

ИНВЕСТИЦИОННОТО ПОСРЕДНИЧЕСТВО В БЪЛГАРИЯ И ТЪРГОВИЯ НА „БФБ – СОФИЯ АД“

Автор: Божидар Недев

INVESTMENT INTERMEDIARY SERVICES IN BULGARIA AND TRADING ON THE BULGARIAN STOCK EXCHANGE

Author: Bozhidar Nedev

Резюме: Настоящата разработка представя развитието на Българската фондова борса от момента на нейното създаване до днес, видовете финансови инструменти, които се търгуват на нея, както и двете електронни платформи за търговия – XETRA и COBOS. Разгледани са също така нормативните изисквания за предоставяне на услуги, свързани с инвестиционно посредничество в България.

Ключови думи: БФБ – София АД; XETRA; COBOS; инвестиционен посредник;

Abstract: The following paper presents the progress of the Bulgarian Stock Exchange from the moment of its foundation to the present days, the types of financial instruments that are traded on it and the two electronic platforms for trading - XETRA and COBOS. The legislation, concerning the regulations about providing investment intermediary services in Bulgaria, is also part of the discussion.

Keywords: Bulgarian Stock Exchange; XETRA; COBOS; investment intermediary services;

JEL: G180, G240, G290

1. БФБ-СОФИЯ АД

„Българска фондова борса – София“ АД¹ започва своето съществуване с лицензирането си от Комисия по ценните книжа и фондовите борси (КЦКФБ), която е предшественик на текущо действащата Комисия по финансов надзор (КФН). На 21 октомври 1997 г. е открита първата борсова сесия. Търгуват се акциите на около 1000 дружества, които са включени в първия етап на масовата приватизация. В този начален момент от функционирането на борсата инвестиционните брокери търгуват на пода на борсата. Важен факт, който трябва да се отбележи, е, че от самото си създаване търговията на БФБ-София АД се е извършвала с нематериализирани ценни книжа. През 1999 г. БФБ – София АД поставя началото на нов пазарен сегмент – този на корпоративните облигации. В същото време се приема нов закон, които да гарантира необходимите условия за ефективна защита на правата на инвеститорите, стабилност на пазара, равнопоставеност между участниците, както и прозрачност при ценообразуването и сключването на сделки. Това е Законът за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК).

През 2000 г. БФБ – София АД инвестира в напълно автоматизирана система за търговия (*RTS Plaza*). Това събитие прави възможно започването на изчисляването на борсовия индекс *SOFIX*. По този начин се поставя основата за бъдещото въвеждане на електронната търговия на българската борса. Вече от брокерите не се изискват да присъстват лично на пода на борсата. Посредством електронната платформа *RTS Plaza* те вече могат от своите офиси да качват на борсата поръчките на своите клиенти за търговия с ценни книжа. Година по-късно Българо-американската кредитна банка АД регистрира за търговия първата емисия ипотечни облигации.

Въвеждането на електронното подаване на поръчки чрез интернет от клиентите на регистрираните членове на борсата поставя началото си през февруари 2003 г. Така електронната търговия навлиза и в България. Платформата за електронна търговия се нарича *COBOS (Client order book online system)*. От изложената информация се вижда, че на през 2003 г. електронната търговия вече е била навлязла на БФБ-София АД. Клиентите са имали възможността да подават своите поръчки чрез електронната платформа *COBOS*, а от своя страна брокерите са качвали тези нареждания дистанционно от своите офиси чрез платформата *RTS Plaza*. Още повече, че от създаването на българската борса се търгуват само нематериализирани ценни книжа. Така може да се стигне до извода, че по-късното развитие на българския фондов пазар спомага за по-бързото му развитие според международните тенденции в началото на 21-и век. Интересен факт, който трябва да бъде споменат е, че въвеждането на електронни търговски платформи на всички основни борси в САЩ е било наложено чрез закон чак през 2005 г. Този факт

¹ Историческо развитие на БФБ-София: <http://www.bse-sofia.bg/?page=BriefHistory>

показва как БФБ-София АД изпреварва с около две години дори американските фондови борси. Характерното при тях е, че те съществуват от десетилетия и при тях ценните книжа традиционно са били в материална форма. В момента тези различия са изгладени.

След година се учредява КФН, която заменя КЦКФП. Целта на комисията е да контролира дейността на небанковите финансови институции, част от които е секторът на инвестиционните посредници. Отговорностите на КФН са свързани и със защитата на правата на инвеститорите, процедурата по емитирането на ценни книжа и др. КФН е съществен фактор за гарантиране на доверието към финансовите пазари². Добре работещата пазарна инфраструктура е основна предпоставка за ефективно и прозрачно функциониране на тези пазари, а това е в интерес на цялата общественост. Споменатото обстоятелство е от значение за привличането на чуждестранни инвеститори към българския пазар, което ще стимулира икономическия растеж на страната.

БФБ – София АД продължава да подобрява качеството на електронната търговия, като въвежда нова система, наречена БФБ-графичен оператор. Той позволява в реално време да се следи и анализира борсовата търговия. Тези важни подобрения се случват през 2005 г., а година по-късно борсата стартира пресмятането на ключови финансови показатели за търгуваните компании. Друго подобрение представлява интегрираната система за разкриване на информация (*ЕКСТРИ*). Тя е плод от съвместните усилия на БФБ-София АД, Комисията за финансов надзор и Централен Депозитар АД. Това е система за предаване, получаване и разпространяване на информация по електронен път, която се оповестява от публичните дружества – емитенти на ценни книжа, листвани на българската борса. По този начин се допринася за прозрачността на пазара и по-добрата информираност на инвеститорите. Още повече, че тези данни са достъпни по електронен път, което дава възможност за по-нататъшно технологично развитие на БФБ-София АД. Осигурявайки подобни услуги, българската борса дава недвусмислен знак, че следва тенденциите на международните капиталови пазари.

Членството на България в ЕС също допринася за международното признание на БФБ-София АД. В средата на 2007 г. тя е приета за пълноправен член на Федерацията на европейските фондови борси (*FESE*), в която членуват само признатите от Европейската комисия регулирани пазари в ЕС. Това събитие е от огромно значение за имиджа на българския пазар пред чуждестранните инвеститори.

² Петранов (2010), стр. 102.

Един от най-важните етапи в развитието на БФБ – София АД е подписването на рамковото споразумение между нея и *Deutsche Börse AG* за внедряване на електронната система за търговия на Немската фондова борса, базирана във Франкфурт. Системата носи наименованието *Xetra*³. По този начин водещият европейски фондов пазар поема организирането и технологичния контрол върху осъществяването на електронна търговия на БФБ-София АД. *Xetra*⁴ е една от най-развитите и мощни платформи за търговия в световен мащаб. Освен това, тя бива използвана и от Виенската фондова борса, Ирландската фондова борса, както и от фондовите борси в Малта и Чехия. По този начин е налице процес по интеграция на БФБ – София АД с водещи европейски капиталови пазари. Като цяло, платформата за електронна търговия *Xetra* предоставя добри възможности за развитието на българския капиталов пазар.

