



ФОНД  
НАУЧНИ  
ИЗСЛЕДВАНИЯ

МИНИСТЕРСТВО НА ОБРАЗОВАНИЕТО И НАУКАТА

Списание за наука

„Ново знание“

ISSN 2367-4598 (Online)

Академично издателство „Талант“

Висше училище по агробизнес и развитие на  
регионите - Пловдив

New Knowledge

Journal of Science

ISSN 2367-4598 (Online)

Academic Publishing House „Talent“

University of Agribusiness and Rural Development -  
Bulgaria

<http://science.uard.bg>

## PLACE AND ROLE OF FINANCIAL INTERMEDIARIES

**Plamen Peev, Pavlina Dimitrova**

*University of agribusiness and rural development - Bulgaria*

**Abstract:** In modern business environment, influenced by globalization and dynamic changes, often with negative effects and hiding a lot of risks to the economies of the countries, the financial system plays a key role in global and national economies. It is the one that, by stimulating economic growth, affects the economic performance of the participants, impacting economic well-being. The financial system makes possible a more efficient transfer of funds.

**Keywords:** financial intermediaries, importance of credit institutions, banking.

## МЯСТО И РОЛЯ НА ФИНАНСОВИТЕ ПОСРЕДНИЦИ

**Пламен Пеев, Павлина Диминова**

*Висше училище по агробизнес и развитие на регионите - Пловдив*

**Abstract:** В съвременната бизнес среда, повлияна от глобализационните и динамични промени, nerядко с отрицателни ефекти и криеци немалко рискове за икономиките на страните, ключова роля за световната и националните икономики играе финансовата система. Тя е тази, която като стимулира икономическия растеж, влияе на икономическото изпълнение на участниците, засягайки икономическото благосъстояние. Финансовата система прави възможно по-ефикасното прехвърляне на средствата на фондовете.

**Key words:** финансови посредници, значение на кредитните институции, банкиране.

## ВЪВЕДЕНИЕ

Финансовата система е с ключова роля за трансфер на парични средства. Ако институцията липсва, то едната страна от сделката може да притежава по-добра информация от другата страна, а това може да доведе до информационна асиметрия и неефикасно разпределяне на финансовите ресурси. Чрез преодоляване на проблема с информационната асиметрия финансовата система улеснява балансирането между лицата, притежаващи средствата за инвестиране, и лицата, които се нуждаят от средства.

Съобразно структурния подход финансовата система на една страна се състои от финансови пазари, финансови посредници (институции) и финансови регулатори, като всеки от посочените компоненти играе определена роля в икономиката.

Според **функционалния подход, финансовите пазари** улесняват потичането на средства за финансиране на инвестициите на корпорации, правителства и отделни лица. **Финансовите институции** са ключови играчи на финансовите пазари, тъй като те изпълняват функцията на посредничество и така определят потока от средства. Финансовите регулатори изпълняват ролята на мониторинг и регулират участниците във финансовата система.

Прави впечатление, че и при двата подхода ключова роля за постигане на мисията, целите и политиките на финансовата система на една страна се отнежда на финансовите посредници. Нещо повече, през последните години се наложи изучаването на финансовото посредничество чрез използването на комплексен подход, а не чрез самостоятелно анализиране на сегментите му. Това е провокирано от няколко основни момента. Първо, през последните 20-30 години финансовите системи на много страни претърпяват съществени структурни промени: бум в развитието на капиталовите пазари и финансовите иновации; големите търговски банки изместват своята дейност от класическото кредитиране към секюритизация, търговия с ценни книжа и сделки с деривати; все повече се забелязва връзка между банковото посредничество и това, осъществявано чрез капиталовите пазари. Второ, дълбочината, ширината и стабилността на финансовия сектор са от съществено значение за икономическия растеж. Трето, стремежът на България за интеграция в ЕС изисква адекватни решения за реформиране на институционалната рамка и структура на финансовото посредничество.

Оттук се детерминират и рамките на изследванията в настоящата разработка.

**Цел** на доклада е изследване и анализ на същността, функциите и видовете финансовите посредници като елемент на съвременната финансова система.

За постигане на така поставената цел са конкретизирани следните изследователски **задачи**:

1. Изследване на същността и функциите на финансовите посредници.
2. Изследване на видовете финансови посредници и на ефектите от тях.

**Предмет** на изследване в настоящата разработка е мястото и ролята на финансовите посредници за българската икономика.

**Обект** на изследване са банковите и небанковите финансови посредници и ефектите от тяхната дейност върху икономиката на страната.

Постигането на целта и решимостта на задачите в настоящата разработка е посредством използването на подходяща методология и по-конкретно на: историческия, системния, изследователския, аналитичния подходи и финансово-аналитичния инструментариум, както и други познати на общественото познание подходи.

## **СЪЩНОСТ И ФУНКЦИИ НА ФИНАНСОВИТЕ ПОСРЕДНИЦИ**

Изходна база за произхода на институцията на финансовото посредничество са финансовите пазари, които като пазари, на които се търгуват финансови активи, както и произтичащите от тях права и производни финансови активи, често се отличават с наличието на информационна асиметричност, породена, от една страна, от дефектите на самите финансови пазари, от друга – от наличието на така наречените „инсайдъри“, т.е. лица, притежаващи повече информация от останалите и от трета, от наличието на лица, търсещи отговор на въпроси, свързани с инвестиране на свободните им ресурси в дългови инструменти и финансови активи. Оттук е и наложено мнението, че финансовите пазари не могат да функционират като директни (сделките обикновено са единични, спорадични), а по-скоро като индиректни пазари. На тази основа възниква институцията на финансовите посредници, чието предназначение е да се създаде прозрачност и достъпност до информацията, улесняващи достъпа до финансовите пазари чрез създадените правила на поведение на тези пазари.

