**ФИНАНСОВИТЕ ИНОВАЦИИ И НОВАТА РЕГУЛАЦИЯ**

проф. д-р Радослав Цончев, Нов Български Университет

Стоименка Тонова CFA, Нов Български Университет

***Резюме:*** Мнозинството специалисти споделят мнението, че една от основните причини за световната финансова криза от 2007-2009 г. е провалът в областта на регулацията както като законодателна рамка, така и като практика. За съжаление, традиционната финансова теория не успя адекватно да отчете сложността на модерните финансови пазари. Тя не разкри в дълбочина същността на финансовите иновации, допусна и в известен смисъл подкрепи дерегулацията и пазарната саморегулация, като по този начин позволи широко разпространение на иновациите. Това изследване е опит да се отговори на потребността от по-добро разбиране на финансовите иновации, да се назоват и анализират регулативните предизвикателства, породени от динамиката на пазарите и да се оценят направените до този момент стъпки. Не напразно регулативните реформи заеха централно място в следкризисния период. Техният прогрес през последните две-три години беше впечатляващ, но ние определено считаме, че предстои да се направи още много.

***Ключови думи:*** финансова иновация; регулация; следкризисен период; извънборсови деривати; хедж фондове; агенции за кредитен рейтинг

***JEL:*** G01, G11, G18, G24, G28

***Abstract:*** The majority of experts and practitioners share the opinion that one of the major reasons for the world financial crisis from the period 2007 – 2009 is the failure of the market regulation both as statutory framework and professional practice. Unfortunately, the traditional financial doctrine was not in position to adequately assess the high complexity of the modern financial markets. It did not address in detail the essence of the financial innovations and to certain extent allowed the deregulation and the market self-regulation and thus allowing the widespread of such innovations. This survey is an attempt (i) to respond to the need/necessity for better understanding of the financial innovations, (ii) to point out and analyze the regulatory challenges caused by the market dynamics and (iii) to assess the steps already taken. It is not by chance that the reforms of the regulatory framework played a major role in the post-crisis period. Their progress in the last two-three years has been remarkable but, in our opinion, there is still a lot left to be accomplished in this field.

***Key words:*** financial innovation; regulation; post-crisis; OTC derivatives; hedge funds; credit-rating agencies

**Въведение**

Същинските корени на глобалната финансова криза могат да бъдат проследени назад във времето и разкрити в пропуските на традиционната финансова теория. Тези пропуски са отражения на предположението за идеалните пазари, което лежи в основата на каноничните финансови модели: модерната теория на портфейла, принципът за ирелевантността на капиталовата структура на Модилиани и Милър; модела за оценка на капиталови активи и, може би най-важното, хипотезата за ефективните пазари.

Всички тези „теории” споделят и налагат идеята за съвършенния образ на финансовите пазари - наличието на перфектна информация, липсата на транзакционни разходи и рационалното поведение на участниците на пазара. В действителност, обаче, финансовите пазари много рядко (ако изобщо) могат да отговорят на тези предположения. Информацията е скъпа и неравномерно разпределена, транзакционните разходи почти винаги присъстват и в редица случаи са определящи за сделката, а пазарните участници често проявяват субективни пристрастия и ограничена рационалност.

Въпреки очевидните несъответствия, през десетилетията до настъпването на кризата, тези предположения бяха превърнати във фундамент, в изходни опорни точки на идеологията на съвременните финанси. Това позволи и наложи широко разпространеното убеждение за способността на пазарите да се саморегулират и по този начин да функционират като механизъм за оптимално разпределение на обществените ресурси. От своя страна, това оказа огромно влияние върху законодателната рамка и нейното прилагане при осъществяване на публичния надзор на регулираните финансови пазари и институции.

Глобалната финансова криза извади на показ несъвършенствата на този пазарен фундаментализъм като двигател на обществената политика. Тя показа и непълнотата на конвенционалната финансова теория. Очевидният за нас недостатък на традиционната финансова теория беше, че тя не успя адекватно да отчете сложността на съвременните финансови пазари, както и същността и темпът на развитие на финансовите иновации. От рисковите ипотечни кредити, през секюритизацията и суапите срещу кредитно неизпълнение (застраховките срещу фалит - CDS), до количествените модели за измерване и управление на риска – това са все доказателства за сложността и иновациите на модерните финансови пазари, които ги тласнаха към световната финансова криза. Комбинацията на сложност и финансови иновации доведоха до наличието на значителна асиметрия относно информацията и знанията на участниците на финансовите пазари. По този начин се създадоха възможности за неоптимално договаряне и за изостряне на вече съществуващия проблем за агентските разходи. В същото време финансовите регулатори и регулацията като цяло изоставаха чувствително в сравнение с темпа на разработване и въвеждане в действие на финансови иновации. Пълното осъзнаване на последиците от това закъснение започна да се долавя едва през последните години.

В този контекст сега можем да твърдим, че несъвършенството на законодателната регулаторна рамка, както и пропуските и слабостите в дейността на регулаторните органи основателно се считат за една от причините за кризата от 2007-09 г. Това широко застъпено в следкризисните анализи мнение принуди регулаторните органи в световен мащаб да обърнат сериозно внимание на проблема. Засиленото международно сътрудничество е отличителен белег на реформите, които бяха предложени и приети в следкризисния период. Подобно на икономическите изследователи, обединили се около основните фактори, допринесли и предизвикали глобалната финансова криза, регулаторните органи по целия свят проведоха редица дискусии и изследвания (вкл. и финансови разследвания) и набелязаха основните пропуски в дейността на капиталовите пазари и на регулаторната им рамка с оглед предотвратяване на подобни кризи в бъдеще.

В това изследване най-напред ще направим критичен преглед на особеностите и на предимствата и недостатъците на финансовите иновации и по-специално на тези иновации, които бяха реализирани през последните три десетилетия. След това ще разгледаме някои от основните финансови нововъведения в периода на зараждане на кризата. До преди нейното възникване финансовите иновации се смятаха за неразривно свързани с икономическия растеж и съвкупното благосъстояние. С разрастването на кризата, критиките относно ползата от финансовите иновации станаха по-целенасочени и недвусмислени. Ще представим и настоящите регулаторни инициативи, осъществени главно в ЕС, както и възможното въздействие на тези регулации върху бъдещето на финансовите иновации. Ще формулираме и препоръки за това в кои области и в каква насока е необходимо в бъдеще да се предприемат действия във връзка с подобряване на регулаторната рамка и надзора на финансовите пазари.

1. **Финансовите иновации**

Финансовата иновация е непрекъснат, динамичен процес, протичането на който започва със създаването и продължава с последващо популяризиране на нови финансови инструменти, нови финансови технологии, институции и пазари. Емпиричните изследвания показват силна положителна връзка между либерализацията на финансовите услуги и дългосрочния икономически растеж. На пръв поглед изглежда, че тази положителна корелация все още съществува и в следкризисните пазарни условия.

Подобно на финансовите системи, финансовите иновации изпълняват шест основни функции. Те позволяват:

* движение на средствата във времето и пространството (напр. спестовни сметки);
* акумулиране на средства (напр. взаимни фондове);
* управление на риска (напр. фючърси и опции);
* извличане на информация за подпомагане вземането на финансови решения (напр. продукти за оценка на вероятността от неизпълнение);
* противодействие на проблемите с моралния риск и информационата асиметрия (напр. рисков капитал);
* улесняване на плащанията (напр. дебитни и кредитни карти).

Във времето се наблюдава значително подобряване на тези функции, което води до повишаване на общото благосъстояние. Финансовите иновации значително променят начина на функциониране на финансовата система. Те могат да бъдат определени като "двигател на икономическия растеж", генериращ положителни външни въздействия, от които потреблението и инвестициите печелят.

Например, без фирми за рисков капитал, които да оценят и финансират идеите на разработки от високотехнологичната сфера, редица от съвременните технологични иновации не биха били възможни. Финансовите иновации се занимават и с подобряване на технологичните средства за предоставянето на финансови услуги. Така, както при продуктовите иновации, финансовите иновации включват изобретяването на финансов продукт или процес, заедно с неговото разпространение. Казано по друг начин, финансовите иновации винаги са замисляни и имат за цел подобряването на съществуващите финансови продукти.

Робърт Мертон[[1]](#footnote-1) илюстрира динамиката на финансовите иновации чрез използване на термина "спирала на финансовата иновация". Според него: „След като продукти като фючърси, опции, суапи и секюритизирани кредити се стандартизираха и се придвижиха от посредниците към пазарите, разпространението на нови пазари за търговия с тези инструменти направи възможно създаването на нови финансови продукти, което доведе до по-добра "пълнота на пазара". За да хеджират своите експозиции по отношение на тези продукти, техните създатели - финансовите посредници, търгуват на тези нови пазари и обемите се увеличават; увеличеният обем намалява пределните транзакционни разходи по сделката и по този начин прави възможно по-нататъшното създаване на повече нови продукти и стратегии за търговия от посредниците, което от своя страна води до още по-голям обем. Успехът на тези пазари и персонализирани продукти насърчава инвестициите в създаването на допълнителни пазари и продукти и този цикъл продължава спираловидно към теоретичния случай на нулеви пределни транзакционни разходи по сделката и динамично изградени пазари“[[2]](#footnote-2).

Една възможна класификация групира финансовите иновации по следния начин:

* нови продукти (напр. високорискови ипотеки, деривати или индексни фондове) или услуги (напр. Интернет банкиране);
* нови производствени процеси (напр. оценяване на кредитоспособността; нови средства за обработка и оценяване на транзакции);
* нови организационни форми (напр. Интернет-базирани "виртуални" банки).

Финансовите иновации не се отнасят само за иновативни продукти, а включват и нови процеси, като секюритизацията на активи и различните видове управление на активи.

Освен предимства обаче, разработването и разпространението на финансови иновации има и отрицателни последици - нарастваща финансова уязвимост в следствие на тяхното широко разпространение. Важни финансови иновации, които изиграха централна роля в кризата, са свързани със секюритизирането на кредити.

До настъпването на кризата, секюритизацията, само по себе си, се разглежда като положителна финансова иновация и критичен компонент за възстановяване на кредитното посредничество. Въпреки че секюритизирането на кредити е основна характеристика на финансите от началото на ХХ-ти век, то моделът от началото на 90-те години за секюритизиране на кредити коренно се промени. Този модел бе разработен с оглед задоволяване на търсенето на по-висока доходност, но по този начин се увеличи ливъриджът в рамките на финансовата система, което в крайна сметка допринесе за кризата. Всъщност, секюритизацията се счита за важна съставна част от т. нар. "сенчеста банкова система", където пазарни посредници, които приличаха на традиционните банкови институции, без обаче да се уредени и регулирани по подобен на банките строг начин, се превърнаха в източник на висок ливъридж и системен риск.

1. **Дерегулацията, финансовите иновации и кризата**

Разглеждайки финансовите иновации и по-специално тези в областта на структурираните финанси, като възможен източник за възникване и разпространение на кризата, най-напред ще отбележим факта, че те предизвикаха сериозни проблеми пред регулаторните и надзорните органи. Основно предизвикателство при осъществяване на техните функции бе как да класифицират и тълкуват тези сложни инструменти, особено предвид широкото им използване и възхвала на техните добродетели.