Процедурата за достъп на чуждестранните инвеститори до българския капиталов пазар, както и достъпът на български инвеститори до световните фондови пазари заслужава внимание. Това може да се осъществи, като чуждестранния инвестиционен посредник се регистрира като член на БФБ-София АД, или ако той сключи договор за междуброкерско посредничество с български посредник. Така поръчките на чуждестранните инвеститори ще могат да участват в търговията на БФБ-София АД. В същото време българските инвеститори също могат да извършват сделки с ценни книжа на упоменатите пазари. Процесът за достъп до тях е аналогичен. Първият вариант е български инвестиционен посредник да се регистрира като член на чуждестранна фондова борса, като изпълни съответните изисквания. Вторият вариант е посредством междуброкерско сътрудничество с чуждестранен инвестиционен посредник, чрез когото да се изпращат поръчките на българските инвеститори за търговия с ценните книжа на съответната чуждестранна фондова борса.

Xetra започва да функционира през 2008 г., като тя е напълно синхронизирана с другата платформа за електронна търговия *COBOS*, за която е създадена отделна интернет-страница. Чрез нея участниците на БФБ-София АД могат да получат достъп до системата. Сътрудничеството с Дойче Бьорзе АГ създава недостъпни до този момент възможности за развитието и промотирането на българския капиталов пазар. Така в края на 2008 г. Дойче Бьорзе АГ организира съвместно с БФБ-София АД мероприятиято „Ден на България“. То се провежда в рамките на Форума на германския капиталов пазар, проведен във Франкфурт на 10 и 11 ноември 2008 г. За първи път българският бизнес има възможността да се представи на толкова значимо и следено от множество инвеститори събитие. Презентации изнасят множество водещи български публични дружества.

³ БАЛИП: <http://balip.com/kapitalov-pazar/>

⁴ Петранов (2010), стр. 90.

В днешно време от огромно значение за всеки инвеститор е дали дадена фондова борса гарантира информационна сигурност и конфиденциалност на съхраняваните от нея данни. Поради това БФБ-София АД внедрява Система за управление на информационната сигурност като част от придобиването на сертификатите за международни стандарти: *ISO/IEC 27001:2005* и *ISO 9001:2008*. Така българската борса гарантира качеството на предлаганите от нея услуги.

За да могат инвеститорите да вземат обосновани инвестиционни решения, те се нуждаят от източник на данни относно публичните дружества, чиито ценни книжа се листват на българския пазар. Поради това БФБ-София АД разработва чрез дъщерните си дружества. Освен това БФБ-София АД подписва меморандуми за сътрудничество с Румънската, Македонската и Гръцката фондови борси. Това партньорство дава възможност на инвеститорите за навременен достъп до информация за търгуваните финансови инструменти и техните емитенти. Това дава основа за двойно листване на компаниите в бъдеще.

През 2012 г. Министерството на финансите възлага на Агенцията по приватизацията да започне подготовката и организацията на приватизацията на БФБ-София АД, както и на алтернативния пазар на БФБ, който е предназначен за търгуване на ценни книжа на дружествата, които не отговарят на изискванията за участие на основния борсов пазар. В крайна сметка през 2013 г. процедурата по приватизацията на БФБ-София АД е прекратена с довода, че е налице промяна в инвестиционната обстановка в страната.

Членове на БФБ-София АД може да бъдат лицензираните инвестиционни посредници по реда на Закона за пазарите на финансови инструменти за предоставяне на инвестиционни услуги и извършване на инвестиционни дейности и банки, които по занятие предлагат инвестиционни услуги по лиценз на БНБ. Всички членове на борсата са напълно равноправни и имат еднакви права и задължения. Общият брой на инвестиционните посредници е 59, като 20 от тях са търговски банки, а останалите 39 – небанкови финансови институции.

2. ВИДОВЕ ФИНАНСОВИ ИНСТРУМЕНТИ, ТЪРГУВАНИ НА БФБ-СОФИЯ АД

БФБ-София АД организира два пазара въз основа на специфичните изисквания към емитентите на ценни книжа по отношение на акционерната им структура, финансови показатели, ликвидност и оповестяване на информация. Първият организиран пазар е основният пазар на Българската фондова борса (*BSE*), а вторият – алтернативният пазар (*BaSE*). Като цяло на БФБ-София АД се търгуват

широк набор от ценни книжа, включващи акции, облигации (корпоративни, държавни и общински), права, компенсаторни инструменти, дялове на договорни фондове и варианти⁵. Търговията се извършва сегментирано в рамките на отделни пазара, образувани в зависимост от характеристиката и вида на ценните книжа⁶. Пазарните сегменти на основния борсов пазар на БФБ-София АД са:

- Пазар на акции;
- Пазар на облигации;
- Пазар на дружества със специална инвестиционна цел;
- Пазар на компенсаторни инструменти;
- Пазар на колективни инвестиционни схеми;
- Пазар на права;
- Първичен пазар;
- Приватизационен пазар.

Пазарът на акции се разделя на два сегмента – сегмент акции *Premium* и сегмент акции *Standard*. Това разделение се поражда заради качествени и количествени критерии към емитентите. На борсата не се търгуват опции и фючърси, деривативните финансови инструменти, които са обект на най-голям интерес от спекулантите, търсеци неефективност на различни борсови пазари. Именно стремежът към своевременното засичане на възможности за арбитраж подклажда непрекъснатото усъвършенстване на алгоритмични и високочестотни технологии за търговия. Липсата на търговия с опции и фючърси е потенциален знак за отсъствие на използването на алгоритмични технологии, още повече на високочестотна търговия.

3. ТЪРГОВИЯ НА БФБ-СОФИЯ АД ЧРЕЗ ЕЛЕКТРОННАТА СИСТЕМА ХЕТРА

Чрез електронната търговска платформа *XETRA*⁷ членовете на БФБ-София получават възможност да търгуват на една от най-модерните в света платформи, притежаваща богата гама от функции, многообразие от видове поръчки и възможности за прилагането на разнообразни инвестиционни стратегии. Така чрез своите инвестиционни посредници инвеститорите получават достъп до търгуваните финансови инструменти на БФБ-София. С други думи, директен достъп до *XETRA* имат само и единствено лицензираните инвестиционни посредници, като за това те заплащат съответна такса на БФБ-София АД. Поради това комисионните, които клиентите заплащат на посредниците си, трябва да са на такова ниво, че да могат да покриват таксите към БФБ-София АД, както и към Централния депозитар АД. В допълнение към това, инвестиционните посредници също може да бъдат

⁵ Петранов (2010), стр. 84.

