

## **ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ФИНАНСОВО СТИМУЛИРАНЕ ЧРЕЗ БЪЛГАРСКА БАНКА ЗА РАЗВИТИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННАТА АКТИВНОСТ ПРИ УМЕРЕН ИНВЕСТИЦИОНЕН РИСК**

**Доц. д-р Валентин Милинов<sup>1</sup>**, v.milinov@uni-svishtov.bg

**Докторант Даниел Данчев**, d\_danchev@eurostill.bg

**Катедра „Финанси и кредит“**

**СА „Д. А. Ценов“ – Свищов**

**Резюме:** Инвестиционната активност на малките и средни предприятия (МСП) е основен приоритет на всяко правителство в България. Настъпващата рецесия подлага на изпитание дейността на всички икономически агенти и за целта преференциалното финансово стимулиране на държавата чрез Българска банка за развитие (ББР) ще насърчи тяхната предприемчивост и инвестиционна дейност, които са пряко свързани с повишаването на квалификацията на мениджмънта и възможност за занижаване на инвестиционния риск. Това ще осигури подобряване на финансовата стабилност на икономиката в условията на динамично променяща се конкурентна пазарна среда.

**Ключови думи:** инвестиционна активност, МСП, икономическа рецесия, финансиране, инвестиционен риск, ББР

**JEL:** H32, E22, E30, M00, I18

## **OPPORTUNITIES FOR FINANCIAL STIMULATION THROUGH THE BDB OF INVESTMENT ACTIVITY WITH MODERATE INVESTMENT RISK**

**Assoc. Prof. Valentin Milinov, PhD** v.milinov@uni-svishtov.bg

**PhD student Daniel Danchev**, d\_danchev@eurostill.bg

**Department of Finance and Credit**

**D. A. Tsenov Academy of Economics - Svishtov**

**Abstract:** The investment activity of SMEs is the main priority of every government in Bulgaria. The coming recession is testing the activity of all economic agents and for this purpose the preferential financial stimulation of the state through the BDB will encourage their entrepreneurship and investment activity, which are directly related to the improvement of management qualifications and the possibility of underestimating the investment risk. This will ensure the improvement of the financial stability of the economy in the conditions of a dynamically changing competitive market environment.

**Key words:** investment activity, SMEs, economic recession, financing, investment risk, BDB

**JEL:** H32, E22, E30, M00, I18

---

<sup>1</sup> Авторското участие в доклада е както следва: доц. д-р Валентин Милинов – въведението на статията, докторант Даниел Данчев – първа, втора част и заключението.

## ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ФИНАНСОВО СТИМУЛИРАНЕ ЧРЕЗ БЪЛГАРСКА БАНКА ЗА РАЗВИТИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННАТА АКТИВНОСТ ПРИ УМЕРЕН ИНВЕСТИЦИОНЕН РИСК

Доц. д-р Валентин Милинов , v.milinov@uni-svishtov.bg

Докторант Даниел Данчев, d\_danchev@eurostill.bg

Катедра „Финанси и кредит“

С.А. „Д. А. Ценов“ – Свищов

### Въведение

Стимулирането на инвестиционната активност и създаването на благоприятен бизнес климат е важен фактор за икономическия растеж и основен приоритет на всяко правителство в България. Въведените ограничителни мерки за борба с пандемията, войната в Украйна и настъпващата рецесия подлагат на изпитание инвестиционната политика на всички икономически агенти. Преференциалното финансово стимулиране чрез ББР за насърчаването на предприемачеството и инвестиционната активност на МСП са пряко свързани с повишаването на квалификацията на мениджмънта, ангажиран с управлението на инвестициите, занижаване на инвестиционния риск и подобряване на финансовата устойчивост в условията на динамично променяща се конкурентна пазарна среда.

Нарушеният ритъм на доставките на основни енергийни ресурси повишава цените на световните пазари, като високите нива на инфлацията поставят пред инвестиционната активност на бизнеса нови предизвикателства в условията на икономическа турбулентност, а политическата криза в България само задълбочава тези проблеми. Стабилният икономически растеж и финансовата устойчивост на българската икономика зависят от ефективното стимулиране на инвестиционната активност при икономическите агенти и поддържането на оптималния баланс между динамичните промени в глобалната икономика, регулаторните механизми на институциите, иновативните технологии и инвестиционни инструменти, квалификацията на кадрите и високата конкурентоспособност.

