

## РЕЦЕНЗИЯ

за придобиване на образователна и научна степен „доктор“  
в СА „Д. А. Ценов“ – Свищов

**Рецензент: проф. д.н Божидар Виолинов Божинов**

**Автор на дисертационния труд:** Борислав Красимиров Киров, кандидатстващ за придобиване на образователна и научна степен „Доктор“ по професионално направление 3.8 „Икономика“, научна специалност „Парично обръщение, кредит и застраховка“ (Финанси)

**Тема на дисертационния труд:** „Инвестиции в ипотечни облигации“

Рецензията е изготвена в съответствие с изискванията на Закона за развитие на академичния състав в Република България – ЗРАСРБ, Правилника за прилагане на ЗРАСРБ и Правилника за развитие на академичния състав в Стопанска академия „Д.А. Ценов“, Свищов. Рецензията е изготвена на основание Заповед № 1036/02.12.2021 г. за утвърждаване на състава на научното жури по откритата процедура по публична защита на дисертационен труд на тема „Инвестиции в ипотечни облигации“, разработен от Борислав Красимиров Киров, за придобиване на образователна и научна степен „доктор“ в професионално направление 3.8. Икономика, по научна специалност 05.02.05. „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ (Финанси).

**Нормативните изисквания за дисертационният труд за придобиване на образователна и научна степен „доктор“** са налични в чл. 27 на Правилника за прилагане на Закона за развитието на академичния състав в Република България и чл. 68 на Правилника за развитие на академичния състав в СА „Д.А. Ценов“, според които:

(1) Дисертационният труд трябва да съдържа научни или научноприложни резултати, които представляват оригинален принос в науката. Дисертационният труд трябва да показва, че кандидатът притежава задълбочени теоретични знания по съответната специалност и способности за самостоятелни научни изследвания.

(2) Дисертационният труд трябва да бъде представен във вид и обем, съответстващи на специфичните изисквания на първичното звено. Дисертационният труд трябва да съдържа: заглавна страница; съдържание, увод; изложение; заключение - резюме на получените резултати с декларация за оригиналност; библиография.

Чл. 72, т. 4 на Правилника за развитие на академичния състав в СА „Д.А. Ценов“ предполага и изискването за покриване на минималните национални изисквания за придобиване на **образователна и научна степен „доктор“**

**Изходен пункт за рецензията са:**

1. Дисертационен труд „Инвестиции в ипотечни облигации“ в обем от 174 страници. Към дисертацията са приложени и приложения. Приемам общия обем от 161 страници като достатъчен за изясняване на авторската теза.

**2. Списък с публикациите на кандидата по темата, включващ следните публикации:**

1. Киров, Б. **Инвестиции на застрахователните компании в български ипотечни облигации – предизвикателства и рискове.** // Годишен алманах „Научни изследвания на докторанти”, СА „Д. А. Ценов”, книга 14, Свищов, АИ „Ценов“ 2018 г., с. 205-217.
2. Киров, Б. **Ефектът на европейските кредитни регулатации върху ипотечното кредитиране и инвестициите в ипотечни облигации.** // Годишен алманах „Научни изследвания на докторанти”, СА „Д. А. Ценов”, книга 15, АИ „Ценов“, Свищов, 2019 г., с. 79-98.
3. Милинов, В., Киров, Б. **Еволюция на ипотечния пазар и пазара на жилища.** // Международна научна конференция "Интеграционни процеси в глобалната икономика", 25 години катедра "МИО", 11-12 май 2018, Свищов, АИ „Ценов“, 2018, с. 62-69.
4. Киров, Б. **Ипотечните облигации и възможностите за директно финансиране на търговските банки от българския капиталов пазар.** // Международна научна конференция "Интеграционни процеси в глобалната икономика", 25 години катедра "МИО", 11-12 май 2018, АИ „Ценов“, Свищов, 2018, с. 62-69.
5. Киров, Б. **Промени в европейските регулаторни капиталови изисквания за покрити облигации в условията на криза.** // Международната научно-практическа конференция „Устойчиво развитие и социално-икономическа кохезия през XXI век – тенденции и предизвикателства“, АИ „Ценов“, Свищов, 2021.
6. Киров, Б. **Инвестиционните банки и ипотечните облигации.** // Национална научна конференция „75 години съюз на учените в България – в полза на науката и образоването“ 26-28 септември 2019 г., МДУ „Фредерик Жолио-Кюри“, к.к. „Св. Св. Константин и Елена“, Варна, 2019, с. 196-205.