⁶ БФБ-София АД: <http://www.bse-sofia.bg/?page=ListedSecurities>

⁷ БФБ-София АД: <http://www.bse-sofia.bg/?page=XETRA>

лимитирани спрямо определена левова равностойност на изпращаните към БФБ-София АД нареждания.

За да може даден потребител да влезе в потребителския интерфейс на *Xetra*, то той трябва да въведе своя идентификационен код (*ID*) и парола. Те му осигуряват достъп до българската фондова борса. След като потребителят е влязъл в електронната платформа *Xetra*, автоматично се отваря прозорецът за съобщения (*Message Log*). Този прозорец показва в хронологичен ред всички важни съобщения като временно спиране на търговията с определен инструмент, прекъсвания за нестабилност, прекъсвания за изпълнение на пазарни поръчки, извънредни ситуации на разширяване на статичните и динамични диапазони и други новини с висок приоритет.

Полето „поръчки“ (*Order Market*) осигурява преглед на поръчките за един или повече финансови инструменти, допуснати до борсата. Подменюто на това поле съдържа няколко прозореца:

- *Преглед на поръчките по инструмент (Order Instrument Overview)*: този прозорец изобразява всички активни поръчки за даден конкретен инструмент. Показва се информация за сумарния обем на поръчките по всяка от десетте най-добри лимитирани цени "купува" и "продава", а също така различни данни за ценната книга от текущия търговска сесия.
- *Преглед на поръчките по пазари (Order Market Overview)*: този прозорец показва обща информация за поръчките от дадения пазар. Онагледяват се десетте най-добри поръчки "купува" и "продава" за избрания от потребителя пазарен сегмент.

Фиг. 1: Прозорец наблюдател

Instr	WKN	ISIN	Exch	Prc	Curr	Qty	Time
DRB	535000	DE0005350003	FFM	100,000	EUR	500	14:52:14
DRB	535000	DE0005350003	FFM	100,000*	EUR	200	14:52:14
DRB	535000	DE0005350003	FFM	100,000	EUR	500	14:51:58
DRB	535000	DE0005350003	FFM	100,000	EUR	500	14:51:48

- *Наблюдател (Ticker)*: това поле показва търговска информация относно цените в реално време (фиг. 1):

- *Преглед на сключени сделки (Online Time and Sales Sheet)*: членовете на борсата могат да получат данни относно цени и количества, на които един или повече финансови инструменти са изтъргувани. Такава информация е налична за текущия ден или за някоя от предходните четири търговски сесии.

Източник: БФБ-София: <http://www.bse-sofia.bg/?page=COBOSDescription>

Конкретния процес по търговия е обезпечен със специален прозорец, носещ наименованието „Търговия“ (*Trading*). В това поле се въвеждат поръчките и котировките за ценните книжа, допуснати до борсова търговия. Този прозорец също съдържа няколко подменюта:

- *Въвеждане на поръчка (Order Entry)*: както наименованието подсказва, тук потребителят въвеждат новите поръчки „купува“ и „продава“ (фиг. 2).

Фиг. 2: Прозорец въвеждане на поръчка



- *Въвеждане на няколко поръчки (Mass Order Entry)*: чрез използването на това поле потребителя има възможността да въведе едновременно няколко поръчки.
- *Въвеждане на котировка (Quote Entry)*: това поле позволява въвеждане на съответните котировки.
- *Въвеждане на няколко котировки (Mass Quote Entry)*: потребителят може да въведе няколко котировки едновременно, като си послужи с това поле.

Източник: БФБ-София: <http://www.bse-sofia.bg/?page=COBOSDescription>

Прозорецът „ОТС - сделки“ (*предварително договорени извънборсови сделки*) позволява на потребителите да въвеждат и оповестяват своите ОТС – сделки съгласно изискванията по европейската директива *MiFID*. Този прозорец също съдържа подменю. В него отворените ОТС – сделки могат да бъдат одобрени посредством двойно кликане на избраната сделка и натискане на бутона *Approve* (*Одобряване*).

Прозорецът „Own“ съдържа полета, даващи обобщен преглед на собствените поръчки и котировки на съответния потребител, както информация за конкретната фондова борса, на която той е търгувал. Съответните полета са следните:

- *Търговски плот (Trading Board)*, чиито вид може да бъде управляван от потребителя. По негов избор това поле може да обобщи информация и данни от останалите полета.
- *Преглед на собствените поръчки (Own Order Overview)*: това меню дава информация за собствените поръчки на даден потребител. Полето разполага с различни филтри, чрез които може да се извърши подбор на показваните поръчки. Менюто дава възможност на потребителя да изтрива или променя своите поръчки.

- *Преглед на собствените котировки (Own Quote Overview)*: това поле представя всички котировки на потребителя, като той може да извършва подбор според различни критерии.

Останалите прозорци при *XETRA* са информационният и такъв за настройки на системата. Информационното поле показва новини относно нови регистрирани за търговия инструменти или временно спрени за търговия книжа.

XETRA предоставя възможност на търгуване посредством различни видове поръчки. Такива са пазарните поръчки, лимитираните поръчки, поръчки тип „пазарна към лимитирана“, поръчки тип „айсберг“ и стоп поръчки. Също така потребителят може да избира измежду различни условия за изпълнение на поръчките си. Такива са „веднага или никога“, „всичко или нищо“, „въведи или отмени“, „валидна за деня“, „валидна до определена дата“ и „валидна до отмяна“. Потребителите също могат да избират кога да търгуват и съответно в кой времеви диапазон от борсовата сесия техните поръчки да бъдат валидни. Възможностите са няколко. Поръчките може да бъдат валидни за търговия само на откриващия аукцион, само на закриващия аукцион, само на аукцион (независимо какъв), само по време на основната търговска фаза и др.