Традиционни теории за финансовото посредничество са базирани върху начините, чрез които финансовите посредници минимизират класическите пазарни дефекти, каквито са транзакционните разходи и информационната асиметрия. Чрез тях тези дефекти не се елиминират, но се свеждат до поносимо малки. Не на последно място, традиционните теории са базирани главно върху това, как банките преодоляват пазарните дефекти.

Обстоятелството, че банките са исторически най-дълго функциониралите посредници, а и все още най-значимите финансови посредници, като в континентална Европа повече от 2/3 от сделките на финансовите пазари минават през банките и застрахователните компании (в последно време двете институции формират т.н. Bank Assurance), е в основата на възникването на институцията на финансовото посредничество.

*Финансовият посредник* е институция, която опосредства платежните потоци между кредиторите и длъжниците, във връзка с което сключва с тях финансови контракти с различна платежна структура, без самите те да договарят и сключват финансов контракт помежду си директно. Всеки финансов посредник разменя платежни потоци, които многократно предстои да се трансформират впоследствие. Мотивацията на финансовия посредник се дефинира от обстоятелството, че посредникът сключва един финансов контракт само тогава, когато разчита, че на тази основа и благодарение на своята намеса, може да направи това и с другите страни, което обаче не означава, че още днес или утре предстои да осъществи някакви реални стопански сделки. Процесът, с чиято помощ се сключват финансови контракти с различна платежна структура и се извършват платежни трансформации между кредиторите и длъжниците, се нарича финансово посредничество. Адекватната среда, в която се осъществява финансовото сътрудничество, е финансовият пазар.

Финансовите посредници са пазарни участници, специализирани в извличане на печалба от търговия с цел пари. Ролята на тези институции се състои в закупуване на издадени срещу дълг първични ценни книжа (primary securities) и последващо емитиране на собствени инструменти от дългов тип, известни като вторични книжа (secondary securities).

Финансовото посредничество е вид стопанска дейност. Тя е предмет преди всичко на банките, но също и на различни небанкови и банкоподобни финансови институции. Всички те са известни под общото наименование „финансови посредници“.

Финансовите посредници формират и поддържат собствен портфейл от ценни книжа (securities portfolio). Ежедневно задължение на техните мениджъри е поддържането на баланс между покупките и продажбите на влизащите в него книжа. Придобиват първични ценни книжа, издадени от търсещите заем, и емитират собствени (вторични) книжа, чрез продажбата на които осъществяват привличане на средства. При актуализирането на портфейла следят за:

- величината на допустимия риск и свързаната с него степен на възвръщаемост;

- синхронизирането между падежите на първичните книжа, от които институцията трябва да получи средства и издадените от нея вторични ценни книжа, по които е длъжник.

Известно е, че размерът на възвръщаемостта е правопропорционална на величината на риска. Книжата, предлагащи по-голяма възвръщаемост, обикновено са носител на по-голям риск и обратно. Ако политиката на финансовия посредник е насочена към получаване на максимална възвръщаемост, в портфейла му преобладават високодоходни финансови активи като корпоративни ценни книжа – акции и облигации. Преследването на по-голяма сигурност се постига с покупката на книжа, предлагащи умерен доход, каквито са държавните и общинските облигации.

Необходимостта от постигане на синхрон между падежите на входните (първичните) и изходните (вторичните) ценни книжа е от съществено значение за поддържане ликвидността на финансовата институция. Това важи особено за търговските банки, които оперират с голям брой средства, привлечени под формата на различни депозити. Поведението на вложителите е трудно предсказуемо и налага поддържането на резерви за осигуряване на необходимите средства в случаите на теглене на големи суми и закриване на сметки.

Посредниците изпълняват важна роля в рамките на финансовия сектор и на икономиката като цяло. През тях преминават средства от юридически и физически лица, които притежават временен излишък, за да бъдат насочени към единиците с временен финансов недостиг. Институциите от тази категория са специализирани в „производството“ на финансови продукти, които предоставят на своите клиенти при изгодни за тях условия. Изпълнението на голям брой операции позволява разпределянето на направените разходи върху тях, което води до максималното им редуциране. Голям дял за намаляване средния размер на разходите има и добре развитата мрежа за набиране на информация, свързана с търсенето и предлагането на заемни средства, чиято обработка при други условия би увеличила значително стойността на финансовите продукти.

Структурата на финансовите посредници позволява:

- участие на индивидуалния инвеститор с малки суми в дохода от операции с ценни книжа за милиони, изразени в различни парични единици. Това се постига чрез набирането на средства от практически неограничен брой участници, позволяващо влагането им в мащабни инвестиции, гарантиращи висока възвръщаемост;

- издаването на ценни книжа от дългов тип (debt securities) с падеж 1 ден до 30 и повече години, съответстваща на нуждите на различните клиенти;

- разпределяне (диверсифициране) на финансовия риск чрез разпределянето му върху голям брой инвестиции и избягването на особено опасния ефект „всички яйца в една кошница“ (all your eggs in one basket);

- осигуряване ликвидност на предлаганите финансови продукти посредством възможността за бързото им превишаване в пари в брой (cash).