**Обект** на изследването е инвестиционната активност на икономическите агенти. **Предмет** на изследване са възможностите за подобряване на държавната политика към насърчаване на инвестиционната дейност на малките и средите предприятия в България.

В статията авторът изследва възможностите за повишаване на инвестиционната активност на малките и средите предприятия в България и прилагането на нови държавни политики и програми за динамизиране на икономическия растеж и осигуряване на финансова стабилност за икономиката при умерен инвестиционен риск.

**Основната цел** на изследването е да се разкрие възможността за въздействие в подкрепа на инвестиционната и международна активност на малките и средните предприятия чрез преференциално финансиране от ББР. За постигането на поставената цел в изследването се поставят следните **задачи**:

1. Изследване на спецификата при стимулиране на инвестиционната активност в условията на умерен инвестиционен риск, при отчитане на мястото и значението на МСП в икономиката на България;

2. Открояване на проблемите и проучване на възможностите за стимулиране на инвестиционната активност на МСП чрез преференциално финансиране от ББР.

### **1. Стимулиране на инвестиционната активност на икономическите агенти в условията на умерен инвестиционен риск**

Възможностите за запазване на средносрочна и дългосрочна финансова и икономическа стабилност на България се определят от устойчивото развитие на малките и средни предприятия (МСП), които са „гръбнакът на българската икономика“ и създават, в началото на 21 век, над 65% от добавената стойност и над 75% от трудовата заетост в страната. В условия на икономическа турбулентност и настъпваща икономическа рецесия се забелязват все по-големи проблеми и предизвикателства пред държавната политика за финансово стимулиране на бизнеса за повишаване на инвестиционната му активност при умерен инвестиционния риск.

Инвестиционната дейност на икономическите агенти в началото на 21 век се запазва като важен фактор за устойчиво социално-икономическо развитие на обществото, а самото повишаване на инвестиционната активност е типично рискова дейност, в стремежа към оптимизиране на възвръщаемостта от инвестициите (в реални, финансови или ликвидни активи) и максимизиране на богатството. Това поставя темите за същността и формите на доходността<sup>2</sup> в центъра на финансовата теория и практика. Reilly определя доходността като промяна в богатството в резултат на инвестиция, като тази промяна може да се дължи на парични потоци или позитивна/негативна промяна в стойността на инвестицията (Reilly & Brown, 2002, р. 6). Под доходност Fabozzi разбира съотношението между спечеленото и инвестираното (Fabozzi, 2005, р. 107). Пламен Пътев и Н. Канарян представят доходността като съпоставка на доходите, които една инвестиция е осигурила, и размера на направената за тази цел инвестиция (Канарян & Пътев, 2008, стр. 33).

Става все по-трудно за ръководните мениджърски екипи да управляват ефективно различни инвестиционни проекти и програми при умерен инвестиционен риск, с което да гарантират добра финансова възвръщаемост. Лошото управление на инвестиционните процеси при глобалните промени на световните пазари са условие за голям инвестиционен риск. За постигането на висока финансова възвръщаемост от всяка инвестиция, съвременният мениджмънт трябва да използва утвърдените в световната икономическа теория и практика финансови инвестиционни инструменти при ефективно управление на риска.

Управлението на инвестиционния риск може да се представи, че протича при следването на следния алгоритъм (Иванова):

- ❖ установяване/сканиране на риска;
- ❖ идентификация на риска;
- ❖ анализ на риска;
- ❖ оценка на риска;
- ❖ третиране на риска.

Икономическите агенти, като малките и средни предприятия (МСП), инвестиционните, пенсионните, фондове и кредитните институции са важен

---

<sup>2</sup>Въпреки съществуването на определени различия между понятията «доходност» и «възвръщаемост», в настоящото изследване ние ги разглеждаме като синоними.

източник на инвестиции, което определя тяхната водеща роля в рамките на паричните и капиталовите пазари за осигуряване на икономическа стабилност в процеса на общественото възпроизводство. Позитивните резултати от инвестиционната активност на колективните инвестиционни схеми (инвестиционни, пенсионни фондове<sup>3</sup> и др.) имат решаващо значение за социално-икономическото развитие на обществото поради големия размер на финансовия ресурс, който инвестират, а инвестиционната дейност на МСП на микроравнище има важен принос за ефективно функциониране на икономиката, доколкото те, като икономически субекти, осигуряват над две трети от трудовата заетост и над 65% от създаваната добавена стойност.