Известно е, че информационна асиметрия съществува не само в отношенията между доставчици и потребители на финансови услуги, но и между доставчици и регулиращите ги и надзорни органи. Днес стана ясно, че необходимото задълбочено разбиране на същността на новите инструменти от страна на компетентните надзорни органи не винаги може да се приема за даденост. Свидетелство за това бе и „скандалът Madoff” относно на границите на компетентност на надзора в лицето на Комисията по ценните книжа на САЩ (SEC). През декември 2008 г. SEC обвини Бернард Мадоф (Bernard Madoff), че е организирал голяма измамна схема чрез фирмата си за финансови услуги *Bernard L. Madoff Investment Securities*, аналогична на схемата Понци (Ponzi scheme)[[3]](#footnote-3) от началото на миналия век. Проблемът бе, че подобни сигнали за дейността на компанията са постъпвали в SEC години наред (поне от 1999 г.), но са били счетени за недостоверни и не са взети под внимание.

Финансовата глобализация и непаралелният растеж на финансовите институции, предлагащи множество услуги на международния пазар, повлияха негативно върху способността на всеки публичен орган да следи значителните промени във финансовия сектор. Всъщност, засилващата се интеграция на световната финансова система, свободният пазар и безпрецедентното размиване на юрисдикции доведе до припокриване на надзорните компетенции и до пропуски в регулациите, което сериозно обърка регулаторите дори в най-развитите икономики. В същото време, традиционните различия в дейностите и в предлаганите продукти и услуги между банки, застрахователни компании, брокерски и инвестиционни фирми постепенно изчезнаха в процеса по непрекъснато търсене на допълнителна доходност. За период от десетина години способността на финансовите пазари за саморегулиране беше широко и настойчиво аплодирана, включително и на държавно ниво.

Финансовите иновации в действителност бяха разглеждани като една от движещите сили на саморегулацията. Появи се и концепцията за „пазарната дисциплина”[[4]](#footnote-4), подкрепена със споразумението Базел ІІ, която трябваше да изиграе ролята на допълнителен буфер за осъществяване на надзор от публичните власти, например чрез намаляване на информационната асиметрия, присъща на финансовия сектор.

Счита се, че световната финансова криза започна в САЩ. Затова и за да демонстрираме връзката на пазарната саморегулация и на финансовите иновации с кризата, успоредно ще се опитаме да проследим основните моменти в развитието на финансовия сектор в САЩ. В тази историческа ретроспекция ще посочим само публичните факти, които пряко и сигурно са повлияли за въвеждането на пазарната саморегулация и за разпространението на финансовите иновации. Тези факти имат и сериозни морални измерения за не по-малко сериозните материални компенсации.

До 1980 г., в продължение на повече от 40 години след Голямата депресия, САЩ отчитат икономически растеж без нито една финансова криза. Финансовият сектор в страната е строго регулиран. Повечето банки са местни и им е забранено да спекулират със спестяванията на вложителите. Инвестиционните банки са малки частни дружества, които се занимават с акции и облигации. В традиционното инвестиционно банкиране съдружниците са тези, които осигуряват капитала и непосредствено наблюдават той да бъде инвестиран без поемане на големи рискове.

През 80-те години финансовият сектор бележи бум. Инвестиционните банки се отварят за капитали и натрупват огромни парични средства. През 1981 г. президентът Роналд Рейгън назначава за министър на финансите Доналд Рийгън, който към този момент е изпълнителен директор на инвестиционната банка Merrill Linch. След това, с последователни и целенасочени действия правителството на президента Рейгън поставя началото на 30-годишен период на финансова дерегулация, осъществявана със съдействието на изявени икономисти и финансови лобисти.

През 1982 г. се премахват някои от ограниченията за банките относно ипотечното кредитиране като им се дава възможност да отпускат по-рискови ипотечни кредити. През мандатите на президента Клинтън дерегулацията продължава основно под управлението на Алън Грийнспан, ръководител на Федералния резерв на САЩ от 1987 г. до 2006 г., и на министрите на финансите - Робърт Рубин, бивш директор на инвестиционната банка Goldman Sachs, и Лари Самърс, професор по икономика в Харвард. В края на 90-те години на XX век, под благосклонния поглед на правителството на президента Клинтън, финансовият сектор в САЩ се обединява в няколко гигантски фирми. Всяка от тях е толкова голяма, че ако фалира, това може да застраши цялата система. През 1998 г. Citicorp и Travelers Group се сливат в Citigroup, която става най-голямата компания за финансови услуги в света. Сливането е незаконно, защото се нарушават съществени разпоредби на закона Glass-Steagall Act[[5]](#footnote-5), но въпреки това Федералният резерв дава своето одобрение. През следващата година, по настояване на Лари Самърс и Робърт Рубин конгресът приема закона Gramm–Leach–Bliley Act, по-известен като „наредба в интерес на Citigroup“. Той отменя закона Glass-Steagall Act и разчиства пътя за бъдещи сливания. По-късно Робърт Рубин печели 126 милиона[[6]](#footnote-6) като заместник-председател на борда на директорите на Citigroup.

По време на проведените дискусии за корените на кризата и за мерките за преодоляването й, т. нар. концепция "твърде големи, за да фалират" бе добавена към моралните проблеми предизвикали кризата. Концепцията създаде порочен кръг като даде увереност на големите финансови институции, че каквито и действия и рискове да поемат, те няма да бъдат оставени да фалират, тъй като са от първостепенна важност за устойчивото функциониране на финансовата система. Този порочен кръг не бе разкъсан и от положените правителствени и на международната общност усилия, намерили израз в идеята да се създаде списък на "системно важните финансови институции" (systematically important financial institutions, SIFIs). Основното съображение за отхвърляне на идеята на този етап бе, че самото присъствие на дадена компания в този списък ще внесе успокоение за нейния мениджмънт („за системно важната институция правителствата ще положат всички усилия, за да я спасят”), което би било погрешен сигнал особено в случаите на мениджмънт с недостатъчно отговорно поемане на риск. Освен това, подобно разграничение на институциите неминуемо ще изисква ясно формулирана граница между тях (критерии за „институция от системна важност”), която да бъде строго и ефективно контролирана. Тази граница обаче, може да се променя с течение на времето, както и в зависимост от вида на кризата. Едно от сериозните предложения за по-ефективно справяне със системните рискове е създаването на ефективна и бърза схема на действие за фалирали институции, както на национално ниво, така и за тези SIFIs, които работят на международния пазар.

Друго основно направление на дерегулацията е пряко свързано с дериватите[[7]](#footnote-7). След 1990 г. се наблюдаваше сериозно развитие на тези сложни финансови продукти. Уважавани икономисти и банкери убедително твърдяха, че дериватите ще спомогнат за постигане на по-сигурен пазар, но вместо това те ускориха неговото дестабилизиране. В годишния отчет за 2002 г. на холдинговата компания Berkshire Hathaway, Уорън Бъфет[[8]](#footnote-8) нарича дериватите “оръжия за масово унищожение”. Регулаторните институции, политиците и бизнесмените, обаче, не приеха сериозно предупреждението, че тези финансови иновации могат да нарушат стабилността на финансовата система.

Дериватите са инструмент, който позволява да се спекулира на практика с всичко - да се залага за цените на ценни книжа или на суровини, за фалит на някоя компания, дори за това какво ще е времето на определена дата. През май 1998 г. Комисията за търговия със стокови фючърси на САЩ (Commоdity Futures Trading Commission) предлага законодателни промени относно регулирането на дериватите. Министерството на финансите реагира незабавно в стремежа си да недопусне регулирането на този тип финансови инструменти. Причината е проста - банките вече са инвестирали и усилия в „производството” им и капитал в търговията им и разчитат твърде много на доходите от този тип дейност. Стига се до „титанична битка” между Комисията за търговия със стокови фючърси и големите корпоративни интереси, подкрепени и от SEC[[9]](#footnote-9), които препоръчват приемането на закони, гарантиращи дерегулацията на дериватите. Според тях, регулацията на сделки с деривати, които се договарят частно между професионалисти, не е необходима. Битката е спечелена от застъпниците на дерегулацията и предложението на Комисията за търговия със стокови фючърси е отхвърлено.

През 2000 г. В САЩ се приема закон за модернизация на стоковите фючърси (Commodity Futures Modernization Act), който до голяма степен освободи извънборсовите деривати от регулация. Според закона по-голямата част от извънборсовите деривативни транзакции между субекти, които по занятие се занимават с търговия с ЦК, няма да бъдат регулирани като фючърси. Вместо това те ще подлежат на много по-слаб надзор.. Резултатът е значително нарастване на употребата на деривати на финансовите пазари.

По време на управлението на Джордж Буш, финансовият сектор в САЩ става по-печеливш, по-концентриран и по-мощен от когато и да било. Индустрията е доминирана от *пет* инвестиционни банки, *два* финансови конгломерата, *три* компании за застраховане на ценни книжа и *три* рейтингови агенции. Дерегулацията на финансовия сектор продължава. През 2004 г. SEC приема наредба, с която на банките се позволи да заемат още пари - коефициентът на ливъридж на банките (заемни към собствени средства) можеше да достигне до ниво 33 към 1. А това означава, че ако стойността на банковите активи намалее дори само с 3%, то това може да доведе до нейния банкрут. Нивото на задлъжнялост във финансовата система нарастваше застрашително.

Любопитен е фактът за интелектуалната подкрепа на процеса на дерегулация на финансовите иновации и на финансовия сектор като цяло от страна на научната мисъл. Редица изявени финансови експерти и професори по икономика са сред основните му поддръжници още от 80-те години, като те играят важна роля при формиране на правителствената политика на САЩ и на надзорната практика на публичните регулаторни органи. Мнозина известни университетски преподаватели са и консултанти на големи финансови фирми. Именно тази е най-популярната форма за възмездяване на техните усилия в подкрепа на корпоративните интереси.

Мартин Фелстейн[[10]](#footnote-10), професор по икономика в Харвард, в ролята си на икономически съветник на президента Р. Рейгън е първия архитект на дерегулацията. След 1988 г. в продължение на 20 години той е член на борда на директорите на “AIG” срещу възнаграждение от милиони долари. Лаура Тайсън[[11]](#footnote-11), професор по икономика в Ккалифорнийския университет, Бъркли също поддържа дерегулацията на финансовия сектор като председател на Съвета на икономическите съветници и директор на Националния съвет по икономика в правителството на президента Клинтън. След като напуска правителството тя става член на борда на директорите на “Morgan Staenly” срещу 350 хиляди долара годишно. И на двата поста в правителството, Л. Тайсън е наследена от Джоузеф Стиглиц[[12]](#footnote-12), професор в [Колумбийския университет](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%9A%D0%BE%D0%BB%D1%83%D0%BC%D0%B1%D0%B8%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%B8_%D1%83%D0%BD%D0%B8%D0%B2%D0%B5%D1%80%D1%81%D0%B8%D1%82%D0%B5%D1%82), Ню Йорк. Рут Симънс[[13]](#footnote-13), професор по сравнителна литература и африканско развитие, печели над 300 хиляди долара годишно в борда на “Goldman Sachs”. Лари Самърс, който като министър на финансите играе важна роля в дерегулирането на дериватите, става президент на университета Харвард през 2001 г. Докато е на този пост, той печели милиони долари като консултант на инвестиционни фондове и за изнасяните лекции по покана на най-големите финансови институции.