Същността на институцията финансов посредник се проявява посредством изпълняваните от нея функции. В специализираната литература най-често на финансовите посредници се дефинират следните функции:

- посредническа – свързва заемателите и заемодателите;
- организационна – извършва цялостна техническа организация на трансферния процес;
- ускорява движението на капитала – поради по-краткия срок за насочване на фондовете;
- икономисва ресурси при осъществяване на процеса – елиминират се разходите за търсене на подходящи контрагенти;
- изравнява цените на капитала чрез избора, който посредникът прави. Акумулацията на ресурси позволява на посредника да изравнява цените на привлечените средства, като постига по-ниски средни стойности чрез привличане на много на брой евтини ресурси в дребни деноминации;
- промяна в деноминациите между емитираните инструменти и инвестициите. По този начин дребните инвеститори, които не могат да участват в придобиването на първични ценни книжа, защото те се продават само в големи деноминации, получават възможност да закупят вторични ценни книжа от финансовия посредник в желаният от тях размер;
- постигане на гъвкавост с натрупването на ресурси, защото на заемодателите не се налага да извършват сделки с много на брой контрагенти. Това позволява реализиране на икономии от мащаба;
- осъществяване на наблюдение върху кръговрата на кредита – тази функция се свързва с временния характер на спестяванията (спестовен цикъл) и инвестициите (инвестиционен цикъл). Наслагването на тези два циклични процеса и формирането на неизбежните времеви разрыви налага намесата на финансовия посредник, който да извърши изравняване по среден матуритет;
- застраховане срещу риска от невръщане на капитала посредством разнообразен инструментариум от техники за хеджиране и диверсификация;
- финансовите посредници осъществяват косвеното финансиране посредством емитиране на дългови инструменти, много по-ликвидни от дълговете и ценните книжа, в които те инвестират. По този начин се постига компромис между предпочитанията за ликвидност на заемодателите и желанията на заемополучателите за дългосрочно финансиране.

Въз основа на посочените функции на косвеното в сравнение с прякото финансиране финансовото посредничество увеличава коригирания с риска доход за заемодателите и намалява нетните разходи за финансиране на заемополучателите. Така се повишава ефективността на икономиката като цяло.

Прави впечатление широкият кръг предимства, които финансовите посредници предоставят на своите клиенти, което само по себе си означава, че те следва да бъдат компенсирани за това. В процеса на получаване, трансформиране и заемане на паричните ресурси финансовите институции извършват оперативни разходи, административни разходи и др. Затова тези институции трябва да печелят достатъчно, за да покрият всички извършени разходи, да осигурят доход за своите акционери и да заделят резерви за растеж.

За да постигнат тези цели, финансовите посредници трябва да балансират конкурентните желаниа например на заемодатели и заемополучатели. Така лихвите, изплащани на спестителите, трябва да са достатъчно високи, за да се акумулират ресурси. Достатъчно високи трябва да са и лихвите и таксите, заплащани от заемополучателите, за да създават изисквания доход от финансовите активи. Това

изправя финансовите посредници пред необходимостта от дефиниране на добре планирана стратегия за предлаганите продукти на своите клиенти. Разликата между доходите по първичните ценни книжа и плащанията към притежателите на вторичните ценни книжа се нарича лихвен спред. Размерът на лихвения спред трябва да е достатъчен, за да покрива оперативните, административните и данъчните разходи, така че да остане адекватен по размер доход за разпределение от акционерите. Ако те не получат желаната възвръщаемост, е възможно да изтеглят своето участие и да насочат ресурсите си към институция, която осигурява по-висока възвръщаемост във финансовия или в нефинансовия сектор.

В обобщение, институцията на финансовия посредник е пряк израз от дефектите на финансовите пазари. Посредством нея се създават правила на поведение за генериране на движението на пари, благодарение на което става възможно финансирането в икономиката.

По-новите възгледи за финансовите посредници се обясняват със съвременните промени във финансовите пазари след 1990. Оттогава се осъществяват значителни промени. Те започват след 1980, защото преди това финансовите пазари са били подложени на много строги регулации, без право един посредник да навлиза „на полето“ на друг посредник. Дотогава са прилагани регулативни органи, сегментиращи бизнеса, като се залага на сигурността пред ефективността. След този период започва процесът на дерегулиране на финансовите пазари и посредници. Навлизането в чужди територии е позволено. Паралелно с това навлизат новите информационни технологии, позволяващи развитието на финансовите пазари. Започва развитието на агенции за кредитен рейтинг, които класират корпорациите и кредитните институции. Много корпорации загърбват банките и се ориентират към пазарно финансиране.

В съответствие с това, следвайки логиката на нашите съждения, насочваме по-нататъшните си изследвания към видовете финансови посредници и ефектите от тях за икономическото развитие.

### **ВИДОВЕ ФИНАНСОВИ ПОСРЕДНИЦИ**

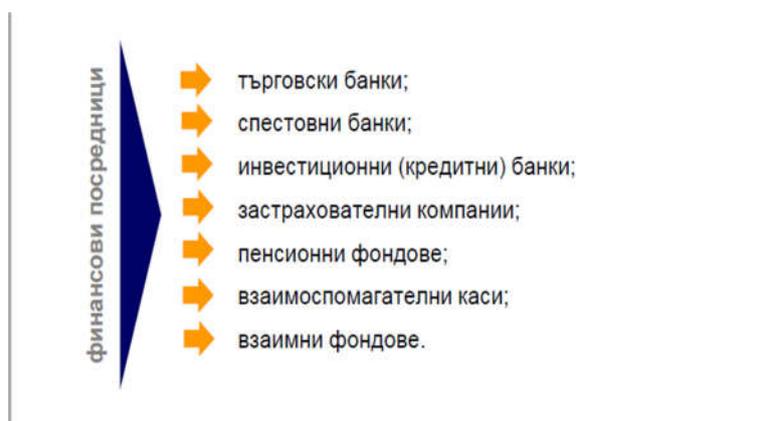
В специализираната литература финансовите посредници се подразделят на следните три групи:

- Депозитните институции (deposit-type institutions);
- Институциите за дългосрочно спестяване на договорен принцип (contractual saving institutions);
- Други финансови институции.

