

Капиталовият съюз – панацея или отчаян опит за стимулиране на икономиката на ЕС

Ирина Казанджиева

The Capital Market Union – a Panacea or a Desperate Attempt to Stimulate the EU Economy:
The paper reveals the causes and the benefits of the new European Commission initiative for the creation of Capital Market Union /CMU/ in the EU. The main pillars of the CMU are described in the paper – review of the Prospectus Directive, securitization, funding of SMEs, initiatives for stimulation of private placements and the necessity to increase financial education for retail investors and SMEs. The paper argues that despite the benefits that the CMU is expected to generate there are a number of obstacles and issues related with its creation that can decrease its efficiency.

Key words: capital market union, banks, securitization, Prospectus Directive, growth, financial crisis.

ВЪВЕДЕНИЕ

Безспорно финансовата криза от 2007-2008 г. е сериозен тест за световната икономика. Основните причини за финансовата криза бяха бума на ипотечните кредити в САЩ, подпомогнати от стимулите на администрацията на Буш за закупуване на жилища от американците, занижения контрол върху финансовите институции, действията на надзорните органи предимно на местно ниво без наличието на визия на европейско ниво /за ЕС/, дерегулирането на финансовия сектор, неадекватните кредитни рейтинги, давани от трите водещи рейтингови агенции – „Муудис“, „Стандарт енд Пуърс“ и „Фич“ и прекомерното предоверяване от страна на компаниите и потребителите на кредитните рейтинги при взимане на инвестиционни решения, излизането от традиционния модел на банкиране /приемане на депозити и предоставяне на кредити/ от страна на банките и създаването и предлагането на множество иновативни рискови продукти, които само ограничен брой от специалисти във финансовите институции действително разбират, предоверяването на сложни математически модели за оценка на кредитния риск, които често пъти неправилно показваха по-нисък риск от действителния, комплицираните схеми за възнаграждения на изпълнителния персонал на банките и обвързването им с бонусна система, силните взаимовръзки между финансовите институции /изявили се в пълна сила при фалита на „Леман Брадърс“ през м. септември 2008г./, огромното разрастване на банковия сектор спрямо мащабите на някои икономики /напр. Исландия, където преди банковата криза от м. октомври 2008 г. активите на трите най-големи банки в страната надвишават десетократно БВП на Исландия/, както и някои други фактори с по-слабо значение¹⁸.

Накратко, мерките, които бяха предприети, освен популярните „количествени улеснения“, с които Феда започна и впоследствие и други водещи централни банки по света въведоха, в ЕС се изразяваха най-вече в активна дейност на Европейската комисия, насочена към създаване на законодателство, целящо затягане на регулирането на финансовия сектор в ЕС¹⁹. Сред най-съществените инициативи бяха създаването на нова надзорна архитектура в ЕС за финансовия сектор в лицето на ЕВА, ESMA и EIOPA²⁰ и създаването на банков съюз в еврозоната. Периодът от

¹⁸ За повече информация относно причините за финансовата криза вж. Симеонов, К., „Регулиране на финансовите пазари в Европейския съюз“, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, 2014 г.

¹⁹ Законодателните инициативи на ЕК в областта на финансовите пазари през мандата на ЕК 2009-2014 г. са изключително подробно разгледани в книгата на д-р Калоян Симеонов, цитирана по-горе, поради което няма да се спирам на тях.

²⁰ ЕВА /European Banking Authority/ е европейският орган за надзор върху банковия сектор, ESMA /European Security and Market Authority/ е европейският орган, който извършва надзор върху институциите, опериращи на капиталовите пазари, и регулира дейността на агенциите за кредитен рейтинг съобразно разпоредбите на Регламент 1060/2009 относно агенциите за кредитен рейтинг, а EIOPA /European Insurance and

2009 г. до 2014 г. беше съпроводен от редица важни нормативни актове в областта на банковото дело и капиталовите пазари, които наложиха сериозни промени в моделите на банките. Сред по-съществените инициативи бихме могли да посочим новата капиталова рамка за банките /т.нар. пакет CRD IV/, който доведе до повишаване на капиталовите изисквания за банките в ЕС и наложи набрането на допълнителен капитал от редица банки, новите инструменти във връзка с реструктурирането на банки в ЕС и в частност инструментът за споделяне на загуби /*hair-in*/, създаването на единен механизъм за реструктуриране на банки на европейско ниво и акумулирането в бъдеще на общ, европейски фонд за реструктуриране в размер на 55 млрд. евро и не на последно място – хармонизирането на механизма за гарантиране на депозитите по отношение на типа на гаранционните схеми /само от типа *ex ante*/, максималното ниво на покритие и периода на изплащане на вноските.