**3. Списък с приноси, включващ 6 дефинирани приноса, а именно:**

**Първо.** Изследванията и анализите на финансовата криза от 2008-2009 г. показват грешния подход към приетата в САЩ „структурна секюритизация“, която се разглеждаше като универсална схема за ликвидиране на риска, управление на финансовия оборот за по-бързо извлечане на печалби при „нисък риск“. Този мит беше разбит с глобалната криза, която показа, че такава система не може да е позитивен двигател на инвестиционния процес свързан с масово инвестиране в „безрискови“ активи (недвижими имоти, ипотечни и покрити облигации). Въвеждането на новите европейски регулатции в ипотечното кредитиране и емитирането на покритите облигации, засягат в различна степен либерализирането на капиталовите потоци, поведението на кредитните институции като изисква повишаване на квалификацията и отговорността на банковия мениджмънт, което е предпоставка за постигане на по-голяма прозрачност и устойчивост на финансова система..

**Второ.** С приемането на Европейската Директива (ЕС) 2019/2162 за покритите облигации се поставя много амбициозна цел за стабилизиране на банковия сектор и стимулиране на финансовите пазари в ЕС. Със създаването на такива нормативни „двойни гаранции“ за инвеститорите, ще „стъпят на съществуващата нормативна уредба на ипотечните облигации“ при въвеждането на новата европейска регуляторна правна рамка, като се очаква да се засили интереса в новоприетите европейски държави като България със слабо развита инвестиционна политика към емитиране и инвестиции в ипотечни / покритите облигации. Това ще гарантира нови възможности за

алтернативно финансиране на кредитните институции при бъдещо покачване на лихвени равнища и стабилно развитие на икономиката.

**Трето.** Идентифицирането в дисертацията на посочените възможни проблеми са свързани с политиката на Европейската централна банка и националните централни банки към поддържане на ниски лихвени равнища, което през периода 2019-2021г. осигурява голям ръст на ипотечните кредити в ЕС и създава предпоставки за „спукване на пореден имотен ценови балон“ като този от финансовата криза през 2008-2009г., тъй като в по-големите европейски градове и столиците цените на жилищата през 2020-2021г. се покачват с двуцифрени темпове и се натрупват финансови рискове, породени от високите цени на недвижимите имоти, при нисък ръст на икономиката – в условия на отрицателни лихви по депозитите.

**Четвърто.** Инвестициите в ипотечни/покрити облигации имаха подобна нормативна подкрепа, със застрахователни гаранции за „добра доходност и нисък риск“, което ги направи предпочитан финанс актив сред институционалните инвеститори в САЩ и целия свят за периода преди финансовата криза от 2008-2009г. След криза, очаквано се „охлади трайно“ интереса към тях, което поставя амбициозната задача пред новата европейска правна рамка да ги представи като „нов“ нискорисков финанс актив с „двойни гаранции“ и добра доходност. Институционалните инвеститори трябва да имат обаче инвеститорско очакване за бъдещата доходност и риск, което да се развива върху виждането, че „бъдещето е повторение на историята с малки изменения“.

**Пето.** Голямата конкуренция между кредитните институции и агресивното ипотечно кредитиране притискат „ценовия балон, като масовите продажби на жилища могат да доведат до срив в цените на недвижимите имоти, което да предизвика негативен ефект върху цените на ипотечните/покрити облигации и всички негативни последици от това събитие затова централните банки трябва да наблюдават и регулират своевременно дейността на кредитните институции в условия на пандемия и икономическа рецесия с неясни хоризонти. Това ще е предпоставка за избягване на нови финансови и икономически кризи, фалити или големи загуби за институционалните инвеститори.

