St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo
Faculty of Economics

ЗУНК ОБЛИГАЦИИТЕ В БЪЛГАРИЯ (И ТЕХНИЯТ ДВОЯК ЕФЕКТ)

THE ZUNK BONDS IN BULGARIA (AND THEIR AMBIGUOUS EFFECT)

Стиляна Николова
Stilyana Nikolova

Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“
St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo

Abstract: According to the *Law on Settlement of Non-performing Credits (LSNPC)*, the commercial banks that have changed non-performing credits for ZUNK bonds are able to participate with their nominal value in privatization deals directly after receiving a written consent of the Privatization Agency for each case, as if to sell them at market prices. Individuals and legal entities who have purchased ZUNK bonds from the Bulgarian National Bank or other primary dealers could use them as a valid means of payment in privatization deals also at their nominal value. The idea of including this restriction is for avoiding speculative deals with these bonds. The proposed mechanism is a reflection of the market conditions in a long perspective and the restrictions of national budget in short term. From fiscal perspective, a priority for the state is the accelerated reduction of the debt issued by the *Law on Settlement of Non-performing Credits* not because of the high interest rates but because of their enormous amount for a country such as Bulgaria: 26 billion BGN and 1,8 billion dollars. These long-term bonds, issued to change the banks' "bad credits", assert themselves as one of the basic instruments for the participation of different investors in the privatization.
Only those who had the information and the available financial means were able to make profit using the ZUNK bonds. In this way, they contribute to the deepening of the inequalities in society. The bonds issued by Law on Settlement of Non-performing Credits (ZUNK bonds) remained unknown for the general public.
Keywords: state bonds; nominal value; privatization.
JEL: L14, L91

ВЪВЕДЕНИЕ

Темата за ЗУНК облигациите е **актуална** поради тяхната роля в управлението на дълга и стабилизирането на икономиката в преходен период, още повече че в момента подобно изследване се прави от сигурната перспектива на завършения процес, когато ЗУНК облигациите са извършили своята роля, отдавна не са в обращение и дори са отменени с Постановление на Министерския съвет. **Обект** на изследване са процесите на дългова трансформация, а **предмет** – механизмът и ефектите от използването на ЗУНК облигации. **Целта** е да се анализира техният двояк ефект, като за нейното постигане се поставят следните **задачи**:

- Да се изясни същността на ЗУНК облигациите като финансов инструмент.
- Да се разгледа историческият контекст на тяхното въвеждане в България.
- Да се анализира механизмът на конвертиране на задължения чрез ЗУНК.
- Да се оцени положителният ефект:
  - стабилизиране на банковата система;
  - намаляване на необслужваните кредити.

- Да се анализира отрицателният ефект:
  - увеличаване на държавния дълг;
  - фискално натоварване.
- Да се направят изводи относно ефективността на този инструмент.
- Да се формулират поуки за съвременната дългова политика.

В структурата на вътрешния държавен дълг на България голям относителен дял към края на 90-те години на XX в. заемат ДЦК, емитирани за структурната реформа. Когато държавата се превръща в кредитоискател на БНБ през годините 1990, 1991, 1992 г., тя е предпочитана пред останалите субекти на кредитния пазар от частната сфера (домакинства, производствени предприятия, частни инвеститори) поради по-голямата ликвидност и сигурност, които предлага (Micheva, 1993, pp. 1–6). Тогава се появява и „ефектът на изтласкване“ на частните инвеститори, за който говорят някои икономисти (Botusharov, 1993, pp. 9–14).

ЗУНК облигациите са държавни ценни книжа (ДЦК), емитирани от Република България в края на 1993 г. по **Закона за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 г.** (ЗУНК), обнародван с ДВ на 30 декември 1993 г., многократно допълван и изменян до 8 октомври 2019 г. Издадените съгласно закона дългосрочни държавни облигации (в лева и валута) са безналични, свободно прехвърляеми, със срок на погасяване 25 години и 5 години гратисен период.