През 2004 г., годината на най-бурно нарастване на „ипотечния балон”, Глен Хъбърд[[14]](#footnote-14) и Уилям Дъдли[[15]](#footnote-15) публикуват доклад „Как капиталовите пазари усилват икономическото развитие и спомагат за създаването на работни места?”[[16]](#footnote-16). В него те изтъкват предимствата на кредитните деривати и на създаваните на тяхна основа вериги от ценни книжа[[17]](#footnote-17) и твърдят, че тяхното широко приложение подобрява разпределението на капитала и повишава финансовата стабилност. Според тях това е довело и до намалена волатилност в икономиката и кризите са станали по-редки и по-слаби. Друго тяхно твърдение е, че кредитните деривати защитават банките от загуби и подпомагат разпределянето на риска.

През 2006 г. Фредерик Мишкин[[18]](#footnote-18) е съавтор на изследване[[19]](#footnote-19) за финансовата система на Исландия. Според него Исландия е развита страна с отлични институции, ниска корупция и върховенство на закона. Икономиката й вече се е приспособила към финансовата либерализация, като същевременно регулирането и надзорът са доста ефективни. Исландската търговска камара възлага и на Ричард Портес[[20]](#footnote-20) да напише доклад[[21]](#footnote-21) за състоянието на исландския финансов сектор. Той излага мнението, че исландските банки са високо ликвидни и всъщност са спечелили от падането на исландската крона. Според него, това са силни и добре управлявани банки и пазарният им капитал е обезпечен за предстоящата година. Развитието на кризата обаче, опроверга по категоричен начи изводите и от двата доклада[[22]](#footnote-22).

За съжаление, само неколцина икономически експерти предупреждават за кризата. Един от тях е Рагурам Раджан[[23]](#footnote-23), който през 2005 г. изнася доклад „Финансовото развитие прави ли света по-рисков?“[[24]](#footnote-24) на годишната икономическа конференция в „Jackson Hole"[[25]](#footnote-25). Фокусът на доклада е върху неравновесието между поощренията при добри финансови резултати и последствията при реализирани загуби - получаване на огромни бонуси за постигнати краткосрочни печалби и липса на санкции в случай на загуби. Изводът на Р. Раджан е категорично предупреждение - тези поощрения карат банкерите да поемат твърде големи рискове, които биха могли да унищожат собствените им институции и дори цялата финансова система. Той заявява: "Твърдите, че сте намерили начин да печелите повече с по-малък риск, а аз казвам, че печелите повече с цената на по-голям риск".

През 2006 г. и 2007 г. се появяват предупрежденията на Нуриел Рубини[[26]](#footnote-26) за настъпването на финансовата криза в САЩ заради балона на имотния пазар, а през 2007 г. - статиите на Алън Слоун в „The Washington Post”[[27]](#footnote-27) и в списание “Fortune”[[28]](#footnote-28), както и постоянните предупреждения на МВФ. Доминик Строс Кан[[29]](#footnote-29) казва от името на МВФ: “Кризата, която предстои, е огромна.”[[30]](#footnote-30)

За разлика от САЩ, след обединяването си Европа беше изправена пред необходимостта от създаване на единна система от регулаторлни органи и механизми. Страните-членки  влязоха в Съюза всяка със своята специфична национална регулаторна рамка, обусловена от степента на развитие на финансовата и законодателни й системи. Всяка от страните членки имаше снвой индивидуален иисторически път на развитие, политическа система и народопсихология. Обединението на тези страни изправи всички и най-вече новосъздадените общоевропейски институции пред трудната задача да създадат единна работеща финансова стистема. Този процес се оказа дълъг и труден. Той продължава да се развива и днес.

Регулирането на финансовия сектор в ЕС преди кризата се характеризира с плавен законодателен процес и либерална законодателна рамка. Акцентът е върху националната дискреция на държавите-членки и стремежа за въвеждане на неформална координация на надзорните политики. След въвеждането на единната валута страните-членки предприемат по-сериозни действия, насочени към уеднаквяване на стандартите за финансова регулация.

През 2002 г. е приета Директива 2002/87/ЕО за допълнителен надзор върху кредитните институции, застрахователните компании и инвестиционните посредници към един финансов конгломерат. Директивата има за цел да запълни регулаторните празнотите по отношение на изискванията за платежоспособност и концентрация на риска на равнище конгломерат, за сделките вътре в групировката, за осъществяване на вътрешното управление на риска, за почтеността и компетентността на управлението. Някои от тези конгломерати спадат към най-големите финансови групировки, които упражняват дейността си на финансовите пазари и предоставят услуги в целия свят.

Ако тези конгломерати и по-специално включените в тях кредитни институции, застрахователни предприятия и инвестиционни посредници бъдат изправени пред финансови трудности, финансовата система като цяло би могла да бъде сериозно засегната от отрицателните последици върху отделните вложители, притежатели на застрахователни полици и инвеститори. Ето защо Директивата въвежда правила за осъществяване на допълнителен надзор на тези членове на групировката (т.нар. „регулирани образувания към един финансов конгломерат”[[31]](#footnote-31)) относно концен­трацията на риска, сделките между членовете вътре в групи­ровката и тяхната плате­жоспособност, вкл. премахване на многократната употреба на едни и същи активи при изчисляване на капиталовата адекватност. Сделка в рамките на групировката се смята за значима, ако нейната стойност надвишава поне 5 % от общата сума на изискванията за капиталова адекватност на равнище финансовия конгломерат.

За да се гарантира осъществяването на допълнителния надзор на регулираните образувания към финансовите конгломерати, измежду компетентните органи на заинтересованите държави-членки, включително и на тази, в която се намира главното управление на конгломерата, се избира един координатор. Неговите функции са:

* координация при набиране и разпространение на необходимата информация;
* осигуряване на надзорен преглед и оценка на финансовото състояние;
* оценка на съответствието с изискванията за капиталова адекватност, концентрация на риска и вътрешно-групови сделки;
* оценка на структурата на финансовия конгломерат, организацията и системата за вътрешен контрол;
* планиране и координиране на надзорните дейности.

При осъществяването на контрола върху сделките в рамките на групи­ровката и върху концентрацията на риска, координаторът обръща особено внимание на риска от зараза в рамките на финансовия конгломерат, на риска от конфликт на интереси, на риска от заобикаляне на секторните правила, на равнището и на обема на риска.

На финансовите пазари в Европейския съюз през последното десетилетие се предлагаше все по-широк спектър от услуги и иновативни инструменти. Това, както и постоянно нарастващата активност на инвеститорите наложи предприемането на адекватни и компетентни мерки с оглед осигуряване на тяхната защита чрез хармонизация на законодателствата. Директива 2004/39/ЕО относно пазарите на финансови инструменти (MiFID) влиза в сила от ноември 2007 г. и през следващите няколко години играе ролята на централен стълб в интеграцията на финансовия пазар на ЕС. Първостепенната й цел е да се засили интеграцията, конкурентоспособността и ефективността на финансовите пазари на ЕС. Премахва се възможността държавите-членки да изискват търговията с финансови инструменти да се осъществява на традиционните национални борси, като конкуренцията между тези борси и алтернативните места за търговия става възможна в европейски мащаб. Разписани са правата и задълженията на националните компетентни органи за надзор и регулация на финансовите пазари.

Директивата предвижда хармонизиране на правилата за издаване на разрешаване (лицензия) за предоставяне на инвестиционни услуги (брокерство, консултиране, търгуване, управление на портфейли, поемане на емисии и др.), както и за осъществяването на такава дейност от страна на банките и инвестиционните посредници. Аналогични правила са въведени за лицензиране на операторите на регулираните пазари. За извършването на инвестиционни услуги на територията на ЕС с тази директива се въвежда издаването на консолидиран „паспорт“ на банките и на инвестиционните посредници, при спазването на организационни изисквания и на изисквания за отчитане, както и на изчерпателни правила за осигуряване защитата на инвеститорите.

Директивата не създава общи стандарти за собствения капитал на инвестиционните посредници и не установява размер за първоначалния им капитал или обща рамка за наблюдение на рисковете, причинени от тях. Директивата регламентира осъществяването само на основна хармонизация, която засега се счита, че е необходима и достатъчна за осигуряване на взаимно признаване на разрешенията и на системите за доверително управление.

Накратко, MiFID цели да постигнат преимущества за финансовите инвестиционни пазари, подобни на онези, които единният европейски пазар се стреми да осигури като среда за всички останали продукти и услуги в рамките на Европейския съюз. Двете основни цели, залегнали в директивата, са:

* защита на инвеститорите и запазване целостта на пазара чрез установяване на хармонизирани изисквания относно дейността на упълномощените посредници;
* насърчаване на справедливи, прозрачни, ефикасни и интегрирани финансови пазари.

Споразумението за капиталовите стандарти на Базелския комитет по банков надзор (Базел ІІ), прието през юни 2004 г, бе естествен отговор на изключително динамичното пазарното развитие на банковата дейност. Базел ІІ е структуриран в три взаимно свързани раздела, наречени стълбове. Първият стълб определя минималните капиталови изисквания, вторият се отнася до банковия надзор, а третият е за пазарната дисциплина. Целта на Базел ІІ е да се създаде международен стандарт за минимален размер на капитала, който банките трябва да заделят за да могат да се предпазят от финансовите и оперативните рискове.

Известно е, че изискванията за минимален капитал могат да играят централна роля при надзора върху кредитните институции и при взаимното признаване на надзорните техники. Общите минимални капиталови изисквания са подходящи и за да се предотврати нарушаването на правилата на конкуренцията и за укрепване на банковата система на вътрешния пазар. Разбира се, тези изисквания трябва „да претеглят” активите и задбалансовите позиции според степента на риска. За да подпомогне приложението на Базелските стандарти, Европейският парламент прие две директиви.

Директива 2006/48/EО („относно предприемането и осъществяването на дейност от кредитните институции”) отчита разнообразието от кредитни институции в Общността чрез осигуряване на алтернативни подходи за изчисляване на минималните капиталови изисквания за кредитен риск, които включват различни нива на чувствителност към риск и имат различна сте­пен на сложност. Тя установява различни подходи към капиталовата адекватност за всеки риск, което дава възможност на инвестиционните посредници да въведат системи за управление на риска, които най-добре да отговарят на техния рисков профил или сфера на дейност. В зависимост от вида на риска (кредитен, пазарен и оперативен) надзорните органи оценяват размера на капитала, с който инвестиционните посредници трябва да разполагат.

Директива 2006/49/ЕО („относно капиталовата адекватност на инвестиционните посредници и кредитните институции”) има за цел да бъдат въведени изисквания към капиталовата адекватност на инвестиционните посредници и кредитните институции и правила за нейното определяне и доверително управление. В нея са разработени общи стандарти за поеманите от кредитните институции пазарни рискове (позиционни рискове, рискове от контрагента и сетълмент рискове, валутни рискове), както и допълваща рамка за надзор на тези рискове. Според директивата, за да се засили пазарната дисциплина и за да бъдат насърчени институциите да подобрят своята пазарна стратегия, контрол на риска и организация на вътрешното управление, е необходимо да се предвидят подходящи форми на оповестяване. Инвестиционните посредници са задължени да предоставят на националните компетентни органи в страните-членки всяка информация, която има е необходима, за да следят за спазването на определените в директивата правила.

