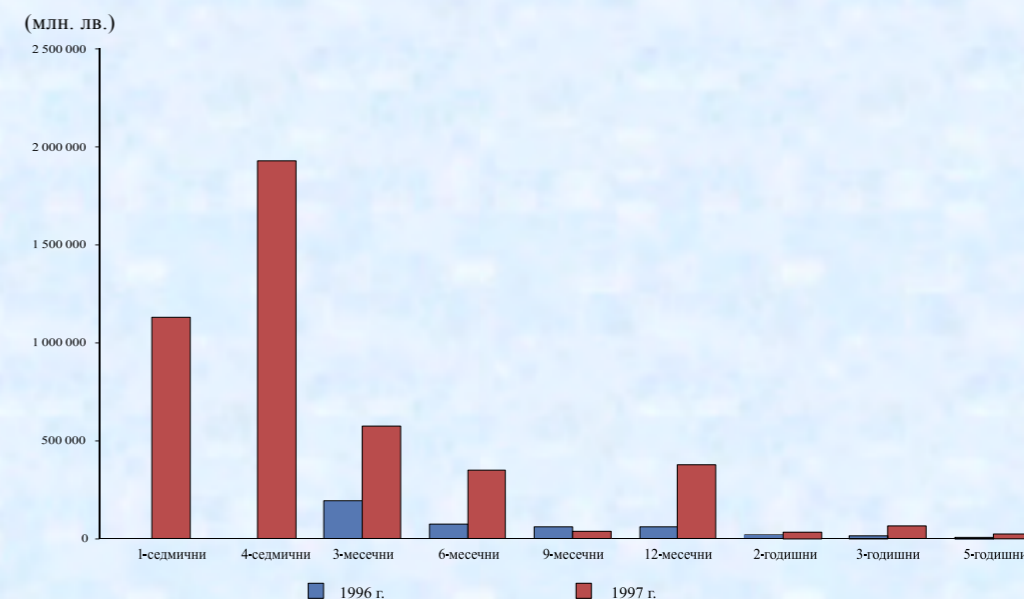
Матуриретна структура на ДЦК в обращение



² МФ емитира 8- и 9-годишни ДЦК за покриване на част от преките заеми, отпуснати от БНБ на правителството по реда на чл. 46 от Закона за БНБ от 1991 г.

В края на 1996 г. се появяват първите признаци на хиперинфлация и дестабилизация на лева, което предизвиква значителен спад в доверието към вложенията в национална валута и съответно води до скъсяване на срочността на инвестициите. Същевременно обаче се наблюдава голяма ликвидност в банковата система и рязко нарастващи потребности на бюджета. Пазарът на ДЦК показва пълна липса на интерес към традиционните инструменти, в резултат на което осигуряването на средства за фиска става изключително трудно. Допълнително дестабилизиращо условие са и слуховете за невъзможност на държавата да покрива задълженията си. Едно от най-добрите решения в тази ситуация е пълна промяна на използваните инструменти. Нестабилната икономическа среда в началото на 1997 г., рязкото увеличение на валутния курс и силните инфлационни очаквания налагат МФ да промени своята емисионна политика и да започне ежедневно емитиране на свръхкраткосрочни (7- и 28-дневни) съкровищни бонове с отстъпка от номинала. За участниците на пазара те осигуряват няколко предимства – всекидневна възможност за инвестиции, всекидневни постъпления от ДЦК с настъпващ падеж и кратък срок на вложението. За бюджета тази практика създава доста неудобства – най-вече несигурност на паричните потоци и невъзможност за планирането им дори и за тримесечен период, но въвеждането ѝ позволява да се осигурят необходимите средства за покриване на плащанията, което предотвратява обявяването на втори мораториум върху плащанията по дълга. В същото време свободните парични ресурси са насочени към правителствения дълг, а не към най-вероятния алтернативен източник – чуждестранните валути. В резултат на това темпът на обезценяване на лева и растежът на инфлацията са овладени. По същество ДЦК са използвани като начин за привличане на свръхкраткосрочната ликвидност на търговските банки. При необходимост през този период се емитират също така 3-, 6-, 9- и 12-месечни съкровищни бонове.

Реализирани емисии на ДЦК през 1996 – 1997 г.



Реализирането на целите, определени с въвеждането на Валутния борд, се осъществява в период на висока инфлация и сериозни сътресения в банковата и бюджетната сфера, което дава отражения и върху пазара на ДЦК. БНБ започва да функционира по правилата на Валутния борд, като претърпява една от най-дълбоките институционални промени от създаването си през 1879 г. С въвеждането на системата на Валутен борд е преустановена практиката БНБ да отпуска на държавата преки заеми, използвани дотогава от нея за финансиране на дефицита, делът на които рязко се увеличава през 1996 г. Съгласно Закона за БНБ³ централната банка може да предоставя кредити на държавата единствено за сметка на покупки на специални права на тираж от Международния валутен фонд (МВФ) при строго ограничени условия. Същевременно бюджетът се оказва в затруднено положение поради големите разходи за лихви по вътрешните заеми, натрупани главно в периода с висок ОЛП, и породените от инфлацията разходи за бюджетната сфера. До постигането на ниска инфлация, по-ниски лихви и установяване на по-добра събираемост на данъците основен източник за финансиране на дефицита остават операциите с ДЦК. В началния период след въвеждането на Валутния борд финансовите институции се намират в сходно с бюджета положение и пазарът се характеризира с липса на ликвидни средства. Свободните средства на банките са насочени към пазара на ДЦК, които в такава ситуация са най-сигурната и със сравнително висока доходност алтернатива. Това налага необходимостта от промяна в емисионната политика на МФ главно по отношение на размера, вида и срочността на новите емисии ДЦК.

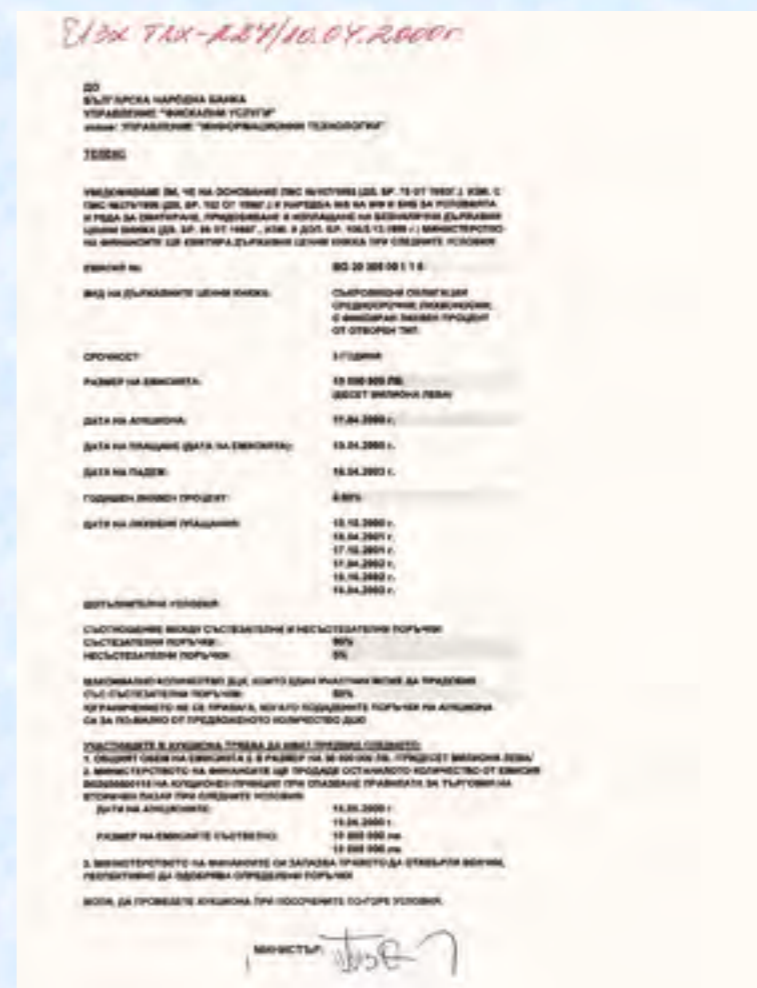
В резултат от започналата финансова стабилизация се възстановява практиката аукционите за продажба на ДЦК да се провеждат всеки понеделник от месеца (за съкровищни бонове) и всеки втори и четвърти петък от месеца (за съкровищни облигации). Впоследствие се преминава към практиката аукционите да се провеждат само в понеделник. Постепенно се формира тенденция към увеличаване срочността на емитираните ДЦК и намаляване на предлаганите обеми. Овлабяването на инфлацията и фиксирането на валутния курс създават възможност за по-добра преценка на бъдещите равнища на лихвения процент, което допринася и за това предлаганите от бюджета равнища на доход да съответстват на очакванията на инвеститорите.

Макроекономическата стабилизация, настъпила след въвеждането на Валутния борд, е основната характерна черта на българското стопанство през 1998 г. Целенасочената политика на утвърждаване на постигнатата стабилност и преминаване към устойчив растеж се изразява в подписаното

3 Обн., ДВ, бр. 46 от 10 юни 1997 г., доп., бр. 49 от 29 април 1998 г., изм., бр. 153 от 23 декември 1998 г., изм., бр. 20 от 5 март 1999 г., доп., бр. 54 от 15 юни 1999 г., изм., бр. 109 от 18 декември 2001 г., изм., бр. 45 от 30 април 2002 г., изм., бр. 10 от 28 януари 2005 г., изм., бр. 39 от 10 май 2005 г., изм., бр. 37 от 5 май 2006 г., изм., бр. 59 от 21 юли 2006 г., изм., бр. 108 от 29 декември 2006 г., изм., бр. 52 от 29 юни 2007 г., изм., бр. 59 от 20 юли 2007 г., изм., бр. 24 от 31 март 2009 г., изм., бр. 42 от 5 юни 2009 г., изм., бр. 44 от 12 юни 2009 г., изм., бр. 97 от 10 декември 2010 г., изм., бр. 101 от 28 декември 2010 г.

тригодишно споразумение с МВФ. Стриктното придържане към правилата на Валутния борд трайно потиска инфлационните процеси. Провеждането през 1998 г. на балансирана бюджетна политика позволява поддържането на касов излишък почти през цялата година. Наложената по-висока отговорност при разходването на бюджетни средства и по-добрата дисциплина и контрол при събирането на приходите намалява необходимостта от финансиране на бюджета чрез емисия на дълг. Постигнатата обща икономическа стабилност довежда до подобряване на матурирещата структура на емитираните ДЦК, като чувствително се повишава относителният дял на средносрочните ценни книжа. Емисиите на ДЦК по реда на Наредба № 5 на МФ и БНБ следват предварително обявен емисионен календар, което позволява на участниците на първичния пазар на ДЦК да правят оптимален разчет на портфейлните си инвестиции, както и на обемите за реализиране на вторичния пазар.

В началото на 2000 г. МФ пуска в обращение първата емисия от отворен тип с 3-годишен матурирещ. Заедно със стремежа към увеличаване на относителния дял на средносрочните емисии с фиксиран лихвен купон МФ налага промени в провежданата емисионна политика. Броят на средносрочните ДЦК се увеличава за сметка на краткосрочните, а в календара на емисиите се залагат редуващи се 2- и 3-годишни ДЦК от отворен тип. През



последното тримесечие на 2000 г. е емитирана и първата 5-годишна емисия от отворен тип. Като следствие от набелязаните тенденции основният интерес на инвеститорите се измества към ДЦК с по-дългосрочен матуритет. Това се дължи на по-високата им доходност и липсата на алтернативни като риск и срочност инвестиционни решения.

БД
БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА
УПРАВЛЕНИЕ "ФИНАНСНИ УСЛУГИ"
 ИМЕНЕ: УПРАВЛЕНИЕ "ИНФОРМАЦИОННИ ТЕХНОЛОГИИ"

ИЖЛ № 17-00- 288
 ДАТА: 13.10.2000 г.