4. ТЪРГОВИЯ НА БФБ-СОФИЯ АД ЧРЕЗ ЕЛЕКТРОННАТА СИСТЕМА COBOS

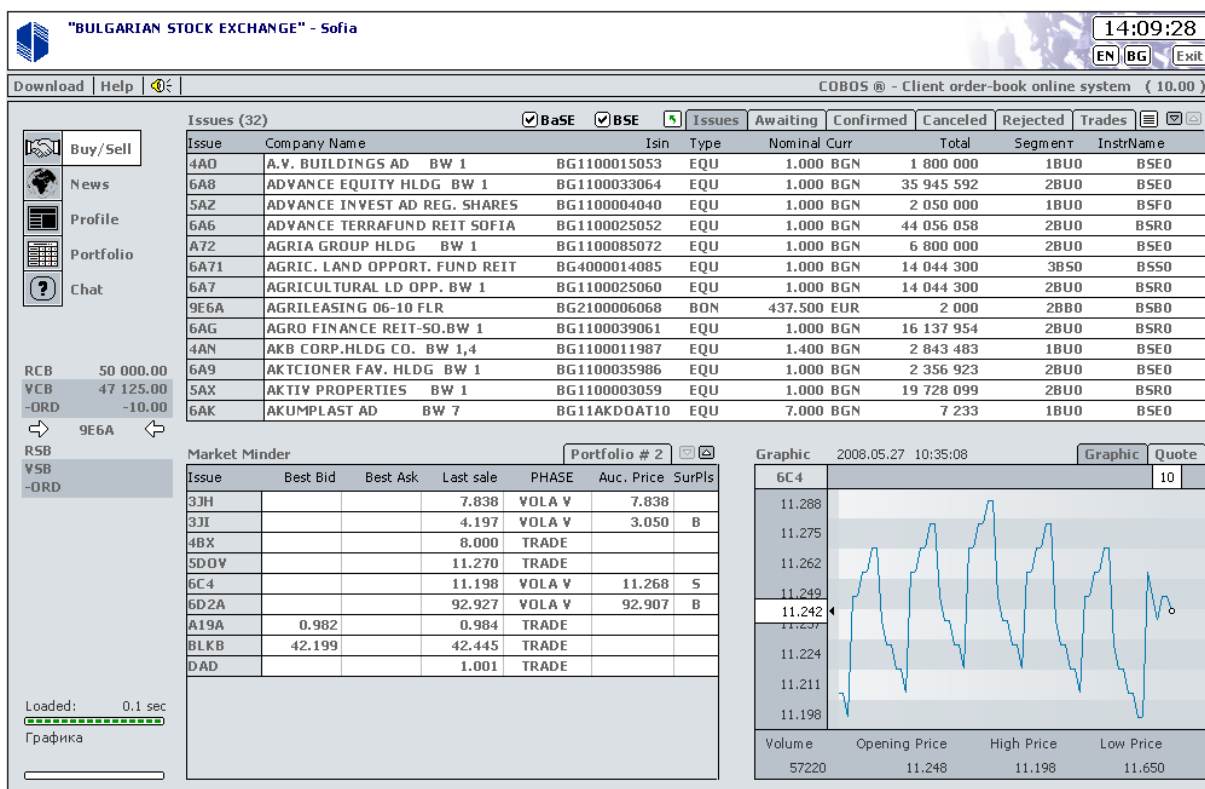
Чрез електронната платформа *COBOS*⁸ клиентите на регистрираните на БФБ–София АД инвестиционни посредници имат възможността директно да търгуват на нея. На практика това означава, че инвеститорите получават правото на директен достъп до борсата без намесата на брокер. Електронната търговия чрез *COBOS* е изключително подходяща за инвеститорите, които искат да търгуват активно в реално време и които желаят самостоятелно да вземат решенията по отношение на финансовите инструменти, в които инвестират. Клиентите на инвестиционните посредници, искащи да търгуват чрез електронната система *COBOS* се нуждаят от постоянен и безпроблемен достъп до интернет. Търгуване в реално време на практика означава, че електронната система *COBOS* и действащите ѝ приложения се актуализират най-малко на всеки петнадесет секунди. Потребителите на системата са три вида: крайният клиент, брокерът на съответния инвестиционен посредник и администраторът на системата от страна на инвестиционния посредник.

За да получат директен достъп до електронната търговска система инвеститорите следва да се обърнат към лицензиран инвестиционен посредник, който срещу определена такса ще ги обслужи. Процедурата е следната: клиентите

⁸ ИП „Бета корп“: <http://www.beta-corp.com/new/index.php/bg/bse-cobos-trading-platform>

трябва лично да отидат до офис на даден инвестиционен посредник, където срещу представяне на документ за самоличност трябва да попълнят два документа. Първият е заявление за регистрация на клиент на COBOS до БФБ-София АД. Вторият документ представлява договор за брокерски услуги с инвестиционния посредник. След това в рамките на 48 часа всеки клиент получава електронен потребителски сертификат за работа в COBOS (клиентски сертификат) на посочен от него електронен адрес. Брокерът на клиента от страна на инвестиционния посредник, член на БФБ – София АД, получава електронен брокерски сертификат, който еднозначно го идентифицира пред COBOS. Този уникален код позволява на брокера да осъществи директния достъп на клиента-инвеститор. Поръчките на клиента за покупка и продажба на ценни книжа се изпращат към борсата посредством уникалния код на брокера. Системата е надеждна от гледна точка на съхраняването на индивидуалните клиентски данни. На практика администраторът на системата задава правата на достъп на клиента и на брокера, като в същото време е отговорен и за генерирането и поддържането на техните сертификати (фиг. 3).

Фиг. 3: Основен прозорец на клиентския терминал на електронната търговска платформа COBOS.



Източник: БФБ-София: <http://www.bse-sofia.bg/?page=COBOSDescription>

При вход в системата браузърът отправя запитване за сертификата, чрез който клиентът ще влезе в електронната платформа. Даден потребител – физическо

или юридическо лице, има право да бъде клиент само на един единствен абонат на COBOS, т.е. само на един инвестиционен посредник. По този начин се гарантира, че даден инвеститор ще разполага само с един сертификат за достъп до платформата. Освен това чрез COBOS инвеститорите имат достъп и до *BaSE Market*, неофициалния пазар на БФБ-София АД. Също така електронната платформа разполага с приложение, което може да насочи инвеститора към най-добрата към момента цена „купува“ или към най-добрата към текущия момент цена „продава“. Това приложение се нарича „маркет майндер“.

Въвеждането на поръчки за покупка или продажба дава разнообразни възможности за прецизиране условията на сделката. Системата е инкорпорирала в себе си нормативно изискуемите декларации, свързани с положението на инвеститора. Той трябва да заяви по електронен начин, че не притежава вътрешна информация за търгуваните от него ценни книжа.

Когато всички обстоятелства по извършването на сделката бъдат уточнени, тогава идва ред на окончателното потвърждаване на търговската операция. Това може да се случи автоматично – без намесата на администратора (*Direct Market Access – DMA*). Правото за автоматично потвърждаване се задава от администратора, като той може по всяко време да го предоставя или отнема. В случай че правото на клиента-инвеститор бъде отнето, тогава всяка поредна сделка трябва да бъде одобрявана от брокер. Така поръчките попадат в графа „чакащи“. Процесът по потвърждаване на практика означава съответните поръчки да бъдат въведени в търговската система на борсата, а именно *XETRA*. Дори дадена поръчка да бъде одобрена, тя може по всяко време да бъде отменена и изтеглена от борсата. Това може да бъде изискано както от инвеститора, така и от брокера. Клиентът по всяко време може да види списък със сключените от него сделки. Освен това COBOS съдържа меню с новини.