В зависимост от спецификата в предмета на дейност, в директивата са посочени различни стойности на първоначалния изискуем капитал. За да бъдат отчетени разликите между инвестиционните посредници и вида на операциите, които те извършват за определени случаи се предвиждат изключения от капиталовите изисквания. Основно изискване в директивата е всеки инвестиционен посредник да притежава собствени средства, равностойни на една четвърт от фиксираните разходи за предходната година. Така се осигурява покриването на всички рискове, пред които е изправен даден инвестиционен посредник, запазване на финансовата му стабилност и възможности за продължаване на дейността.

Въведена е концепцията за „търговски портфейл на институция” – той обхваща позициите във финансови инструменти и стоки, които се държат с намерение за търгуване или за хеджиране на други елементи в търговския портфейл, които могат да бъдат хеджирани и по отношение на които няма ограничителни споразумения за търгуването им. Инвестиционните посредници и кредитните институции са задължени да оценяват своите сделки ежедневно по пазарни цени. Това означава, че позициите в търговския портфейл ще отчитат адекватно кредитния риск на контрагента.

Независимо от тези законодателни инициативи и въведените чрез тях правила на единния пазар, дивергенцията на политиките и практиките на регулиране и надзор на финансовия сектор в отделните държави-членки се запази. Регулативните мерки, описани по-горе, изостанаха от развитието на пазара. Финансовата криза и нейните вторични ефекти разкриха сериозни слабости в европейската рамка за регулиране и надзор на финансовата система.

Констатирайки това, през октомври 2008 г. Европейската комисия възлaга на Жак дьо Ларозиер[[32]](#footnote-32) председателството на консултативна група[[33]](#footnote-33) относно бъдещето на европейската финансова регулация и надзор. Основният фокус на групата е да се направи преглед на организацията на надзора на финансовите институции и пазари в ЕС и да се набележат и обсъдят конкретни стъпки към засилване на европейското сътрудничество относно практиките в областта на надзора, механизмите за ранно предупреждение и действие при кризи, както и сътрудничеството в дейността на надзорните органи на страните от ЕС. Докладът[[34]](#footnote-34) с резултатите от работата на групата съдържа 31 препоръки, насочени основно към разработка на нова регулаторна рамка за по-добро управление на рисковете, създаване на нов координиран надзор в ЕС и ефективно управление на институциите при кризи. Експертите от групата са единодушни и категорични за необходимостта да се :

* преразгледат стандартите Базел II, в които някои съществени рискове са подценени, а способността на банките да се справят с тях е надценена, което налага потребност от по-голям и по-качествен капитал (препоръки 1 и 2);
* преразгледа регулацията на агенциите за кредитен рейтинг с оглед постигането на по-ефективно регулиране, осигуряване на независимост, обективност и високо качество на кредитните рейтинги (препоръка 3);
* разгледа и анализира дейността на т.нар “паралелна банкова система”, след което да

се разработи и приеме подходяща регулация за субектите и дейностите в нея (препоръки 7 и 8);

* разработи и приеме регулация на възнагражденията във финансовия сектор (препоръка 11);
* разработи и приеме правна рамка за процесите на оздравяване и преобразуване на проблемни кредитни институции и инвестиционни посредници (препоръка 13);
* подобри регулацията на схемите за гарантиране на депозитите (препоръка 14);
* създаде Европейски съвет за системен риск за осъществяване на „пруденциален надзор на макроравнище“( препоръки 16 и 17);
* създаде Европейска система за финансовите надзорни органи за осъществяване на „пруденциален надзор на микроравнище“ ( препоръки 18 - 24).

Към настоящия момент значителна част от препоръките са обсъдени и приети от европейския парламент.

**3.****Новата регулация на финансовите пазари**

В тази точка ще проследим пътя на реформите породени от кризата и на препоръките от доклада дьо Ларозиер. По-конкретно, ще се спрем на създаването на нови институции и приемането на нови регулации както в Европа, така и в САЩ.

Съществени институционални промени бяха приети на макро- и микроравнище. Регулаторни реформи бяха проведени в следните основни направления: защита на потребителите на финансови услуги и на инвеститорите; мониторинг и контрол на системния риск; надзор на банковите институции; контрол на възнагражденията и бонусите за мениджъри; регулация на хедж фондовете; регулация на извънборсово търгувани деривати; регулация на дейността на рейтинговите агенции.

В резултат на усилията на регулаторните органи да подобрят своята дейност, в рамките на ЕС бяха създадени три нови органа за финансов надзор и контрол на риска:

* Европейски банков орган (the European Banking Authority, EBA),
* Европейския орган за ценните книжа и пазари (the European Securities and Markets Authority, ESMA),
* Европейски орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (the European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA).

Тези агенции ще имат регулаторна функция в областта на техническите стандарти. Те са известни под общото наименование Европейски надзорни органи (European Supervisory Authorities, ESAs)

На макроравнище беше създаден Европейски съвет за системен риск (European Systematic Risk Board, ESRB)[[35]](#footnote-35) за наблюдение и оценка на потенциалните заплахи за финансовата стабилност. В работата си той се фокусира върху даването на предупредителни сигнали за възникване на системни рискове и на препоръки за действия в отговор на тези рискове.. Едновременно с това бе създадена Европейска система на финансовите регулатори (European System of Financial Supervisors, ESFS). Това е мрежа от националните финансови надзорни органи и трите новосъздадени EBA, ESMA и EIOPA на равнище ЕС. Връзката между тях може да се проследи на Фиг. 1.

Европейският съвет за системен риск (ESRB) има право и на законодателни инициативи. Той прилага и механизма “act or explain” („действай или обяснявай“) за всички адресати на своите препоръки и предупреждения.

Европейските надзорни органи (ESAs) работят съвместно и в тясно сътрудничество с националните надзорни регулатори за запазване на финансовата стабилност на отделните финансови институции и защита на потребителите на финансови услуги в ЕС (т.нар. „микро-пруденциалния надзор”). Европейските надзорни органи имат правомощия[[36]](#footnote-36): да изготвят специфични правила за националните власти и финансови институции; да разработват технически стандарти, насоки и препоръки; да наблюдават прилагането на правилата от страна на националните надзорни органи; да предприемат действия в извънредни ситуации, включително забрана на определени продукти; да посредничт и разрешават конфликти между националните надзорни органи; да гарантират последователното прилагане на законодателството на ЕС.

С цел да се гарантира координацията относно надзора на институции с международна дейност, реформите включват и използването на механизма на съвместните комитети (Joint Committees). Така, например, EBА, EIOPA и ESMA трябва да формират Общ комитет, който да надзирава съвместната дейност и координацията между националните надзорни органи в случаите на финансови конгломерати.

*Фиг. 1. Новата европейска рамка за надзор*

**Европейски съвет за системен риск (ESRB)**

Председателите на EBA, EIOPA&ESMА

Европейска Комисия

Съвет на ЕЦБ

+ +

*Съвети и предупреждения Обмен на информация*

Европейски банков орган (EBA)

Европейския орган за ценните книжа и пазари (ESMA)

Европейски орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (EIOPA)

Национални банкови регулатори

Национални регулатори на търговията с ЦК

Национални застрахователни

и осигурителни регулатори

Тези значими институционални промени ясно показват стремежа за повече "европеизация" при осъществяване на надзорните функции. Подобен стремеж се залага и в европейското финансово законодателство. По-долу ще направим кратък преглед на по-важните законодателни промени, имащи отношение към финансовите иновации.

Директива 2009/65/ЕО отменя многократно променяната Директива 85/611/ЕИО като се запазват съществените елементи от нея, свързани с уредбата на дейността на колективните инвестиционни схеми (КИС) и управляващите дружества. За тези схеми новата директива въвежда понятието „предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК)” и изисква от страните-членки да хармонизират законовите, подзаконовите и административните си разпоредби относно техния надзор. Идеята е да се уеднаквят условията на конкуренция между такива предприятия в ЕС и да се гарантира обща и по-ефективна защита на притежателите на дялове.

Същата година се приема и регламент (ЕО) № 1060/2009 относно агенциите за кредитен рейтинг[[37]](#footnote-37). С него се въвеждат строги правила за дейността на агенциите за кредитен рейтинг (АКР) с цел ограничаване на евентуални конфликти на интереси и осигуряване на високо качество и достатъчна прозрачност на рейтингите и на процеса на определянето им.

Директива 2010/76/ЕО изменя директиви 2006/48/ЕО и 2006/49/ЕО по отношение на капиталовите изисквания за търговските портфейли. Въвеждат се изисквания за пресекюритизация и за надзорния преглед на политиките за възнагражденията. Относно надзорния преглед на политиките за възнагражденията ще отбележим, че той е резултат на постигнатото съгласие сред надзорните и регулаторни органи, включително Г-20 и Комитета на европейските банкови надзорници, че неподходящите структури за възнаграждения на някои финансови институции са допринесли за прекомерното и неразумно поемане на риск в банковия сектор. За да се предотврати потенциално отрицателния ефект, който такива структури могат да имат върху управлението на риска и върху контрола на склонността на отделни лица да поемат риск, в новата директива изискванията на Директива 2006/48/ЕО са допълнени от изричното задължение за кредитните институции и инвестиционните посредници да създадат и поддържат за категориите персонал, чиито професионални дейности имат съществено въздействие върху техния рисков профил, политики и практики за възнагражденията, които са в съответствие с ефективното управление на риска. Кредитните институции, които са значими като размер и вътрешна организация, както и като естество, обхват и сложност на тяхната дейност, създават комитет по възнагражденията.

В областта на секюритизацията директивата значително повишава изискванията към институциите за отчитане и оповестяване на рисковете на секюритизираните позиции в търговския им портфейл. За да се гарантира достатъчна прозрачност относно естеството на дейностите по секюритизация, оповестяването следва да отразява степента, до която институцията спонсорира секюритизационните дружества със специална цел и участието на свързаните образувания, тъй като тясно обвързаните лица могат да породят текущи рискове за нея. С директивата се ограничава възможността на институциите да моделират рисковете в търговския портфейл, свързани със секюритизацията и се въвежда стандартизирано капиталово изискване за секюритизираните позиции.

Директивата предвижда по-строги стандарти за вътрешните модели за изчисляване на капиталовите изисквания за пазарен риск - отчитането на риска чрез тях следва да се допълни с кредитните рискове в търговския портфейл. За да бъдат капиталовите изисквания по-високи при влошаващи се пазарни условия и за да се намали възможността за проциклично развитие, тези изисквания следва да включват елемент, който отговаря на условията на стрес. Институциите следва да провеждат обратни стрес-тестове, за да проучат кой сценарий би могъл да представлява предизвикателство за тяхната устойчивост, освен в случаите когато институцията докаже, че подобен тест е излишен.

През 2010 г. Базелският комитет публикува ревизирани глобални стандарти (Базел III), които засилват капиталовите изисквания за банките и въвеждат нови регулаторни изисквания за банковата ликвидност и използвания ливъридж. Според комитета новите стандарти ще доведат до по-добро качество на капитала и по-добро покритие на риска, свързан с дейностите на капиталовия пазар. Базел III е глобален регулаторен стандарт за капиталовата адекватност на банките, стрес-тестовете и ликвидния риск, който трябва да бъде въведен в действие в периода 2013 – 2018 г. В отговор на Базел III, Европейската комисия е в процес на преразглеждане и изменение на няколко важни директиви – 2006/48/ЕО, 2006/49/ЕО, 2002/87/ЕО и 2004/36/EO (MiFID).