УВЕЩАВАНЕ №. НЕ НА ОСНОВАНИЕ ТИМ № 147/1993 г. (ДВ. Бр. 75 от 1993г.), ИЖЛ № ТИМ № 219/1994 (ДВ. Бр. 102 от 1994 г.) и № 3, МЛ. 4 ОТ ЗАКОНА № 30 НА 2 БИЛ ЗА УСЛОВИЯТА И РЕЖИМА ЗА ИЗПЪЛНЕНИЕ, ПРЕДВИДЯНЕ И МОДЕЛИРАНЕ НА РЕЗЕРВНОТО ДЪЛЖАНИЕ ЦЕННИ КНИЖА (ДВ. Бр. 19 от 1998 г., КМ и допълнен с Фр. 124 от 23.12.1999 г.) МИНИСТЕРСТВО НА ФИНАНСИТЕ СЪ ДИРЕКТОРА ДИРЕКЦИЯ ЕДИННА КНИЖА СЪВ СЛЕДВАЩИ УСЛОВИЯ:

КОДЕКС №: **80 20 348 00 1 1 3**

НАЧЕ НА ДЪЛЖАНИЕ ЦЕННИ КНИЖА: **СЪКРОВИЩНИ ОТСЪКЪМНИ СРЕДНОСРОЧНИ; ЗАКОНОСОБНИ; С ФИНАНСИРАНИ ЛИКВИДНИ ПРОЦЕНТИ; ОТ ОТВОРЕН ТИП**

СРОКОВИТ: **3 ГОДИНИ**

ОБЕМ НА ЕМИСИЯТА: **25 000 000 ЛВ. /ДИСКЕТ ИЛИ ЕДИННА КНИЖА/**

ДАТА НА АУКЦИОНА: **09.10.2000 г.**

ДАТА НА ПЛАЩАНЕ (ДАТА НА ЕМИСИЯТА): **11.10.2000 г.**

ДАТА НА ПЪРВИ ПЛАЩАНЕ: **09.10.2000 г.**

ГОДИШЕН ЛИХВЕН КУПОН: **3 00%**

ДАТА НА ПЪРВОТО ПЛАЩАНЕ: **11.04.2001 г., 10.10.2001 г., 10.04.2002 г., 09.10.2002 г., 09.04.2003 г., 08.10.2003 г., 07.04.2004 г., 06.10.2004 г., 04.04.2005 г., 03.10.2005 г.**

ДОПЪЛНИТЕЛНИ УСЛОВИЯ:

1. СЪКРОВИЩНИ РЕЖИМ СЪСТАВЛЯВАТ И НЕ СЪСТАВЛЯВАТ ПОРЪЧКИ:
 СЪСТАВЛЯВАТ ПОРЪЧКИ: **95%**
 НЕ СЪСТАВЛЯВАТ ПОРЪЧКИ: **5%**
2. МАКСИМАЛНО КОЛИЧЕСТВО ДИЖИ, КОИТО ЕДИН УЧАСТНИК МОЖЕ ДА ПРЕОДИ СЪС СЪСТАВЛЯВАТ ПОРЪЧКИ: **5%**
 (УЧАСТНИКЪТО НЕ СЕ ПРИНАДЪ, КОИТО СОБЛАДНИТЕ БИРАЧНИ НА АУКЦИОНА СЪ ЗА 30-НАЧНО ОТ ОБЩОТО КОЛИЧЕСТВО ДИЖИ)
3. ЕДИННА НАЧЕРА ЗА ПРИНАДЪ ОТ ЕДИН УЧАСТНИК ДИЖИ НЕ СЪСТАВЛЯВАТ ПОРЪЧКИ. НЕ МОЖЕ ДА СЪБЛЕДИМА ОБЩОКОЛЕНО ЗА ЕДИН ПЪРВИ ОТ 5%.

УЧАСТНИЦИТЕ В АУКЦИОНА ТРЪЖВА ДА ИМАТ СЛЕДВАЩИ УСЛОВИЯ:

1. ПЪРВИ ОБЕМ НА ЕМИСИЯТА Е В ОБЕМ НА 41 000 000 ЛВ. (ЧЕТИРИНАДЕСЕТ МИЛИОНА ЛЕВА)
2. МИНИСТЕРСТВО НА ФИНАНСИТЕ СЪ ПРОДАВА ОСТАНАЛОТО КОЛИЧЕСТВО ОТ ЕМИСИЯ № 80 20 309 00 117/11.10.2000г. НА АУКЦИОНЕН ПЪРВИ СЪВ СЪКРАВАНЕ ПЪРВИТА ЗА ТЪРЖОВИ НА ВЪТРЕШЕН ПАЗАР, НА СЛЕДВАЩИ ДАТА:

ДАТА НА АУКЦИОНАТА: **04.11.2000 г., 11.12.2000 г.**
3. АКО СЛЕД ПРИНАДЪ НА АУКЦИОНАТА, НА ПЪРВОТО СЛЕДВАЩИ ДАТА НЕ ПЪРВИ ПРОДАДЕНО ДАКОТО КОЛИЧЕСТВО ОТ ТАКА ЕМИСИЯ, МИНИСТЕРСТВО НА ФИНАНСИТЕ СЪ ПРЕДАВА ОСТАНАЛОТО КОЛИЧЕСТВО ДИЖИ 2001 г. НА АУКЦИОНЕН ПЪРВИ, ДО ЗАПЪЛВАНЕ НА ДАКОТО КОЛИЧЕСТВО, СЪМ ПЛАЩАНЕ ПЛАЩАНАТА ЗА ТЪРЖОВИ НА ВЪТРЕШЕН ПАЗАР.
4. МИНИСТЕРСТВО НА ФИНАНСИТЕ СЪ ЗАКОНА ПЪРВИТО ДА ОТКЪРВА ПОРЪЧКИ, ПРОДАВАТЕЛНО ДА СОБЛЕДИМА СЪСТАВЛЯВАТ ПОРЪЧКИ.

МОЖЕ ДА ПРИНАДЪ АУКЦИОНА СЪВ СЛЕДВАЩИ УСЛОВИЯ:

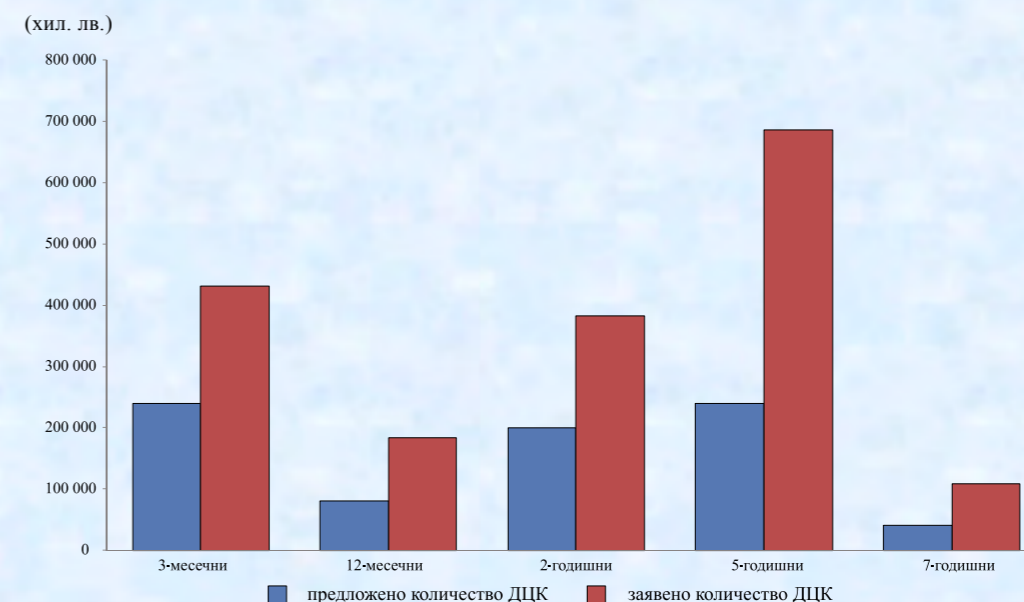
МИНИСТЪР: *[Signature]*

ВЪВЕДЕНИЕ: БАНКА БЪЛГАРСКА, ЗАКОННО ДИ 01-99 БД. Съставено от БДМ КАЛЕНДАР НА РЕЗЕРВНИ МАЛЛ

С цел провеждането на балансирана и адекватна на нуждите на пазара емисионна политика през 2001 г. МФ променя обема и честотата на емитиране на 3-месечните емисии ДЦК – от ежеседмични емисии с обем 5 млн. лв. се преминава към продавани два пъти месечно емисии с обем от по 10 млн. лв. всяка. В графика на емисиите за 2001 г. са включени и 1-годишни ДЦК – по една на тримесечие. Запазва се тенденцията към повишаване на относителния дял на средносрочните ДЦК, като са заложени 2- и 5-годишни облигации от отворен тип – съответно по една емисия на тримесечие. През периода се наблюдава оптимизиране на условията на емитиране и търговия с ДЦК, придържане от страна на МФ към предварително обявен емисионен

календар и запазване интереса на инвеститорите към книжа с по-дълъг срок. Върху ликвидността на този сектор започват да влияят няколко нови фактора. Сред тях са излизането на пазара на нови участници и засилването на ролята на институционални инвеститори като Здравноосигурителната каса, пенсионни фондове, застрахователни дружества и др. В края на 2001 г. с цел проучване настроението на пазара на ДЦК спрямо дългосрочните инструменти МФ пуска в обращение първата емисия 7-годишни съкровищни облигации от отворен тип. Към нея е проявен изключително голям интерес, което налага известни промени в предвидената за 2002 г. емисионна политика. Общият обем на предвидените за емитиране краткосрочни ценни книжа е намален и за сметка на това в емисионния календар са включени средно- и дългосрочни ДЦК, чийто общ обем като цяло е увеличен.

Предложено и заявено количество ДЦК през 2001 г.



Тенденцията да се търсят книжа с по-дълъг срок е силно изразена и през 2002 г. В отговор на засиления интерес към ДЦК с по-дългосрочен матуритет МФ емитира допълнително облигация със срок 7 години и 3 месеца. За първи път в обращение на пазара са пуснати и 10-годишни съкровищни облигации.

През 2003 г. емисионната политика отново е ориентирана към книгата с по-дълъг матуритет – 3-, 5-, 7-, 10- и 15-годишни съкровищни облигации, като в обращение са пуснати и първите деноминирани в евро емисии – 7- и 15-годишни. Първият аукцион за продажба на деноминирани в евро и регистрирани на вътрешния пазар ДЦК е проведен през февруари 2003 г. Книжата са със срок 7 години и 3 месеца и с 5.75% годишен лихвен купон. През ноември същата година МФ пуска в обращение и ДЦК, деноминирани в евро, със срок 15 години (14 години и 11 месеца), чийто годишен лихвен купон е 6%. Постигнатата обща икономическа стабилност води до подобряване на матуритетната

структура на ДЦК, повишавайки чувствително относителния дял на дългосрочните ценни книжа. Тази тенденция се запазва и през следващите години.

През последните няколко години емисионната политика на МФ е съобразена както с мерките за постигане устойчивост на икономиката и основните фискални параметри, заложи в ЗДБРБ за съответната година, така и с една от основните стратегически цели за управление на държавния дълг, насочена към осигуряване на необходимите източници за финансиране на държавния бюджет и рефинансиране на дълга в обращение при минимална възможна цена и оптимална степен на риск. Емисионната политика е съобразена и с поставените цели в Стратегията за управление на държавния дълг⁴. Сред основните индикатори, чието състояние и тенденции на развитие предопределят провежданата емисионна политика, са състоянието на бюджетното салдо, размерът на частния и публичния брутен външен дълг, салдото по текущата сметка на платежния баланс, равнището на фискалния резерв, ликвидността в банковата система, предпочитанията на основните групи инвеститори, основните допускания по отношение на данъчноосигурителната политика, политиката по доходите, публичните разходи и др. Като отчита тези политики, ограничения и допускания, през последните години МФ провежда активна емисионна политика на вътрешния пазар, предлагайки в широк матуриретен спектър високоликвидни емисии и съобразявайки се с динамичните тенденции на местния и международните дългови пазари. Чрез емитирането на ДЦК с фиксиран лихвен купон в левове и в евро МФ се стреми да минимизира рисковете, свързани с обслужването на вътрешния дълг. Подобен подход ограничава влиянието на колебанията на лихвените проценти и валутните курсове на международните пазари върху номиналния размер и разходите за обслужване на вътрешния държавен дълг. Усилията на емитента са насочени към използване на целия възможен инструментариум за насърчаване развитието на вътрешния пазар на ДЦК и за утвърждаване на ДЦК по вътрешния дълг като водеща инвестиционна алтернатива с привлекателно съотношение между риск и доходност. Това е съпроводено и със стремеж към максимално изглаждане на колебанията при операциите по вливане и изтегляне на ликвидност чрез падежи и емисии на ДЦК с цел предпазване от възможна колебливост и фрагментация на пазара.

Емисионната политика е един от основните инструменти за управление на държавния дълг и за провеждане на благоразумна фискална политика. МФ се стреми да осъществява гъвкава и адекватна на нуждите на държавния бюджет и ликвидността във финансовата система емисионна

⁴ На основание чл. 16 от Закона за държавния дълг (обн., ДВ, бр. 93 от 1.X.2002 г., изм., бр. 34 от 19.IV.2005 г., в сила от 1.VI.2005 г., изм. и доп., бр. 52 от 29.VI.2007 г., в сила от 1.XI.2007 г., бр. 23 от 27.III.2009 г., в сила от 1.XI.2009 г., бр. 101 от 28.XII.2010 г., в сила от 30.VI.2011 г.) министърът на финансите разработва тригодишна стратегия за управление на държавния дълг, която се приема от Министерския съвет. Стратегията по ал. 1 ежегодно се актуализира и заедно с тригодишната бюджетна прогноза се внася за одобряване от Министерския съвет.

политика, насочена към осигуряване на достъп до пазарно финансиране и засилване на доверието на капиталовия пазар в страната в най-широк смисъл.

4.1.1. ДЦК с целево предназначение (целеви емисии)

ДЦК с целево предназначение за физически лица са част от безналичните държавни ценни книжа, които се емитират, придобиват и изплащат по реда на Наредба № 5 на МФ и БНБ. Специфично за тях е, че могат да се придобиват само от физически лица – местни и чуждестранни.