Финансовата криза показва, че очевидно съществува необходимост от предприемането на всички тези регулаторни мерки, но доколкото те ще бъдат ефективни за стабилността на банковата система и ще възпрепятстват появата на нови финансови кризи ще видим в близкото бъдеще. Междувременно, докато се създаваше споменатата по-горе регулаторна рамка в ЕС, някои от страните-членки на еврозоната се сблъскаха със сериозни проблеми в банковия си сектор, като проблемите в банковата система в Кипър през 2013 г. и „подстригването“ на депозитите в двете най-големи банки в страната, фалита на Банко Еспирито Санто - втората по големина банка в Португалия през 2014 г., които наложиха предприемането на спешни действия преди влизането в сила на Директивата за възстановяване и реструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници. Един от основните приоритети, по които ще работи настоящата Европейска комисия, е създаването на капиталов съюз през следващите няколко години, чиято основна идея е да се повиши ефективността на европейския капиталов пазар чрез поредица от мерки и инициативи и да се увеличи финансирането за МСП чрез капиталовия пазар. Докладът разглежда ползите, които се очаква да създаде за европейската икономика капиталовия съюз, като същевременно се анализират възможните пречки, които биха възникнали при неговото създаване и причините, които биха възпрепятствали неговата ефективност.

ИЗЛОЖЕНИЕ

Предприетите мерки като противодействие на негативните ефекти от глобалната финансова криза доведоха до повишаване на банковата стабилност от гледна точка на по-добра капитализация на банките, ликвидност и нива на ливъридж, но не доведоха до повишаване на репутацията на банковия сектор и до по-същественото – по-високи темпове на икономически растеж. По данни на Edlmann Trust Centre банковият сектор се ползва с доверие от 34%, което е изключително ниско, тъй като останалите икономически сектори в това изследване са оценени с по-висока степен на доверие. Данните за растежа на еврозоната са изключително скромни – 0,8% за 2014 г. и прогнозни данни от 1,2% за 2015 г., периодите на ниска инфлация продължават, както и бюджетните дефицити в еврозоната /2,6% за 2014 г. и прогнозни данни от 2,3% за 2015 г./ . На преден план излиза необходимостта за извършване на структурни реформи в еврозоната, каквито вече се наблюдават в Испания, Португа-

Occupational Pensions Authority/ е надзорният орган, който регулира дейността на пенсионните фондове и застрахователните компании в Европа. Идеята за създаване на паневропейски надзорни органи не е нова, тъй като и трите органа има своите предшественици в лицето на европейските комитети CEBS /Committee of European Banking Supervisors/, CESR /Committee of European Securities Regulators/ и CEIOPS /Committee of European Insurance and Pension Supervisors/, създадени с решение на ЕК 2004/6.

И трите европейски надзорни органа са създадени от началото на 2011 г. по силата на Регламент 1095/2010 г. относно европейските надзорни органи и издават насоки, допълващи създадените от ЕК нормативни актове.

лия и Ирландия, но Гърция продължава да бъде свръхзадължяна с нестабилна политическа среда, поставяща под въпрос провеждането на адекватни реформи в страната. Също така, належаща продължава да бъде необходимостта от повишаване на инвестициите, най-вече в областта на информационните технологии и комуникациите, образованието и инфраструктурата, както и създаване на нови финансови инструменти, насочени към повишаване на финансирането на малките и средните предприятия /МСП/²¹.