ИЗЛОЖЕНИЕ

ЗУНК облигациите са създадени за изчистване на „лошите кредити“ на държавни предприятия към банките, натрупани до 1990 г. Държавата поема тези задължения, като издава облигации на банките вместо необслужваните дългове (*Law on Settlement of Non-performing Credits (LSNPC)*. **По този начин „лошите кредити“ на предприятията се превръщат във вътрешен държавногарантиран дълг и също са средство за изкупуване на външен дълг по чл. 1. ал. 2. на ЗУНК на Българската Външнотърговска банка АД (сега УниКредит Булбанк).**

Емитирани са в две основни форми – **левови** и **валутни** (деноминирани в щатски долари, но изплащани в левове). Те служат като инструмент за финансова стабилизация и могат да се използват от граждани и фирми за:

1. Приватизация: Плащане при закупуване на дялове от държавни предприятия.

2. Погасяване на дългове: Изплащане на задължения към държавата.

Вътрешният държавен дълг към края на 1997 г. съдържа три основни части (елемента):

– Първата част от дълга са дългосрочните и краткосрочни държавни ценни книжа (ДЦК), емитирани с цел финансиране на бюджетния дефицит;

– Втората съставка на дълга са преките кредити от централната банка, Държавна спестовна каса и други финансово-кредитни институции;

– Третият елемент на вътрешния държавен дълг са ДЦК, емитирани съгласно постановления на Министерския съвет и закони, т.е. ДЦК, емитирани за структурната реформа (Naidenov, 1997, pp. 29–34).

Таблица 1. Структура на вътрешния държавен дълг (млн. лв.)

Показатели	**Към 31.12.95**		**Към 31.12.96**		**Към 30.06.97**	
	Абсолютна сума	%	Абсолютна сума	%	Абсолютна сума	%
Общ размер на вътрешния държавен дълг	345 395.2	100	1 052 867.9	100	3 789 285.0	100
ДЦК за финансиране на бюджетния дефицит	154 762.0	44.81	301 117.6	28.60	865 052.5	22.83
Пряк дълг към финансово-кредитните институции	27 789.4	8.04	139 325.7	13.23	1 144 436.6	30.20

ДЦК, емитирани за структурната реформа	162 843.8	47.15	612 424.6	58.17	1 779 795.9	46.97

Източник: Найденов, Людмил. Облигациите по ЗУНК в структурата на вътрешния държавен дълг. // Банки. Инвестиции. Пари, 1997, № 7-8, с. 29–34.

Съотношението между отделните съставки на вътрешния държавен дълг (вж Таблица 1.) дава основание да се направят следните изводи и оценки:

Първо: Абсолютната сума на ДЦК, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит нараства. Значителният ръст (около 7 пъти) не дава основание за конкретни изводи, тъй като абсолютната сума на анализираните ДЦК не отчита инфлационните колебания. В същото време относителният дял на емитираните за финансиране на бюджетния дефицит ДЦК в общия размер на вътрешния държавен дълг намалява от 44.81% към 31 декември 1995 г. на 22.83% към 30 юни 1997 г. Причините за очертаната към намаление тенденция следва да се търсят в нарастване значението на прякото финансиране от финансово-кредитните институции, от една страна, и в рязкото покачване на валутния курс, което повишава относителния дял на дългосрочните валутни облигации, емитирани по ЗУНК, от друга. Относителният дял на ДЦК, закупени от небанкови институции и граждани, в т. ч. чуждестранни инвеститори, за финансиране на държавния бюджет, също нараства.

Второ. В структурата на вътрешния държавен дълг абсолютната сума на прекия дълг към финансово-кредитните институции нараства, също и относителният му дял нараства. Основна причина за очертаната по-горе тенденция следва да се търси в значителното нарастване на общите кредитни потребности на българските правителства. За 1996 г. към тази причина следва да се прибави и липсата на алтернативни източници за финансиране на бюджетния дефицит – външно финансиране, забавяне процеса на касова приватизация, несъвпадение между емитирани и фактически реализирани ДЦК, предназначени за покриване на бюджетния дефицит. В този контекст следва да се отбележи, че с решение на Народното събрание от месец декември 1996 г. БНБ отпуска пряк кредит на правителството в размер на 115 млрд. лв. (над 6% от БВП за същата година) „за покриване на всички финансови нужди по приключването на държавния бюджет в края на фискалната година“. С въвеждането на валутен борд от 1 юли 1997 г. ролята на този елемент в структурата на вътрешния държавен дълг следва да намалее.