За да се създадат условия за увеличаване на небанковите източници за финансиране на държавния бюджет и за осигуряване на пряк достъп на индивидуалните инвеститори до държавните дългови инструменти, от май 1994 г. МФ започва да емитира ДЦК, предназначени за пряка продажба на граждани и фирми чрез предварително избрани финансови институции – пласьори. Първоначално продажбите на ДЦК с целево предназначение се извършват главно в Централното управление на БНБ, като от 1995 г. в продажбите на тези дългови инструменти се включват ДСК, търговски банки и финансово-брокерски къщи. С това общият брой на посредниците надминава двадесет. Наличието на значителен брой финансови институции, които предлагат за продажба този вид ДЦК, като цяло подпомага достъпа на гражданите до тях и им предоставя възможности за избор на конкретна институция, от която да бъдат закупени. Въпреки това тази форма на небанково финансиране на държавния бюджет относително бавно придобива популярност сред гражданите, тъй като този вид ДЦК са сравнително нова форма на инвестиране, чиито предимства на безрискова и високодоходна инвестиция все още не са популярни сред индивидуалните инвеститори.

ДЦК с целево предназначение се пускат в обращение на емисии. Лицата и фирмите, които желаят да инвестират в тях, могат да закупват 3-месечни (сконтови), 6-месечни (лихвоносни), 1-годишни (лихвоносни) съкровищни бонове и 2-, 3- и 5-годишни (лихвоносни) съкровищни облигации. Всяка емисия има свои уникални условия, които включват:

- номер на емисията;
- дата на емисията;
- срок на продажба – периода, през който се продават ДЦК от дадена емисия;
- срок на емисията – периода, през който ценните книжа са в обращение;
- падеж на емисията – датата на изплащане на номиналната стойност;
- дати на лихвени плащания;
- общ обем на продажбите – без ограничения, освен в случаите на предварително уведомяване от страна на емитента при определяне и обявяване условията на съответната емисия;

- минимален размер на единична продажба – минималното количество за всяка покупка;
- цени за продажба – определят се ежедневно от емитента за срока на продажба на ДЦК от дадена емисия;
- лихвен процент (за лихвоносни емисии) – процента, с който се олихвява номиналната стойност, за да се получи размерът на лихвата, която притежателят на ДЦК получава от емисията. Този процент може да е различен за различните лихвени периоди до нейния падеж;
- възможност за изкупуване преди падежа – определя се от емитента и се обявява с условията на емисията, като се посочват периодите/датите, през/от които тази емисия може да се изкупува. За всички емисии, които могат да се изкупуват, МФ обявява ежедневни котировки на цените, по които ще се извършва обратното изкупуване.

На клиентите, придобили целеви ДЦК в съответствие с изискванията на Наредба № 5 на МФ и БНБ, се издава поименен сертификат за собственост.

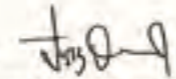
14-60-0841
21.04.95v

ДО
БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА
УПРАВЛЕНИЕ "ДЪРЖАВНИ ЦЕННИ
ПАПИРИ"

ВЪЗ ОСНОВА НА ДОГОВОРА, СКЛЮЧЕН МЕЖДУ МИНИСТЪРА НА ФИНАНСИТЕ
И БЪЛГАРСКА НАРОДНА БАНКА ЗА ПРОДАЖБА НА БЕЗНАЛИЧНИ ДЪРЖАВНИ ЦЕННИ
ПАПИРИ ПРЕДНАЗНАЧЕНИ ЗА НЕФИНАНСОВИ ИНВЕСТИТОРИ ВИ ИЗДАВАМЕ ДА ПРО-
ДАВАТЕ "НА ГИШЕ" 3-МЕСЕЧНИ СЪКРОВЕНИ БОНОВЕ ПРИ СЛЕДНИТЕ УСЛОВИЯ:

1. ДАТА НА ЕМИСИЯ	-	ВСЯКА СРЕДА
2. СРОК ДО ПАДЕЖА	-	91 ДЕН
3. ЦЕНИ, КАКТО СЛЕДВА: /В ЛЕВА/		
- СРЕДА		91,45
- ЧЕТВЪРТЪК		91,55
- ПЕТЪК		91,66
4. ДОХОДИ:		
- ДО ПАДЕЖА		9,35 %
- ОБЕКТИВЕН ГОДИШЕН		45,12 %

ОСТАНАЛИТЕ УСЛОВИЯ НА ЕМИСИЯТА СА РЕГЛАМЕНТИРАНИ С ЦЕНТРАЛНИЯ ПО-ГОРЕ ДОГОВОР.

НАЧАЛНИК УПРАВЛЕНИЕ: 
/Пл. Оршарски/

Разновидност на ДЦК, предназначени за физически лица, са и емитираните от МФ индексирани ДЦК. Те представляват ценни книжа, лихвата по които не е фиксирана, а се променя в зависимост от движението на определен индекс. Тези дългови инструменти осигуряват своите притежатели срещу инфлационната обезценка на дохода от тях. Високата инфлация у нас налага от ноември 1996 г. до въвеждането на Валутния борд през 1997 г. да се пуснат в обращение т.нар. индексни бонове. Доходността им се оп-

ределя в зависимост от официалния инфлационен индекс на Националния статистически институт. Тези книжа са 6-месечни и плаващата лихва по тях е определена от МФ като инфлационна премия, която зависи от шестмесечния индекс на потребителските цени. Шестмесечната лихва започва да се начислява от месеца, следващ този, в който стартира емисията. Инфлационната премия се калкулира с натрупване – лихвата за всеки следващ месец се начислява върху началната сума и лихвите върху нея от предходните месеци. Допълнително към инфлационната премия притежателите на индексни бонове получават и 2 пункта надбавка върху шестмесечния доход.

ДЦК, предназначени за специфичен вид инвеститори – физически лица, се емитират от МФ в продължение на 10 години. Доходът, получаван от тях, е фиксиран и нараства стъпаловидно под формата на лихва, получавана на полугодишни периоди. Предлагат се ДЦК, деноминирани в левове и евро, които се разпространяват сред инвеститорите чрез определени финансови институции, с които МФ има сключени договори за продажба на този финансов инструмент. Ценните книжа не се предлагат на аукционен принцип и не се търгуват на вторичен пазар. В условията на емисиите се регламентира начинът за плащането на лихви и главници, като се предвижда възможност и за обратното им изкупуване преди падежа.

Практиката в тази област като цяло е заимствана от страни с развита пазарна икономика, в които функционира добре разработен пазар на спестовни ДЦК. В България този пазар се развива едва от втората половина на 90-те години на XX век. Ежегодно в ЗДБРБ се предвиждат емисии на ДЦК с целево предназначение за инвеститори – физически лица, като законът лимитира тези емисии както по отношение на техния обем, така и по отношение на максималната им доходност. Съответно ежегодният обем на целевите емисии е в размер на 10% или 20% от общия размер на редовните емисии ДЦК за съответната бюджетна година, а максималната доходност се определя в съответствие с тази, постигната на редовните аукциони, и достига до 2 пункта над доходността, формирана на редовните аукциони на ДЦК. Изключение прави само определената доходност в ЗДБРБ за 2002 г., която е до 1 пункт.

Специфичният характер на този вид пазар на ДЦК се определя както от участниците в него, така и от вида на ценните книжа, емитирани от МФ с цел да се увеличи дялът на емисиите за дребни инвеститори чрез разнообразяване на предлаганите инструменти от гледна точка на матуритет, валутна деноминация, текущ доход и др.

Въпреки положените усилия обаче търговията на този вид дългови инструменти се характеризира с ограничен потенциал за растеж и трайна тенденция към намаляване обемите на реализираните продажби. През първото полугодие на 2005 г. обемът на продажбите им е почти символичен, което предопределя взетото от страна на МФ решение след близо 10-годишното им предлагане да преустанови емисиите на спестовни ДЦК, предназначени за индивидуални инвеститори – местни и чуждестранни физически лица.



РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
МИНИСТЕРСТВО НА ФИНАНСИТЕ

Изм. № 91-00-355

София, 22.06.2005 г.

ДО
ИЗПЪЛНИТЕЛНИТЕ ДИРЕКТОРИ НА
(съгласно приложенния списък)

Уважаеми дами и господа,

С настоящото Ви уведомяваме, че пуснатата в продажба чрез Вашата институция емисия на ДЦК № 22 606 05 113 от 22.06.2005 г., предназначена за индивидуални инвеститори – местни и чуждестранни физически лица е последната такава.

Това обстоятелство е следствие от вѐзтото от Министерството на финансите решение да преустанови изцяло продажбата на този вид ДЦК, което решение се дължи на редица обстоятелства, по-съществено от които е наблюдаваната трайна тенденция за реализация на незначителни по своя размер ценни книжа.

В тази връзка и на основание чл. 23, ал. 1, т. 2 от Договора за продажба на безналични ДЦК на физически лица, сключен между МФ и Вашата институция, настоящото писмо следва да се счита за писмено предизвестие от наша страна за прекратяване едностранно на Договора, като срока на предизвестието започва да тече от 20.07.2005 г., т.е. от деня следващ последния ден за продажба на г.л. емисия.

С оглед на горекълюженото и предвид значителната по обем дейност, която съпровожда реализацията на вѐзтото решение, допълнително ще бъдете уведомени за конкретния график и процедури по прекъвяването на неизползваните сертификати, извачени от регистъра по чл. 17 от Наредба № 5 на МФ и БНБ и неоригиналните екземпляри на издадените сертификати, съгласно изискванията на чл. 23, ал. 2 от Договора.

В заключение, до финализиране на дейностите по реда на чл. 23, ал. 2 от Договора, Вашата институция следва да продължи както и до сега да обезпечава обслужването на вече продадените и намиращи се в обращение ДЦК от този вид.

МИНИСТЪР:

София - 1040
ул. "Г.С.Раковски" № 102

тел. централен: 9859 1
факс: 788 48 62
телефакс: 22 727

minfin@mef.bg
www.minfin.bg

4.2. ДЦК, емитирани за структурната реформа и за облекчаване на банковата система от необслужвани кредити на държавни предприятия

Ценните книжа, емитирани за уреждане на необслужваните кредити на държавни предприятия към банки, са резултат от планираната и осъществена операция по преоформяне на заварените от периода преди започването на стопанските реформи лоши кредити на предприятията. През периода 1991 – 1994 г. са емитирани четири облигационни заема в левове (на основание ПМС № 244 от 1991 г., ПМС № 186 от 1993 г., чл. 4 от Закона за уреждане на необслужваните задължения, договорени до 31 декември 1990 г. (ЗУНК), и ПМС № 3 от 1994 г.) и един облигационен заем (на основание чл. 5 от ЗУНК), деноминиран в щатски долари.

Залегналият във всички нормативни документи принцип за преоформяне на дълга на реалния сектор се изразява в превръщането му в правителствен дълг чрез емисии на съкровищни облигации, като бюджетът поема разходите по неговото обслужване. Предприятията, чиито кредити са преоформени, остават длъжници на държавата при нови схеми на разсрочено погасяване на заемите и при облекчени лихвени условия. Тази операция на смяна на кредиторите е извършена, за да бъдат изчистени портфейлите на търговските банки от т.нар. лоши кредити и да се създадат възможности за развитие на реалния сектор.

Първата операция по трансформиране в държавен дълг на договорени до края на 1990 г. необслужвани кредити на държавни предприятия към държавни банки и за замяната им с дългосрочни ДЦК е извършена през 1992 г., в резултат на което банковите портфейли и балансите на предприятията се освобождават от необслужвани активи. Същевременно бремето на обслужването на дълга се преразпределя между бюджета, финансовата система и предприятията. През следващите две години процесът продължава с приемането на ПМС № 186, ПМС № 3 и ЗУНК.

Съкровищните облигации са в безналична форма, което дава възможност да се съкратят разходите и процедурите по първичното им разпространение и впоследствие да се улесни вторичното им търгуване. Регистърът на всички облигации се води в БНБ, а търговията им се извършва по реда на Наредба № 5 на МФ и БНБ.

Матуритетът на съкровищните облигации е 25 години, с изключение на емитираните по реда на ПМС № 244, които са с матуритет 19 години, и ПМС № 186 – с матуритет 24 години. Гратисният период е 5 години, а амортизацията на облигационните заеми се осъществява чрез равни годишни вноски.

До седмата година лихвените купони по левовите облигации са базирани върху ОЛП на възходящ принцип (през първата и втората година – 1/3 от ОЛП, през третата и четвъртата година – 1/2 от ОЛП, през петата и шестата година – 2/3 от ОЛП, а от седмата година до падежа – на база ОЛП).

Исключение от посочената схема на олихвяване правят левовите облигации, емитирани по реда на ПМС № 244, при което лихвеният купон е равен на ОЛП плюс 1 пункт. При деноминирани в щатски долари ценни книжа купонът е базиран на шестмесечния ЛИБОР⁵ за щатския долар, действащ за предходния лихвен период. Лихвата по всички съкровищни облигации се изплаща два пъти годишно, с изключение на тази по левовите облигации, емитирани по реда на ПМС № 3/1994 г., която се изплаща един път годишно.

Изплащането на лихви и главници по валутните облигации, емитирани на основание чл. 5 от ЗУНК и деноминирани в щатски долари, се извършва в левове по курса на БНБ за съответния ден на извършване на плащането.