Идеята за създаване капиталов съюз в ЕС е отговор на новата комисия на Юнкер от 2014 г. в известна степен на прекомерното регулиране на банковия сектор в резултат на огромния пакет от регламенти и директиви, засягащи дейността на банките, приети в периода 2009 г. – 2014 г. Идеята е създаването на капиталов съюз да бъде пакет от мерки и инициативи, предложени по-скоро от пазарните участници и да не се базира толкова на създаването на допълнителни нормативни актове от ЕК. За разлика от банковия съюз²², който е насочен преди всичко към еврозоната, в капиталовия съюз категорично се очаква да участват 28-те страни-членки на ЕС. Със създаването на капиталов съюз се цели осигуряването на повече инвестиции за бизнеса, като, както по-схожими по-горе, се поставя акцент върху МСП и върху инфраструктурните проекти, привличане в ЕС на повече инвестиции от останалия свят и стабилизиране на финансовата система чрез разширяване на източниците за финансиране. В различните документи на ЕК, свързани със създаването на капиталов съюз, се посочва като пример американският пазар, където МСП получават 5 пъти повече финансиране от капиталовия пазар в сравнение с Европа /с изключение на Великобритания, разбира се/, където МСП разчитат най-вече на финансиране, осигурено от банките, което, обаче, в настоящите условия на свръхрегулиране е твърде ограничено²³. Според Зелената книга на ЕК за изграждането на съюз на капиталовите пазари, ако европейският пазар на рисков капитал беше развит колкото американският, през периода 2008 г. – 2013 г. бизнесът щеше да разполага с финансиране в размер на 90 млрд. евро. Допълнително, ако равнището на секюритизация в Европа възстанови дори наполовина нивото си от 2007 г., естествено, по безопасен начин, то тогава би се осигурило допълнително финансиране в размер на 20 млрд. евро за европейските компании.

²¹ Свръх регулирането, пред което се изправиха банките през последните 5 години, по естествен начин доведе до ограничаване на финансирането за МСП от страна на банките, а МСП в Европа основно разчитат на банково финансиране, а не на финансиране от капиталовия пазар за разлика от САЩ. BASEL III доведе до ограничаване на предлагането на кредит от страна на банките и допринесе за въвеждането на по-строги правила, налагани от банките, при кредитиране. Както често се посочва в пресъобщенията на европейските институции, МСП са гръбнакът на европейската икономика и осигуряване на адекватен достъп до финансиране за тях трябва да бъде дългосрочна стратегия за европейските институции, като активно в осъществяването на тази цел следва да се включват и Европейската инвестиционна банка и местните банки за развитие.

²² Накратко, банковият съюз се базира на три основни опорни точки – единен надзорен механизъм, единен механизъм за реструктуриране на банки и единни правила в областта на гарантирането на депозити. В единния надзорен механизъм задължително участват всички страни-членки на еврозоната, като, обаче, страните-членки на ЕС, които са извън еврозоната, могат да се възползват от давията opt-in, т.е. по решение на съответните национални органи банките на дадена страна-членка могат да участват в единния надзорен механизъм, като банките, отговарящи на критериите на Регламент № 1024/2013, попадат под прекия надзор на ЕЦБ. Единният механизъм за реструктуриране се базира на разпоредбите на Директива 2014/59 създаваща рамка за възстановяване и реструктуриране на кредитни и институции и инвестиционни посредници, като с тази директива се създават хармонизирани правила за възстановяване и реструктуриране на банки и инвестиционни посредници в ЕС. Предвижда се създаване на Европейски фонд за реструктуриране на банки в ЕС, но в него се предвижда да участват само кредитни институции от еврозоната, участващи в Единния надзорен механизъм.

²³ За мен лично широкото сравнение и примерът, който се дава с американския пазар, не са съвсем подходящи, тъй като една от причините за глобалната финансова криза, започнала именно от американския пазар, е прекомерната секюритизация, която извършваха квази банките „Фани Мей“, „Фреди Мак“ и „Джини Мей“.