Трето. Абсолютната сума на ДЦК, емитирани за структурната реформа, нараства повече от 10 пъти за периода 31 декември 1995 г. – 30 юни 1997 г. Причините за ръста на ЗУНК в абсолютно и относително изражение следва да се търсят в две основни насоки: номиналната обезценка на националната парична единица с почти 590%; приетия на 23.05.1996 г. Закон за държавната защита на влогове и сметки в търговски банки, за които БНБ е поискала откриване на производство по несъстоятелност, съгласно който са емитирани нови държавни дългосрочни облигации. Намаление на относителния дял на анализираните ДЦК в структурата на вътрешния държавен дълг през първите 6 месеца на 1997 г. има за основание повишения интерес към тези книжа с оглед използването им в приватизационни сделки. За същия период делът на прекия кредит към финансово-кредитните институции нараства значително.

Четвърто. В структурата на вътрешния държавен дълг най-голям относителен дял заемат ДЦК, емитирани за структурната реформа (46.97% към 30 юни 1997 г.), така наречените ЗУНК облигации.

БНБ изгражда и организира електронна система за регистриране и обслужване на търговията с ДЦК (ECPOT) (Atanasov, 2013, pp. 98–105).

В исторически контекст ЗУНК са сред най-сигурните инвестиции в България в края на 90-те и началото на 2000-те години, тъй като са гарантирани от държавата. Повечето от тези облигации вече са с изтекъл падеж или са били заменени с други дългови инструменти в процеса на управление на държавния дълг, т.е. до 2019 г. вече всичките са с изтекъл падеж (според чл. 4 т. 5 на ЗУНК). Крайният падеж за голяма част от инструментите беше **30 декември 2011 г.** През

годините държавата предложи няколко схеми за замяна на ЗУНК облигации с нови държавни ценни книжа (ДЦК). Например, през **февруари 2005 г.** беше проведена мащабна операция по замяна на доларови ЗУНК облигации с еврооблигации. С Постановление на Министерския съвет от 2024 г. ЗУНК облигациите са окончателно отменени с цел да бъде прецизирана нормативната уредба, чрез отмяна на подзаконови нормативни документи, които вече нямат практическо приложение, респективно отпада необходимостта от уредба на съответните обществени отношения (Draft Decree of the Council of Ministers for Cancellation of Regulations: 20 December 2025).

Важно е да не се бъркат със съвременните „junk bonds“ (високорискови облигации), въпреки че съкращението ЗУНК звучи подобно на английското „junk“. В контекста на финансовата история и теория, разликата между **ЗУНК облигациите (държавни)** и **junk bonds** (високорискови корпоративни облигации) е фундаментална и се корени в техния произход, цел и кредитно качество.

През 90-те години доходността по ЗУНК облигациите беше силно волатилна и Аиьзависеше от пазарната им цена на вторичния пазар: л**евовите ЗУНК о**бикновено са обвързани с Основния лихвен процент (ОЛП) на БНБ. По време на кризата през 1997 г., ОЛП достигна рекордни нива (над 300% на годишна база), което направи обслужването им (на ЗУНК облигациите) изключително скъпо за държавата. При в**алутните ЗУНК (USD)** лихвата често беше LIBOR (London Interbank Offered Rate) + малък марж (например 1/8 или 1/4 процентни пункта).

Поради високия риск и липсата на доверие, в средата на 90-те тези облигации се търгуваха на **вторичния пазар** с огромна отстъпка – между **30% и 60% от номинала**. Това означаваше, че инвеститорът купува дълга евтино, а държавата му го признава по пълна стойност (номинал) при участие в приватизация, което генерираше огромна реална печалба. Точно заради това някои изследователи твърдят, че дълговите инструменти и търговията с тях от една страна допринасят за извършването на приватизацията и санирането на банковия сектор, но от друга страна задълбочават и засилват неравенствата в обществото. От ЗУНК облигациите печелят точно и само тези граждани и фирми, които разполагат с пари и информация.

Въвеждането на валутния борд на **1 юли 1997 г.** е повратна точка за ЗУНК облигациите, тъй като радикално променя техния рисков профил, пазарна цена и сигурност.

1. Фискална дисциплина и край на монетизирането на дълга

Преди 1997 г. държавата често финансираше бюджетния си дефицит чрез директно заемане от Централната банка (БНБ), което води до хиперинфлация и обезценяване на дълга. Валутният борд **забрани на БНБ да кредитира държавата**. Това принуди правителството да води стриктна фискална политика, което повиши доверието на инвеститорите, че държавата ще има реален ресурс да обслужва ЗУНК облигациите.