Емитираните ДЦК за структурната реформа са дългосрочни и нисколихвени, което ги прави непривлекателен актив в портфейлите на банките. Затова, а също и поради необходимостта от стимулиране на приватизацията чрез разширяване на възможния инструментариум за участие в нея, се въвежда механизъм за замяна на дълг срещу собственост. Нормативно замяната на дълг срещу собственост се регламентира с ПМС № 221 от 1995 г., съгласно което разглежданите съкровищни облигации могат да се използват по номинал като платежно средство в приватизационни сделки.

С приемането на ПМС № 22 от 1995 г. се предоставя възможността на дружества, които по реда на ЗУНК имат задължения към държавата, да ги погасяват с ДЦК, емитирани на основание чл. 4 и чл. 5 от него. При погасяване на посочените задължения с облигации, деноминирани в щатски долари, същите се приемат по номинал, а с облигации в левове – на база 80% от номинала им.

Предоставените опции за замяна на дълг срещу собственост и за погасяване на задължения, възникнали по реда на ЗУНК, подпомагат развитието на вторичния пазар и създават условия за алтернативни инвестиционни решения.

Като част от предприетите мерки за намаляване дела на доларовия компонент в структурата на ДЦК и като цяло в дълга от 10 юни 1999 г. МФ започва регулярно провеждане на подписки за замяна на държавни дългосрочни облигации, деноминирани в щатски долари и емитирани по реда на чл. 5 от ЗУНК, с държавни дългосрочни облигации, деноминирани в евро. Първоначално тези подписки се провеждат веднъж годишно, а от 2002 г. – всяко тримесечие. Липсата на интерес от страна на финансовите институции към проведените през 2005 г. подписки за замяна довежда до окончателно преустановяване на редовното им провеждане.

⁵ LIBOR (London interbank offered rate) – осреднен лихвен процент, отразяващ лихвите, по които банките предлагат негарантирани заеми на лондонския междубанков пазар. Използва се като референтен курс за определяне лихвата при различни банкови операции.

Облигациите, издадени съгласно ЗУНК, са два вида:

Левови ЗУНК облигации (емисия № 98/1993 г.):

- сума на заема – 32 000 000 000 лв.;
- форма – безналични облигации;
- купюрност – 1000 лв. номинал;
- дата на емисията – 1.X.1993 г.;
- матуритет – 25 години с 5 години гратисен период;
- доход – до 7-ата година – 1/3, 1/2 и 2/3 от ОЛП, а след 7-ата година – ОЛП.

Приложение:

Подписки за замяна на държавни дългосрочни облигации, деноминирани в щатски долари от емисия BG 20 097 94 228, с държавни дългосрочни облигации, деноминирани в евро от емисия BG 20 400 99 223 за периода 1999 г. - 2005г.

Дата на подписката за замяна	Намаляване на общата номинална стойност на емисия BG 20 097 94 228 /в щ. долари/	Увеличаване на общата номинална стойност на емисия BG 20 400 99 223 /евро/	Брой на участниците в подписката за замяна
01.12.2005 г.	0	0	0
15.09.2005 г.	0	0	0
15.06.2005 г.	0	0	0
08.03.2005 г.	15 000.00	11 315.00	1
13.12.2004 г.	0	0	0
28.09.2004 г.	701 000.00	571 035.00	1
14.06.2004 г.	0	0	0
11.03.2004 г.	0	0	0
22.12.2003 г.	2 732 000.00	2 214 124.00	3
20.08.2003 г.	10 000 000.00	9 037 500.00	1
06.06.2003 г.	0	0	0
24.01.2003 г.	4 441 000.00	4 168 767.00	3
02.12.2002 г.	150 000.00	149 833.00	2
19.09.2002 г.	123 000.00	125 021.00	2
18.06.2002 г.	19 850 000.00	21 093 603.00	7
01.03.2002 г.	42 017 000.00	48 204 102.00	16
02.07.2001 г.	31 898 000.00	37 478 515.00	27
03.07.2000 г.	0	0	0
01.07.1999 г.	26 666 000.00	25 729 448.00	9
Всичко	138 593 000.00	148 783 263.00	

Валутни ЗУНК облигации (деноминирани в щатски долари)

(емисия № 97/1994 г.):

- сума на заема – 1 808 000 000 щ.д.
- форма – безналични облигации;
- купюрност – 100 щ.д. номинал;
- дата на емисията – 1.X.1994 г.;
- матуритет – 25 години с 5 години гратисен период;
- доход – лихви в размер на шестмесечния ЛИБОР за щатския долар за съответния период;

курс на плащане – централният курс на БНБ за щатския долар в деня на покупката.

Други емисии ДЦК за преоформяне на лоши кредити:

емисия № 95/1992 г. (ПМС № 244/1991 г.);

емисия № 99/1993 г. (ПМС № 186/1992 г.);

емисия № 96/1994 г. (ПМС № 3/1994 г.).

4.3. Гаранционни ДЦК, емитирани за преодоляване на последиците от обявяването през 1996 г. на 15 търговски банки в несъстоятелност

Условията и редът на емитиране и обслужване на ГДЦК са уредени в Закона за държавна защита на влогове и сметки в търговски банки, за които БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност (ЗДЗВСТБ)⁶. Законът е приет от Народното събрание на 23 май 1996 г. – няколко дни след като с промени в Закона за банките и кредитното дело (ЗБКД)⁷ БНБ получава правото да отнема лицензи на неплатежоспособни търговски банки и да иска от съда обявяването им в несъстоятелност.

С този закон се уреждат условията и редът за предоставяне на държавна защита на влогове и сметки на физически и юридически лица в банка, за която БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност. По силата на закона от датата на влизане в сила на решението на съда за обявяване на търговска банка в несъстоятелност държавата встъпва в правата на съответните физически и юридически лица – титуляри на влогове и сметки в тази банка, до определените в закона размери.

Законът не се прилага за финансови институции, висши мениджъри и акционери на банките, както и за определен кръг техни роднини. Той постановява 100% гаранция за нетните депозити на физическите лица и 50% гаранция за нетните депозити на юридическите лица независимо от вида на валутата, в която са деноминирани. Обслужването на нетните левови депозити на физическите лица и нетните левови и валутни депозити на фирмите се възлага на ДСК. За обслужваща търговска банка по нетните валутни депозити на физическите лица е определена Пощенска банка АД.

Съгласно разпоредбите на закона се създава Гаранционен фонд, управляван от министъра на финансите. Ресурсите във фонда се набират

6 Обн., ДВ, бр. 46 от 29.V.1996 г., изм. и доп., бр. 90 от 24.X.1996 г., отм., бр. 49 от 29.IV.1998 г.

7 Обн., ДВ, бр. 25 от 27.III.1992 г.; Решение № 8 от 27.VII.1992 г. на Конституционния съд на РБ, бр. 62 от 31.VII.1992 г.; изм. и доп., бр. 59 от 9.VII.1993 г., изм., бр. 109 от 28.XII.1993 г., бр. 63 от 5.VIII.1994 г., бр. 63 от 14.VII.1995 г., доп., бр. 12 от 9.II.1996 г., изм. и доп., бр. 42 от 15.V.1996 г., в сила от 15.V.1996 г., доп., бр. 90 от 24.X.1996 г., в сила от 24.X.1996 г., изм., бр. 100 от 22.XI.1996 г., в сила от 1.IV.1997 г., отм., бр. 52 от 1.VII.1997 г., в сила от 1.VII.1997 г.

чрез емисия на дългосрочни ГДЦК, приходи от приватизация и продажбата на имущество на обявените в несъстоятелност банки. Законът определя до края на 1996 г. максималният размер на емисията да бъде до 80 млрд. лв. и 100 млн. щ.д. През следващите години от действието на ЗДЗВСТБ лимитът на емитираните по него ДЦК се определя със ЗДБРБ за съответната година. Предоставените на Фонда ГДЦК и другите постъпления се използват за обезпечаване обслужването на откритите по този закон в ДСК и Пощенска банка АД служебни сметки на вложителите в обявените в несъстоятелност търговски банки, като размерът и условията на предоставеното обезпечение и датата на емисията на ГДЦК се договарят между министъра на финансите, ДСК и Пощенска банка АД.

Левовите ГДЦК са със 7-годишен срок на погасяване при равни годишни вноски и с лихва, която е равна на ОЛП на БНБ за периода и е платима на шест месеца.

Валутните ГДЦК са деноминирани и платими в щатски долари със срок на погасяване 3 години и лихва, равна на осреднения шестмесечен ЛИБОР, действащ за предшестващия лихвен период, плюс два пункта. Лихвените купони са шестмесечни, а главницата се погасява еднократно на падежа.

Валутните ГДЦК са прехвърляеми само между търговски банки със седалище в страната. При тях е предвидена възможност за отделяне на лихвените купони от главницата и свободна прехвърляемост на новия инструмент на вторичния пазар. За извършване на такава търговия е необходимо одобрение на предварително изготвена от банка програма и задължително регистриране на новите инструменти в Депозитара на ДЦК в БНБ.

През 1996 г. общият размер на емитираните по ЗДЗВСТБ ДЦК е 13.1 млрд. лв. за деноминирани в левове и 79.1 млн. щ.д. за деноминирани във валута. През 1997 г. са емитирани допълнително ГДЦК съответно за 67.4 млрд. лв. и 90.5 млн. щ.д. От 1996 г. до 1998 г. в резултат от общия срив на финансовата система и обявяването в несъстоятелност на 15 търговски банки държавата емитира левови ГДЦК на обща стойност 87.3 млрд. лв. и валутни ГДЦК на обща стойност 174.3 млн. щ.д., като по този начин пренасочва превеждането на дължимите при настъпване на падежа суми към стабилни финансови институции, които извършват необходимите плащания.

ДЦК, емитирани за структурната реформа Гаранционни държавни ценни книжа

Левови

Номер на емисията	BG 2040296225	BG 2040396223	BG 2040596228	BG 2044397227	BG 2047397224	BG 2047597229	BG 2047497222
Дата на емитиране	05.06.1996	12.06.1996	27.06.1996	18.08.1997	22.10.1997	22.10.1997	27.10.1997
Дата на падеж	28.05.2003	04.06.2003	19.06.2003	09.08.2004	13.10.2004	13.10.2004	18.10.2004
Главница (млн. лв.)	4285.71	4527.65	566.48	25355.82	2796.63	9111.74	8078.71
Лихвен процент	ОЛП	ОЛП	ОЛП	ОЛП	ОЛП	ОЛП	ОЛП
Лихвени плащания	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни
Погасителни вноски	равни годишни	равни годишни	равни годишни	равни годишни	равни годишни	равни годишни	равни годишни
Матуритет (в години)	7	7	7	7	7	7	7

Номер на емисията	BG 2047697227	BG 2040098225	BG 2040298221	BG 2040398229
Дата на емитиране	05.11.1997	29.01.1998	12.02.1998	10.03.1998
Дата на падеж	27.10.2004	20.01.2005	03.02.2005	01.03.2005
Главница (млн. лв.)	12419.73	2936.32	3197.97	135.4
Лихвен процент	ОЛП	ОЛП	ОЛП	ОЛП
Лихвени плащания	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни
Погасителни вноски	равни годишни	равни годишни	равни годишни	равни годишни
Матуритет (в години)	7	7	7	7

Валутни

Номер на емисията	BG 2031496115	BG 2031596112	BG 2032996113	BG 2040097110	BG 2040198116	BG 2040297116	BG 2040397114	BG 2045697112
Дата на емитиране	19.06.1996	26.06.1996	26.06.1996	02.05.1997	29.01.1998	21.10.1997	21.10.1997	15.08.1997
Дата на падеж	16.06.1999	23.06.1999	23.06.1999	28.04.2000	25.01.2001	17.10.2000	17.10.2000	11.08.2000
Главница (млн. щ.д.)	50.00	28.15	0.95	8.86	0.51	1.44	0.66	2.04
Лихвен процент	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2
Лихвени плащания	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни
Погасителни вноски	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж
Матуритет (в години)	3	3	3	3	3	3	3	3

Номер на емисията	BG 2047297119	BG 2047797118	BG 2047897116	BG 2040498110	BG 2040598117	BG 2040698115
Дата на емитиране	18.08.1997	24.10.1997	05.11.1997	13.02.1998	13.03.1998	11.05.1998
Дата на падеж	14.08.2000	20.10.2000	01.11.2000	09.02.2001	06.03.2001	07.05.2001
Главница (млн. щ.д.)	49.57	23.33	5.34	3.13	0.05	1.01
Лихвен процент	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2	LIBOR + 2
Лихвени плащания	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни	полугодишни
Погасителни вноски	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж	еднократно на падеж
Матуритет (в години)	3	3	3	3	3	3

LIBOR - остатъчен шестмесечен LIBOR (London Interbank Offered Rate) от Reuters за предшестващия период.
STRIPS - Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities.

На основание чл. 8 и чл. 9, ал. 1 и 2 от ЗДЗВСТБ Министерството на финансите емитира левови и валутни ГДЦК при следните условия:
а) в левове – срок за погасяване 7 години; лихва – ОЛП за периода, платима на 6 месеца; погасителен план – равни годишни погасителни плащания.
б) в щатски долари – срок на погасяване 3 години; лихва - 6-месечен LIBOR плюс 2 на сто, платима на 6 месеца; погасяване – еднократно в края на периода; прехвърляеми само между търговски банки със седалище в страната. Делими лихвени купони от главницата и свободна прехвърляемост на същите, при условие че МФ и БНБ одобрят STRIPS-програма на банките, кандидати да търгуват вторично производни на лихвените купони финансови инструменти и задължително регистриране на същите в Депозитара на ДЦК в БНБ.