Както вече беше споменато, потвърждаването на клиентските поръчки може да стане без потвърждение. Все пак с цел защита от прекомерно висока активност на даден инвеститор инвестиционните посредници имат възможност да задават определен търговски лимит в парично изражение. След достигането му правото на автоматично потвърждаване се отменя и следващите поръчки на клиента се изпращат в графата „чакащи“, където престояват, докато посредникът не вземе решение за тях.

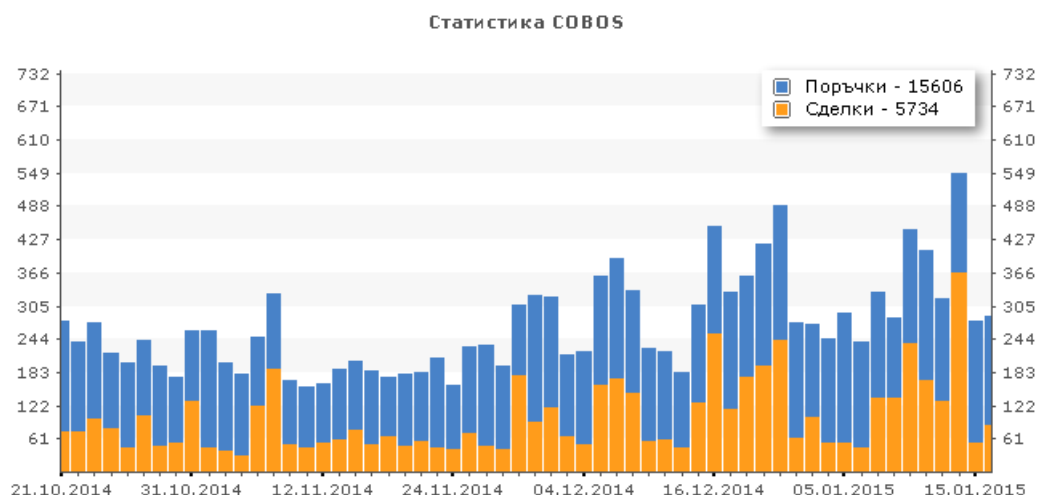
5. СРАВНЕНИЕ МЕЖДУ COBOS И XETRA

В крайна сметка *XETRA* и *COBOS* не са две независими една от друга електронни платформи. Между тях е налице йерархия. Чрез *COBOS* самите инвеститори, които са клиенти на регистрираните инвестиционни посредници в България, имат възможността директно да търгуват на българския фондов пазар. Това означава, че чрез *COBOS* те могат да изпратят своите поръчки за качване на БФБ-София АД. Самото качване на поръчките се осъществява от електронната платформа *XETRA*. Тя представлява операционната система за електронна търговия на българския капиталов пазар. Сървърът ѝ се намира във Франкфуртската фондова борса, откъде системата се поддържа.

COBOS не е единствената възможност, чрез която инвеститорите могат да задават своите нареждания за поръчки с ценни книжа. Някои от българските инвестиционни посредници предлагат свои собствени електронни търговски платформи за директен достъп на клиента. Чрез тях поръчките се препращат към *XETRA*. Тези платформи ще бъдат разгледани подробно по-нататък в разработката.

На интернет-страницата на БФБ-София АД⁹ е налична статистика за периода от средата на месец октомври 2014 г. до средата на месец януари 2015 г., в който период са представени количествени данни относно броя на изпратените до борсата поръчки, както и броя на реално сключените сделки. Статистиката обхваща потребителите на двете електронни търговски платформи - *COBOS* и *XETRA*.

Фиг. 4: Пазарна статистика за COBOS



Източник: БФБ-София АД / Статистика COBOS: <http://www.bse-sofia.bg/?page=COBOSStatistics>

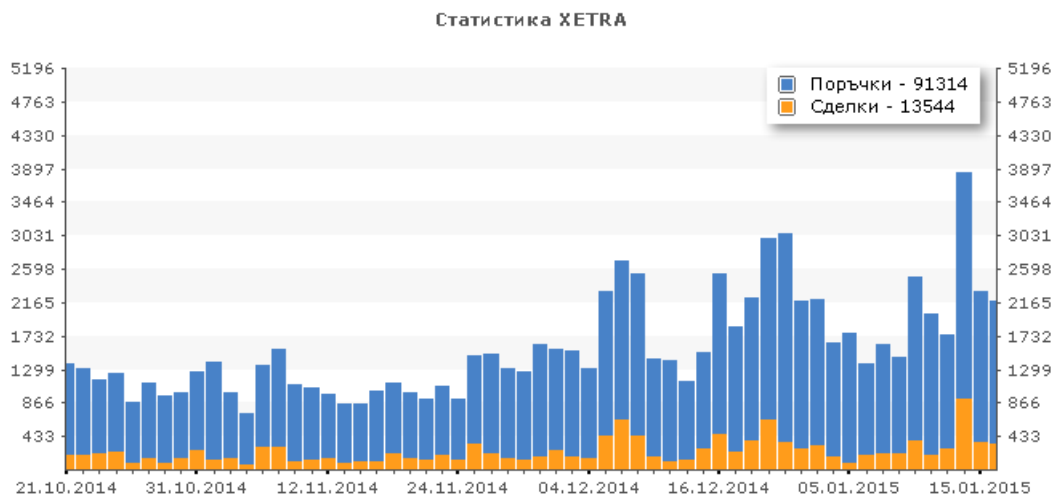
От фигура 4 може да се види, че за тримесечния период от октомври до януари чрез *COBOS* са наредени 15 606 броя поръчки от клиентите, докато

⁹ БФБ-София АД (Пазарна статистика): <http://www.bse-sofia.bg/?page=COBOSStatistics>

фактически сключените търговски сделки наброяват 5 736 броя. Това представлява около 37% реализируемост на сделките средно за тримесечния период. Разглежданият период обхваща точно 50 борсови сесии. Ако общият брой реализирани сделки за целия период се раздели на броя на борсовите сесии, ще се получи коефициент, показващ в абсолютно отражение средно колко от изпратените чрез *COBOS* поръчки са били сключени за ден. Излиза, че средно за ден са изпращани около 312 поръчки, от които едва 114 реално са били изтъргувани.

В същото време са налични данни и за потребителите на електронната търговска платформа *XETRA* (фиг. 5). От графиката по-долу се вижда, че за тримесечния период потребителите на системата са наредили общо 91 314 броя поръчки. Реализираните поръчки представляват 13 544 броя. Това се равнява на около 15% реализируемост на подадените нареждания към борсата. Ако се направят аналогични изчисления в абсолютно изражение, се вижда, че средно за борсова сесия на БФБ-София АД са нареждани около 1826 поръчки, от които едва около 271 реално са били изтъргувани. Този факт доказва, че липсата на ликвидност е основен проблем за БФБ-София. Като цяло, не липсват нареждания за търговия, но те не са достатъчни, за да са налице необходимия съответен брой насрещни поръчки, които да могат да бъдат отменати.