2. Рязък спад на лихвените проценти

През февруари 1997 г. основният лихвен процент (ОЛП) в България беше над **200%**, но след въвеждането на борда той падна до **5.3%** още през октомври 1998 г.

- **За левовите ЗУНК:** Това означаваше рязко намаляване на номиналната доходност (лихвените плащания), тъй като те бяха обвързани с ОЛП.
- **За валутните ЗУНК:** Тяхната доходност се стабилизира съобразно международните пазари (LIBOR), като рискът от девалвация на лева беше елиминиран чрез фиксирания курс (1 DEM = 1 BGN).

3. Повишаване на пазарната цена (Capital Gains)

Стабилизирането на икономиката доведе до значително поскъпване на ЗУНК облигациите на вторичния пазар. Преди борда те се търгуваха на нива под 50% от номинала поради страх от държавен фалит. **След борда п**азарната им цена започна да се приближава към номинала (100%), тъй като рискът от неплащане (default risk) намаля драстично**. Инвеститорите, купили облигации по време на кризата, реализираха значителни печалби от разликата в цената.**

4. Връзка с „лошите кредити“ и банките

Хиперинфлацията от 1996 – 1997 г. парадоксално помогна на банковата система по отношение на ЗУНК. Тя **обезцени реалната стойност на левовите задължения** на банките, докато в

същото време увеличи реалната стойност на активите им в доларови ЗУНК облигации. Това даде „глътка въздух“ на оцелелите банки да стабилизират балансите си в новата среда на валутен борд.

5. Роля в Приватизацията

След 1997 г. ЗУНК облигациите станаха основен инструмент в „голямата приватизация“. Инвеститорите ги купуваха на вторичния пазар с малка отстъпка и ги използваха за плащане при закупуване на държавни предприятия, където държавата ги приемаше по **пълната им номинална стойност**.

Валутният борд трансформира ЗУНК облигациите от „проблемен дълг“ в **сигурен и ликвиден финансов актив**, което е типичен пример за успех на правило-базираната парична политика (rule-based monetary policy) при стабилизиране на развиващи се пазари.

Използването на **ЗУНК облигации** като платежно средство беше масова практика в т.нар. „касова приватизация“ в България. Чрез механизма *debt-for-equity swap* (замяна на дълг срещу собственост), купувачите придобиваха активи на значително по-ниска цена от пазарната, тъй като купуваха облигациите с голяма отстъпка на вторичния пазар, а държавата ги приемаше по **номинал** при плащане на сделката.

Ако депозитите и държавните ценни книжа (ДЦК) са добре познати на гражданите като възможност за инвестиране, с такава слава не може да се похвали ЗУНК-ът. Той също е държавна дългосрочна облигация, но непозната за широката общественост и обикновения гражданин. Инвеститорите могат да закупят както левови, така и валутни ЗУНК. ЗУНК-ът носи доход под формата на лихва, равни погасителни вноски от номинала за всяка година до падежа и от курсови разлики. Погасителните вноски са равни на една двадесета от номинала, като изплащането им започва от 1 октомври 1999 г. за левовите, а за валутните – след 1 януари 2000 г. Левовите книжа са емитирани на 1 октомври 1993 г., а валутните на 1 януари 1994 г. Срокът до падежа е 25 години. Лихвените плащания по левовите ЗУНК са на 1 април и 1 октомври, докато за валутните датите са 1 юли и 1 януари. Левовите се олихвяват с две трети от основната лихва за периода. Върху валутните се начислява лихва, равна на 6-месечния LIBOR за щатски долари за съответния период. Лихвените плащания по левовите ЗУНК след 2000 г. имат стойност, равна на основния лихвен процент за периода. Към края на 1998 г. в обращение се намират около 800 млн. долара номинал валутни ЗУНК-ове, след като голяма част от тях бе канцелирана в операциите по спасяването на Стопанска банка и Минералбанк през 1995 година, а над 250 млн. бяха използвани в приватизацията. ЗУНК-ът се приема по номинал като платежно средство в приватизационните сделки. ЗУНК-ове могат да се купуват от 12 банки и 2 финансови къщи. Доходността, която може да се реализира от ЗУНК, зависи от валутния курс, общия номинал на инвестицията, състоянието на международните дългови пазари, LIBOR-а от междубанковия пазар в Лондон и от макроикономическите показатели на България. Колкото по-голяма е стойността на инвестицията в ЗУНК, толкова нараства възможността да договорите по-благоприятна покупна цена от дилърите. Последният изплатен LIBOR е равен на 5.71167% на годишна база. Очаква се на 1 януари 1999 г. да бъде изплатен LIBOR около 5.1% годишно. Курс продава на ЗУНК към ноември 1998 г. варира около 58–62 долара. Курс купува се движи около 57–58 долара на 100 долара номинал. Това осигурява текущ доход на инвеститора около 8-9% върху вложените пари на годишна база. Дилъри прогнозират покачване на цените им при равни други условия, макар и незначително, тъй като на 1 януари 1999 г. предстои лихвено плащане. Гражданите трябва да имат предвид, че търговията със ЗУНК се прекратява три работни дни преди датата на лихвено плащане и се възстановява на следващия ден след изплащане на купона (*Capital,* 1998, 14 Nov).