Депозитните финансови посредници акумулират необходимите средства предимно чрез предоставяне на депозитни услуги. Договорните финансови посредници набират средства чрез издаване на определени договори, които най-често са под формата на застрахователни полици. Инвестиционните посредници набират ресурси предимно чрез емисии на акции и дялове. В световен мащаб конкретните законодателства, традиции и специфика са причина за появата на институции, които могат да извършват част от операциите, характерни за други финансови посредници, но това не нарушава така създадената класификация дотолкова, доколкото разглеждаме типичните за всяка група финансови операции – тези, които са с най-голямо относително тегло в портфейла на институцията.

В зависимост от вида на финансовите операции, които могат да извършват, финансовите посредници се обособяват на банкови и небанкови, в които се включват посочените по-горе три групи.

Според това от кои финансови институции се осъществява финансовото посредничество, се разграничават следните видове, посочени на фигура 1.



Фиг. 1. Видове финансови посредници

За целите на нашето изследване акцентът е върху групирането на финансовите посредници на банкови (депозитни и договорни), към които се отнасят търговските банки, спестовните банки, инвестиционните банки, и на небанковите, към които се отнасят застрахователните компании, пенсионните фондове, другите (алтернативни) финансови посредници, наричани още симбиозни, квазипосредници (взаимоспомагателни каси, взаимни фондове и др.)

### Банкови финансови посредници

#### Депозитни финансови институции

Депозитните финансови институции, които за краткост ги наричаме банки, са финансови посредници, които се отличават от всички останали по това, че извършват операции по набиране на средства предимно под формата на депозити, и реализират така привлечените средства в отпускане на различни по вид и предназначение кредити.

В националното ни законодателство *банката* е определена като лицензиран финансов посредник, който извършва по занятие банкови сделки. От това определение можем да изведем две особености на банката. Тя е лицензирана институция – подложена на специален законов режим, и от друга страна, е финансов посредник поради естеството на извършваните от нея операции. Следователно, за да получи статут на банка, един финансов посредник трябва да е получил лиценз от БНБ или от съответната натоварена с лицензионни функции институция. Лицензът като задължително условие е възприет в законодателствата на всички съвременни държави. По своята същност той представлява административен акт, издаден от специално упълномощен от закона лицензионен орган (в нашата страна това е УС на БНБ), с който на банката се разрешава да извършва определен кръг банкови операции. Банка е акционерно дружество, което извършва публично привличане на влогове и използва привлечените парични средства за предоставяне на кредити и за инвестиции за своя сметка и на собствен риск. Банката може да извършва и следните търговски сделки:

- покупка на менителници и записи на заповед;
- сделки с чуждестранни средства за плащане и с благородни метали;
- приемане на ценности на депозит;
- сделки с ценни книжа;
- гаранционни сделки;

- извършване на операции по безкасови плащания и клиринг на чекови сметки на други лица;
- покупка на вземания, произтичащи от доставка на стоки или предоставяне на услуги, и поемане на риска от събирането на тези вземания (факторинг);
- финансов лизинг;
- издаване и управление на банкови карти;
- сделки със:
  - финансови фючърси и опции;
  - инструменти, свързани с валутни курсове и лихвени проценти;
- предоставяне на банкови касетки;
- придобиване и управление на дялови участия;
- консултация на дружества относно капиталовата им структура, промишлена стратегия и свързани с това въпроси, както и консултации и услуги относно преобразуване на дружества и сделки по придобиване на предприятия;
- консултации относно портфейлни инвестиции;
- други сделки, определени от БНБ.

Кръгът на операциите, които банките могат да извършват, е ограничен. За да могат да извършват други операции, те трябва да получат изричното разрешение на лицензионния орган. Изключение от това правило се прави само във връзка с осъществяване на банковите сделки или в процеса на събиране на вземанията.

Законодателствата на различните държави по различен начин разделят кръга на сделките, които могат да извършват банките и небанковите финансови посредници. Например в САЩ със специален закон (*The Glass Steagal Act*) е забранено на търговските банки да извършват операции, характерни за инвестиционните банки. Със същия закон на инвестиционните банки е забранено да привличат средства под формата на депозити. Приемането на този закон е резултат от масовите банкови фалити в периода на Великата депресия, когато много банки изпадат в трайна неплатежоспособност поради резкия спад в цените на ценните книжа, от които те притежавали значителни количества в своите портфейли. В САЩ освен търговските банки депозитни институции са заемно-спестовните асоциации, взаимноспестовните банки и кредитните съюзи – всички те привличат спестовни, срочни и разплащателни депозити.

#### **Функции на депозитните (банковите) институции**

Като депозитни финансови посредници търговските банки извършват финансови услуги и операции както със субектите с капиталов дефицит, така и със субектите с капиталов излишък. При това те изпълняват следните накратко обобщени функции:

- Създаване и ефективно разпределение на националните средства за разплащане.
- Акумулиране на депозити от дребни спестители чрез пласиране на вторични финансови инструменти (ценни книжа), които са високоликвидни и в подходящи дребни деноминации.
- Отпускане на кредити за покупка на блага и услуги.
- Извършване на доверителни услуги за физически и юридически лица.
- Финансиране на международната търговия.
- Надеждно съхранение на ценни книжа и други ценности.
- Извършване на услуги по финансово планиране на физически и юридически лица.

В процеса на изпълнение на тези функции и създаване на доходи за своите акционери банките се сблъскват с различни форми на риск, които водят до увеличаване на опасността от намаляване на благосъстоянието на акционерите.

### ***Инвестиционни посредници***

Инвестиционните посредници са специализирани в операциите с корпоративни и други ценни книжа. Към тази група спадат типичните инвестиционни банки, инвестиционните фондове от отворен и затворен тип и фондовете, които оперират на паричния пазар.