Фиг. 5: Пазарна статистика за XETRA



Източник: БФБ-София АД / Статистика COBOS: <http://www.bse-sofia.bg/?page=COBOSStatistics>

Като се сравнят данните за двете електронни търговски платформи, може да се стигне до заключението, че изпратените поръчки за търговия на БФБ-София чрез *COBOS* наброяват около една шеста от общия брой постъпили нареждания в платформата *XETRA*. Оттук може да се стигне до извода, че инвеститорите в България в голямата си част (около 84%) използват електронните търговски платформи на самите инвестиционни посредници, имайки предвид че достатъчно

голям брой от тях използват електронни платформи за връзка с посредника вместо телефон или лична среща в офис. Тази информация беше получена от лични срещи с действащи брокери, които всеки ден се занимават с приемането на клиентски поръчки и последващото им препращане към XETRA. На въпроса кои клиенти предпочитат да подават нарежданията си неелектронно, беше отговорено, че става въпрос за постоянни непрофесионални клиенти, които предпочитат да не използват COBOS или някоя от алтернативните платформи поради неувереността си при боравенето с подобни системи. Независимо от това със сигурност може да се заяви, че COBOS привлича около 16% от клиентските поръчки. Останалите поръчки достигат до електронната търговска платформа на БФБ-София АД – XETRA, чрез алтернативните търговски платформи на самите инвестиционни посредници и по неелектронен път. Само девет инвестиционни посредници предлагат такива платформи. Те са: „Елана Трейдинг“ АД, „Евро-Финанс“ АД, „Булброкърс“ АД, „Капман“ АД, „Карол“ АД, „Делтасток“ АД, „ЮГ Маркет“ АД, „София Интърнешънъл Секюритиз“ АД и „БенчМарк Финанс“ АД. С други думи, останалите 84% от клиентските поръчки, достигнали XETRA, се генерират от деветте платформи и по неелектронен път. Алтернативните платформи са: *ELANA BG Trader, ЕФОКС, Meta Trader 4, Ctrader, Karol Broker, Delta Broker, UG Market Trader, SIS Invest* и *BG Trader*.

6. НОРМАТИВНИ ИЗИСКВАНИЯ КЪМ ИНВЕСТИЦИОННОТО ПОСРЕДНИЧЕСТВО В БЪЛГАРИЯ

Наредба 38¹⁰ за изискванията към дейността на инвестиционните посредници, приета от Комисията за финансов надзор, задава нормативните предпоставки за извършване на сделки с финансови инструменти. Разглеждането на наредбата ще спомогне за идентифицирането на онези членове, които пряко засягат електронната търговия. Така ще може да се прецени, доколко българското законодателство разрешава осъществяването на този модерен вид на сключване на сделки с ценни книжа.

Член 15 засяга въпроса за предоставянето на информация на клиента на траен носител. Той може да бъде както хартиен, така и електронен в зависимост от предпочитанията на самия клиент. Инвестиционните посредници може да предоставят информация на клиентите си чрез електронни средства за комуникация, ако са налице данни, че клиентът има редовен достъп до интернет. За да докаже това, клиентът трябва да предостави на инвестиционния си посредник адреса на електронната си поща за нуждите на установените взаимни отношения.

¹⁰ НАРЕДБА № 38 от 25.07.2007 г. за изискванията към дейността на инвестиционните посредници, приета с Решение № 84-Н на КФН от 25.07.2007 г., обн., ДВ, бр. 67 от 17.08.2007 г., в сила от 1.11.2007 г., изм. и доп., бр. 60 от 4.07.2008 г., в сила от 5.09.2008 г., доп., бр. 39 от 26.05.2009 г.

Сключването на договор за предоставяне на инвестиционни услуги за сметка на клиенти е предпоставка за извършване на сделки с финансови инструменти от страна на инвеститорите. Член 24 регулира този въпрос. Инвеститорите лично трябва да отидат до офис на инвестиционен посредник, където да представят документ за самоличност. Договорът между клиента и инвестиционния посредник се подписва в присъствието на лице от отдела за вътрешен контрол, което проверява дали договорът съответства на нормативните изисквания. Лицето от отдела за вътрешен контрол трябва до края на работния ден да състави документ, удостоверяващ извършването на проверката. В случай че клиентът се представлява от пълномощник, то по член 25 сключването на договор се осъществява само след предоставяне на нотариално заверено пълномощно, което остава при инвестиционния посредник. Също така инвестиционният посредник няма право да сключи договор с клиент за предоставяне на инвестиционни услуги, ако клиентът или неговият представител не е представил и не е подписал лично и на място в офиса на посредника всички необходими документи по чл. 24 и чл. 25. В допълнение, чл. 39 разпорежда, че инвестиционният посредник сключва договори с клиенти и приема нареждания от тях само чрез физически лица, които по договор работят за него. Те са брокерите и инвестиционните консултанти, вписани в регистъра на КФН.

Чл. 26 поставя определени изисквания за техническата обезпеченост на инвестиционния посредник. Помещенията на посредника трябва да разполагат с необходимото оборудване и програмно осигуряване, позволяващо приемането на поръчки, подавани по традиционен начин, както и на такива, подавани чрез електронен (дистанционен) способ за комуникация. От това следва, че в българското законодателство е заложена електронната търговия и комуникация с инвестиционния посредник.

Инвестиционният посредник е задължен по чл. 29 да депозира паричните средства, предоставени от клиенти или получени във връзка с извършените за тяхна сметка инвестиционни услуги, най-късно до края на следващия работен ден. По закон клиентите имат право да избират по какъв начин да подадат своите нареждания за поръчки към посредниците си. Съответно те могат да направят това или по телефона, или по електронен път. Нарезданията по телефона изискват от посредника до края на работния ден да състави документ, съдържащ имената и уникалния номер на клиента, емитента, конкретния уникален код и броя на финансовия инструмент, същността на нареждането (покупка или продажба), единичната цена, обща стойност на нареждането, срока на неговата валидност, мястото и количеството на неговото изпълнение, начина на плащане и други специфични инструкции на клиента. Така този документ удостоверява съдържанието

на дистанционно подаденото нареждане. Подписан екземпляр от документа трябва да бъде изпратен на клиента.