**Шесто.** Новите европейски законодателни инициативи от 2020-2021г., свързана с ипотечните/покритите облигации наблягат на прозрачността и изискват разкриването на повече информация и компетентност, свързана с „двойната гаранция“ за инвеститорите, в страни като България, където има слабо развита такава инвестиционна политика. В целия този процес трябва да се постигне необходимия баланс между стабилен банков сектор, активно ипотечно кредитиране, стабилни цени на недвижимите имоти и оптимално инвестиране в ипотечни/покрити облигации за устойчиво развитие на финансовия пазар, което ще изискват от БНБ и КФН като контролни институции да използват по-ефективно инструментите за антициклични, кризисни регулатии.

**4. Автореферат** в обем 48 стр.

**5. Справка за изпълнение на минималните национални изисквания и публикации по дисертационния труд,** с посочени 4 публикации, позволяващи набирането на 40 точки по националните изисквания.

**6. Списък на участията на докторанта в научни форуми,** с посочени участия в 6 научни форума, а именно:

1. Участие в Докторантската научна сесия 2018 г., проведена в гр. Свищов
2. Участие в Докторантската научна сесия 2019 г., проведена в гр. Свищов

3. Участие в Международна научна конференция "Интеграционни процеси в глобалната икономика", 25 години катедра "МИО", 11-12 май 2018, Свищов
4. Участие в Международната научно-практическа конференция „Устойчиво развитие и социално-икономическа кохезия през ХХI век – тенденции и предизвикателства“, Свищов
5. Участие в Национална научна конференция „75 години съюз на учените в България – в полза на науката и образоването“ 26-28 септември 2019 г., МДУ „Фредерик Жолио-Кюри“, к.к. „Св. Св. Константин и Елена“

В изпълнение на задълженията ми като рецензент представям следните констатации и заключения:

#### **I. Общо представяне на дисертационния труд:**

Заглавието на дисертацията „Инвестиции в ипотечни облигации“ отговоря напълно на съдържанието. Обемът от 174 страници считам, че е достатъчен за изясняване на авторската теза. Предметът на изследване, формулиран на стр. 7-8, е ретроспективния, диагностичния и прогностичния анализ на ипотечния пазар за периода 2010-2020 г. в контекста на неговата трансформация в пазар на покрити облигации, тоест в пазар на нов добре рекламиран, безрисков и популярен финансов инструмент, като се изследват спецификата на инвестиционните рискове, които съпътстват новите нормативни промени в търговията с ипотечни/покрити облигации, както и еволюцията при ипотечното кредитиране (кредитен регистър, ипотечно застраховане, секюритизация на ипотечните кредити и др.), които имат за цел да оптимизират състоянието на ипотечния пазар и да го предпазят от „балонизиране“.

В структурно отношение дисертацията е изградена стройно и логично – три глави, введение и заключение, и допълнителни приложения. Според мен структурата на дисертацията, балансът между частите, и най-вече тяхното съдържание ни представят докторантката като изключително съвестен изследовател.

Първа глава е озаглавена „Анализ на съвременните финансови практики по обеспечение на ипотечните кредити“ и в нея са представени основните характеристики и особености на ипотечното кредитиране и ипотечните облигации. Извършен е системен анализ на ипотечните кредити и лихвените проценти по тях. Изведени са и са характеризирани основните според автора индикатори за анализ на състоянието на пазара на недвижимите имоти.

Втора глава - „Международните регуляторни стандарти и тяхното отражение върху ипотечното кредитиране и инвестициите в ипотечни и покрити облигации“ акцентира върху еволюцията на търговското и инвестиционно банкиране в условията на нови международни регулатии, като особено внимание е отделено и на настъпилите промени в международните банкови регулатии за финансово стабилен банков сектор. Анализирани са възможностите за запазване на доминиращата роля на банковия сектор на ипотечния пазар в новите ограничителни условия към институционалните инвеститори.