В съвременните динамични промени на световните пазари няма универсални правила за управление на инвестиционния риск при всяка конкретна инвестиция, които успешно да анализират и прогнозират сферите на инвестиране, структурата на инвестициите, оценката на капиталовите активи. Това обединява изследванията на Уилям Шарп, Джон Линтнер и Ян Мосин за създаването на специален модел за оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model), който дава възможност за достигане до количествен израз на инвестиционния риск и за преценка на очакваната възвръщаемост от инвестициите. (Sharpe, 1964) (Lintner, 1965), (Mossin, 1966).

Създаденият изследователски модел се ползва от икономическите агенти и стои в основата на съвременната портфейлна теория за предвиждане на зависимостта, която трябва да се наблюдава, между инвестиционния риск в даден актив и неговата очаквана възвръщаемост. В основата на модела за оценка на капиталовите активи, създаден от Уилям Шарп, Джон Линтнер и Ян Мосин, се намира така нареченият бета ( $\beta$ )–коефициент, който изразява зависимостта на акцията от промените на пазара и се изчислява по представения от тях начин:

$$(1) \quad \beta_i = \frac{Cov(r_i; r_m)}{\sigma_m^2},$$

където:

$Cov$  е ковариацията (зависимостта) между пазарния портфейл и разглеждания актив;

$r_m$  е очакваната възвръщаемост (доходност) на пазарния портфейл;

$r_i$  - очакваната възвръщаемост на  $i$ -тия актив;

$\sigma_m^2$  - дисперсията (вариацията) на пазарния портфейл.

За конкретните значения на бета коефициента се използва един от най-авторитетните източници на информация - Value Line Investment Survey, като във финансовите бюлетини той е изчислен предимно на база на предходните 60 месеца.

Зависимостта между очакваната възвръщаемост на дадена ценна книга и  $\beta$ –коефициента се представя чрез равенството:

---

<sup>3</sup> Ръководството на всяко едно дружеството, което управлява активите на фонд за допълнително пенсионно осигуряване си поставя две важни цели: дългосрочна – запазване на покупателната способност и реално нарастване на средствата по индивидуалните партии на осигурените във фонда лица и средносрочна – постигане на доходност над средната за пазара на допълнително пенсионно осигуряване, изчислена на база на информация, публикувана от Комисията за финансов надзор.

$$(2) \quad E(r) = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

където:  $r_f$  е безрисковата доходност (възвръщаемост).

Отделните компоненти на представеното равенство изразяват:

$[E(r_m) - r_f]$  - размера на пазарната рискова премия;

$\beta [E(r_m) - r_f]$  - очакваната рискова премия за всеки определен актив.

Можем да формулираме пазарната цена на риска по следния начин:

$$(3) \quad \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m^2},$$

а компромисът между нарастването на рисковата премия и нарастването на риска с равенството:

$$(4) \quad \frac{\Delta E(r)}{\Delta \sigma^2} = \frac{E(r_m) - r_f}{2\sigma_m^2}.$$

Разликата (+/-) между действителната и очакваната норма на възвръщаемост на даден вид акции се нарича алфа ( $\alpha$ ).

За да представим в по-голяма пълнота и достъпност изложението алгоритъм, ще разгледаме следния методически казус: При инвестирането на определен финансов ресурс от мениджмънта на инвестиционен фонд се очаква пазарна възвръщаемост 10 % при ниво на безрисковата доходност 4 %. Бета коефициентът, извлечен от бюлетина Value Line Investment Survey, е равен на 1,3 %. Като ползваме възможния инструментариум на представения модел за оценка на капиталовите активи, ще изчислим каква е възможната възвръщаемост чрез формулата:

$$E(r) = r_f + \beta [E(r_m) - r_f] = 4 + 1.3(10 - 4) = 13.8\%.$$

Ако очакванията на ръководния екип на инвестиционния фонд за тази инвестиция са да му донесе доход от 14.5 %, то подразбиращата се  $\alpha = 0.7\%$ .