Въпреки изявленията за отказ от обратно изкупуване от страна на държавата цената на ЗУНК-книжата остава стабилна и поради все по-слабото им предлагане на пазара. От емитираните през 1994 г. ценни книжа на обща стойност 1.8 млрд. долара към януари 2000 г. те са на стойност, по-малко от 500 млн. долара, главно поради използването им като платежно средство при приватизационни сделки. Още по-ниска е общата стойност на останалите на пазара свободнопрехвърляеми книжа извън тези, закупени от най-големите банки – не повече от 100–150 млн. долара (*Capital,* 2000, 07 Jan).

Търговските банки, заменили несъбираеми кредити с облигации, могат да участват с тяхната номинална стойност пряко в приватизационни сделки след получаване на писмено съгласие на Агенцията за приватизация за всеки конкретен случай, както и да ги продават по пазарни цени. Всички физически и юридически лица, закупили ЗУНК облигации от БНБ и от другите първични дилъри, могат да ги използват като платежно средство в приватизационни сделки също по номинална стойност. Идеята за включване на това ограничение бе предотвратяването на спекулативни сделки с тези облигации. Предложеният механизъм отразява както пазарните условия в дългосрочна перспектива, така и ограниченията на държавния бюджет в краткосрочен план. Освен това от фискални позиции приоритет за държавата е ускореното редуциране на емитирания дълг по ЗУНК не толкова поради високите лихвени тежести, произтичащи от тези облигации, колкото от внушителния им размер за страна като България, а именно – 26 млрд. лв. и 1,8 млрд. щ. д. Чрез Постановление на МС 36/1994 (изм. и доп. ПМС 271/1995 г.) държавните дългосрочни облигации, емитирани в замяна на заварените от дореформения период лоши банкови кредити, се утвърдиха като един от основните инструменти за участие на различни инвеститори в протичащия приватизационен процес (Kosturska, 1996, p. 3).

Ето конкретни примери и категории предприятия, при които ЗУНК облигациите изиграха ключова роля:

1. Много от емблематичните сделки на прехода включваха частично или пълно плащане със ЗУНК (особено валутните доларови емисии):

- **„Кремиковци“ АД (1999):** В историята на комбината дълговете и тяхното преструктуриране чрез държавни инструменти винаги са били фактор.
- **„Нефтохим“ – Бургас (сега Лукойл Нефтохим Бургас) (1999):** Приватизацията на най-голямата рафинерия на Балканите включваше сложни финансови схеми, в които държавните облигации (включително ЗУНК и Брейди) бяха допустимо платежно средство за част от цената.
- **„Булгартабак Холдинг“ (2011):** Преди окончателната си продажба, холдингът и неговите дъщерни дружества бяха обект на приватизационни процедури, в които облигациите служеха за намаляване на кешовото плащане.

2. Банковият сектор (Индиректни ползи)

Макар да не са „изкупени“ със ЗУНК, банките бяха основните бенефициенти. Законът за ЗУНК буквално спаси:

- **Булбанк (сега УниКредит Булбанк):** Тя беше най-големият държател на ЗУНК облигации, тъй като в нейния баланс бяха концентрирани най-големите външнотърговски „лоши кредити“.
- **ДСК (Държавна спестовна каса):** Преструктурирането ѝ преди приватизацията също мина през изчистване на портфейла с държавни ценни книжа.
- **Търговска банка „Биохим“ (2002)**

3. Хотелиерство и туризъм. Секторът на туризма беше изключително атрактивен за инвеститорите, тъй като позволяваше бърза замяна на „хартия“ (облигации) срещу реални активи на морския бряг.