Третата глава „Управление на кредитния и инвестиционния риск при ипотечните и покритите облигации“ е представена методология за диверсифициране на инвестиционния риск при инвестиране в ипотечни или покрити облигации. Анализирани са процесът по секюритизация на ипотечните кредити и връзката му с кризата в банковия сектор в условията на либерализация на капиталовите пазари. Дефинирани са насоки за подобряване на инвестиционната политика на институционалните инвеститори при инвестиции в ипотечни и покрити облигации,

Приемам структурата (и съответстващата ѝ логика на изследване) за напълно сполучлива и достатъчно балансирана, а поднесените оценки и изводи - точни и коректно (личностни) формулирани.

Използваната литература за написването на дисертацията включва 73 литературни, информационни и интернет източника, от които 72 на български език, 10 на руски език, 45 на английски език и 10 нормативни и 9 интернет източника. По моя преценка, използваните източници са коректно ползвани в дисертацията. Изследването включва и 7 приложения.

## **II. Преценка на формата и съдържанието на дисертационния труд.**

Темата на изследването е дисертабилна, актуална и значима от теоретична и практическа гледна точка. За актуалността на тематиката авторката дава убедителни доказателства на с. 4-7, което ми позволява да потвърдя, че темата е оригинална и актуална.

Обект на изследване на дисертационния труд са ипотечните облигации и ефектите на съвременните международни регулаторни стандарти, водещи до трансформирането на пазара на ипотечни облигации в пазар на покрити облигации.

Предметът на изследване, формулиран на стр. 7, е ретроспективния, диагностичния и прогностичния анализ на ипотечния пазар за периода 2010-2020 г. в контекста на неговата трансформация в пазар на покрити облигации, тоест в пазар на нов добре рекламиран, безрисков и популярен финансов инструмент.

Основната изследователска теза е, че постигането на оптимален баланс в развитие на пазара на недвижими имоти, ипотечните кредити, нормативни регулатии и инвестициите в ипотечни/покрити облигации е важен фактор за постигане на дългосрочна стабилност на кредитните институции, финансовите пазари и икономиката, което от своя страна налага този процес трябва да стои в центъра на вниманието на международните регулаторни органи и финансовите мениджъри, при вземането на важни инвестиционни решения за глобални инвестиции в ипотечните или покритите облигации. (с. 8).

Целта на изследването е: да се извърши систематизирано изследване на инвестициите в ипотечни и покрити облигации през периода 2010-2020 г. чрез анализ на еволюцията в международните регулаторни стандарти, които регулират този процес.

Правилно са разписани и съответстващите основни изследователски задачи (с. 8-9):

(1) Характеристика за възможност на понятия като „нискорискови или безрискови финансови активи“ - за каквото се смятат ипотечните/покритите облигации, като се откроят техните особености и ролята им при възникване на световната финансова криза след 2008 г.

(2) Изследване на възможностите в средносрочен и дългосрочен план за балансирано развитие и влияние на съвременните международни регулаторни стандарти върху динамично развиващия се пазар на ипотечни кредити, цените на недвижимите имоти и инвестициите в ипотечни/покрити облигации – през периода на световната финансова и икономическа криза от 2009 г. и след това.

(3) Извършване на прогностично-идентификационен анализ на риска и ползите за кредитните институции, след приемане на новата европейска законова рамка за покритите облигации, която има за цел да създаде за банките в Европа „алтернативен и стабилен инструмент за финансиране при динамичното развитие на пазара на ипотечни кредити с възможности за намаляване на разходите както за кредиторите така и за клиентите“.

(4) Изготвяне на препоръки и изводи за възможни ефекти и рисковете за институционалните инвеститори при глобални инвестиции в пакети „безрискови

активи“, с „добра доходност“ за каквите се представят „новите“ ипотечните/покрити облигации. Този процес ще изисква ефективен контрол от надзорните органи върху кредитните институции, в стремежа им да прехвърлят кредитен риск, чрез масови продажби на емитирани облигации – за да се гарантира дългосрочна финансова стабилност на капиталовите пазари и икономиката.