Както вече посочихме, няма универсален модел за оценка на капиталовите активи и представеният модел не прави изключение, въпреки че се използва активно от финансовите анализатори. Той има своите недостатъци и „хипотетични понятия“ като пазарен портфейл и безрискови активи, които, след глобалната финансова криза от 2008 – 2009 г., се оказа, че не съществуват. Освен това представеният модел обвързва „нормата на възвръщаемост на активите“ само с един фактор – „пазарната рискова премия“, а това силно ограничава финансовия анализ, защото върху нормата на възвръщаемост влияят и други фактори. (Канарян & Пътев, 2008, стр. 255-320)

Специфичното при политика за повишаване на инвестиционната активност на МСП, в условията на умерен инвестиционен риск и при настъпваща икономическа рецесия, се обяснява със съществуването на европейски програми и проекти за осигуряване на икономически растеж и подобряване на финансовата устойчивост, както и с възможната активна финансова подкрепа на държавата чрез ББР и други проекти за преференциално финансиране на процеса на интернационализация.

## 2. Насърчаване на инвестиционната активност на МСП чрез преференциално финансиране от ББР

Устройството и дейността на Българската банка за развитие (ББР) са уредени със специален закон (Закон за Българската банка за развитие), приет през 2008 г. Нейните основна цел и задачи са насочени към активното подпомагане на бизнеса на малките и средни предприятия у нас.<sup>4</sup> През изследвания период обаче държавата използва финансовата подкрепа на ББР и европейската финансова помощ със силно променлив успех и тя не достига до всички сектори на икономиката.

Изследване на динамиката на кредитния пазар в България за периода 2010 – 2020 г. показва, че въпреки тенденцията към намаляване на лихвените нива по корпоративните кредити се отчита относително слабо облекчаване на условията от кредитните институции по отношение на кредитирането на МСП. Необходимо е да бъде отбелязано, че в сравнение с промените на кредитния пазар в Еврозоната, където се забелязва противоположна на българската кредитна динамика тенденция на нарастване на корпоративните кредити, у нас се запазва негативната тенденция на по-голямо търсене на кредити от домакинствата. Търсенето на кредити от домакинствата чувствително изпреварва търсенето на кредити от нефинансовите предприятия, за които се запазват относително по-високи лихвени равнища, особено при корпоративните кредити със срок до пет години.

Тази относителна разлика в лихвените проценти и кредитната динамика към бизнеса в Еврозоната и България може да се компенсира от достъпно, преференциално финансиране от ББР, изискващо промяна в държавната политика за създаване на по-благоприятен бизнес климат и динамизиране на инвестиционната дейност на МСП у нас.

Съчетаването на активната финансова подкрепа на ЕС към МСП в България с големите резерви за подобряване на държавната политика към облекчен достъп до преференциално финансиране и насърчаване на инвестиционната активност при умерен инвестиционен риск чрез дейността на ББР и други кредитни институции, ще повиши икономическите ползи по пътя към ускорен икономически растеж. Това е възможна и бърза промяна, защото ББР е 100% държавна собственост, има нормативно определен широк спектър от дейности за стимулиране на икономическия и технологичен потенциал на МСП чрез преференциално, достъпно средносрочно и дългосрочно финансиране на дейността и най-вече по отношение на предекспортното и експортно кредитиране.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Съгласно Закона за ББР в чл. 2. се определят целите на банката. Те са:

1. подобряване, стимулиране и развитие на общия икономически, експортен и технологичен потенциал на малките и средните предприятия чрез улесняване на достъпа им до финансиране;
2. привличане и управление на средносрочни и дългосрочни местни и чуждестранни ресурси, необходими за реализиране на икономическото развитие на страната;
3. прилагане на схеми и инструменти за финансиране на публични инвестиции и проекти, които са приоритетни за икономиката на страната;
4. привличане на средства и управление на проекти от международни финансови и други институции;
5. привличане на средства и предоставяне на финансиране с цел намаляване на регионалните дисбаланси в страната.

<sup>5</sup> Съгласно Закона за ББР в чл. 4. (1) се определят приоритетите в дейността на банката, които са съобразени с политиката на правителството на Република България по отношение на малките и средните предприятия. Основните дейности са:

1. предекспортно и експортно кредитиране на малки и средни предприятия;

Много често се забелязват сериозни отклонения от приоритетите на тази национална институция като финансиране на бизнеси, различни от дейността на МСП, което се дължи най-вече на пряко политическо влияние от страна на принципала – Министерството на икономиката при назначаването на ръководните органи на ББР<sup>6</sup>. Това стои в основата на слабата ефективност и колебливите финансови резултати на банката, въпреки че за периода 2010 - 2020 г. активите на ББР нарастват три пъти. (Виж фигура 1)



Фигура 1. Динамиката на печалбата на ББР в сравнение с печалбата на банковата система.<sup>7</sup>