Законът за гарантиране на влоговете в банките (ДВ, бр. 49 от 29 април 1998 г.) отменя Закона за държавна защита на влогове и сметки в търговски банки, за които БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност. Режимът по Закона за държавна защита на влогове и сметки в търговски банки, за които БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност, се запазва за влоговете и сметките в банки, които са обявени в състоятелност до влизане в сила на Закона за гарантиране на влоговете в банките, както и за функционирането на специалния фонд за държавна защита на влогове и сметки и обслужването на ГДЦК.

Раздел III ИНСТИТУЦИОНАЛНА СТРУКТУРА НА ПАЗАРА НА ДЦК

1. Министерството на финансите – емитент на ДЦК

Емитент на ДЦК е сектор „централно държавно управление“ чрез МФ. В съответствие с финансовите закони на страната и целите на фискалната политика МФ извършва регулярни и извънредни емисии на ДЦК от името и за сметка на държавата.

Приетият през 2002 г. Закон за държавния дълг въвежда изчерпателни дефиниции на видовете дълг и очертава правомощията на отделните институции, които участват в цялостния процес по емитиране на държавен дълг.

МФ е органът, който от името на държавата поема дълг и в съответствие с Конституцията на Република България издава държавни гаранции. То ръководи изпълнението на държавния бюджет, в който ежегодно се определят и утвърждават източниците за неговото финансиране.

Министерството осъществява цялостната организация по сключването на заеми от името на държавата и определя условията за тяхното емитиране, пласиране, обслужване и погасяване. На министъра на финансите е делегирано правото да емитира ДЦК, да договаря и подписва договори за държавни заеми и споразумения за издаване на държавни гаранции в рамките на ежегодно определените със ЗДБРБ лимити.

Съвместно с БНБ МФ регламентира реда и условията, при които се осъществяват емисиите на ДЦК на вътрешния пазар. Те се емитират в следните случаи:

- за финансиране на бюджетен дефицит;
- за финансиране на инвестиционни проекти и специфични програми;
- за рефинансиране на държавния дълг в обращение на датата на падежа или преди нея;
- за осигуряване на плащанията по изискуеми държавни гаранции;
- за подкрепа на платежния баланс на страната.

В качеството си на емитент на ДЦК МФ обезпечава цялостния процес по формиране и изпълнение на политиката по поемане и управление на държавния дълг, като прилага емисионната политика на правителството, организира емисионната дейност на вътрешния пазар и следи за обслужването на вътрешния дълг. МФ изпълнява тези функции, като:

- наблюдава и анализира състоянието и тенденциите в развитието на финансовите пазари и пазарите на държавен дълг в страната и чужбина;

- определя емисионната политика на правителството за съответната година, разработвайки и обявявайки емисионни календари за провеждане на аукционите за продажба на ДЦК;
- подготвя и обявява условията на предстоящите аукциони в съответствие с разпоредбите на Наредба № 5 на МФ и БНБ;
- одобрява и обявява резултатите от проведените аукциони;
- предлага и организира провеждането на различни операции, свързани с управлението и реструктурирането на вътрешния държавен дълг – обратни изкупувания, замени, подписки;
- изготвя критерии за избор на първични дилъри на ДЦК и следи за тяхното изпълнение;
- участва съвместно с БНБ в процедурата по оценка и избор на първични дилъри на ДЦК;
- разработва нормативната уредба в областта на ДЦК и следи за правилното функциониране на първичния и вторичния пазар на ДЦК;
- разработва и поддържа подходящи механизми за осъществяване на регулярни взаимоотношения и обмен на информация с БНБ в качеството ѝ на агент по държавните и гарантираните от държавата дългове;
- поддържа активен диалог с участниците на пазара на държавен дълг;
- проучва европейските изисквания, норми и правила, свързани с развитието и функционирането на пазара на ДЦК, и съдейства за адаптирането на местните регулации към тях.

2. БНБ – фискален агент на правителството

2.1. Развитие на агентските функции на БНБ

Всеки етап от стопанското развитие на страната оказва непосредствено влияние върху отношенията между БНБ и държавата. Преди икономическата реформа, стартирала в началото на 90-те години на миналия век, централната банка пряко кредитира правителството в условията на административно определян лихвен процент, редовно отпускане на субсидии от бюджета и невъзможност разходите на правителството да отчитат реалното търсене и предлагане на финансови ресурси. Важна предпоставка за успеха на тази реформа и за реалното извършване на прехода от централизирана към пазарна икономика е изграждането на стабилен и конкурентен финансов сектор. Във връзка с това съществено значение има преустройството на банковия сектор чрез изграждане на двустепенна банкова система и създаване на условия за формиране на пазарно ориентиран лихвен процент. Правните основи на тази система са поставени със Закона за БНБ от 1991 г. и със Закона за банките и кредитното дело от 1992 г.

Със Закона за БНБ централната банка получава статут на независима от правителството държавна институция, която два пъти годишно се отчита за дейността си пред Народното събрание. Съгласно чл. 46 от този закон тя

може да предоставя на държавата единствено временни кредити (аванси) със срок за изплащане до 3 месеца, но не по-късно от края на календарната година. Максималната сума на временните кредити, които могат да бъдат неиздължени във всеки момент, не може да е по-голяма от 5% от годишния приход на държавния бюджет, както и от сумата на внесените основен капитал и средствата по фонд „Резервен“. Тази разпоредба обаче на практика се обезсилва с приеманите от Парламента закони за държавния бюджет за текущата година през периода 1991 – 1997 г., с които се предвижда част от бюджетния дефицит да се финансира с дългосрочни (10- и над 10-годишни) преки кредити от централната банка. При тези обстоятелства БНБ изиграва решаваща роля за стартирането и първоначалното развитие на пазара на ДЦК, като отначало изпълнява не само посреднически функции, но е и финансов съветник на правителството по управлението на вътрешния дълг. Целта е осигуряването на по-добра координация между паричната и фискалната политика.

На основание чл. 45 от Закона за БНБ от 1991 г., съгласно който централната банка е официален депозитар на държавните парични средства и при договорени с министъра на финансите условия може да издава и управлява държавни или гарантирани от държавата ценни книжа, които представляват публична емисия, в началото на 1992 г. е сключен първият договор за агентство между МФ и БНБ. С него се регламентират агентските функции на централната банка, свързани с организиране и провеждане на аукциони за продажба на краткосрочни ДЦК на първичния пазар, както и изплащането им на падежа от името и за сметка на МФ. В договора е включена и клауза, с която се определя размерът на месечната такса, заплащана от МФ на БНБ за изпълняваните от нея агентски функции.

В същото време е приета и първата Наредба № 5 на МФ и БНБ за емитиране, продажба и изкупуване на безналични краткосрочни ДЦК. С нея се регламентират: процедурата и честотата на провеждане на аукциони за продажба на ДЦК с такава срочност; редът и начинът за подаване на поръчки за участие в аукционите; условията за извършване на разплащателните операции между МФ и участниците в аукциона, чиито поръчки са одобрени; регистрирането на ДЦК във водения от БНБ регистър; редът за сключване на сделки с ДЦК на вторичния пазар; изплащането на дължимите от емитента суми при падежа на емисиите и др.

Непосредствено след разработването на нормативната база и уреждането на взаимоотношенията между МФ като емитент и БНБ като фискален агент на правителството на 3.ІІ.1992 г. успешно се провежда първият аукцион за продажба на безналични ДЦК. На него е предложена 3-месечна емисия, към която е проявен изключително голям интерес от страна на финансовите институции, които съгласно действащите тогава разпоредби имат право да участват в аукционите.

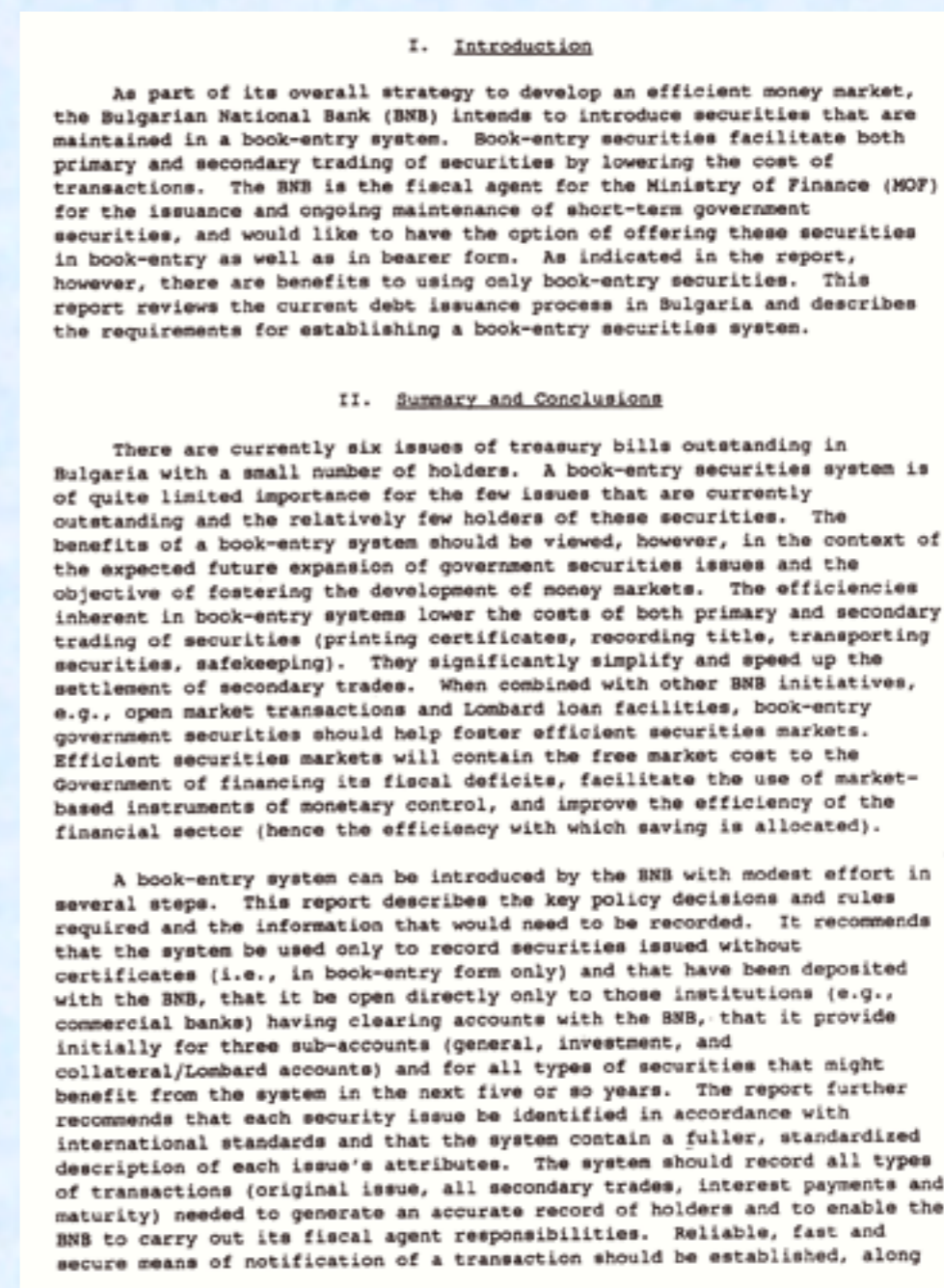
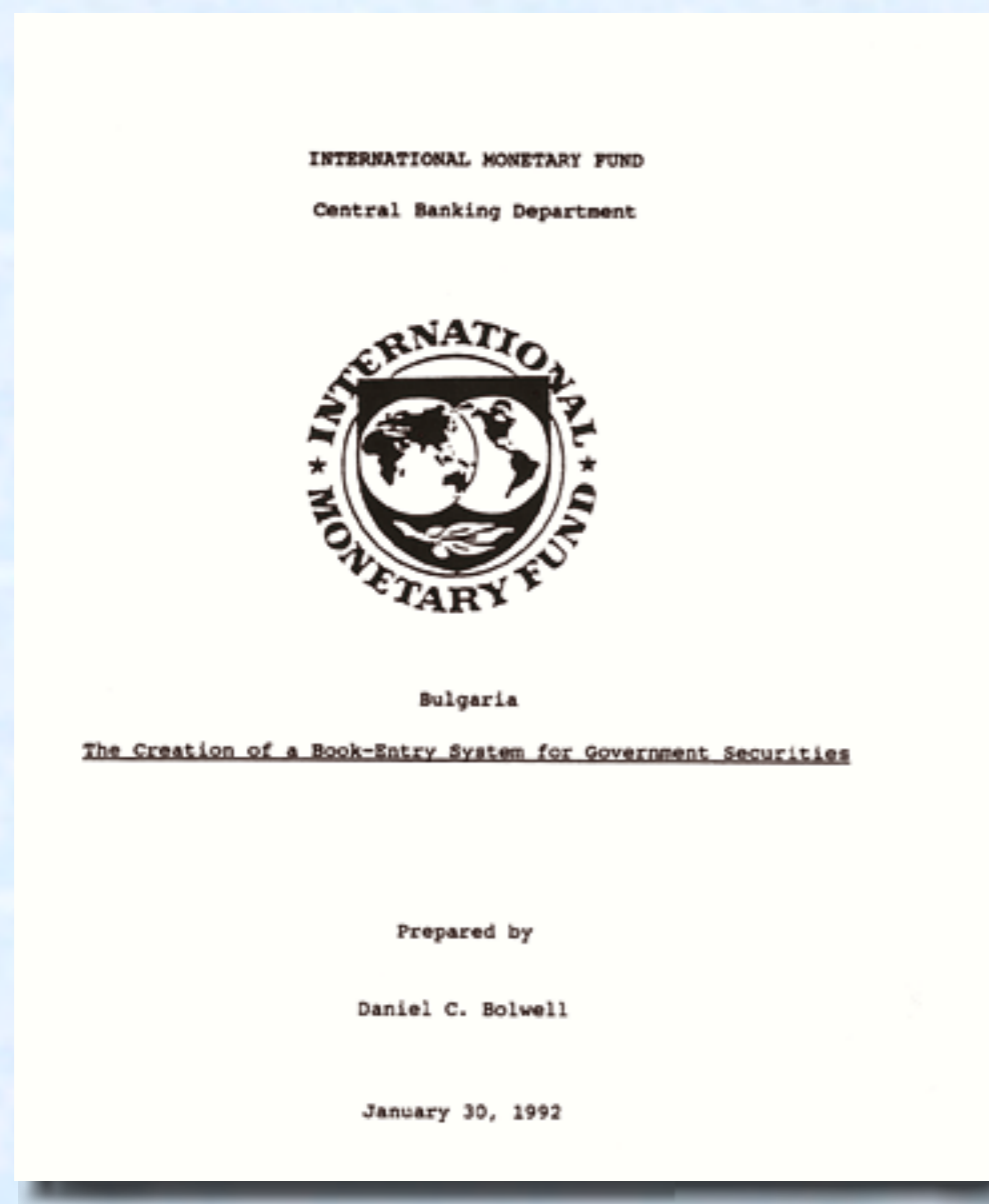
В началния етап от изграждането и развитието на ефективен първичен пазар на ДЦК централната банка има водеща роля, която се осъществява