През юли 2011 г. Европейската комисия започна обсъждане на законодателен пакет (директива и регламент) относно лицензирането и осъществяването на дейност от кредитните институции и инвестиционните посредници и относно техния надзор. Обединяването по този начина на Директиви 2006/48/ЕО и 2006/49/EО ще подобри разбираемостта им и ще се опрости прилагането им. Промените от Базел III са включени в предложението за регламент, а разпоредбите относно капиталовите маржове – в предложението за директива (въвеждат се два капиталови маржа: предпазен марж[[38]](#footnote-38) и антицикличен капиталов марж[[39]](#footnote-39)). Новите елементи в директивата са: разпоредби за санкциите, за ефективното корпоративно управление и разпоредби, които възпрепятстват прекомерното разчитане на външните кредитни оценки. В директивата остават разпоредбите за лицензиране на кредитните институции и упражняването на свободата на установяване и свободно движение на услуги, както и общите принципи за надзора на кредитните институции и инвестиционните посредници.

За краткото време от прилагането на MiFID бяха постигнати сравнително добри резултати - намалени разходи по сделките, по-голяма интеграция, по-голяма конкуренция между местата за търговия с финансови инструменти (регулирани пазари, многостранни търговски ситеми и посредници), по-голям за инвеститорите избор на доставчици на услуги и на финансови инструменти, като този напредък бе съпътстван от технологични подобрения. Освен положителните ефекти, обаче, се забелязаха и някои проблеми. Първо, ползите от засилената конкуренция не достигат равномерно до всички участници на пазара и от тях не винаги се възползват крайните инвеститори ― професионални или непрофесионални. Фрагментирането на пазара усложни търговската среда, особено по отношение на събирането на търговски данни и създаде проблеми пред регулаторите за добиване на цялостна картина за пазара. Второ, финансовите продукти и технологиите се развиваха с по-бърз темп, което застраши прозрачната равнопоставеност между местата за търговия и инвестиционните посредници, тъй като разпоредбите в директивата се оказаха остарели. Трето, финансовата криза разкри съществени слабости (липса на прозрачност, надзор и защита на инвеститорите) в регулирането на новите финансови инструменти, търгувани основно между професионални инвеститори, което застрашава пазарната ефективност.

Тези проблеми показаха, че макар и широко подкрепяни в условията на финансовата криза, подробните правила на MiFID се нуждаят от сериозни и целенасочени подобрения, които да позволят постигането на по-значимите цели за изграждане на интегриран, ефективен и конкурентен европейски финансов пазар и за формиране на по-сигурна, стабилна, прозрачна, отговорна и по-малко рискова финансова система. Три са основните посоки на подобренията в MiFID:

* изпълнение на поетите от Г-20 ангажименти - справяне с нерегулираните и непрозрачни части на финансовата система, подобряване на организацията, прозрачността и надзора на извънборсовите деривати, секюритизацията, агенциите за кредитен рейтинг и хедж-фондовете;
* осигуряване на по-добър надзор и прозрачност на пазара на стокови деривати;
* свеждане до минимум правото на собствено усмотрение на държавите-членки, предвидено във всички директиви на ЕС за финансовите услуги.

Предложението за изменение на MiFID е разделено на две части – нов регламент за пазарите на финансови инструменти (MiFIR) и ревизирана директива. С регламента се определят: изискванията за оповестяване на данни за прозрачността на търговията и на данни за сделките; премахването на препятствията пред равнопоставения достъп до системи за клиринг; задължението търговията с деривати да се осъществява на организирани места; конкретните надзорни действия относно финансовите инструменти и позициите по деривати; предоставянето на услуги от дружества от трети държави без наличие на клон. С директивата се изменят: специалните изисквания за предоставянето на инвестиционни услуги и за извършване дейност от инвестиционните посредници; организационните изисквания към местата за търговия; правомощията, с които разполагат националните надзорни органи и ESMA; санкциите и правилата за защита на инвеститорите.

През 2011 г. започна обсъждането и на още две предложения за изменения на съществуващи разпоредби. Предложението за изменение на регламент (ЕО) № 1060/2009 относно агенциите за кредитен рейтинг обръща внимание на факта, че съществуващият Регламент за АКР не разглежда достатъчно детайлно редица въпроси, свързани с дейности по определяне на кредитни рейтинги и тяхното използване. Основната цел на предложението е да допринесе за намаляване рисковете за финансовата стабилност и за възстановяване на доверието на инвеститорите във финансовите пазари и в качеството на рейтингите. По-конкретните цели са[[40]](#footnote-40):

* ограничаване на негативното въздействие на „ефекта на срутването“ върху финансовите институции и пазари чрез намаляване на зависимостта от външните рейтинги;
* намаляване на риска от верижни реакции при промени на държавните рейтинги;
* подобряване на условията на пазара на кредитен рейтинг с оглед подобряване качеството на рейтингите;
* осигуряване правото на регресен иск за инвеститорите и потребителите на рейтинги, които са понесли загуби в резултат на кредитен рейтинг;
* подобряване качеството на рейтингите чрез гарантиране независимостта на АКР и насърчаване на обективни и задълбочени процедури и методологии за определяне на кредитен рейтинг.

Второто предложение[[41]](#footnote-41) допълва предходното, но регламентира използването на кредитните рейтинги от страна на предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) и алтернативните инвестиционни фондове. Предложението има за цел да бъдат изменени директиви 2009/65/ЕО и 2011/61/ЕС[[42]](#footnote-42) като се въведе изискване управляващото или инвестиционното дружество да не използва единствено или механично външни кредитни рейтинги за оценка на кредитното качество на активите на ПКИПЦК и АИФ, а да използва процедура за управление на рисковете, която да му позволява да следи и да измерва във всеки момент риска на позициите и техния принос за рисковия профил на портфейла. Външните кредитни рейтинги могат да бъдат един от факторите в тази процедура, но не най-важният.

През юли 2012 г. е прието предложение[[43]](#footnote-43) за изменение на Директива 2009/65/ЕО относно депозитарните функции на ПКИПЦК, политиката за възнагражденията и санкциите. Същия месец беше приет и много важният Регламент (ЕС) № 648/2012 относно извънборсовите деривати, централните контрагенти и регистрите на транзакции (EMIR)[[44]](#footnote-44). До този момент прозрачността на извънборсовите деривати беше ограничена, тъй като информацията за тях бе достъпна само за договарящите се страни. Така се формираше сложна мрежа от взаимозависимости, която прави невъзможно определянето на естеството и нивото на свързаните с тях рискове. Финансовата криза недвусмислено показа, че тази непрозрачност увеличава несигурността при сътресения на пазара и поражда сериозни рискове за финансовата стабилност. В регламента се определят условията за намаляване на тези рискове и подобряване на прозрачността на договорите за деривати.

Преговорите за по-строгото законодателство в банковия сектор продължиха повече от 10 месеца. През март 2013 г. Европейският парламент и ирландското председателство на ЕС постигнаха предварително споразумение за ограничаване на бонусите на банкерите. Предстои разработената за тази цел директива да бъде одобрена от Европейският парламент и от лидерите на държавите-членки на ЕС като се очаква тя да влезе в сила от 01.01.2014г. В нея се предвижда бонусите да не надвишават фиксираната годишна заплата. Сумата може да се увеличи до двойния размер на заплата, но след съгласие на мнозинството от акционерите на съответната банка. Ограниченията се налагат заради голямото обществено недоволство от бонусите, получени от висши ръководни кадри в банките по време на кризата (имаше случаи ръководителите дори на губещи банки да получават премии от по няколко милиона евро). Новите правила обхващат дейността на всички банки на територията на ЕС, както и на тези от тях, които предоставят услуги вън от него. В директивата по-ясно ще бъдат разграничени инвестиционните и кредитните дейности на финансовите институции с оглед постигане на по-голяма прозрачност на дейността им.

Ще разгледаме предприетите в САЩ нови регулаторни мерки на финансовите иновации и пазари, предизвикани от глобалната финансова криза. Радикални промени в американската финансова система предизвикаха Dodd-Frank Wall Street Reform и Consumer Protection Act. Новата законодателна рамка се счита за една от най-сложните регулации, приемани някога и в обхвата й попада почти цялостното функциониране на финансовия сектор. Тя има за цел да фокусира вниманието на регулаторните органи върху „вратичките” за злоупотреби основно в следните области:

* търговията с извънборсови (OTC) деривати;
* процеса на секюритизация (ценните книжа, обезпечени с активи (ABS), ипотечните облигации (MBS) и структурираните облигационни емисии (CDO));
* възнагражденията и бонусите на висшия мениджмънт;
* дейността на хедж фондовете;
* дейността на агенциите за кредитен рейтинг.

Законовата рамка предвижда създаването на Съвет за надзор на финансовата стабилност (Financial Stability Oversight Council, FSOC), който да бъде част от Федералния резерв. FSOC ще се председателства от секретаря на Федералния резерв и ще се състои от 10 членове с право на глас и 5 без право на глас (предимно представители на федералните финансови регулаторни агенции). Целите и задълженията на FSOC ще бъдат:

1) да идентифицира рисковете за финансовата стабилност на САЩ, които биха могли да възникнат от сериозен финансов стрес или фалит, или от текущата дейност на големи, свързани помежду си банкови холдингови компании или небанкови финансови дружества, или които могат да възникнат извън пазара на финансови услуги;

2) да насърчава пазарната дисциплина чрез премахване на очакванията от страна на акционери, кредитори и контрагенти на дадени компании, че правителството ще ги предпази от загуби в случай на фалит;

3) да отговори на възникващите заплахи за стабилността на финансовата система на САЩ чрез конкретни предложения за ефективни действия.

FSOC е натоварен с допълнителни дейности по идентифициране на възникващите рискове в цялата финансова система. Тези дейности изискват непрекъснато наблюдение на системния риск, породен от големите финансови фирми, от продукти или дейности, свързани с разпространяване на риска. FSOC e натоварен и с подобряване на сътрудничеството и взаимодействието между различните надзорни органи. От съществено значение е фактът, че FSOC ще има право да взима решения (с мнозинство от 2/3) за:

(а) поставяне на дадена небанкова финансова институция под надзора на Федералния резерв при условие, че евентуален неин фалит би застрашил финансовата стабилност в страната,

(б) потвърждаване искане на Федералния резерв към голяма и сложна като структура компания да продаде част от активите си, в случай на вероятност за възникване на сериозна заплаха за финансовата стабилност в страната.

Законът предвижда създадаването на нова Служба за финансови изследвания в рамките на Федералния резерв. Нейната задача е да събира и анализира данни за определяне на възникващите рискове и да докладва информация в периодични публични доклади. Създава се и Бюро за финансова защита на потребителите (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB) с цел да защитава потребителите от нечестни и измамни финансови продукти и практики и да гарантира адекватно разкриване на информация.

Като цяло, правомощията на Федералния резерв в САЩ също бяха засилени - той ще наблюдава по-големите и сложни холдингови дружества с активи на стойност над $50 милиарда (те автоматично се смятат за системно важни институции) и други важни за системата финансови и нефинансови компании; ще бъде отговорен за идентифициране, измерване, наблюдение и предприемане на действия по намаляване на рисковете за финансовата стабилност.