Този сектор беше сред най-активните в използването на ЗУНК, тъй като обектите бяха апетитни за местни бизнес групи: **Гранд Хотел „София“** и редица хотели в курортите **„Слънчев бряг“** и **„Златни пясъци“**. **Хотел „Витоша“ (сега „Маринела“),** София е един от най-известните примери за опит за участие в приватизацията с валутни облигации по ЗУНК от страна на дъщерна фирма на Българската стопанска камара. **Хотел „Пирин“ и хотел „Сандански“ са пример** за много случаи при касовата приватизация на подобни обекти купувачите да използват облигации за погасяване на до 50% от общата цена на сделката.

4. Обособени части и по-малки предприятия

Според докладите на Министерство на финансите и НСИ, хиляди по-малки обекти бяха приватизирани по този ред:

- Мелници, мандри и консервни фабрики.
- Бензиностанции и складови бази.

• Транспортни предприятия (ДАП).

Икономическият ефект за купувача

Ако едно предприятие е оценено на **$1,000,000**, купувачът е можел да отиде на вторичния пазар и да купи ЗУНК облигации с номинал $1,000,000 за едва **$500,000** (при 50% пазарна цена). Предоставяйки тези ДЦК на държавата, той реално придобива актива с **50% отстъпка**, докато държавата счита дълга за погасен по номинал.

Към март 1995 г. редица индустриални предприятия вече бяха използвали ЗУНК облигации за погасяване на дългове към правителството.

Икономически механизъм на ползата

За предприятията и техните купувачи ползата беше изразена чрез следните показатели:

• **Облекчаване на дълга:** Емитирани левови облигации с номинал 1000 лв. можеха да погасят 800 лв. директен дълг към държавата, докато доларовите се признаваха по пълния им номинал (100 към 100).

• **Пазарен арбитраж:** Инвеститорите купуваха облигациите на вторичния пазар с отстъпка (например на 50% от стойността им), но при покупката на активи в тежката индустрия или туризма държавата ги приемаше за 100% от тяхната номинална стойност.

Тези примери илюстрират как ЗУНК облигациите помогнаха за бързото раздържавяване на икономиката, **макар и често на цени, значително по-ниски от реалните пазарни оценки на активите.**

Чл. 5 от Закона за уреждане на необслужваните кредити (ЗУНК) е пряко свързан с **Българска външнотърговска банка (БВТБ)**, днес „УниКредит Булбанк“.

Този текст регламентира емитирането на т.нар. **„доларови ЗУНК“**, които бяха създадени, за да решат специфичните проблеми с валутния дълг, концентриран в БВТБ в началото на прехода. **Механизъм за изчистване на баланса:** През 1993 г., когато се приема законът, БВТБ е натоварена с обслужването на по-голямата част от външния държавен дълг на страната. Голяма част от активите ѝ са „лоши“ кредити, отпуснати на държавни предприятия в конвертируема валута до 1990 г. Чрез чл. 5 държавата поема тези валутни задължения на предприятията към БВТБ, като дава на банката **държавни облигации, деноминирани в щатски долари**. Това трансформира рисковите частни вземания в сигурен държавен дълг в баланса на банката.

Обслужване на външния дълг: Членът изрично споменава сумите по обслужване на външния дълг, тъй като БВТБ беше основният посредник и платец по външните задължения на България към Лондонския и Парижкия клуб от държавни кредитори. Втората емисия по този закон е направена специално за замяна на разходите на БВТБ по обслужването на тези плащания.

Основни параметри по чл. 5:

1. Деноминация: Облигациите са в щатски долари (USD), което съответства на валутата на оригиналните лоши кредити.

2. Плащане: Въпреки че са деноминирани в долари, лихвите и главницата се изплащат в **български левове** по централния курс на БНБ за деня.

3. Мащаб: Общият размер на тези емисии достига **1.808 млрд. щатски долара**.

Тази операция беше критична за оцеляването на БВТБ и за по-нататъшната ѝ приватизация, тъй като „разчисти“ нейния баланс от несъбираеми валутни вземания, превръщайки я в стабилна финансова институция.