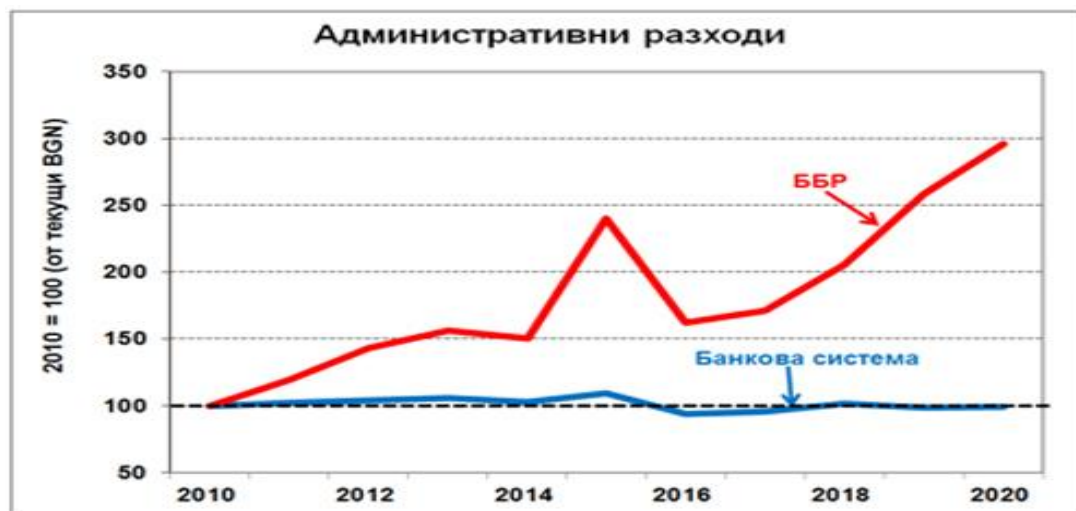
Източник: БНБ (Българска народна банка, н.д.)

2. предлагане на други продукти, свързани със стимулиране на експорта - гаранция за участие в търг, гаранция за добро изпълнение, гаранция за авансово плащане, гаранция за изплащане на кредит на износител и други;
3. финансиране на малки и средни предприятия чрез участие в капитала им чрез Фонда за капиталови инвестиции;
4. кредитиране чрез местни банки посредници или пряко дейността на малки и средни предприятия;
5. издаване на гаранции за допълване на обезпечението, предлагано от малки и средни предприятия за получаване на кредит от други местни или чуждестранни банки, пряко или чрез Национален гаранционен фонд;
6. рефинансиране на банки, кредитиращи малки и средни предприятия;
7. рефинансиране на чуждестранни банки, кредитиращи купувача на стоки или услуги, предоставяни от малки и средни предприятия;
8. финансиране на инвестиции извън страната на малки и средни предприятия;
9. управление на финансов ресурс на Европейския съюз, в т. ч. на средства от фондове на Европейския съюз;
10. консултантска дейност, свързана основно с подготовка на проекти и кандидатстване за усвояването на средства/субсидии от фондове на Европейския съюз;
11. консултиране на малки и средни предприятия относно капиталовата им структура и свързаните с това въпроси;
12. подпомагане на дейности, свързани с държавни, общински или международни проекти, насочени към развитие на икономиката на страната, като осъществяване на доверителни/управленски, разплащателни и мониторинг операции, както и хармонизиране на усвояването на средства/субсидии по проектите.

<sup>6</sup> През 2015 г. с решение на Министерски съвет, по линия на „Национална програма за енергийна ефективност на многофамилни жилищни сгради“, на ББР е възложено финансиране в рамките на 2 млрд. лв. През 2020 г. е увеличен капиталът на ББР, с цел: „създаване гаранционни програми за подкрепа на физически и юридически лица, пострадали от COVID-19, както и за закупуване от ББР на акции на Първа инвестиционна банка“ и т.н.

<sup>7</sup> Печалбата на ББР за периода 2010 - 2020 г. е силно колеблива, особено през 2020 г., въпреки че активите на банката нарастват почти три пъти. Спад на печалбите се наблюдава както в ББР, така и в банковата система като цяло. ББР декларира нетна загуба от 105 млн. лв. (записани изцяло като провизии или обратно възстановяване на провизии) като следствие от наложеното от собственика задължение за поемане на гаранции към търговските банки, които оказват финансова подкрепа на пострадалите от COVID-кризата български лица и фирми.