*Инвестиционните банки (наречани и процесуални посредници)* могат да извършват следните операции:

- поемане на първоначалния пласмент на емисии;
- покупко-продажби на ценни книжа за своя или за чужда сметка;
- управление на инвестиции в ценни книжа.

Поемането е сделка, при която инвестиционен посредник се задължава да продава ценните книжа на първичния пазар по условия, договорени с издателя. Инвестиционният посредник подготвя разрешението от съответния орган, ако такова е необходимо, подготвя и публикува проспекта за публично предлагане на ценни книжа, регистрира извършените продажби и заплаща на емитента набраните от емисията суми. Той може да отговаря изцяло или отчасти за пласмента на емисията в зависимост от договорката.

Други типични финансови посредници от инвестиционен тип са инвестиционните фондове от отворен и затворен тип, фондовете на паричния пазар.

*Фондовете от отворен и затворен тип* набират средства от публиката посредством емисии на акции. При фондовете от затворен тип издадените акции не могат да се закупуват от фонда емитент, докато фондовете от отворен тип могат постоянно да купуват и продават по обявена цена издадените от тях акции. Техните инвестиции са насочени предимно към регистрирани и нерегистрирани на борсата акции и облигации на корпорации, както и малка част в ДЦК. Обемът на осъществяваната дейност и опитът на мениджърите позволяват на фондовете да постигат значителна диверсификация на притежавания портфейл, което им предоставя възможност да заплащат стабилни и конкурентни доходи за своите акционери. Те изчисляват цената на своите активи в края на всеки работен ден въз основа на пазарната информация. Общата нетна стойност на активите (*net asset value*) на дружеството се получава, като се сумират произведенията от пазарните цени и количеството от всеки актив в портфейла. След това тази сума се разделя на номиналната стойност на издадените от фонда ценни книжа и се получава цената на една акция. Фондовете от отворен тип обикновено предлагат цена „купува“ и цена „продава“ съответно малко под и малко над стойността на една акция. Фондовете от затворен тип напомнят повече на акционерно дружество, отколкото фондовете от отворен тип: фондовете от затворен тип издават определен брой акции, които се търгуват на организирана борса. Фондовете от затворен тип не са задължени да издават нови акции или да изкупуват обратно вече издадените такива, както са задължени фондовете от отворен тип. Цената на акциите на фондовете от затворен тип се определя изцяло от пазарното търсене, така че да се търгуват под тяхната нетна стойност на активите – отстъпка, или над нея – премия.

*Фондовете на паричния пазар* са ориентирани към активни операции с краткосрочни и свръхкраткосрочни инструменти на паричния пазар. Те са едни от основните конкуренти на банките, защото предлагат на инвеститорите чрез издаването от тях дялове изключително висока ликвидност, която съперничи с тази на разплащателните депозити. Основната цел е запазването на основния инвестиран

капитал плюс изплащането на скромни дивиденди. За счетоводно улеснение нетната стойност на активите на тези фондове остава константна, но лихвеният процент се изменя. Освен това тези фондове изплащат доход, близък до дохода от инструментите на паричния пазар. Най-значимият риск, свързан с инвестирането във фондове, опериращи на паричния пазар, е рискът от изоставане на темпа на растеж на доходността на инвестицията от нивото на инфлация, като по този начин се намалява покупателната способност на инвеститора. Фондовете, опериращи на паричния пазар, се появяват в началото на 70-те години в САЩ като алтернатива на чековите депозити. По-късно фондовете на паричните пазари започват да извършват аналогични операции в други страни.

В нашата страна с приемането на ЗЦКФБИД, понастоящем Закон за публично предлагане на ценни книжа, е законодателно уредена материята на инвестиционното посредничество. С него на банките е дадена възможност да оперират без ограничение като инвестиционни посредници за своя или за чужда сметка. Извършваните от банките за собствена сметка операции с корпоративни ценни книжа са ограничени от общото правило на нормата по чл. 29, ал. 1 от ЗБ до размера на установените съотношения на големите експозиции към собствения капитал.

Контролът върху инвестиционните посредници в различните страни се осъществява от комисии по ценните книжа. Те осъществяват държавната намеса в тази част от финансовия сектор.

### ***Небанкови финансови посредници***

Според нормативната рамка, в която функционират финансовите посредници, бихме могли да ги разделим на **публични посредници**, дейността на които е регламентирана в закон или наредба (ЗБ, Наредби на БНБ и КФН, ЗППЦК), и **квазипублични посредници** – тяхната дейност не е нормативно регламентирана, но те извършват значителни по брой и обем финансови операции. Типични примери са уличните валутни дилъри, популярните каси и пирамидалните дружества.

Банковото законодателство у нас създава като небанков финансов посредник финансовите къщи. За разлика от банката финансовата къща може да извършва всички банкови операции, с изключение на привличането на пари под формата на депозит и влог, отпускане на кредити и извършване на операции по безкасови плащания.

Небанковите финансови институции се дефинират като „лице, чийто основен предмет на дейност е извършването на една или повече от следните сделки: финансов лизинг, придобиване и управление на дялови участия, консултации относно портфейлни инвестиции и относно капиталовата структура на дружества, сделки с ЦК.“ В тази категория се включват застрахователни компании и пенсионни фондове. Те разполагат с дългосрочни ресурси, които могат да се пласират в дългосрочен аспект. Застрахователните компании обикновено купуват корпоративни облигации, а пенсионните фондове – акции, частни облигации. Имат ограничени парични средства.