Намирам и целта, и основните задачи, за правилно формулирани и предоставящи достатъчно възможности за изводи и препоръки.

Изследователските търсения в дисертационния труд в тяхната теоретична и емпирична част са ограничени от автора до ретроспективно-диагностичен и прогностично-идентификационен анализ на процеса, свързан с промените в европейската правна рамка, който ще промени нагласите на инвестициите в ипотечни/покрити облигации, предизвикани от глобална финансова криза в САЩ от 2008-2009 г., като акцентът в изследването, се поставя върху формулирането на конкретни изводи, резултати и препоръки, относно ефективността на новите регулатии върху глобалните инвестиции в емитираните ипотечни/покрити облигации и перспективите пред европейския и българския ипотечен пазар. Извън обхватът на дисертацията остават въпроси, свързани с чисто технологичните процеси, свързани със сектор строителство, организацията на дейността и управление на риска в тяхната инвестиционна дейност, както и специфичните проблеми при кредитирането на строителните фирми в сектор жилищно строителство.

В дисертацията са използвани традиционни научноизследователски методи като: историческият метод, сравнителният метод, индуктивният и дедуктивният метод, метода на анализа и синтеза, статистическият метод, метода на наблюдението, и други методи.

В изследването са използвани публични данни от БНБ, НСИ, други публично достъпни данни, както и анализи и изследвания на водещи икономисти в областта на тази специфична проблематика.

Общото ми мнение относно дисертационния труд на докторант Киров е, че автора ясно и точно е дефинирал своите виждания и идеи и в рамките на дисертацията е успял да аргументира и защити своите виждания. Направено е разграничение на достиженията на научната мисъл до този момент и авторовия принос по изследваната проблематика.

Представената дисертация е в обем 174 страници, от които 161 страници основен текст, структурирани в три взаимно свързани и надграждащи се глави. Считам, че обемът на изследването е достатъчен докторанта да развие и защити своето виждане по изследваната проблематика.

В подкрепа на изложението в дисертацията са оформени 9 таблици, 12 фигури и 12 формули, които са с достатъчна висока степен на информативност и са пряко свързани с излаганата теза и виждания на докторанта.

Дисертационният труд е написан на разбираем език с коректно ползване на специализираната научна терминология по проблематиката. Не се забелязва наличие на значителни отклонения от тезите в изложението, повторения на виждания и пасажи, както и наличие на логически противоречия и съразмерност на частите. Изчисленията в дисертацията се базират на утвърдени математически и статистически подходи и модели, които коректно и уместно са приложени към анализираните данни.

Считам, че авторът се е придържал към правилата за научна етика при създаването на научни изследвания, като коректно е цитирал използваниите литературни източници съгласно възприетия в Стопанска академия АРА стил.

По отношение на обема и съдържанието на автореферата, считам, че той е в достатъчен обем и коректно, пълно и точно отразява в резюме съдържанието и достиженията в дисертационното изследване на автора.

### III. Научни и научно-приложни приноси на дисертационния труд.

Представената за рецензиране дисертация представлява завършен научен труд по темата „Инвестиции в ипотечни облигации“. В рамките на проведеното изследване, авторът достига до заключение и надграждания, обособени в рамките на 4 приноса, посочени в приложения автoreферат.