Забелязва се голямото тежестество в състава на управителните ѝ органи, защото важен критерий при тяхното назначение е политическата лоялност, като това се отразява негативно върху резултатите от финансовата дейност при необяснима динамика на нарастването на административните разходи спрямо иначе скромните финансови резултати на банката. (Виж фигура 2)



Фигура 2. Динамиката на административните разходи<sup>8</sup>  
Източник: БНБ

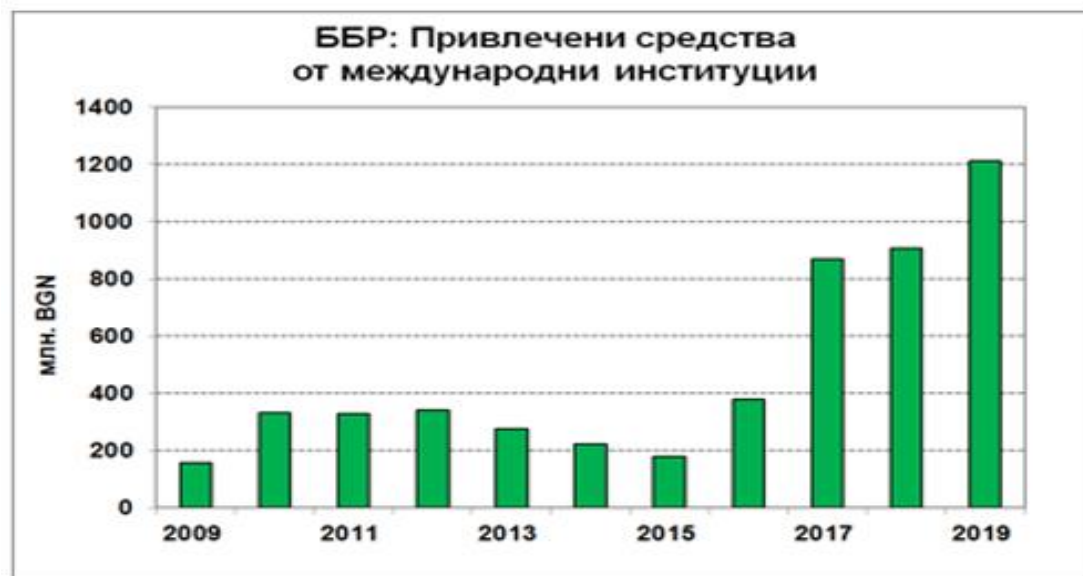
Анализът на данни от отчетите на ББР (Българска банка за развитие, н.д.) за изследвания период преди и по време на пандемията показва, че реализираните разходи за персонала през 2014 г. са 8,5 млн. лв., а през 2019 г. – 16,3 млн. лв., което е двойно увеличение за този период, а средногодишното увеличение е от 14%. За 2020 г., в съответствие с националната програма, ББР гарантира отпускането на заеми до 1 млн. лв. за подпомагане на МСП, които реализираха големи загуби заради предприетите ограничителни мерки, свързани с пандемията. Банката работи с няколко търговски банки, като банки-партньори, при облекчени условия и гратисен период до 3 години. Тези кредитни институции са: Алианц Банк, Банка ДСК, Българо-американска кредитна банка, Инвестбанк, Първа инвестиционна банка, Пощенска банка, Търговска банка Д и УниКредит Булбанк. През месец ноември 2020 г. пред ББР са представени за одобрение от няколко търговските банки кредити по две гаранционни програми в размер над 213 млн. лв., като са потвърдени за гарантиране едва 120 млн. лв. в подкрепа на бизнеса на 929 фирми, предимно от най-засегнатите сектори на икономиката (търговия, туризъм, производство, транспорт и др.).

Спецификата и по-големите възможности за подпомагане на МСП от ББР се допълва от факта, че банката е свързана със спогодби за междудържавни финансово-икономически взаимоотношения и взаимопомощ. За периода 2009 – 2019 г. общо 14 специализирани държавни и международни банки за развитие са отпуснали кредитни линии на ББР, като най-голямата подкрепа е получена от две банки: Германската *KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau* и Китайската банка за развитие. През 2017 г. ББР получава от германската банка подкрепа от 196 млн.

<sup>8</sup> [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)



лв., а подкрепата през 2019 г. от китайската банка за развитие достига 741 млн. лв. (Виж Фигура 3).