По-долу специално внимание ще обърнем на регулаторните реформи, проведени по отношение на хедж фондовете, дериватите и агенциите за кредитен рейтинг.

*1. Хедж фондове*

От години хедж фондовете са до голяма степен нерегулирани и така станаха важна част от сенчестата финансовата система. Групата страни Г-20 недвусмислено посочи необходимостта от регулаторна намеса в тази област. По-голямата част от хедж фондовете управляват значителни по размер активи от името на пенсионни фондове и други институционални инвеститори и представляват значителен източник на риск („риск от контрагента”) за другите участници на пазара. Развитието на кризата показа, че те имат съществен принос за застрашително нарастналия ливъридж във финансовата система.

В ЕС бе приета Директива 2011/61/ЕС относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (Directive on managers of alternative investment funds, AIFMD), която е насочена към запълване на празнините в регулацията на хедж фондовете. Директивата обхваща и частните капиталови фондове, фондовете за недвижими имоти и различните други видове институционални фондове. Директивата създава единни паспорти за европейските мениджъри и фондове и определя минимален праг за приложимост на регулацията им - фондове с активи над €100 мил. са длъжни да се регистрират при националните регулативни органи и да се съобразят с хармонизираните изисквания за прозрачност и с допълнителните национални изисквания.

Директивата AIFMD включва няколко разпоредби, които имат за цел да се повиши прозрачността в сектора и да се даде възможност на инвеститорите за по-добър due diligence. Всеки инвестиционен фонд се задължава да контролира нивото на ливъриджа и да се съобразява с други текущи ограничения. Компетентните органи трябва да бъдат информирани за използването на ливъридж, като ESRB също ще имат достъп до тази информация за да се предотврати натрупването на системен риск. При необходимост, националните компетентните органи, под координацията на ESMA, ще бъдат упълномощавани да налагат ограничения за използването на финансов ливъридж.

В двете предложения COM (2011) 747 и COM (2011) 746 за изменение и допълнение на съществуващи регулации се предвижда емитентите на структурирани финансови инструменти да предоставят на пазара допълнителна информация за продуктите си, в т.ч. данни за кредитното качество и характеристиките на базовите активи на структурирания финансов инструмент, за структурата на секюритизационната сделка, за паричните потоци, за обезпечението по секюритизационната експозиция. Тази допълнителна информация следва да улесни инвеститорите, преди всичко ПКИПЦК и АИФ, да изготвят собствени оценки на кредитното качество на инвестиционните продукти, особено на структурираните финансови инструменти, вместо системно и механично да използват АКР за оценяването им.

В САЩ, залегналата в Dodd-Frank Act нова регулаторна рамка за първи път наложи строги изисквания по отношение на хедж фондовете и другите частни фондове. Тя увеличи минималния праг на активите от $30 мил. на $100 мил. за попадане на финансова компания под федерална регулация. Това доведе до значително увеличаване на броя на компаниите под щатски надзор, където регулацията в тази област е значително по-строга. Според това изискване само хедж фондовете, които управляват над $100 мил. трябва да бъдат регистрирани в Комисията по ценните книжа (SEC) като финансови компании и да оповестяват финансови данни за своите сделки и портфейли. Целта на тaзи регистрация е да се осигури по-добър контрол и оценка на системния риск и в крайна сметка по-висока защита за инвеститорите. Dodd-Frank Act е сериозен опит за намаляване на опасните връзки на банките и на контролираните от Федералния резерв небанкови институции с хедж фондове чрез ограничаване на инвестициите в такива фондове.

Въпреки твърдението, че щатските регулатори могат да бъдат по-ефективни от федералните, то фактът, че хедж фондовете с активи под $100 мил. ще осъществяват дейността си под щатски контрол може да се превърне в потенциален источник на конфликти между SEC и тези регулатори.

*2. Деривати*

Пазарът на извънборсови деривати е най-големият по обем деривативен пазар - почти 90% от дериватите се търгуват извънборсово, като тяхната стойност нараства от $ 91 трилиона през 1998 г. до $ 615 трилиона в края на 2009 г. Този пазар бе освободен от всякакви изисквания за оповестяване на информация относно цените, търговските партньори, времето на сключване на сделката, базисните активи. Така, незабелязано от регулаторите дериватите позволиха ливъриджът и взаимната обвързаност на участниците на пазара да нарастнат значително.

При дериватите ограничената прозрачност относно кредитния риск на контрагента води до загуба на доверие и влияе отрицателно на ликвидността на пазара в кризисни моменти. Дълго време дериватите са считани за инструменти за професионална употреба, което обяснява и тяхната слаба регулация. Негативният опит от фалита на Lehman Brothers и от срива на AIG, съсредоточи вниманието и усилията на регулаторната реформа във финансовия сектор върху въвеждане на регулация за дериватите. На срещата на върха в Питсбърг, Г-20 изиска до края на 2012 година всички стандартизирани извънборсови деривативни договори да се търгуват на борси или електронни платформи за търговия, а сетълментът да се извършва централизирано. Договорите за извънборсови деривати ще бъдат докладвани на депозитарите, а договорите без централизиран клиринг ще бъдат съобразени с по-високи капиталови изисквания.

Целта на регулирането на дериватите е двойна - да се увеличи прозрачността на ценообразуването им и да се намали кредитният риск на контрагента. В ЕС засилването на регулациите в сферата на извънборсовите деривати бе осъществено чрез приетия Регламент (ЕС) № 648/2012 (EMIR). С него се въвеждат:

* задължения за оповестяване на извънборсови сделки,
* задължения за клиринг за определени категории извънборсови деривати,
* мерки за намаляване на кредитния и операционен риск при сетълмент на извънборсовите деривати;
* общи правила за централизираните контрагенти и клиринговите къщи.

Регламентът се състои от три раздела. Първият се фокусира върху: извънборсовите деривати (по-специално - непреките клирингови споразумения), задължението за клиринг, достъпа до местата за търговия, нефинансовите контрагенти, техниките за намаляване на риска по договори, които не минават през централизиран контрагент, вътрешногруповите изключения. Втората част е посветена на изискванията към централизираните контрагенти, като редица разпоредби трябва да бъдат специфицирани чрез технически стандарти. Третата част се занимава с регистрите на транзакции - формата и съдържанието на информацията докладвана в тези регистри, съдържанието на заявлението за регистрация до ESMA и информацията, която трябва да бъде предоставяна на компетентните органи.

Тази законодателна инициатива допълва Регламент (ЕС) No 236/2012 на Европейския парламент и Съвета от 14 март 2012 г. относно късите продажби и някои аспекти на суапите за кредитно неизпълнение (credit default swap, CDS). Целта на този регламент е да се създаде предпазна регулаторна рамка при извънредни обстоятелства. Тя обхваща всички финансови инструменти, но предвижда пропорционални мерки срещу рисковете, които може да произтичат от късите продажби на различни инструменти. За да се осигури пълнота и ефективност на изискването за прозрачност, изискванията за уведомяване трябва да включват не само късите позиции, създадени чрез търговия с акции или държавни дългови инструменти на места за търговия, но и късите позиции, създадени чрез търговия извън местата за търговия. На уведомяване подлежат и нетните къси позиции, създадени чрез използване на деривати, като например опции, фючърси, инструменти, свързани с индекси, договори за разлики и финансови залагания въз основа на спред (spread bets), свързани с акции или държавен дълг. Макар и сравнително нова, само няколко месеца по-късно тази регулация бе допълнена с приемането на делегиран Регламент (ЕС) No 918/2012. Допълването е по отношение на определенията, изчисляването на нетните къси позиции, покритите суапове за кредитно неизпълнение върху суверенен дълг, праговете за уведомяване, както и ликвидните прагове за премахване на ограниченията.

Както вече отбелязахме по-горе, Европейската комисия е в процес на ревизиране на няколко директиви, които ще повлияят на търговията с извънборсовите деривати като 2006/48/ЕО, 2006/49/ЕО, 2002/87/ЕО и 2004/36/EO (MiFID). Друга регулация, която е в процес на обсъждане, е предложението за Регламент относно злоупотребата с вътрешна информация и манипулирането на пазара COM(2011) 651. Докато Директивата относно пазарните злоупотреби обхваща само финансовите инструменти, търгувани на регулирани пазари, в регламента приложното поле се разширява и се включват финансови инструменти, които се търгуват на нови платформи за търговия, както и на извънборсовия пазар. Това е съществено при схемите за колективно инвестиране в ценни книжа (UCITS) - за да се гарантира защитата на инвеститорите от тях се изисква пълно разкриване на стратегията относно деривативните инструменти и по-специално относно извънборсовите деривати.

Законът за прозрачност и отчетност от 2010 г. в САЩ, като част от Dodd-Frank Act, изисква увеличаване на прозрачността относно цените и намаляване на риска, които са свързани с извънборсовите сделки. Комисията по ценните книжа и Комисията за търговия със стокови фючърси (CFTC) са двата органа, които ще регулират извънборсовите деривати. Безотговорните практики и прекомерното поемане на риск чрез тези деривати вече няма да могат да избегнат надзора на регулатора. Законът изисква централен клиринг и борсова търговия за дериватите, за които това е възможно. Той гарантира прозрачността на пазара като изисква събирането и публикуването на информация от клиринговите къщи и осигурява на регулаторите важни инструменти за наблюдение и реакция на рисковете. Важно е да се отбележи, че законът определя специфични категории участници на пазара, които трябва да спазват определени ограничения, да се съобразяват с определени капиталови и маржин изисквания и имат задължения за отчитане и съхранение на информация.

*3. Агенциите за кредитен рейтинг*

АКР имат отношение към финансовите иновации в два важни аспекта:

* самите те са източник на иновации, за да подобрят собствената си дейност – напр. да подобряват точността на своите данни или процесите по събиране и обработка на данни, което ще им позволи да издават надеждни кредитни рейтинги;
* правилата (методиките), които агенциите за кредитен рейтинг използват при определянето на рейтинга, могат да доведат до финансови иновации - оценяваните финансови институции имат силни стимули да създадат финансови инструменти, които да им позволят да облекчат финансовото си състояние.

АКР издават становища за кредитоспособността на фирми, правителства и сложни финансови инструменти. В настоящия момент съществуват около 150 АКР, но само три от тях ("Standard&Poors", "Moody’s" и "Fitch") държат около 95% от пазара на кредитни рейтинги. Дълго време те са смятани за най-надеждният източник на информация за риска на специфични финансови продукти и продължават да ползват привилегията на саморегулирането, но като важни участници на финансовите пазари те следва да бъдат регламентирани чрез подходяща правна рамка. Това се налага и факти, като тези, че кредитният рейтинг на банка “Bear Stearns” беше оценен на A2 малко преди нейния колапс през март 2008 г., че “Lehman Brothers” също имаше рейтинг A2 само дни преди да фалира, че рейтингът на “АIG” беше АА само дни преди да им бъде отпусната държавна помощ, а “Fannie Mae“ и “Freddie Mac” имаха рейтинг ААА, но трябвяше да бъдат спасявани от фалит.