вява със съдействието и техническата помощ на МВФ, Министерството на финансите на САЩ и Нюйоркската банка на Федералния резерв.

БНБ активно обучава участниците на пазара на ДЦК. За целта организира и провежда семинари, на които разяснява спецификата на ДЦК като инструмент за пазарно финансиране на бюджетния дефицит и за регулиране на ликвидността в банковата система чрез провеждане на операции на открития пазар, издава различни брошури и т.н.

С развитието на пазара на ДЦК функцията на БНБ като фискален агент на правителството постепенно се разширява. Във връзка с това задълженията на централната банка, регламентирани със сключения тогава между МФ и БНБ агентски договор, поетапно се допълват с нови функции. Банката:

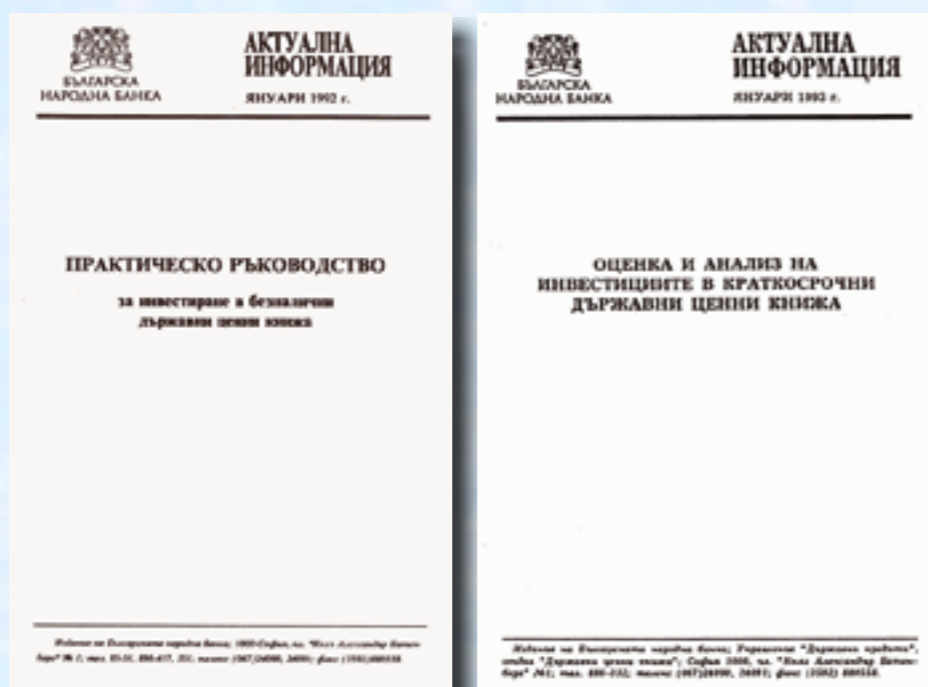
- организира и провежда разнообразни по своя характер операции по управление на дълга, съответстващи на провежданата от МФ емисионна политика – аукциони за продажба на средно- и дълго-



срочни ДЦК (1993 г.); аукциони за обратно изкупуване на ДЦК (1994 г.); подписки за замяна на ДЦК (1999 г.); аукциони за продажба на емисии на ДЦК от отворен тип (2000 г.); аукциони на ДЦК, деноминирани в евро (2003 г.); аукциони за продажба/обратно изкупуване на ДЦК чрез замяна с ДЦК от друга/други емисии (2004 г.);

- съдейства за изграждането и развитието на ефективен вторичен пазар на ДЦК;
- извършва регистрацията и обслужването на ДЦК, емитирани по реда на ЗУНК (1993 г.);

- извършва регистрацията и обслужването на секюритизирания пряк дълг към БНБ (1994 г.);



- изпълнява дейността по продажба на гише на безналични ДЦК от целеви емисии, предназначени за граждани и фирми, извършва регистрацията на сключени от другите пласьори сделки с този вид ДЦК, както и разплащанията по тях (1994 г.). Дейността се развива при сътрудничеството на централната банка на Обединеното кралство (*Bank of England*) и *National Savings*⁸. По договореност с МФ БНБ се ангажира с осъществяването на цялостната рекламна кампания (излъчване на радио- и телевизионни клипове, издаване на брошури, статии, публикации и други рекламни материали относно продажбата на ДЦК, в т.ч. от целеви емисии) относно продажбата на ДЦК от целеви емисии с цел възстановяване доверието на населението в този вид инвестиции;
- участва активно в избора на първични дилъри на ДЦК (1996 г.), като за целта подпомага МФ при определянето на критериите за избор на първични дилъри; участва със свои представители в ко-

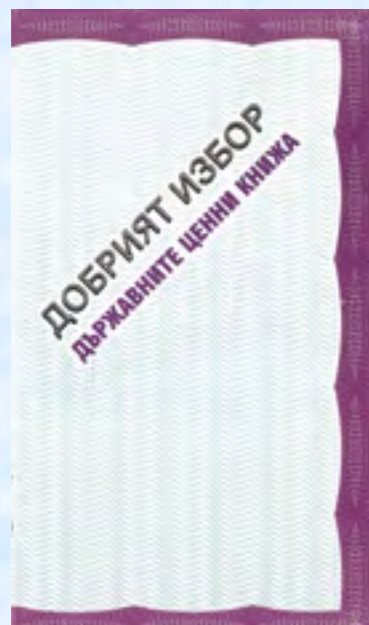
8 Пощенска спестовна банка, създадена през 1861 г. от правителството на лорд Палмърстън. През 1961 г. е преобразувана в автономен държавен орган *National Savings*, подотчетен на Министерството на финансите на Обединеното кралство. От 1996 г. се преобразува в изпълнителна агенция към министъра на финансите, която се занимава с насърчаване на инвестициите чрез продажба на спестовни ценни книжа само на населението. От 2002 г. се нарича *National Savings and Investments (NS&I)* и е сред най-големите спестовни дружества във Великобритания. Тъй като се ползва с предоставена от Министерството на финансите държавна гаранция, всички продукти на дружеството имат 100% покритие.

мисията за избор на първични дилъри и наблюдава изпълнението на поставените пред тях критерии; осигурява изискваната от емитента информация относно изпълнението от първичните дилъри на основните критерии; поддържа комуникация с участниците на пазара на ДЦК; извършва проверки в различните институции по отношение наличието на техническа обезпеченост за работа на пазара на ДЦК и др. В съответствие с постигнатата между МФ и БНБ договореност за преразпределение на функциите между двете институции от края на 2007 г. изборът на първични дилъри вече е изцяло от компетенциите на МФ, като БНБ продължава да обезпечават емитента с необходимата за целта информация, съдържаща се в системите, чийто оператор е централната банка;

- извършва продажбата на граждани и обслужването на индексни съкровищни бонове, емитирани от правителството в отговор на нарастващите нужди на пазара на ДЦК от по-стабилни финансови инструменти във връзка с финансовата криза в страната в края на 1996 г. и началото на 1997 г.;
- регистрира и обслужва гаранционните ДЦК, с които правителството покрива задълженията на обявените през периода 1996 – 1998 г. в несъстоятелност банки към техните вложители;
- съдейства за повишаване прозрачността на пазара на ДЦК, като издава информационни бюлетени (месечни и тримесечни), съдържащи обобщени данни за проведените аукциони на ДЦК, сделките с ДЦК на вторичния пазар, държателите на ДЦК, дълга по ДЦК, емитирани на вътрешния и външния пазар, и др.;
- подпомага участниците на пазара на ДЦК чрез предоставянето на актуална информация за извършваните промени в нормативната база, както и в изискванията относно начина на попълване на електронните съобщения, с които работят системите, чийто оператор е БНБ.

С приемането на новия Закон за БНБ и въвеждането от 1.VII.1997 г. в страната на Валутен борд отпада възможността централната банка да кредитира бюджета под каквато и да било форма. Освен това не се допуска включването в резервите ѝ на ценни книжа, емитирани или гарантирани от държавата. Отпадат и съветническите функции на БНБ по отношение управлението на дълга. Тя обаче продължава да изпълнява посредническа функция като агент по държавния дълг, която по-късно е регламентирана в първия Закон за държавния дълг, приет през 2002 г. Поради това между МФ и БНБ е сключен нов Договор за агентство по държавни дългове, с който правата и задълженията на страните по него се детайлизират.

На основание чл. 43 от действащия Закон за БНБ централната банка осъществява своите функции при пазарни условия и цени на услугите. За изпълнение на поетите ангажименти БНБ изгражда и непрекъснато развива и усъвършенства набор от системи, който включва: система за провеждане



на аукциони на ДЦК; електронна система за регистриране и обслужване на търговията с ДЦК, система за сетълмент на ДЦК. За целта осигурява хардуера, софтуера и поддръжката на тези системи. Едновременно с това в съответствие с постигнатата с МФ договореност участва в разработването на нормативната база, регламентираща пазара на ДЦК; издава наредба за сетълмент на ДЦК; издава указания за работа със системите, обслужващи пазара на ДЦК, и т.н. При нееднократното допълване на изпълняваните от БНБ агентски функции неизменна тяхна част остава организирането и провеждането на аукциони на ДЦК посредством специално създадената за целта автоматизирана система.

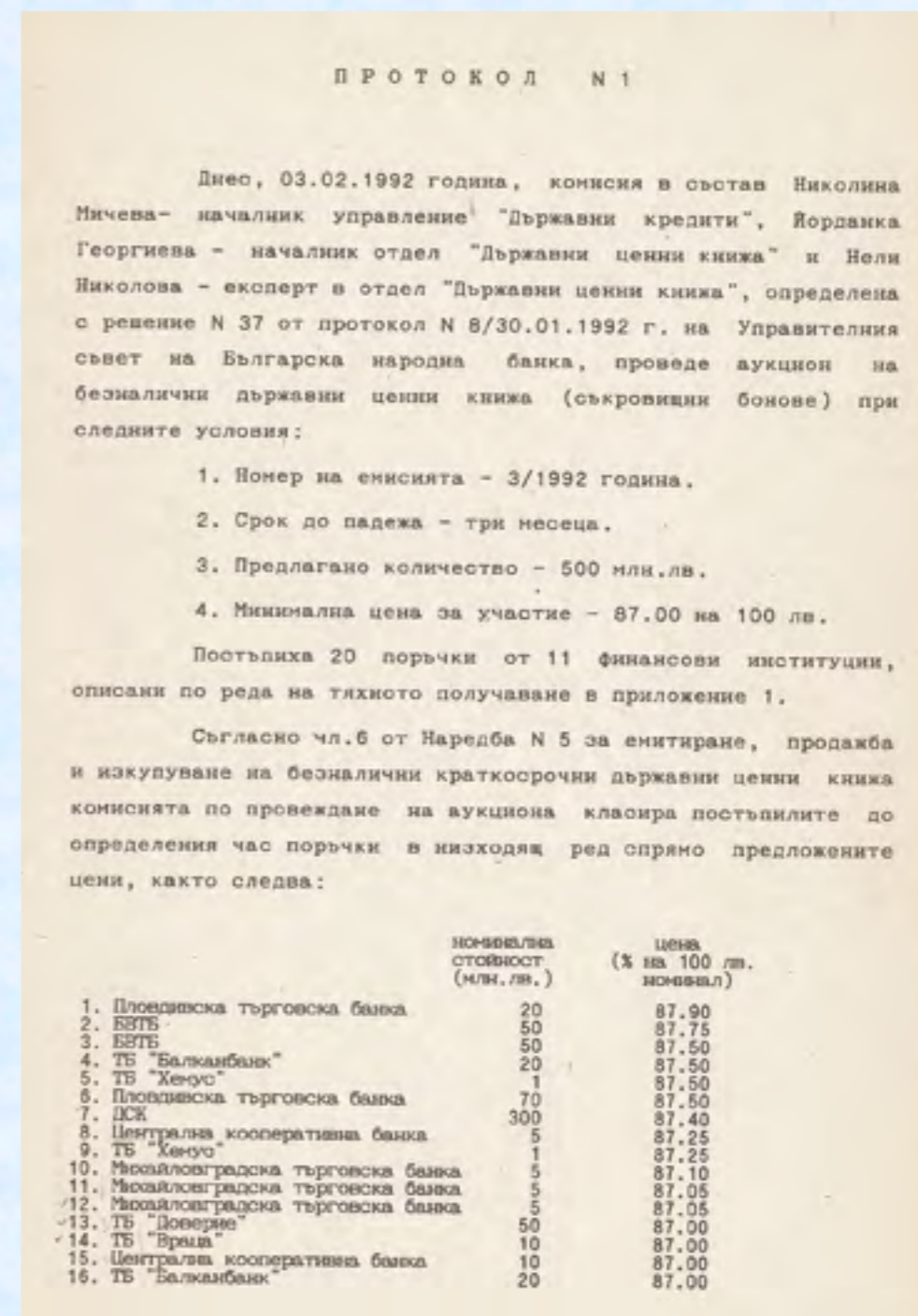
2.2. Техническо обезпечение на операциите по управление на дълга