Преминаването от ЗУНК облигации към компенсаторни инструменти е възможно и е използвана практика в България, като механизмът е позволявал на притежателите на държавни ценни книжа по Закона за уреждане на необслужваните кредити (ЗУНК) да ги използват или заменят за компенсаторни инструменти. Компенсаторните инструменти са непарични платежни средства, издадени от държавата като обезщетение за бивши собственици на одържавени имоти или земи, които се търгуват на Българската фондова борса (Institute for Market Economics, no. 111, 2006, 14 Dec). В случая за обезщетение на бивши собственици и държатели на предприятия, предмет на приватизация.

Към края на 2003 г. фискалният резерв превишава 4 млрд. лв. и според икономисти като Пл. Орешарски няма нужда от „принудителни“ емисии на вътрешни облигации за покриване на структурни дефицити от типа на ЗУНК или гаранционни облигации (Oresharski, 2003, pp. 22–25).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

От ЗУНК облигациите успяват да спечелят само малцина, които разполагат с информация и финансови средства. По този начин те допринасят за задълбочаване на неравенствата в обществото. ЗУНК облигациите остават непознати за широката общественост.

Техният ефект е двояк, защото от една страна те спомагат за успешното завършване на процеса на приватизация, но от друга страна водят до натрупване на вътрешен дълг; отклоняват частните инвестиции от реалния сектор и ги насочват към финансовия сектор, а оттам към международните капиталови пазари (какъвто е примера с оздравяването на банките Уникредит Булбанк, „Биохим“, ДСК). По този начин допринасят за задълбочаване на неравенството в обществото.

Следователно изследването на елементите на вътрешния дълг и на факторите, влияещи върху тях трябва да се осъществява едновременно, всеобхватно, задълбочено.

REFERENCES

Atanasov, At. 2013. Organizational-Administrative and Accounting Problems in Purchases with Debts Financial Instruments. Svishtov: AE “D. Tzenov“ (in Bulgarian).

Botusharov, P. 1993. ‘Opportunities for Servicing and Dynamics of Domestic Government Debt’, *Bank Review*, no. 3, pp. 9–14.

Kosturska, M. 1996. ‘The Reduction of Inner National Debt by ZUNK Bonds’, *Economic Life Journal*, no. 1, p. 3 (in Bulgarian).

Micheva, N. 1993. ‘Government Securities Support Transparency of the Handling of the National Debt’, *Bank Review Journal*, no. 1, pp. 1–14 (in Bulgarian).

Naidenov, L. 1997. ‘ZUNK Bonds in the Structure of the Inner National Debt’, *Banks, Investments, Money Journal*, no. 7-8, pp. 29–34 (in Bulgarian).

Oresharski, P. 2003. ‘Debt Politics of the State or Why the Inner National Debt Is Growing’, *Banks, Investments, Money Journal*, no 8, pp. 22–25 (in Bulgarian).

Draft Decree of the Council of Ministers for Cancellation of Regulations of the Council of Ministers viewed 20 December 2025 <file:///C:/Users/SMART/Downloads/Proekt%20na%20Doklad%20za%20otmiana%20na%20normativni%20aktove%20na%20MS%20(1).pdf >

From ZUNK to compensatory instruments – possible scenarios. 2006, 14 Dec, *Institute for Market Economics*, no. 111 viewed 24 August 2025 < https://ime.bg/articles/ot-zunk-kym-kompensatorni-instrumenti-wyzmovni-scenarii/ >(in Bulgarian)

Law on Settlement of Non-performing Credits (LSNPC), agreed until December 31, 1990 viewed 1.02.2026 < https://legislation.apis.bg/doc/11303/0 >

Principal payments on ZUNK BONDS Began. 2000, 07 Jan , in *Capital* viewed 24 August 2025<https://www.capital.bg/biznes/finansi/2000/01/07/253740_zapochnaha_plashtaniia_po_glavnicata_na/ > (in Bulgarian)

The ZUNK Bonds – the Unknown Investment for the Citizens. 1998, 14 Nov, in *Capital* viewed 24 August 2025 <https://www.capital.bg/vestnikut/semeen_kapital/1998/11/14/247553_zunk_-_nepoznatata_investicia_za_grajdanite/ > (in Bulgarian)

За контакти:
Стиляна Николова, докторант
Служебен адрес: гр. Велико Търново 5000, ул. „Арх. Г. Козаров“ № 1А
ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“, Стопански факултет,
Катедра „Икономическа теория и МИО“
Ел. поща: D1588@sd.uni-vt.bg