Фигура 3. Динамиката на привлечените от ББР средства от междудържавни институции

Източник: годишни отчети на ББР

Тук можем да добавим, че към края на юли 2022 г., по данни на БНБ, депозитите в банковата система (депозити на нефинансови предприятия, на домакинства, на сектор държавно управление, на кредитни институции и на други финансови предприятия) достигат до 124,7 млрд. лв.<sup>9</sup> и да представим нашата теза за възможно по-активно преференциално финансиране от страна на ББР в сътрудничество с останалите кредитни институции<sup>10</sup> към МСП, в подкрепа на тезата на Алън Грийнспан, че ефективната финансова система е тази, която насочва спестяванията към финансиране на онези капиталови инвестиции, които ще произведат най-ефективно, най-високо ценените от потребителите стоки и услуги. По тази причина САЩ спестява твърде малко - националната норма на спестяване са нищожните 13,7% от БВП, което превръща, към настоящия момент, САЩ в развитата страна, която спестява най-малко, но оползотворява оскъдните спестявания по много ефикасен начин като натрупва основен капитал, пораждащ най-висок темп на нарастване на производителността сред страните от Г-7 в началото на 21 век (Грийнспан, 2008, стр. 428-429).

<sup>9</sup> [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)

<sup>10</sup> По другата антикризисна програма – за безлихвено кредитиране на физически лица, се отпускат заеми до 4 500 лева – наведнъж или до три транша от по 1500 лева. Кандидати могат да бъдат служителите, които са били в принудителен неплатен отпуск или самоосигуряващи се, чиято дейност е била временно прекъсната заради извънредната обстановка. Максималният срок на погасяване е 5 години, с минимум 6 месеца и максимум 24 месеца гратисен период. Заемите са освободени от такси, комисиони и неустойки. Партньори по програмата са 12 търговски банки, 10 от които продължават да приемат заявления за безлихвени заеми. Това са Алианс Банк България, Банка ДСК, Инвестбанк, Първа инвестиционна банка, Търговска банка Д, УниКредит Булбанк, Обединена българска банка, Юробанк България, Райфайзенбанк и Централна кооперативна банка.

### Заклучение

В заключение на представеното от автора изследване за оптимизиране на възможностите за повишаване на инвестиционната активност на МСП през призмата на преференциалното финансиране от ББР, можем да направим следните изводи:

1. Необходима е по-активна политическа подкрепа чрез ББР за промяна в бизнес климата, което ще стимулира инвестиционната дейност на МСП в условията на настъпваща икономическа рецесия, предизвикана от мерките за борба с пандемията и войната в Украйна.

2. Търсенето на възможния оптимален баланс между умерения инвестиционен риск и очакваната доходност при финансовото стимулиране на инвестиционната дейност на икономическите агенти през ББР може да добави нови детайли при изследването на тяхната същност в условията на динамични пазарни промени.

3. Оптимизирането на дейността на ББР по посока към по-достъпно финансиране на экспортната дейност на МСП, които са гръбнакът на българската икономика, ще подпомогне чувствително политиката на правителството към ускорен икономически растеж и по-бързо излизане от кризата.

### Използвани източници

- Fabozzi, F. J. (2005). *The handbook of fixed income securities*. McGraw-Hill.
- Lintner, J. (1965). *Security prices, Risk and maximal gains Rom diversification*. Chicago.
- Mossin, J. (1966). *Equilibrium in a Capital Asset market*. New York.
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2002). *Investment Analysis and Portfolio Management (7-th edition)*. South-Western College Publishing.
- Sharpe, W. (1964). *Capital assets: A Theory of Market equilibrium under Condition of risk*. New Jersey.
- Грийнспан, А. (2008). *Епоха на турбулентност*. София.
- Иванова, Д. (н.д.). *Използване на възможностите на застраховането в риск мениджмънта на МСП*. Извлечено от [http://test.md-magazine.info/index2.php?option=com\\_content&do\\_pdf=1&id=131](http://test.md-magazine.info/index2.php?option=com_content&do_pdf=1&id=131)
- Канарян, Н., & Пътев, П. (2008). *Управление на портфейла*. В. Търново: Абагар.
- Закон за Българската банка за развитие*. (н.д.). ДВ, бр. 43 от 29.04.2008 г. (н.д.). Извлечено от Българска народна банка: <https://www.bnb.bg/> (н.д.). Извлечено от Българска банка за развитие: <https://bbr.bg/bg/>