Регламент (ЕО) № 1060/2009 относно агенциите за кредитен рейтинг влезе в сила на 7 декември 2010 г. Той изисква от агенциите за кредитен рейтинг (АКР) да спазват строги правила за поведение, за да бъдат смекчени евентуални конфликти на интереси, да се осигури високо качество и достатъчно прозрачност на рейтингите и на процеса на определяне на рейтинги. Въпреки, че осигурява добра основа за регулация, регламентът не обръща достатъчно внимание на редица въпроси, свързани с дейностите по определяне на кредитни рейтинги, с използването на рейтингите, с пазара на рейтинги и със самите участници в него. Това е валидно най-вече за риска от предоверяване на кредитните рейтинги при взимането на инвестиционни решения от участниците на финансовите пазари, за високата степен на концентрация на пазара на рейтинги, за гражданската отговорност на агенциите за кредитен рейтинг по отношение на инвеститорите, за конфликтите на интереси във връзка с модела „емитентът заплаща“ и за акционерната структура на АКР. Спецификата по определяне на държавните рейтинги ясно пролича по време на суверенната дългова криза в Европа, но тя също не е специално разгледана в този регламент.

В началото на финансовата криза, провалът на агенциите за кредитен рейтинг правилно да определят рисковете на такива деривати като рисковите жилищни ипотечни ценни книжа (MBS) и обезпечените с дългови задължения облигации (CDO) доведоха до обществено недоволство. Този провал породи съмнения за безпристрастността на агенциите при издаване на кредитните рейтинги и за конфликт на интереси в тяхната дейност – бизнес моделът, при който емитентът (създателят на финансовия инструмент) плаща, за да получи рейтинг е въведен още в началото на 70-те години на ХХ век. Съмненията се породиха и от факта, че агенциите за кредитен рейтинг високо оценяваха структурирани финансови продукти в продължение на няколко години, а понижаването на тези рейтинги започна едва след като кризата настъпи, т.е. след 2007 г. През това време, случайно или не, печалбите на АКР нарастнаха значително заедно с ръста в броя на структурираните финансови продукти – печалбата на Moody’s се е утроила в периода между 2002 г. и 2006 г. На агенциите "Moody’s" и "Standard&Poors" се плаща в зависимост от броя рейтингови доклади, т.е. на колкото повече структурирани книжа даваха рейтинг ААА, толкова по-високи щяха да бъдат техните приходи.

Рейтинговите агенции можеха да спрат този процес преди кризата като прецизират критериите по формиране на рейтинговите оценки на този вид деривати. По-ниските кредитни рейтинги веднага би намалило интереса към тези книжа, а това от своя страна би довело до намаляване на отпусканите рискови кредити, на които те се базираха. Но те не го направиха. Общоизвестен факт е, че рейтинговите агенции свършиха „ужасяваща работа” при оценката на MBS-те и CDO-тата точно преди избухването на финансовата криза. Дали този провал в кредитните рейтинги, обаче, се дължи на не добрата преценка (методика) или е престъпление, е въпрос, който ще продължи да се дискутира. Интересен е факта, че не се появи регулатор, включително измежду американските, който да обяви своите подозрения в точността на тези рейтинги.

От началото на кризата в САЩ, срещу S&P са заведени редица съдебни дела, но 41 от тях са отпаднали или са били отхвърлени. Рейтинговите агенции засега отстояват правата си на основание първата поправка на конституцията на САЩ, която гласи, че "Конгресът няма закон ... ограничаващ свободата на словото". На 05.02.2013 г., обаче, Министерство на правосъдието на САЩ подава жалба срещу S&P с обвинението, че е "ограничила, коригирала и забавила актуализирането на рейтинговите си критерии и аналитични модели", което е било необходимо да направи за да се оцени риска, като е направила това умишлено, за да защити бизнеса си. Това е ново обвинение за съзнателно разпространяване на информация с невярно съдържание. От S&P със сигурност ще представят доказателства, че работата им по време на кризата не е по-различна от тази на другите институции, които са се опитвали да определят рисковаността на въпросните ценни книжа, и че са работили добросъвестно. Много вероятно е да твърдят, че процесът на вземане на решения за определяне на рейтингите по своята същност е субективен, а не умишлен с цел измама. Присъщо на тази защита е схващането, че решението да се инвестира в крайна сметка е отговорност на купувача, особено ако купувачът е институционален инвеститор. Доколко рейтинговата агенция ще успее за пореден път да се защити или най-накрая ще трябва да понесе отговорност за действията си предстои да научим в близко бъдеще.

Проблемите с недопускането на конфликт на интереси при работата на АКР, с качеството на кредитните рейтинги, с прозрачността във вътрешното управление на АКР, с предоверяването на кредитните рейтинги, с надзора върху дейността на АКР трябва да намерят подходящя регулаторна рамка. Чрез предложението за изменение на съществуващия Регламент за АКР (COM(2011) 747) европейският парламент прави сериозен опит да отстрани тези пропуски. Според него инвеститорите трябва да могат да получат достъп до допълнителната информация, оповестявана на пазара от АКР и от емитентите на структурирани финансови инструменти. АКР следва да оповестяват информация за своите методологии за определяне на рейтингите и за използваните допускания, за планираните промени на тези методологии или за определени видове рейтинги, напр. рейтингите на държавите и другите суверенни субекти. Определените кредитни рейтинги трябва да бъдат лесно сравними за инвеститорите, като за това ще допринесе и Европейския рейтингов индекс (EURIX), който ще бъде изчисляван и обявяван от ESMA и ще включва хармонизирани рейтингови скали. За насърчаване на конкуренцията Европейският парламент ще проучи възможността за създаване на независима Европейска агенция за кредитен рейтинг.

Общата идея на новите регулаторни промени е изискването за по-голяма прозрачност и разкриване на информация по отношение на методологиите, моделите и данните, използвани от агенциите за кредитен рейтинг. Финансовите иновации в тази област също трябва да бъдат регулирани и контролирани отблизо от надзорни органи, като те получат пряк достъп до информация, която до момента е оставала неразкрита.

Ние споделяме убеждението, че неможе да има закон, който да забранява провеждането на тематични проучвания, в нашия случай - да бъде проучвана нечия кредитоспособност. Но при наличие на финансов конфликт с това проучване, този факт задължително трябва да бъде направен обществено достояние именно от провеждащия проучването. И въпреки, че са предприети някои действия за осъществяване на контрол върху начина, по който информацията за инвестиционни продукти и услуги се предоставя на инвеститорите, трябва да има по-конкретни мерки за защита на потребителите и санкции за тяхното неизпълнение. Би било дисциплиниращо, ако за недеклариране например на евентуални конфликти на интереси, на авторите на такива проучвания бъдат налагани значителни професионални и парични санкции.

**Заключение**

Значителна част от вината за финансовата криза се поставя върху липсата на прозрачност и прекалената сложност, свързана с инструменти като CDS и ABS (в частност MBS и CDOs). Възприемани на теория като инструменти, даващи възможност за прехвърляне на кредитен риск, продажбата на такива рискови продукти на зле информирани инвеститори подпомогна развитието на финансовата криза. На пръв поглед Dodd-Frank Act в САЩ, EMIR и другите регулации на Европейския съюз представляват значителна промяна относно регулирането на пазарите на извънборсови деривати и други финансови иновации. Новите законодателни инициативи наблягат на прозрачността и изискват разкриването на повече информация за базовите активи и анализ на тяхното качество. Всички регулаторни усилия, както на местно така и на международно ниво, са насочени към въвеждане на строги, антициклични регулации.

Независимо от това, че има видимо подобрение в регулаторната рамка, то със сигурност предстои още много работа за да се успее да се проникне и до най-тъмните ъгълчета на глобалната финансова система. Финализирането на законодателните рамки в областта на иновациите на финансовите пазари трябва сериозно да бъде ускорено. Прогнозните срокове за пълното прилагане на тези реформи в САЩ, Европа и на други места остават доста неясни. Въздействието им върху финансовите иновации също е с нееднозначен краен резултат. Всичко това изисква сериозни усилия и време.

Новите регулации вероятно ще успеят да преустановят съмнителните практики, като например тези за избягване на данъчно облагане или за възползване от регулаторен арбитраж. Заедно с това ние сме убедени, че по-доброто регулиране със сигурност ще стимулира развитието на финансови иновации, които да подобрят общественото благосъстояние.

**Библиография:**

1. Бобева, Д. Новите инициативи на ЕС в областта на финансовите услуги и предизвикателствата за България. Институт за икономически изследвания при БАН, “Посткризисно икономическо развитие на ЕС и България”, 18-19 октомври 2012 г.
2. Ганчев, А. Хедж фондовете – алтернативен инструмент за инвестиции на финансовите пазари. Библ. Образование и наука, кн. 24, Свищов, АИ Ценов, 2012.
3. Личев, А. Финансово управление на валутните позиции на търговската банка при прехода към еврозоната. Дисертационен труд. 2011.
4. Цончев, Р., Ст. Тонова. Обезпечените дългови облигации (CDOs) като една от причините за финансовата криза, Международна научна конференция „Тенденции и предизвикателства в развитието на икономиката”, 10–11 май 2012 г., ИУ Варна.
5. Awray, D. Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets
6. BIS Papers, No 62 Financial sector regulation for growth, equity and stability, November 2011
7. Callomiris, Ch. Financial Innovation, Regulation, and Reform, Cato Journal, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009).
8. C.Stefanadis, ‘Self-Regulation, Innovation, and the Financial Industry’ (2003) 23:1 Journal of Regulatory Economics 5
9. Cf. IMF; BIS; and FSB, ‘Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations’, Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, October 2009
10. Cf. T. Tridimas, ‘EU Financial Regulation: Federalization, Crisis Management, and Law Reform’ in P. Craig and G. de Búrca (eds), The Evolution of EU Law (Oxford University Press, 2011), Chapter 25
11. Dan Awrey, Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets, August 2011
12. EMEA Centre for Regulatory Strategy, The Impact of Regulation on the Structure of European Over-the-counter Derivatives Market, 2012
13. Emilios Avgouleas, ‘The Global Financial Crisis, Behavioural Finance and Financial Regulation: In Search of a New Orthodoxy’, (2009) 9 Journal of Corporate Law Studies 23, at 24
14. Erin J. Nothwerh, Post-Crisis Financial Regulatory Reform, February 2010
15. European Commission Communication, ‘Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy options’, COM(2009)563 final, 20 October 2009
16. F. Eschenbach, J. Francois and L. Schuknecht, ‘Financial Sector Openness and Economic Growth’, in S. Claessens and M. Jansen (eds), The Internationalisation of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries (Kluwer Law International, 2000)
17. IMF, Global Financial Stability Report – Durable Financial Stability: Getting There from Here, April 2011, p. 27
18. “Inside job” movie (2010)
19. J. Lerner and P. Tufano, ‘The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda’, NBER Working Paper No 16780, February 2011, p. 6
20. J. Trachtman, ‘The International law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and Cooperation’, (2010) 13:3 Journal of International Economic Law 719, at 729.
21. K. Dam, ‘The Subprime Crisis and Financial Regulation: International and Comparative Perspectives’, (2010) 10 Chicago Journal of International Law 1
22. N. Gennaioli; A. Shleifer; and R. Vishny, ‘Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Stability’ NBER Working Paper No 16068, June 2010
23. OECD, Regulatory Reform for OTC derivatives and Its Implications for Sovereign Debt Management Practices, November 2011
24. [Official Journal of the European Union](http://publications.europa.eu/official/index_en.htm)
25. P. Delimatsis, ‘Transparent Financial Innovation in a Post-Crisis Environment, July 2012
26. P. Krugman, ‘Innovating Our Way to Financial Crisis’, New York Times, 3 December 2007
27. Ryan, J., The Negative Impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation, January 2012
28. R. Metron, ‘Financial Innovation and Economic Performance’, (1992) 4 Journal of Applied Corporate Finance 12
29. The Guardian, ‘Greater transparency is the mantra of the ignorant’, 19 September 2008
30. W. Scott Frame and L. White, ‘Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?’, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2002-12, 2002
31. <http://eur-lex.europa.eu/>
32. <http://www.esma.europa.eu/>

1. *Robert Merton* е [американски](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%A1%D1%8A%D0%B5%D0%B4%D0%B8%D0%BD%D0%B5%D0%BD%D0%B8_%D0%B0%D0%BC%D0%B5%D1%80%D0%B8%D0%BA%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BA%D0%B8_%D1%89%D0%B0%D1%82%D0%B8) [икономист](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%98%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D1%81%D1%82), работи в областта на [финансите](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%A4%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%B8), професор в университета в Харвард, Нобелов лауреат за икономика 1997 г. (заедно с [М. Шолс](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D0%B0%D0%B9%D1%80%D1%8A%D0%BD_%D0%A8%D0%BE%D0%BB%D1%81) ([Канада](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%9A%D0%B0%D0%BD%D0%B0%D0%B4%D0%B0))) за „разработване на нов метод за определяне на стойността на [дериватите](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%94%D0%B5%D1%80%D0%B8%D0%B2%D0%B0%D1%82_%28%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%B8%29)”.