Ако клиентът предпочете да подаде нарежданията си чрез електронна система за търговия, тогава той въвежда своите поръчки посредством уникалния си електронен сертификат. В този случай лицето, приемащо поръчката не изготвя и не изпраща на клиента документ, съдържащ горе упоменатите данни за поръчката. Това до голяма степен спестява време и усилия, имайки предвид колко важна е бързината при извършване на търговия с финансови инструменти. От своя страна, инвестиционният посредник трябва да провери в депозитарната институция дали финансовите инструменти, предмет на поръчката, са налични в подсметката на клиента и дали са блокирани и дали върху тях е учреден залог. В случая, когато нарежданията на клиента се подават по електронен път, тогава проверката се извършва не от лицето, наето от инвестиционния посредник, а от самата програма. Това изисква чл. 35.

В заключение може да се каже, че като цяло прилагането на електронната търговия на БФБ-София АД е заложена в българското законодателство. Пример за това твърдение е възможността кореспонденцията между инвестиционен посредник и клиент да се извършва по електронен път стига клиентът да докаже, че разполага с постоянен достъп до интернет. Също така законът задължава инвестиционните посредници да се сдобият с нужното техническо и програмно оборудване, чрез което да имат възможност да обслужват клиентите си по електронен път и по този начин да приемат техните нареждания за търговия с финансови инструменти. Предимствата от дистанционния (електронен) способ на предаване на нарежданията на клиентите към инвестиционните посредници са представени в закона, а именно – спестяване на време и усилия от страна на инвестиционния посредник. В този случай той не трябва да подготвя документ за описване на клиентските нареждания и след това да го изпраща на съответния си клиент. Опасността от допускане на технически грешки се свежда до минимум. В допълнение, електронните нареждания на клиента допускат проверката за тежести по ценните книжа в Централния депозитар АД да се извършват от програмата, а не от посредник. Това спестява време.

Въпреки изредените по-горе положителни страни на българското законодателство по отношение на електронната търговия, то съдържа и съществени недостатъци. Едно от тях е законовото изискване сключването на договор за предоставяне на инвестиционни услуги да се извършва лично в офис на инвестиционния посредник. Тази разпоредба елиминира възможността за дистанционно сключване на договор за инвестиционно посредничество. От първостепенна важност е чрез промени в законодателството да се предостави възможност на инвестиционните посредници да сключват договори с клиенти по

електронен път, при което всяка от страните използва само устройства за електронна обработка, включително цифрово компресиране и съхраняване на информацията. Наложена практика на брокерите от държави в ЕС е сключването на договори за инвестиционно посредничество да бъде изцяло онлайн, без да се налага да се посещава офис. По този начин договорът реално се подписва само чрез един клик върху линк в изпратен до клиента имейл или клик върху определено поле. Също така брокерите от останалите държави от ЕС допускат разкриването на сметки онлайн. Европейската директива (*MiFID*), касаеща търговията с финансови инструменти, изцяло урежда този казус.

Щом сключването на договор за предоставяне на инвестиционни услуги и разкриването на сметки може да се извършва изцяло по дистанционен (електронен) път в държавите-членки на ЕС, то този метод би бил приложим и в България стига КФН по законов ред да запише това. Именно цялостният електронизиран процес от момента на сключване на договор с инвестиционен посредник до момента на изпращане на нареждания за операции с ценни книжа представлява пълноценно прилагане и извършване на електронна търговия. Още повече, лицата, желаещи да инвестират в ценни книжа, представляват онази част от българското общество, която разполага с доход на средния за държавата. Това е предпоставката те да търсят алтернативни начини за съхраняване на своите парични ресурси освен в широко разпространените в България срочни депозити и инвестиране в недвижима собственост. Наличието на определен доход на средните равнища позволява на тези граждани да поемат по-голям инвестиционен риск при търговията с ценни книжа на фондовите борси, отколкото при депозитите или недвижимите имоти. Затова може да се каже, че потребителите на инвестиционното посредничество разполагат с необходимия минимум от електронни технологични системи. За тях би било от полза сключването на договор за предоставяне на инвестиционни услуги да се извършва дистанционно, а не както в момента – на място в офиса на инвестиционния посредник. Необходимо е КФН спешно да инициира законодателни промени. По този начин ще бъде налице възможността търговията с ценни книжа на БФБ-София АД да се облекчи, а с това и търгуваните обеми да нараснат. Подобна промяна ще привлече инвеститорите, за които идването до офис на посредник в България, би било неизгодно. А това би било много ползотворно за българския капиталов пазар.

Маржин покупките и късите продажби също са регулирани и позволени от българското законодателство в Наредба 16 на КФН, касаеща условията и реда за извършване на маржин покупки, къси продажби и заем на финансови инструменти¹¹.






¹¹ НАРЕДБА № 16 от 7.07.2004 г. за условията и реда за извършване на маржин покупки, къси продажби и заем на финансови инструменти (Загл. изм. - ДВ, бр. 45 от 2008 г.). Издадена от председателя на КФН, обн., ДВ, бр. 65 от 27.07.2004 г., изм. и доп., бр. 45 от 13.05.2008 г., в сила от 14.08.2008 г.

Чл. 2, ал. 2 определя, че инвестиционните посредници имат право да отпускат заеми на своите клиенти само за извършване на маржин покупки. Късите продажби може да се извършват от инвестиционния посредник за негова сметка или за сметка на негов клиент. И в двата случая трябва да се предоставят обезпечения. Също така те се отразяват в Централен Депозитар АД. Нарезданията за маржин покупки и къси продажби се извършват само на регулиран пазар в България според чл. 7а. Този вид сделки може да се извършват на територията на друга държава стига законодателството ѝ да предвижда еквивалентна на българското законодателство степен на защита на инвеститорите. Чл. 8 налага сериозни изисквания относно това кои финансови инструменти могат да служат като обезпечение при извършване на маржин покупките и късите продажби. Необходимо е тези инструменти да са ликвидни и с тях да се е извършвала търговия на регулиран пазар най-малко през 15 сесии от последните 20. Необходимо е пазарната капитализация на емисията според цената на затваряне от последната сесия да е не по-малко от 20 млн. лв., както и други специфични изисквания, касаещи както регулирания пазар, така и самите финансови инструменти.

БФБ-София АД е задължена ежедневно след края на борсовата сесия да оповестява бюлетин с упоменаване на финансовите инструменти, които могат да послужат като обезпечение на маржин покупките и късите продажби. Тази информация може да бъде намерена на интернет-страницата на борсата в раздел новини. *Фигура 6* онагледява начина на оповестяването и данните, които са представени за финансовите инструменти, отговарящи на изискванията. Поради тяхната строгост много малко емисии могат да послужат като обезпечение. Обикновено това са две до три ценни книжа. На практика това почти винаги са акциите на трите дружества: Адванс Терафонд АДСИЦ – София, Химимпорт АД – София и Зърнени Храни България АД – София.