В тази група основно място заемат **договорно-спестовни институции**. Те са финансови посредници, към които се отнасят застрахователните компании и пенсионните фондове, акумулиращи средства през определени периодични интервали въз основа на сключен договор. На основание на сключените споразумения тези институции извършват плащания при събъждане на строго определени събития. Случването на тези събития не може да бъде абсолютно точно предвидено, защото има вероятностен характер. Въз основа на историческите статистически данни обаче те могат да се предвиждат с висока степен на сигурност. По този начин се определя

размерът на изходящите бъдещи парични потоци. Например размерът на плащанията на застрахователна компания зависи от броя и мащаба на случилите се застрахователни събития, при пенсионните фондове плащанията зависят от възрастовия статут на осигурените и средната продължителност на живота след навършване на пенсионна възраст. За разлика от банките при договорно-спестовните посредници има строго определен начин за изтегляне на средствата. Те могат да се ползват от спестителя едва след като настъпи определено събитие – навършване на пенсионна възраст или претърпяване на щета. Това създава един по-дълъг инвестиционен хоризонт за мениджърите на такива компании и позволява извършване на дългосрочни инвестиции. По принцип техните инвестиции се насочват към ипотечни ценни книжа, дългосрочни държавни ценни книжа, общински ценни книжа, корпоративни ценни книжа и недвижимости. Договорно-спестовните посредници подобно на депозитните посредници също са обект на контрол от страна на държавата, но за разлика от надзора върху банките в тази област мерките не са толкова стриктни. В нашата страна тази функция се изпълнява от Комисията по финансов надзор (КФН).

Съществуват няколко основни начина за акумулиране на средства и изплащане на пенсии:

- Обществено (социално) осигуряване – финансира се чрез данъци върху заплатите, плащани от работниците, служителите и техните работодатели. Това е традиционната форма за пенсионно осигуряване в континентална Европа.

- Частни или бизнес пенсионни фондове – основни институции за спестяване и изплащане на доход при пенсиониране в англосаксонските страни. Техни донори са работодателите, които ги спонсорират; работниците и служителите на корпорациите, правещи вноски за пенсионно осигуряване; а най-често – едновременно и двете страни. Такива пенсионни фондове се създават обикновено към големи корпорации или синдикати;

- Публични пенсионни фондове. Създават се от централната и местните власти с цел осигуряване на пенсионен доход за своите служители.

- Самоосигуряване на гражданите чрез планове Кох или индивидуални пенсионни сметки.

Следователно съвременното пенсионно осигуряване се базира главно върху мрежата от частни пенсионни фондове. Те осъществяват финансово посредничество, тъй като трансформират активи – вноските по пенсионни договори се трансформират в портфейли от финансови инструменти, в които преобладават корпоративните ЦК. Управлението на тези финансови посредници се осъществява от специално наети професионални мениджъри, от банка, както и от животозастрахователна компания. В практиката функционират два вида частни пенсионни фондове:

- Пенсионни фондове с дефинирани вноски;

- Пенсионни фондове с дефинирани пенсионни плащания;

При фондовете с дефинирани вноски всяко лице има индивидуална сметка, по която периодично се внася определена сума от самото него, както и от неговия работодател. Обикновено размерът на вноската зависи от рентабилността на компанията, от заплатата на осигуряваното лице и от прослужените му години. Тези фондове не обещаваат определен размер пенсионен доход, а той зависи от инвестиционните резултати, постигнати с набраните средства.

Главната особеност на пенсионните фондове с дефинирани плащания е, че размерът на пенсиите се определя най-често от фактори, каквито са получаваният доход и трудовият стаж. Актюерите на пенсионния фонд изчисляват размера на вноските така, че да може да се изплати обещаната пенсия на всяко лице при

пенсионирането му. Фондовете, при които вноските и доходите от инвестиции покриват дефинираните пенсионни плащания, се наричат напълно финансирани. При противоположния вариант, когато корпорациите планират да посрещнат задълженията по пенсиите и със средства от текущите си приходи, а не само с пенсионните вноски и доходите от инвестиции – различаваме непълно финансирани пенсионни фондове.

Пенсионните фондове с дефинирани вноски са по-предпочитани в практиката и обемите от средства, които те управляват, нарастват трайно през последните години. Следните две причини обясняват това:

➤ Младите работници и служители нямат икономическа изгода от фондовете с дефинирани пенсионни плащания, докато не постигнат статут на дългогодишни наети лица. Ако например някои решат да сменят своя работодател, то няма да могат да изтеглят и пренасочат към друг пенсионен фонд средствата, внесени на тяхно име. Това право се нарича вестинг. Обикновено законодателството фиксира една граница от непрекъснат трудов стаж при работодателя, за да могат да се изтеглят 100% от натрупаните средства под формата на пенсионни вноски. В контраст на това при фондовете с дефинирани вноски средствата се влагат по сметката на всяко лице и могат да се теглят по всяко време при напускане на дадена работа.

➤ Работодателите все повече се убеждават, че спонсорирането на фондове с дефинирани пенсионни плащания е по-скъпо и рисковано поради възможността те да се окажат непълно финансирани. Противоположно на това фондовете с дефинирани вноски винаги са напълно финансирани.

Към небанковите финансови посредници се отнасят и така наречените **финансови и инвестиционни компании, дилъри на ЦК, лизингови компании, взимни фондове.**

**Инвестиционните компании** са най-бързо развиващите се финансови посредници, поради което са наречени „феномени“ на съвременната финансова индустрия. По своята същност инвестиционните компании акумулират средствата на множество инвеститори, като им продават собствени акции, след което с набрания капитал формират и управляват диверсифицирани портфейли от финансови инструменти. Така всеки инвеститор, който притежава акции на инвестиционна компания, е притежател и на съответна пропорционална част от общия и портфейл в зависимост от размера на направената от него инвестиция. В организационно отношение инвестиционната компания може да представлява корпорация, тръст или друга форма на сдружаване. Тъй като активите на всяка инвестиционна компания представляват портфейл от ЦК, то бордът на директорите наема управляваща компания с цел управлението му срещу съответно възнаграждение (такса за управление). За да постигнат икономии от мащаба, управляващите компании сегментират пазара, като създават инвестиционни фондове с различни характеристики. Тази диференциация позволява на мениджърите да привлекат максимален брой инвеститори, имащи различно отношение към и възвръщаемостта. При това на инвеститорите се дава възможност да трансферират средства от един фонд в друг при евентуална промяна в условията на пазара. На своите клиенти инвестиционните фондове предлагат като пакет: диверсификация и по-нисък риск, професионален мениджмънт, ниски транзакционни разходи, документиране и администриране.