Сред авторовите достижения можем да откроим:

- Въз основа на критичен и детайлен анализ на съществуващата литература и приложимата нормативна регламентация, авторът защитава тезата, че „структурната секюритизация“ е недостатъчно адекватен инструмент за минимизиране на риска, което от своя страна в контекста на новите европейски регулатии в ипотечното кредитиране и емитирането на покритите облигации, налага повишаване на квалификацията и отговорността на банковия мениджмънт, като предпоставка за постигане на по-голяма прозрачност и устойчивост на финансовата система в условията на засиления интерес на държавите със слабо развита инвестиционна политика към емитиране и инвестиции в ипотечни / покрити облигации.
- Констатациите, че в резултат от провежданата след 2019 г. от Европейската централна банка политика за поддържане на ниски лихвени равнища, води до значителен ръст на ипотечните кредити в ЕС в условията на реални отрицателни лихви по депозитите и нарастването на цените на имотите с двуцифрени темпове, създава реални предпоставки за „спукване на пореден имотен ценови балон“, който от своя страна може да породи финансова и икономическа криза в рамките на целия Европейски съюз, чиято икономика и без това е значително разклатена от пандемията. Неблагоприятната тенденция се засилва и от значителната конкуренция между кредитните институции, рефлектираща в агресивното ипотечно кредитиране, което при евентуален срив на цените на имотите ще рефлектира негативно и върху цените на ипотечните / покрити облигации.
- Констатациите, че в условията на силно намален инвеститорски интерес към ипотечните / покрити облигации след кризата от 2008-9 г., новите европейски законодателни инициативи в областта от 2020-21 г. акцентират върху прозрачността и разкриването на повече и по-детайлна информация за покритите облигации като нов нискорисков актив с оглед предоставяната „двойната гаранция“ за инвеститорите. В този аспект се очертава ролята и значението на използвания от БНБ и КФН инструментариум за гарантиране на стабилността на инвестиционния сектор, свързан с ипотечното кредитиране, чрез постигне на необходимия баланс между стабилен банков сектор, активно ипотечно кредитиране, стабилни цени на недвижимите имоти и оптимално инвестиране в ипотечни/покрити облигации за устойчиво развитие на финансовия пазар.

Лично на мен не ми е известно дали предложените от автора идеи и резултати са намерили отзив и признание в специализираната научна литература

#### **IV. Критични бележки, въпроси и препоръки по дисертационния труд.**

В науката никога не съществува изследване, за което да можем да кажем че е окончателно завършено и няма потенциал за бъдещо развитие и усъвършенстване. Същото се отнася и за дисертационния труд на докторант Киров. На отделни места в изложението се допуска превес на описателния над аналитичния характер.

Отправените бележки по същество в преобладаващата си част са технически и като цяло не подценяват значимостта на дисертационния труд, нито поставят под съмнение неговите безспорни качества и приноси.

Бих помогил докторанта да вземе отношение по следните въпроси в хода на защитата:

1. Кои са основните предизвикателства пред българските институции в контекста на имплементирането на новата европейска регулация на покритите облигации на българския инвестиционен пазар.

2. Как оценявате въздействието на пандемията и настъпилите промени в пазара на имоти в Европа и у нас върху пазара на покрити облигации и тяхната инвестиционна атрактивност?

## **V. Обобщено заключение и становище.**

**Общото ми становище е:** авторът е разработил дисертация, която има ясно формулиран проблем, цел и задачи, предполагащи научно изследване; дисертацията е доказателство, че Борислав Киров познава научната литература и научните постижения в тази научна област, откроил е значими проблеми, систематизирал е изследваната проблематика, правилно е интерпретирал резултатите от научното изследване, оформил ги е и ги е представил разбираемо и логично. Дисертационният труд съдържа научни или научно-приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката и показва, че кандидата притежава задълбочени теоретични знания по съответната специалност и способности за самостоятелни научни изследвания.

Това е основание да дам своята подкрепа чрез **положителна оценка** на дисертационния труд на Борислав Киров, и да **препоръчам на членовете на научното жури** по процедура по публична защита на дисертационен труд на тема „**Инвестиции в ипотечни облигации**”, да присъдят на докторант **Борислав Красимиров Киров** образователната и научна степен „**доктор**” в професионално направление 3.8. **Икономика, по научна специалност 05.02.05. „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка” (Финанси).**

Дата: 10.01.2022

Рецензент: .....

(проф. д.н. Б. Божинов)