Фиг. 6: Бюлетин на БФБ-София за финансовите инструменти, отговарящи на изискванията да бъдат обезпечение по сделки с маржин покупки и къси продажби

НОВИНИ

По дата: От дата:  [Търси в новини](#) 
 За период: От дата:  До дата: 
 По заглавие: 
 По код:

23-01-2015 - Инструменти, отговарящи на изискванията на чл. 8, ал. 1, т. 1 от Наредба № 16 на КФН

Във връзка с разпоредбата на чл. 8, ал. 1, т. 1 от Наредба № 16 на КФН, на сесията, която ще се проведе на 26.01.2015 следните емисии финансови инструменти могат да служат за обезпечение при извършване на маржин покупки и къси продажби:

Код	Име	Среднодневен обем	Бр. дни	Ср.брой сделки	Free float
6A6	Адванс Терафонд АДСИЦ-София	40260.35	20	29.25	40.90
6C4	Химимпорт АД-София	45637.75	20	72.90	17.86

22-01-2015 - Инструменти, отговарящи на изискванията на чл. 8, ал. 1, т. 1 от Наредба № 16 на КФН

Във връзка с разпоредбата на чл. 8, ал. 1, т. 1 от Наредба № 16 на КФН, на сесията, която ще се проведе на 23.01.2015 следните емисии финансови инструменти могат да служат за обезпечение при извършване на маржин покупки и къси продажби:

Код	Име	Среднодневен обем	Бр. дни	Ср.брой сделки	Free float
T43	Зърнени Храни България АД-София	25694.05	20	17.10	15.04
6A6	Адванс Терафонд АДСИЦ-София	34302.25	20	27.45	40.90
6C4	Химимпорт АД-София	48237.20	20	76.70	17.86

Източник: *БФБ-София* *АД* / **Новини:** <http://www.bse-sofia.bg/?page=News&uniqid=54c4fc8319ecf>

За извършване на маржин покупки и къси продажби е нужно клиентът да сключи специален договор с посредник, като се открие отделна маржин сметка или съответно сметка за къси продажби. В Централен Депозитар АД на клиента също се открива отделна маржин сметка или сметка за къси продажби, където се водят финансовите инструменти, предоставени в изпълнение на изискванията. Общата стойност на заема за маржин покупка, отпуснат от инвестиционния посредник не може да надвишава 25% от собствения му капитал. Депозираните финансови инструменти, служещи са обезпечение, се считат в полза на инвестиционния посредник в случай на неизпълнение от страна на клиента.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Петранов, С. (2010). *Инвестиции :Теория и практика на финансовите инструменти и пазари.* София, Класика и стил.
2. НАРЕДБА № 16 от 7.07.2004 г. за условията и реда за извършване на маржин покупки, къси продажби и заем на финансови инструменти (Загл. изм. - ДВ, бр. 45 от 2008 г.). Издадена от председателя на Комисията за финансов надзор, обн., ДВ, бр. 65 от 27.07.2004 г., изм. и доп., бр. 45 от 13.05.2008 г., в сила от 14.08.2008 г.: http://www.fsc.bg/public/upload/files/menu/naredba16_0.pdf
3. НАРЕДБА № 38 от 25.07.2007 г. за изискванията към дейността на инвестиционните посредници, приета с Решение № 84-Н на Комисията за финансов надзор от 25.07.2007 г., обн., ДВ, бр. 67 от 17.08.2007 г., в сила от

1.11.2007 г., изм. и доп., бр. 60 от 4.07.2008 г., в сила от 5.09.2008 г., доп., бр. 39 от 26.05.2009 г.

4. БФБ-София: <http://www.bse-sofia.bg/?page=BriefHistory>; <http://www.bse-sofia.bg/?page=ListedSecurities>; <http://www.bse-sofia.bg/?page=XETRA>
5. Българска асоциация на лицензираните инвестиционни посредници (БАЛИП): <http://balip.com/kapitalov-pazar/>
6. Интернет-страниците на тридесет и деветте лицензирани инвестиционни посредници:
 - <http://www.ffbh.bg/bg/brokerage-services/Bulgarian-Stock-Exchange-Sofia>
 - <http://bgtrader.elana.net/za-platformata/#menu-3>
 - <http://www.eurofinance.bg/retail/exchange-trading/efocs/>
 - http://www.brokers-bg.com/catalog/a/8969/finansova_kashta_evar_ad.htm
 - <http://bulbrokers.com/bg/online-trade/metatrader-4/bfb-sofia/>
 - <http://www.dfcoad.com/?lang=bg&page=services>
 - <http://www.aval-in.com/page.php?id=2001>
 - <http://www.capman.bg/?Action=57&RecordID=41>
 - http://www.fina-s.com/%D1%83%D1%81%D0%BB%D1%83%D0%B3%D0%B8_8_8
 - <http://www.beta-corp.com/new/index.php/bg/brokerage-services/bulgarian-stock-market-category>
 - <http://www.karollbroker.bg/platforma-za-targoviya-s-aktsii-na-bfb/>
 - http://www.deltastock.com/bulgaria/platforms/platforms_delta_broker.asp
 - http://www.factory-bg.com/index.php?option=com_content&view=frontpage&Itemid=1
 - <http://www.focalpoint.bg/bg/page/5>
 - http://www.brokers-bg.com/catalog/a/8989/bg_proinvest_ad.htm
 - <http://www.cm-bg.com/?p=1>
 - <http://www.zf-bg.com/tacb.php>
 - <http://ugmarket.com/?0.0>
 - <http://www.sis.bg/bg/individual/bse/>
 - <http://www.ipfavorit.com/targ.php>
 - <http://bulltrend.bg/#section-bylgarskikapitalovpazar>
 - <http://www.zlatenlev.com/?pid=8&ln=2>
 - http://www.brokers-bg.com/catalog/a/8978/abv_-_investitsii_eood.htm
 - <http://www.real-finance.net/>
 - <http://somonibg.com/capital-market/>
 - http://www.investcapital.eu/ic/index.php?option=com_content&view=article&id=5&Itemid=55

- <http://tbi-invest.bg/bul/clients/index.html>
 - <http://www.intercapital.bg/services-en/trading-en>
 - <http://invest.varchev.com/index.php?request=index&subquest=service1>
 - [http://www.brokers-bg.com/catalog/a/8987/balkanska konsultantska kompania ad.htm](http://www.brokers-bg.com/catalog/a/8987/balkanska_konsultantska_kompania_ad.htm)
 - [http://www.brokers-bg.com/catalog/a/8986/balkanska investitsionna kompania adodesos 33 ad.htm](http://www.brokers-bg.com/catalog/a/8986/balkanska_investitsionna_kompania_adodesos_33_ad.htm)
 - <http://www.benchmark.bg/platforms/3>
 - <http://www.acp.bg/>
 - <http://www.denovo.bg/products-1>
 - <http://www.positiva.biz/>
7. „Бета корп“: <http://www.beta-corp.com/new/index.php/bg/bse-cobos-trading-platform>