Класифицирането на инвестиционните фондове съобразно определени критерии дава възможност за по-цялостно характеризиране на дейността им. Квалификациите на инвестиционните фондове са представени в зависимост от най-

важните критерии – капитал, с който оперират, и състав на инвестиционния им портфейл, който може да се види от таблица 1.

Затворените инвестиционни фондове емитират точно определен брой акции, които не принадлежат на обратно изкупуване. Покупката и продажбата на акции на затворен фонд е транзакция, която се реализира на вторичния пазар, т.е. акциите се търгуват на фондовата борса, като цените им се определят от силите на търсенето и предлагането. Един инвестиционен фонд може да получи допълнителни средства за управление единствено чрез нова публична емисия на акции.

**Таблица 1.** Класификации на инвестиционни фондове

Критерии	Видове инвестиционни фондове
1. Капитал, с който оперират	<ul style="list-style-type: none"><li>• Затворени – фондове с постоянен капитал</li><li>• Отворени – фондове с променлив капитал</li></ul>
2. Състав на портфейла	<ul style="list-style-type: none"><li>• Агресивни</li><li>• Балансирани</li><li>• Консервативни</li></ul>

За разлика от затворените, отворените инвестиционни фондове продължават да продават и изкупуват акциите си след първоначалното публично предлагане. Поради тази си характеристика те са известни като взаимни фондове.

Агресивните фондове инвестират в портфейли, в които преобладават обикновените акции. Вътре в тази категория могат да се обособят различни групи в зависимост от акцента на инвестиционния портфейл. Така например средствата могат да се инвестират в акции на компании на растежа; акции на компании от специфични индустрии; акции на компании от определени сектори на индустрията; акции на компании от определени географски области.

Балансираните фондове осъществяват по-широка дивесификация, като комбинират обикновени акции с ЦК с фиксиран доход. Последните включват правителствени ЦК, муниципални облигации, корпоративни облигации, привилегировани акции.

Консервативните фондове са известни още под наименованието облигационни фондове. Подобно на агресивните фондове те могат да се разграничат според инвестиционните им стратегии. Някои инвестират в сигурни ЦК като правителствени облигации или корпоративни облигации с висок кредитен рейтинг. Друга група инвеститори предпочита високорисковите и високодоходни облигации.

Дейността на инвестиционните банкови фирми може да бъде разделена на следните специфични, носещи доходи операции:

- публични предложения за продажба на ЦК;
- частен пласмент на ЦК;
- търговия с ЦК;
- секюритизация на активи;
- услуги, свързани с процесите по сливания и поглъщания;
- мърчънт банкерство;
- създаване и търгуване с инструменти за рисков капитал;
- управление на парични средства;

Не всички инвестиционни банки активно участват във всяка от изброените дейности, а са специализирани в предоставянето на по-тесен кръг продукти и услуги. Това е именно философията на инвестиционните банкови фирми през деветдесете години. Един от критериите за класификация на разглежданите банки е в зависимост

от операциите, които те извършват, и по-точно според тези, върху които наблягат. Според този критерий американските инвестиционни банки например се подразделят на следните групи:

- привилегировани банки;
- банки от главната група;
- регионални банки;
- специализирани банки;
- изследователски банки;
- „мърчънт“ банки;

Привилегированите инвестиционни банки се поставят на първо място поради техния размер, репутация, присъствие на най-значимите пазари, клиента. Разликата между тях и „банките от главната група“ е само в мащаба на техните операции. Инвестиционните банки от тези две групи са разположени в Ню Йорк, а регионалните – в други финансови центрове на САЩ и обслужват по-малки регионални емитенти. Специализираните инвестиционни банки се наричат още „бутици“, тъй като извършват точно определен вид операции. Изследователски са банките, които се насочват в създаването на нови продукти за своите клиенти. „Мърчънт“ банките са специализирани основно в сделки по сливания и поглъщания между различни корпорации, както и придобиване на акционерни дялове или купуване на облигации със средства от собствения им капитал.

Инвестиционните банкови фирми са изправени пред растяща конкуренция, която ги кара да преосмислят дългосрочните си бизнес стратегии. Конкуренцията идва не само от страна на търговските банки, но и от институционалните инвеститори, които на базата на новите търговски платформи осъществяват сделки без използването на инвестиционните банки като посредници. Това естествено стимулира последните да разширяват кръга на своите бизнес интереси, ориентирайки се към сфери като обслужване на хедж фондове, частно банкиране, структурирано финансиране.

За разлика от инвестиционните банки, чиято природа традиционно се свързва с подпомагане първоначалните продажби на ЦК на първичния пазар, брокерските къщи са ориентирани към търговията с тях на вторичните пазари, организирани традиционно като фондови борси. Индивидуалните инвеститори, които най-често прибегват до услугите на брокерските къщи, обикновено се нуждаят от инвестиционно консултиране, преди да вземат своите решения. Същевременно някои инвеститори се чувстват достатъчно добре подготвени от теоретично и практическо естество, поради което считат, че не се нуждаят от инвестиционни съвети. За да отговорят на потребностите на своите клиенти, брокерските къщи се разделят на две групи:

- брокери, предлагащи пълна гама от продукти и услуги;
- брокери, предлагащи ограничен кръг продукти и услуги, т.нар. дисконтни брокери.