Капиталовият съюз предвижда поредица от мерки и инициативи в дългосрочен план, като идеята е те да бъдат приключени до 2018 г. Основните мерки и инициативи, които се предвиждат, са насърчаване на високо качествената секюритизация и стимулиране на банките да увеличат кредитирането, преглед на Директивата за проспектите, за да се улеснят дружествата, най-вече МСП, при осигуряването на финансиране и намирането на финансиране на трансгранично ниво чрез капиталовия пазар, подобряване на информираността за финансирането на МСП, което да улесни инвестициите в тях, установяване на общ европейски режим за частните пласирания /private placements/, за да се насърчат преките инвестиции в МСП и подпомагане навлизането на нови европейски фондове за дългосрочно инвестиране в инфраструктурни и други дългосрочни проекти. Някои от тези инициативи естествено ще доведат до създаването на допълнителни нормативни актове, като напр. такива в областта на секюритизацията и частните пласирания, както и до промени в Директивата за проспектите, на която в момента тече процедура по преглед²⁴. Пазарните участници посочват, че е добре да се увеличи прагът на стойността на емисиите, над които се изисква изготвянето на проспект, тъй като изготвянето на проспект повишава разходите за емитента. Към тези разходи са особено чувствителни МСП, чиито емисии обикновено са за малки суми. Същевременно, обаче, трябва да се постави въпросът за качеството на информацията в проспектите и да се наблегне на нейното подобряване, защото именно такава информация би имала стойност за инвеститорите. Трябва да се имат предвид и съществуващите вече инициативи за хармонизиране на правилата капиталовите пазари в ЕС, които са изцяло движени от пазара. Като такъв пример бихме могли да посочим финализираните през 2009 г. пазарни стандарти за корпоративни действия и общи събрания, които се прилагат изцяло на доброволен принцип от пазарните участници в ЕС и чиято полза за развитието на пазара е безспорна и привлича подкрепата на държавните институции²⁵.

Капиталовият съюз е добра идея за преодоляване на стагнацията в ЕС, но трябва да се имат предвид основни моменти, които биха могли да влошат неговата ефективност и постигането на желаните резултати. При реализацията на инициативата трябва да се има предвид важната роля на банките във финансовото посредничество при насочването на ресурси от спестителите към заемателите. Това означава, че не трябва да се създават конкурентни предимства за едни финансови институции за сметка на други, напр. за институциите, занимаващи с т.нар. паралелно банкиране /shadow banking/. Едни и същи принципи и правила трябва да се прилагат за финансовите институции, които поемат сходни рискове. Всеизвестно е, че към момента банките са най-силно регулираните участници във финансовия сектор, които трябва да спазват изключително сериозни капиталови изисквания, както и изисквания за отчетност, надзор и публичност на информацията за балансовете им експозиции. Даването на отстъпки по отношение на тези изисквания на финансовите

²⁴ Прегледът на Директивата за проспектите е вече в действие, като той е съпроводен с изпращането до пазарните участници на европейско ниво на консултационен материал, съдържащ определени въпроси по прилагането на директивата. Този консултационен материал е подготвен на 18 февруари и консултационната с пазарните участници по него е вече приключила. Във връзка със създаването на нормативен акт, с който да се регламентират правилата за качествена секюритизация, също беше изпратен консултационен материал до пазарните участници в Европа със същия времеви хоризонт както и консултационният материал по Директивата за проспектите. И двата консултационни материала бяха изпратени за преглед до българските банки, но много малко от тях дадоха отговори, като по консултационния материал относно секюритизацията нямаше такива. Това е логично, тъй като българските банки не извършват секюритизация, въпреки че не съществуват законови ограничения, но пазарът ни все още не е „узрял“ и не е атрактивен за такива продукти.

²⁵ Market Standards for Corporate Actions and General Meetings са създадени от индустрията на капиталовия пазар в ЕС за преодоляване на т.нар. бариери на Джованини. Пазарните участници в България също прилагат голяма част от тези стандарти, но за прилагането на някои от тях все още продължават да съществуват нормативни и технически пречки.

институции, различни от банките, които, обаче, се занимават с извършване на сходни дейности и предоставянето на сходни услуги, носещи рискове, подобни на банковите, създава конкурентна неравнопоставеност между банките и тези институции, давайки необосновано предимства на последните.