   . [↑](#footnote-ref-1)
2. R. Metron, ‘Financial Innovation and Economic Performance’, (1992) 4 Journal of Applied Corporate Finance 12, [↑](#footnote-ref-2)
3. При "схемата Понци" инвестиционната компания първоначално акумулира средства, като обещава висока доходност на участниците. Без да прави сериозни инвестиции (ако изобщо прави) и да реализира печалби от тях, тя изплаща обещаната доходност на старите инвеститори от [парите](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D0%B0%D1%80%D0%B8) на новите. Схемата работи само докато парите от новите инвеститори в нея покриват обещаните големи печалби към старите, след което се разпада. [↑](#footnote-ref-3)
4. „Пазарната дисциплина подпомага усилията на надзора за поддържане на висока надеждност на институциите и стабилно функциониране на пазара”, Доклад на доц. Е. Миланова, подуправител на БНБ, Пловдив, 23–24.04.2004г., http://www.bnb.bg/PressOffice/POStatements/POADate/MILANOVA\_ATB\_BG. [↑](#footnote-ref-4)
5. Закон, приет след Голямата депресия, който забранява на банките да използват депозитите на клиентите си за рисково инвестиране. [↑](#footnote-ref-5)
6. http://en.wikipedia.org/wiki/Robert\_Rubin [↑](#footnote-ref-6)
7. С рухването на банката „Lehman Brothers” стартира и колапса на финансовите пазари; по американските стандарти тази банка не бе особено голяма, но тя имаше важно място в глобалния пазар на опции. [↑](#footnote-ref-7)
8. *Warren Buffet* е американски бизнесмен, считан за един от най-успешните инвеститори на XX в. и един от най-богатите хора в света. [↑](#footnote-ref-8)
9. Алън Грийнспан, Робърт Рубин и председателят на SEC Артър Левит дават общо изявление, в което остро критикуват предложението на Бруксли Борн, председател на Комисията за търговия със стокови фючърси, за законодателни промени относно регулирането на дериватите; [↑](#footnote-ref-9)
10. *Martin Feldstein*, председател на Съвета на икономическите консултанти при президента Рейгън, един от видните икономисти в света. [↑](#footnote-ref-10)
11. *Laura Tysen*, настоящ член на Икономическия съвет на Обама [↑](#footnote-ref-11)
12. *Joseph Stiglitz,* нобелов лауреат по икономика за 2001 г., един от най-цитираните икономисти в света, бил е главен икономист и старши вицепрезидент на Световната банка, Председател на Комисията по реформите на международната монетарна и финансова система към ООН, преподавал е в университетите МТИ, [Йейл](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%99%D0%B5%D0%B9%D0%BB), Принстън и Станфорд. [↑](#footnote-ref-12)
13. *Ruth Simmons* е била президент на Brown University до 30.06.2012 [↑](#footnote-ref-13)
14. *Glen Hubberd* е Декан на Columbia University School of Business [↑](#footnote-ref-14)
15. *William Dudley* е главен икономист в “Goldman Sachs” [↑](#footnote-ref-15)
16. Hubberd, G., W. Dudley, “How Capital Markets Enhance Economic Performance and Facilitate Job Creation?“, Global Markets Institute, November 2004 [↑](#footnote-ref-16)
17. За същността на един от видовeтe подобни „вериги от ЦК” виж [2] [↑](#footnote-ref-17)
18. *Frederic Mishkin* e американски икономист, професор в Колумбийския университет по банкови и финансови институции, член на Съвета на управителите на Федералния резерв (2006-2008).  [↑](#footnote-ref-18)
19. Mishkin, F., Herbertsson, T., “Financial Stability in Iceland”, Iceland Chamber of Commerce, May 2006 [↑](#footnote-ref-19)
20. *Richard Portes* e британски икономист, професор по икономика в “London Business School” [↑](#footnote-ref-20)
21. Portes, R., Baldursson, F., “The Internationalisation of Iceland’s Financial Sector”, Iceland Chamber of Commerce, November 2007 [↑](#footnote-ref-21)
22. Нито Ф. Мишкин ($124 хил.), нито Р. Портес споменават в докладите си, че Исландската търговска камарa е заплатила за написването им. [↑](#footnote-ref-22)
23. *Raghuram Rajan* е виден индийски икономист и професор по финанси в Чикагския университет, който по това време е бил главен икономист на Международния валутен фонд. [↑](#footnote-ref-23)
24. Rajan, R., Has Financial Development Made the World Riskier?, The National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 11728, November 2005 [↑](#footnote-ref-24)
25. Една от най-елитните банкови конференции в света, която се провежда ежегодно от 1978 г. [↑](#footnote-ref-25)
26. *Nouriel Roubini,* професор по икономика и международен бизнес в Нюйоркския университет; най-влиятелният икономист в света според класация на сп. "Форбс" за 2010 г.; през 90-те години е преподавател в Йелския университет и изследва кризите на развиващите се пазари: Мексико, азиатските държави (1997-98), Бразилия, Русия и Аржентина (2000); има редица публикации и книги:

    International Monetary Fund Book Forums and International Seminars: Lecture and Discussion With Nouriel Roubini, September 7, 2006;

    Transcript of IMFSeminar: The Risk of a U.S. Hard Landing and Implications for the Global Economy and Financial Markets, September 13, 2007

    “Predicting Souvereign Debt Crisis”, IMF WP, November 2003, съавтор [↑](#footnote-ref-26)
27. Sloan, A., “A Safety Net for the Whales”, The Washington post, August 21, 2007 [↑](#footnote-ref-27)
28. Sloan, A., “Junk Mortgages Under the Microscope”, Fortune, October 16, 2007 [↑](#footnote-ref-28)
29. *Dominique Strauss-Kahn,* [френски](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%A4%D1%80%D0%B5%D0%BD%D1%81%D0%BA%D0%B8) [политик](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D0%BE%D0%BB%D0%B8%D1%82%D0%B8%D0%BA) и [икономист](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%98%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D1%81%D1%82), изпълнителен директор на [Международния валутен фонд](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D0%B5%D0%B6%D0%B4%D1%83%D0%BD%D0%B0%D1%80%D0%BE%D0%B4%D0%B5%D0%BD_%D0%B2%D0%B0%D0%BB%D1%83%D1%82%D0%B5%D0%BD_%D1%84%D0%BE%D0%BD%D0%B4) от края на 2007 г. до началото на 2011 г. [↑](#footnote-ref-29)
30. В интервю за документалния филм “Inside Job”, 2010 [↑](#footnote-ref-30)
31. Дефиниция на понятието е дадена в чл.2, т.14 от Директивата [↑](#footnote-ref-31)
32. *Jacques de Larosière de Champfeu* е френски икономист; от 1978 до 1987 г. е управляващ директор на [Международния валутен фонд](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D0%B5%D0%B6%D0%B4%D1%83%D0%BD%D0%B0%D1%80%D0%BE%D0%B4%D0%B5%D0%BD_%D0%B2%D0%B0%D0%BB%D1%83%D1%82%D0%B5%D0%BD_%D1%84%D0%BE%D0%BD%D0%B4), а след това става управител на [Банк дьо Франс](http://bg.wikipedia.org/w/index.php?title=%D0%91%D0%B0%D0%BD%D0%BA_%D0%B4%D1%8C%D0%BE_%D0%A4%D1%80%D0%B0%D0%BD%D1%81&action=edit&redlink=1); от 1993 г. до 1998 г. е президент на [Европейската банка за възстановяване и развитие](http://bg.wikipedia.org/wiki/%D0%95%D0%B2%D1%80%D0%BE%D0%BF%D0%B5%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%B0_%D0%B1%D0%B0%D0%BD%D0%BA%D0%B0_%D0%B7%D0%B0_%D0%B2%D1%8A%D0%B7%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%BD%D0%BE%D0%B2%D1%8F%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B5_%D0%B8_%D1%80%D0%B0%D0%B7%D0%B2%D0%B8%D1%82%D0%B8%D0%B5) [↑](#footnote-ref-32)
33. В групата влизат още Callum McCarthy, Otmar Issing („Goldman Sachs”), Leszek Balcerowicz, Onno Ruding („Citigroup”), Rainer Masera („Lehman Brothers”), José Pérez Fernández, Lars Nyberg; критиките са насочени към членовете, съветвали финансови компании преди и по време на кризата и защитавали дерегулацията. [↑](#footnote-ref-33)
34. Публикуван на 25.01. 2009 г. http://ec.europa.eu/internal\_market/finances/docs/de\_larosiere\_report\_en.pdf

    [↑](#footnote-ref-34)
35. ESRB е създаден с Регламент (ЕС) № 1092/2010; ESRB и ESAs започнаха работа на 1.01. 2011г. [↑](#footnote-ref-35)
36. Виж Директива 2010/78/ЕС [↑](#footnote-ref-36)
37. Регламентът влиза в действие ат 7 Декември 2010 г. [↑](#footnote-ref-37)
38. Той възлиза на 2,5 % от рисково претеглените активи и трябва да бъде покрит с капитал с най-високо качество; целта е да се гарантира капацитета на институциите да поемат загуби в кризисни периоди. [↑](#footnote-ref-38)
39. Целта му е да защити банковия сектор и реалната икономика от системни рискове, произтичащи от циклите на бърз растеж и силен спад в ръста на съвкупното кредитиране и от всякакви други структурни променливи и свързани с рисковете за финансовата стабилност рискови фактори. [↑](#footnote-ref-39)
40. COM(2011) 747 [↑](#footnote-ref-40)
41. COM (2011) 746 [↑](#footnote-ref-41)
42. Директива 2011/61/ЕС относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове [↑](#footnote-ref-42)
43. COM (2012) 350 [↑](#footnote-ref-43)
44. Този регламент на Европейския парламент и на Съвета е приет на 4 юли 2012 г. и е известен под името Регулация за европейската пазарна инфраструктура (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) [↑](#footnote-ref-44)