2.2.1. Кратка история

Първоначално системата за провеждане на аукциони за безналични ДЦК е разработена като част от електронната система за регистриране и обслужване на търговията с ДЦК (ЕСРОТ), която изцяло е изградена от специалисти на БНБ през 1991 г. с техническата помощ на МФ и Нюйоркската банка на Федералния резерв. Чрез нея БНБ провежда първия аукцион за продажба на съкровищни бонове.

С развитието на пазара на ДЦК системата непрекъснато се модернизира и усъвършенства в съответствие с потребностите на този пазар и промените в емисионната политика на МФ, като последователно е осигурявана възможност за техническо обезпечаване на допълнително поетите от БНБ агентски функции. Системата функционира успешно и в условията на финансова криза (1996 – 1997 г.), когато рязко се увеличава необходимостта от допълнителни средства за финансиране на бюджетния дефицит и обслужване на дълга⁹, което налага ежедневно да се провеждат по два, а понякога и по три аукциона. Тази функционалност съдейства за успешното реструктуриране през първото полугодие на 1997 г. на вътрешния държавен дълг, емитиран под формата на ДЦК, и безпроблемното въвеждане от 1.VII.1997 г. на Валутния борд. Във връзка с прилагането на Закона за деноминация на лева чрез системата успешно е извършена и деноминация

⁹ Относителният дял на общия размер на вътрешния и външния държавен дълг в края на 1996 г. е 289.2% спрямо БВП, а само на вътрешния дълг – 60.7%. Към края на 1997 г. тези дялове са съответно 107.3% и 25.6%.



на номиналната стойност на намиращите се в обращение към 1.VII.1999 г. емисии ДЦК.

В съответствие с приетата от УС на БНБ „Стратегия за развитие на Българската народна банка, 2004 – 2009 г.“ и след проучване опита на други страни – членки на ЕС, през ноември 2004 г. е въведена в действие нова Автоматизирана система за провеждане на аукциони на ДЦК (АДЦК), а през май 2006 г. – нова Електронна система за регистриране и обслужване на търговията с ДЦК (ЕСРОТ).

2

✓ 17. Строителна база	10	87.00
✓ 18. ТВ Сливен	10	87.00
✓ 19. ТВ "Хенус"	3	87.00
✓ 20. ТВ Пловдив	10	87.00

Комисията одобрява първите седем поръчки, от които последната (на ДСК) частично в размер на 289 млн.лв. номинална стойност. Неодобрени остават поръчки със съвкупна номинална стойност в размер на 155 млн.лв.

НИКОЛИНА МИЧЕВА

ЙОРДАНКА ГЕОРГИЕВА

НЕЛИ НИКОЛОВА

2.2.2. Функционалност на системата АДЦК

АДЦК е изградена като самостоятелна система, осигуряваща напълно автоматизирана обработка на подадените поръчки за участие в аукционите от входа до изхода при спазване на разпоредбите на Наредба № 5 на МФ и БНБ за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с ДЦК. Заданието за разработването ѝ е изготвено от специалисти на БНБ въз основа на съгласуваните с МФ бизнес изисквания. По своята функционалност АДЦК технически обезпечава определения от емитента списък на операциите по управление на дълга, включващи аукциони за първична продажба на ДЦК; аукциони за обратно изкупуване на ДЦК със и без определен срок; подписки за замяна на ДЦК. Нейните основни предимства са:

- подобряване на комуникацията с участниците в аукционите на ДЦК чрез използване на взаимозаменяеми технически средства (СУИФТ-и уеб-базиран интерфейс с използване на универсален електронен подпис) и прилагане на международни процедури и стандарти;
- осигуряване на автоматизиран процес на обработка на поръчките от входа до изхода и предаване към ЕСРОТ на обобщена информация, необходима за целите на регистрацията и сетълмента на одобрените поръчки;
- свеждане до минимум на рисковете от грешки при ръчна обработка на документите, което дава възможност значително да се съкрати

времето за провеждане на аукциона и за изпращане на МФ на резултатите в рамките на 30 минути след изтичане на крайния срок за подаване на поръчките;

- осигуряване на възможност за изготвяне на различни видове обобщени справки, свързани с проведените аукциони на ДЦК.

АДЦК отговаря на съвременните технологични и софтуерни решения и позволява едновременно провеждане на няколко аукциона от различен вид. Тя е система от отворен тип и може да бъде надградена и допълвана в зависимост от развитието на пазара на ДЦК и измененията в нормативната база. Заложените в нея лихвени конвенции са хармонизирани с тези на страните – членки на ЕС.

Съгласно действащата Наредба № 5 на МФ и БНБ участници в АДЦК могат да бъдат избраните от МФ първични дилъри на ДЦК, които разполагат с технически средства за комуникация за изпращане на поръчки за участие в аукционите и за получаване на уведомления от БНБ.

За допускане до участие в АДЦК всеки първичен дилър следва да има успешно проведен тест за установяване на готовността му за подаване на поръчки съгласно публично оповестените правила на системата. Участието в АДЦК се прекратява едностранно от БНБ в случаите, когато по решение на министъра на финансите участникът в АДЦК е изключен от списъка на първичните дилъри; прекратено е участието му в ЕСРОТ; не са проведени успешно тестовете на системата.

За участие в АДЦК и обработка на постъпилите за всеки аукцион поръчки централната банка събира служебно от участниците в системата такси и комисиони, определени в Тарифата за таксите и комисионите за обработка на сделки с ДЦК, приета от УС на БНБ след съгласуване с МФ.

Едно от основните изисквания при разработване на системата АДЦК е осигуряване на поверителност на информацията, свързана с провеждането на аукционите на ДЦК. Достъпът до поръчките, подадени за съответния аукцион, е възможен едва след изтичане на крайния час (10:00 ч.) за тяхното постъпване. Непосредствено след това в кратък срок информацията се обработва и се представя на МФ с цел одобряване на класацията, извършена в съответствие с първоначално обявените от емитента условия за провеждане на аукциона. Функционалността на АДЦК дава възможност МФ да обяви резултатите от 30 минути до 2 часа след провеждането на аукциона, каквато е практиката и в други страни – членки на ЕС. При промяна на параметрите от страна на министъра на финансите те биват отразени в АДЦК и се извършва повторна класация при спазване на допълнително въведените от емитента условия. В случай че МФ изпрати одобрените резултати в БНБ след 16:00 ч. в деня на аукциона, централната банка уведомява участниците в него на следващия работен ден.

2.2.3. Функционалност на системата ЕСРОТ

Още от самото начало ЕСРОТ функционира при спазване на актуалните действащи стандарти и препоръки по отношение на такива системи, приети от Г-30. Възприет е принципът за сетълмент на ценни книжа „доставка срещу плащане“ (*DvP*) на брутна база (модел 1)¹⁰, който се прилага и в момента и е считан за най-нискорисков от гледна точка на възникването на системен риск; възприет е цикъл на сетълмент $T + 0$ и използване на разплащателните сметки на участниците в централната банка за целите на паричния сетълмент на сделките. От въвеждането ѝ в действие системата непрекъснато се доразвива и усъвършенства в съответствие с изискванията на емитента и нуждите на провежданата от него политика по управление на дълга.

При въвеждането в експлоатация през 2003 г. на Системата за брутен сетълмент в реално време РИНГС сметките, по които се водят и отчитат придобитите от всеки участник и общо от негови клиенти ДЦК, се прехвърлят от вътрешната счетоводна система на БНБ в самостоятелна Система за сетълмент на ДЦК (СДЦК).

Настоящата версия на ЕСРОТ е разработена през 2006 г. като система от отворен тип. Използваните съвременни технологични и софтуерни решения позволяват да се удължи и синхронизира работното време с това на РИНГС. Като цяло се повишават ефективността, надеждността, прозрачността и достъпността на системата, както и възможността за непрекъснатото ѝ развитие и усъвършенстване съгласно насоките за развитие на европейския пазар на ценни книжа и изискванията на пазарните участници и на емитента. От функционална гледна точка системите ЕСРОТ и СДЦК се отчитат пред международните и европейските финансови институции като единна Система за регистрация и сетълмент на ДЦК – *BNBGSSS* (*BNB's Government Securities Settlement System*)¹¹.

Функционалността на системата осигурява възможност:

- за автоматизирана обработка от входа до изхода (*straight-through processing, STP*);
- за обработка в реално време „сделка по сделка“ (*DvP*, модел 1) и $T + 0$ цикъл на сетълмент на вторичния пазар;
- да се прилага принципът на двойното уведомление – по едно искане/уведомление за извършване на сделката от всяка от страните;
- като равнопоставени средства за комуникация да се използват СУИФТ- (при прилагане на международния стандарт *ISO 15022*) и уеб-базиран интерфейс във *VPN*¹² среда (при използване на универсален електронен подпис);

¹⁰ Т.нар. модели на „доставка срещу плащане“ на Банката за международни разплащания и Комитета по платежни и сетълмент системи са следните: модел 1 – брутен и едновременен сетълмент на ценни книжа и парични преводи; модел 2 – брутен сетълмент на трансфери на ценни книжа, последван от нетен сетълмент на парични преводи; модел 3 – едновременен нетен сетълмент на ценни книжа и парични преводи.

¹¹ Вж. <http://www.bnb.bg/FiscalAgent/FAServiceSystemDCK/FABNBGSSS/FAESROTINTRO/index.htm>

¹² *VPN* (*virtual private network*) – виртуална частна мрежа.

- за използване на международния стандарт за номерация на емисиите ДЦК (*ISIN* код);
- участниците в реално време да наблюдават статуса на изпълнение на иницираните от тях искания/уведомления за регистриране на сделки с ДЦК във всеки етап от тяхната обработка;



- автоматично да се изготвя обобщена и детайлна информация за пазара на ДЦК за нуждите на участниците в системата, емитента, статистиката на ЕЦБ и др. посредством разработения в системата статистически модул;
- за автоматично изчисляване на дължимите от емитента по емисии ДЦК главници и лихви (общо и по участници) въз основа на поддържаната база данни и заложените лихвени конвенции, приложими за съответните емисии.

В съответствие с изискванията на Директивата относно окончателността на сетълмента в платежните системи и в системите за сетълмент на ценни книжа (Директива 98/26/ЕО) системата *BNBGSSS*, чийто оператор е БНБ, е нотифицирана в европейското икономическо пространство като система за сетълмент на ДЦК, функционираща на територията на Република България.

БНБ в качеството си на фискален агент и депозитар на държавата винаги е подкрепяла усилията на емитента за развитието на пазара на ДЦК, използвайки придобития през годините богат опит и модерните системи, с които разполага.

3. Първични дилъри на ДЦК

Търговията с ДЦК се опосредства от първични дилъри (ПД) – банки и инвестиционни посредници, които имат право да придобиват ДЦК директно на аукционите, организирани от БНБ. В тях могат да участват само ПД, получили разрешение за инвестиционно посредничество с ДЦК.

В ретроспективен план системата на първичното дилърство в България преминава през различни етапи на развитие. Приемането на изискванията на Валутния борд и присъединяването на страната към Европейския съюз поставят нови изисквания към институционалната организация и инфраструктурата на вътрешния пазар, което налага неговото непрекъснато усъвършенстване в съответствие с насоките за развитие на европейския пазар на ценни книжа. Дълго време след пускането в обращение на първите безналични ДЦК главни и дори единствени купувачи на ДЦК са търговските банки. Условието за участие в аукционите на отделните финансови институции са регламентирани със съвместната Наредба на МФ и БНБ за емитиране, продажба и изкупуване на безналични краткосрочни ДЦК, която започва да се прилага от февруари 1992 г.