При създаването на капиталов съюз следва да се постави върху законодателни инициативи, целящи висока степен на хармонизация между различните правни режими и законодателни рамки в страните-членки, насочени към управлението на рисковете, а не към елиминирането на рисковете изобщо. Трябва да се дава път на инициативите на самия пазар, когато те са насочени и реално могат да съдействат за преодоляване на съществуващите пречки. Практиката е показала, че пазарните модели могат да дадат успех при ограничаване на рисковете. Предприемането на законодателни мерки би могло да бъде решение, когато пазарът е доказал, че не може да се справи с определен проблем. Последните законодателни инициативи на европейско ниво, най-вече тези по отношение на ограниченията за рисковете експозиции на банките, изискванията за ликвидност, наложени под формата на определени коефициенти, както и ограниченията по отношение на рисковете, които може да поема крайният клиент, доказаха, че законодателните мерки могат да имат неочаквани, неблагоприятни последици и да задълбочат пазарната фрагментация. Има сериозна заявка от страна на ЕК, че ще се създадат предпоставки за стимулиране на секюритизацията, като се създадат прости, ясни и прозрачни правила за нейното извършване. Тези инициативи, обаче, не трябва да възпрепятстват създаването на инструменти, които са доказали своята ефективност за осигуряването на финансиране за МСП като синтетичната секюритизация, например. Също така, би могло да се преосмислят капиталовите изисквания, свързани със извършването на секюритизация, в посока на тяхното облекчаване, което ще наложи промени в Регламента за капиталова адекватност.

Условията за създаването на капиталов съюз точно в този момент са подходящи, имайки предвид създадената през последните години хармонизация на правилата относно търговията на капиталовия пазар, предлагането на инвестиционни услуги /MiFID, MiFIR/, OTC-дериватите, клиринга и пазарните инфраструктури /EMIR/, управлението на активи или асет мениджмънта /UCITS/, дейностите и правилата за работа на централните депозитари /CSDR/. Трябва да се вземат предвид, обаче, културните, икономическите и правните различия в страните-членки, тъй като непропорционалните мерки биха могли да доведат до нежелани последици и да задълбочат фрагментацията на европейския капиталов пазар. Инициативите и мерките за създаването на капиталов съюз трябва да бъдат такива, че да не пречат на иновациите във финансовия сектор и да ограничават възможностите му да предлага продукти и услуги, насочени към конкретните нужди на отделния клиент. Поради това трябва изключително внимателно да се подхожда към инициативите на регулаторните органи в ЕС към стандартизация на финансовите продукти, каквито примери вече има макар и да не са в областта на капиталовите пазари /напр. т.нар. основна банкова сметка/. По отношение на пазара на облигации и най-вече емитентите трябва да се имат предвид конкретните нужди от финансиране, финансовото състояние на емитента и особеностите на самия проект, който се финансира. Поради това не е препоръчителна високата степен на стандартизация или хармонизация на пазара на облигации, тъй като по този начин е възможно да не бъдат взети предвид споменатите по-горе особености.

Успехът на инициативата за създаване на капиталов съюз се определя от това, дали множеството от мерки, които се очаква да се предприемат, ще направят капиталовия пазар по-ликвиден и по-дълбок. Маркет-мейкърите играят ключова роля при осигуряването на ликвидност на капиталовия пазар, а оттук и за финансирането на икономическите агенти, които търсят такова на капиталовия пазар. Ликвидните капиталови пазари улесняват процеса на придвижване на капитал от секторите, които

бележат слаб растеж към бързо растящите иновативни сектори и повишават инвеститорското доверие. Тъй като на пазара се търгуват преди всичко капиталови и дългови инструменти, е изключително важно съществуването на баланс по отношение на правилата, гарантиращи прозрачността на търговията на пазара на капиталови инструменти и на пазара на дългови инструменти. Прекомерните изисквания за прозрачност и оповестяване на информация при търговията с финансови инструменти /преди и след приключването на сделките/ биха могли, например, да доведат до неблагоприятни последици като оттеглянето на маркет-мейкърите от пазара, което, от своя страна, ще доведе до ограничаване на ликвидността.

Бихме искали да отбележим, също така, че сериозна пречка за ефективността на капиталовия съюз би могъл да бъде данъкът върху финансовите трансакции, който все още продължава да стои на дневен ред и е много вероятно да бъде въведен в ЕС. В някои страни-членки съществува такъв данък макар правилата за прилагането му да са различни, а други възнамеряват да го въведат. Данъкът върху финансовите трансакции увеличава разходите при вторичното пласиране на финансови инструменти и би могъл да доведе до понижаване на ликвидността на пазара и да го направи по-малко атрактивен за инвеститорите. Две от бариерите на Джованини²⁶ /бариера 11 и 12/ са свързани с данъците. Възможностите за данъчни облекчения за инвеститорите са твърде сложни и изискват подаването на широк набор от документация, често пъти на различни езици, което води до допълнителни разходи за инвеститорите и е причина те да не се възползват от данъчните облекчения макар и да имат право на това. В редица случаи при трансграничните инвестиции от инвеститорите се удържа максималната данъчна ставка и те срещат затруднения да си възстановят полагащото им се по закон облекчение впоследствие. Съществуването на разпоредби на национално ниво, които задължават събирането на данъка по сделки с ценни книжа да се извършва през местната система за сетълмент, ограничава възможностите за избор пред инвеститорите и възпрепятства трансграничните инвестиции. По отношение на данъчните задължения на акционерите трябва да отбележим, че сериозен недостатък е липсата на ефективни модели на европейско ниво за определяне на данъчните задължения на акционерите в местни компании. Поради това е необходимо създаването на хармонизирани процедури и разработването на ясни, унифицирани формуляри за обмен на информация за заплатените данъци от акционерите. В някои европейски страни съществуват ефективни модели за идентификация на местните акционери, но не съществува общ, европейски модел, даващ възможност на акционерите да посочат вложенията си в акции на компании в различни страни-членки.

Не на последно място трябва да отбележим, че реализацията на капиталовия съюз трябва да се осъществява с предприемането на действия за повишаване на финансовите знания не само на потребителите, но и на МСП. През последните години ЕК активно работеше в посока на увеличаване на финансовата грамотност на потребителите чрез предприемането на редица инициативи за нейното подобряване, както и на регулаторни промени в редица области на финансовия сектор, целящи по-добрата защита на потребителя. Финансовите знания ще помогнат на инвеститорите по-добре да разберат как функционират капиталовите пазари и каква е тяхната роля в икономиката, а финансовите знания ще помогнат на МСП да разберат и да използват по-ефективно възможностите за финансиране, които им предлагат капиталовите пазари.

²⁶ В първия доклад на Джованини от м. ноември 2001 г. са идентифицирани 15 бариери, свързани с трансграничния клиринг и сетълмент на ценни книжа.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Създаването на капиталов съюз в ЕС има своите безспорни предимства. Той ще допринесе за повишаване на ефективността на капиталовия пазар, тъй като ще разшири инвестиционните възможности за „дребните“ клиенти и големите инвеститори. Допълнително, той ще създаде условия за по-адекватно разпределение на рисковете на трансгранично ниво, защото ще генерира предпоставки за по-добро абсорбиране на ефектите от икономическите шокове в отделните страни-членки на ЕС. Също така, капиталовият съюз ще създаде условия за по-адекватно разпределение между капиталовия пазар и банковия сектор на възможностите за финансиране на икономиката и ще подобри нейната устойчивост на шокове. Последното е изключително важно в условията на стагниращата икономика на ЕС през посткризисния период и върху регулирането на финансовия сектор. Същевременно, обаче, трябва да се имат предвид и някои обстоятелства, разгледани в доклада, които биха могли да доведат до понижаване на ефективността на капиталовия съюз и да попречат на ползите от неговото създаване. Онова, което предстои да се направи в близкото бъдеще, е да се включат по-активно пазарните участници в тази инициатива и да се конкретизират опорните точки за създаване на капиталовия съюз в ЕС.

ЛИТЕРАТУРА

- [1]. Зелена книга „Изграждане на съюз на капиталовите пазари“, Европейска комисия, 2015 г.
- [2]. Симеонов, К., „Регулиране на финансовите пазари в Европейския съюз“, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, 2014 г.
- [3]. A First Assessment of the Impacts of the EU Legislation on the Objectives of the Capital Market Union, British banking Association, July 2015.
- [4]. Consultation Document Review of the Prospectus Directive, European Commission, Directorate General Financial Stability, Financial Services and Capital Market Union, 18 Feb. 2015.
- [5]. Consultation Document An EU Framework for Simple, Transparent and Standardized Securitization, Directorate General Financial Stability, Financial Services and Capital Market Union, 18 Feb. 2015.
- [6]. EBF Position on the European Commission Communication on Long-Term Financing of the European Economy, 2014.
- [7]. Gortsos, Ch., The Single Supervisory Mechanism, Nomiki Bibliothiki, 2015.

За контакти:

Гл. ас. д-р Ирина Казанджиева-Йорданова, Катедра “Финанси”, Университет за национално и световно стопанство, тел.: 0888 890 686,
e-mail: irinapetkova@hotmail.com