Постепенното развитие на пазара на ДЦК налага допълване на правилата за участие в провежданите аукциони. От септември 1993 г. продажбата на ДЦК се осъществява в съответствие с направените промени в Наредба № 5 за емитиране на безналични ДЦК и за реда за придобиването и изплащането им. Наредбата въвежда нови изисквания и разширява кръга на участниците на пазара на ДЦК. В аукционите могат да участват търговски банки, ДСК, ДЗИ, застрахователни дружества с не по-малко от 200 млн. лв. регистриран капитал, както и финансови къщи и брокери, представили неограничена, безусловна и неотменяема гаранция от банка за покриване на задължения, произтичащи от осъществявани от тях сделки с ДЦК.

В съответствие с практиката в страните с развити финансови пазари през април 1996 г. се въвежда система на първично дилърство на ДЦК. В аукционите могат да участват банки и други инвестиционни посредници по смисъла на Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД). ПД се одобряват от комисия, броят и членовете на която се определят от министъра на финансите и УС на БНБ. Изборът на ПД се осъществява два пъти годишно според утвърдени от МФ и БНБ критерии. Критериите за избор на ПД са разпределени в няколко основни групи:

- за финансова стабилност – показатели за ликвидност, собствен капитал, капиталова адекватност, рискови експозиции;
- за активно участие на първичния и вторичния пазар на ДЦК – обем на извършени сделки за периода, предшестваш избора, участие в провежданите аукциони, предлаганата тарифа за такси и комисиони при сделки с ДЦК;
- за технически възможности за водене на системите за регистрация на сделките с ДЦК – наличие на автоматизирани регистри за притежаваните от тях и техни клиенти ДЦК.

Оценката на кандидатите за ПД се извършва според изпълнението на критериите и в резултат от проверки на място, извършени от представители на МФ и БНБ. Комисията съставя протокол за оценяване на кандидатите за ПД. Списъкът на ПД се утвърждава от УС на БНБ и от министъра на финансите.

Въвеждането на системата на ПД допринася за усъвършенстването и развитието на пазара на ДЦК както чрез разширяване кръга на пазарните участници на първичните аукциони, в които се включват лицензираните и одобрени

небанкови финансови институции, така и чрез децентрализация на регистрите на държателите на ДЦК. Така значително се облекчават и ускоряват процедурите по клиринга, сетълмента и регистрирането на трансакциите. Регистрите на ПД за притежаваните от тях ДЦК се водят от БНБ. Всеки първичен дилър води регистър за притежаваните от неговите клиенти ДЦК.

Приемането през 2002 г. на Закон за държавния дълг (ЗДД) дефинира ясно правомощията, отговорностите и процедурите, свързани с процеса на емитиране на дълг, осъществяването на които изисква провеждане на единна политика от отделните институции – участници в процеса. Това налага приемането на редица подзаконовни нормативни актове, които допълват регулирането на цялостния процес по емитиране на ДЦК и чиято основна задача е оптимизирането на функциите на отделните институции, свързани с първичното еми-

На заседанието си на 27 юни 1996 г. Управителният съвет на Българската народна банка на основание чл. 4, ал. 2 от Наредба № 5 от 1996 г. на Министерството на финансите и БНБ, съгласувано с министъра на финансите, утвърди списък на първичните дилъри на държавни ценни книжа, както следва:

БЪЛГАРО-РУСКА ИНВЕСТИЦИОННА БАНКА
БЪЛГАРСКА ПОЩЕНСКА БАНКА
БАЛКАНСКА УНИВЕРСАЛНА БАНКА
ДЪРЖАВЕН ЗАСТРАХОВАТЕЛЕН ИНСТИТУТ
ДЪРЖАВНА СПЕСТОВНА КАСА
ИНГБАНК
МОБ „СВ. НИКОЛА“
ОБЕДИНЕНА БЪЛГАРСКА БАНКА
ОЧТЪ „ТРАКИЯ“
ПЪРВА ИНВЕСТИЦИОННА БАНКА
ПЪРВА ФИНАНСОВО-БРОКЕРСКА КЪЩА
ТЪ „БИОХИМ“
ТЪ „БУЛБАНК“
ТЪ „ЕКСПРЕСБАНК“
ТЪ „КРЕДИТ ЕКСПРЕС“
ФБК „ЕВРОФИНАНС“
ЮНИОНБАНК

тиране на ДЦК на вътрешния пазар, както и на процедурите за последващата им търговия на вторичен пазар. В съответствие с разпоредбите на ЗДД са приети издадените от министъра на финансите и управителя на БНБ Наредба № 5 от 2002 г. за условията и реда за придобиване, изплащане и търговия с ДЦК, Наредба № 15 от

2002 г. за контрол върху сделките с безналични ДЦК и Наредба № 31 от 2003 г. за сетълмент на ДЦК.

Наредба № 5 от 2002 г. регламентира правата и задълженията на основните участници на пазара на ДЦК – емитента, фискалния агент, първичните дилъри и другите притежатели на ДЦК, при различните видове операции и сделки, извършвани с ДЦК на първичния и вторичния пазар. Наредбата предвижда създаване и поддържане в БНБ на ЕСРОТ.

С приемането на Наредба № 15 от 2002 г. се въвежда отделен нормативен акт, който урежда реда и начина за контрол върху сделките с ДЦК, чиято основна цел е осигуряване на справедлив, ефективен и прозрачен пазар на ДЦК, защита на интересите на инвеститорите и свеждане до минимум на рисковете в системите за регистрация на ДЦК в съответствие с препоръките, разработени и приети от Международната организация на комисииите за ценни книжа (*International Organization*

of Securities Commissions, IOSCO). Наредбата регламентира и цялостната организация на осъществявания контрол, в чийто обхват се включват основните изисквания за провеждане на избор на ПД на ДЦК, спазване от ПД на ДЦК след избирането им на критериите и контролът върху системите за регистрация на сделките с ДЦК в БНБ и при ПД.

Издадената въз основа на Закона за БНБ Наредба № 31 от 2003 г. урежда извършването на сетълмент на сделките с ДЦК, осъществявани на първичния и вторичния пазар по реда на Наредба № 5, както и изискването за създаване и поддържане в БНБ на електронна система за сетълмент на ДЦК.

През 2007 г. се осъществяват нови промени в нормативната уредба, която регламентира пазара на ДЦК в страната. Промените са продиктувани от приетия от Народното събрание Закон за пазарите на финансови инструменти (ЗПФИ), с който в българското законодателство се транспонират съвременните европейски изисквания за дейността на инвестиционните посредници и търговията с финансови инструменти, включително и с ДЦК. В съответствие със ЗПФИ се извършват и необходимите изменения в ЗДД. На тяхна основа и в качеството си на агент по държавния дълг БНБ изгражда и поддържа АДЦК, ЕСРОТ и СДЦК. Отменят се старите и се приемат нови наредби – *Наредба № 5 за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с ДЦК, Наредба № 15 за контрол върху сделките с ДЦК, Наредба № 31 за сетълмент на ДЦК*. Разработва се и се приема нова Тарифа за таксите и комисионите за обработка на сделки с ДЦК. Утвърдени са и нови критерии за избор на ПД на ДЦК, които освен изисквания за участие на първичния пазар въвеждат и такива, свързани с поддържането на ликвиден и прозрачен пазар чрез фиксиран долен праг за пазарния дял на дилърите, участие на дилърите в консултации с емитента, предоставяне на достъпни услуги на инвеститорите в ДЦК и др.

Осъществените промени и развитието на системата на първичното дилърство след 2007 г. са насочени към засилване на конкуренцията на първичния и вторичния пазар на държавен дълг между отделните ПД чрез въвеждане на по-широк набор от изисквания за пазарно поведение със съответен достъп до определени операции, свързани с първоначалното емитиране и с управлението на вътрешния дълг. Запазва се съществуващият ред за придобиване на ДЦК на първичния пазар, при който участници в аукционите могат да бъдат само ПД. Въвежда се изискването за доказване на техническата им готовност за работа със системата за приемане на заявки за участие в аукционите на ДЦК и подписките за замяна. На ПД се дава право при аукциони за замяна на ДЦК да подават поръчки както от свое име и за своя сметка, така и от името и за сметка на свои клиенти. Те биват избирани веднъж годишно от комисия, определена от министъра на финансите, в съответствие с утвърдени от него критерии.

Промените въвеждат концепцията за „единен паспорт“ в сферата на инвестиционните услуги и по-конкретно на пазара на ДЦК, като

разширяват кръга на лицата, имащи право да участват в Депозитара на ДЦК в БНБ. Това могат да бъдат както местни, така и чуждестранни (от държави – членки на ЕС) банки и инвестиционни посредници, получили лиценз за извършване на инвестиционни услуги и дейности с ценни книжа. Участници в Депозитара на ДЦК могат да бъдат и централни депозитари на ценни книжа от държавите-членки, което нормативно регламентира възможността за изграждане на връзки с чуждестранни депозитари на ценни книжа. Обособена е нова категория участници на пазара – поддепозитари на ДЦК, каквито могат да бъдат само банки, чийто лиценз включва дейността по чл. 2, ал. 2, т. 4 от Закона за кредитните институции (ЗКИ). Въз основа на сключен договор те водят поименни регистри на ДЦК, притежавани от техни клиенти и от клиенти на тези участници в ЕСРОТ, които не са поддепозитари на ДЦК. Промените предвиждат засилен контрол върху функциите по предоставяне на депозитарни и попечителски услуги за клиентските портфейли в ДЦК, за да бъдат гарантирани сигурността и защитата на клиентските активи.

В съответствие с най-добрите световни практики МФ продължава да усъвършенства както използваната система на първично дилърство, така и прилаганата нормативна база и методологията за регулация на пазарите на ДЦК, която гарантира наличието на сигурен, добре функциониращ, прозрачен и ликвиден пазар и своевременното интегриране на вътрешния пазар на ДЦК в единния европейски пазар. Гладкото функциониране на вътрешния дългов пазар е важно условие, от една страна, за цялостното развитие на капиталовия пазар в България, а, от друга страна, за текущото финансиране на държавния бюджет. В качеството си на емитент на ДЦК Министерството на финансите поддържа с всички пазарни участници активен диалог, целящ отчитането на инвеститорските предпочитания по отношение на основните характеристики на предлаганите книжа и бъдещото развитие на пазара на ДЦК. Съгласно нормативните регулации през декември 2011 г. МФ проведе прозрачна и предварително оповестена процедура за избор на ПД на ДЦК. Намеренията на МФ за партньорство с всички пазарни участници и полаганите усилия за провеждане на предсказуема емисионна политика допринасят за увеличаване на интереса към първичното дилърство. В края на 2011 г. 13 банки кандидатстваха за ПД на ДЦК за 2012 г., като всички 12 ПД за 2011 г. изразиха желание да продължат дейността си в областта на първичното дилърство. МФ и БНБ високо оценяват усилията на финансовата общност и особено на банките – първични дилъри, за развитието на вътрешния финансов пазар в страната.

Заклучение

Тенденциите в провежданата през последните години от българското правителство политика по управление на дълга допринасят за увеличаване значението на ДЦК, емитирани на вътрешния пазар, и ги открояват като основен инструмент в структурата на държавния дълг и важна инвестиционна алтернатива с атрактивно съотношение „доходност/риск“. Отчитайки тяхната роля като измерител на безрискова норма на възвръщаемост и във връзка с това значението им за цялостното развитие на финансовия пазар в страната, през последните години МФ провежда гъвкава, предвидима и адекватна на пазарната среда емисионна политика на вътрешния дългов пазар. През изминалите над 20 години на преход беше създаден значителен административен, технически и не на последно място експертен капацитет както в МФ като емитент на държавен дълг, така и в БНБ като фискален агент на правителството. Процесът по изграждане на правната рамка и на технологичната инфраструктура на пазара на ДЦК позволи пазарно ориентираното финансиране да стане приоритетно при финансирането на бюджета, измествайки водещата в миналото роля на заемите от официални кредитори.

Предлагането на референтни емисии в целия спектър на ДЦК и разнообразяването на матуритетната и валутната им структура с емисии, деноминирани и платими в евро, допринася за привличането на по-широк кръг инвеститори към българския пазар на държавен дълг. Прилагането на иновативен за вътрешния финансов пазар инструментариум, в това число аукциони за обратно изкупуване и замяна като част от активната политика по управление на държавния дълг, способства допълнително за подобряване ликвидността на пазара и структурата на вътрешния дълг.

В условията на силна колебливост на международните финансови пазари и на продължаващата дългова криза в някои страни от еврозоната България запазва фискалната си консолидация. Търсенето на ДЦК остава стабилно, като в последните години се наблюдава отчетлива тенденция към намаляване на доходността във всички техни матуритетни сегменти. Потвърждение на това са и публикуваните от Европейската централна банка данни за хармонизирания дългосрочен лихвен процент за оценка степента на конвергенция (маастрихтски критерий), съгласно които България е една от малкото страни в ЕС с намаляващи през последните три години стойности на показателя. Недопускането на повишаване цената на финансиране на бюджета дава възможност да се запази ниско данъчното бреме в страната и да се намалят разходите за обслужване на държавния дълг в средно- и дългосрочен хоризонт.