И двата вида брокерски къщи предлагат услуги, които са базисни за брокерската индустрия. На първо място, те действат като технически изпълнители при реализиране поръчките на клиентите. За целта осъществяват връзка с други брокери чрез фондовата борса или чрез извънборсовия пазар и по този начин купуват и продават заявените им от клиентите количества ЦК. На второ място, и двата типа брокерски къщи предлагат и някои допълнителни услуги, като: откриване на брокерски сметки с внасяне на част от необходимата сума за реализиране на сделка; предоставяне на брокерски заеми, известни под наименованието маржин

заеми; подпомагане на късите продажби чрез предоставянето на заеми под формата на ЦК.

Същевременно следва да се подчертае, че брокерските къщи, предлагащи пълната гама от услуги, са сравнително скъпи за дребния инвеститор, докато при дисконтните брокери положението е противоположно – услугите им са на поносими цени, но пък не могат да предоставят инвестиционни съвети. Оттук става ясно, че е на лице определена ниша, която започва да се запълва постепенно с появата и навлизането на пазара на т.нар. електронни или онлайн брокери. Тяхното развитие е обусловено както от огромните предимства, предоставяни от глобалната информационна мрежа, така и от факта, че успяват в задоволителна степен да съчетаят предимствата на двата главни типа брокери и – съответно ниски комисионни и осигуряване на пълен достъп до информация.

Взаимните фондове са вид инвестиционни компании. Не бива да се прави пълна диверсификация, защото в съвременните условия различията между отделните финансови институции намаляват, в резултат на което пада традиционната им специализация.

Асоциациите за спестяване и отпускане на заеми са специализирани в приемане на депозити от голям брой спестители със средни по размер доходи. Преобладаващата част от набраните суми се използва за отпускане на обезпечени с ипотека дългосрочни кредити (mortgage loans) за покупка на жилище. Останалата част от средствата се разпределя под формата на заеми за потребителски или търговски нужди. Институциите от този вид са известни във Великобритания като строителни дружества (building societies), а в САЩ като спестовни институции (thrift institutions). Представяват втория по големина финансов посредник и разполагат с мрежа от хиляди офиси, разположени в близост до тези, които се нуждаят от средства за покупка или строеж на жилище.

Взаимно-спестовните банки извършват дейност, аналогична с тази на предходната институция – набиране на средства и насочването им към ипотечни заеми. Дейността на спестовните банки обикновено се направлява и контролира от местните органи на държавната власт. Този вид банки привличат част от спестяванията на населението и се конкурират преди всичко със спестовните каси, кредитните съюзи и други подобни специализирани учреждения. Привлечените средства се влагат в потребителски, ломбардни и банкови заеми, а също така – и в покупка на държавни и общински ценни книжа, както и на акции и облигации на частни компании. Спестовните банки обикновено издават на своите клиенти кредитни карти.

Кредитните съюзи са малки организации, изградени на кооперативен принцип, и са изцяло собственост на своите членове. Набраните под формата на депозити средства се използват за отпускане на краткосрочни потребителски кредити. Най-често организаторите на такива институции са групи от хора, работещи в една фирма или друга форма на производствено обединение. Разликата между кредитните съюзи и другите форми на финансово сътрудничество е насочването на заемните средства само към нуждите на техните членове.

Съществуват и други финансови посредници, наречени още симбиозни, които се появяват през 70-те и 80-те г. Те са обединени от различни институции под един и същ корпоративен чадър. Най-често се занимават с: предлагане на застраховки, посредничество за ЦК и за сделки с недвижимо имущество, финансови съвети, кредитни услуги. Всяка от единиците, влизащи в конгломерата, обикновено предлага не само своите собствени услуги, но насочва клиентите и към услугите на останалите единици в конгломерата.

В обобщение следва, че финансовите посредници най-общо се подразделят на банкови и небанкови. Банковите осъществяват своята дейност по силата на лиценз от ЦУ на БНБ и контролът върху тяхната дейност е съобразен с банковото законодателство.

Небанковите финансови посредници осъществяват своята дейност по силата на договори за застрахователна и пенсионна дейност и другите финансови посредници. Дейността на същите се контролира от Комисията по финансов надзор.

Независимо от разнообразието на финансовите посредници, ефектите от тяхната дейност за националната икономика са неоспорими, като с по-голямо въздействие са банковите такива. При тях тези ефекти пряко се отразяват върху икономическото развитие на националната и световната икономика в съвременния глобализиран свят, в потвърждение на което са функциите на институцията на финансовия посредник. Това е така, тъй като банковите посредници се отличават със следните характеристики: банките осъществяват индиректно финансиране в икономиката, докато брокерите и дилърите на ценни книжа – полудиректно финансиране. При индиректното финансиране банките вземат инвестиционни решения и рисковете съответно се концентрират в банковия сектор. При полудиректното – от притежателите на финансови излишъци и рисковете се разпръскват върху една твърде широка база; финансовите посредници от банков тип емитират на пазара собствени дългови ценни книжа, които се наричат още вторични ценни книжа. Акумулираните средства се инвестират в непрехвърляеми дългове и първични ценни книжа, емитирани от други субекти. Именно трансформирането на вторични в първични ценни книжа отличава банките от брокерите и дилърите на ценни книжа, които също така способстват за придвижването на средства от спестителите към заемателите, но не пускат на пазара свои дългови ценни книжа; банковите финансови посредници съчетават на едно място характеристиките на брокерите, дилърите и организирания пазари. Те свързват кредитори и заематели, правят пазар на заемни фондове и централизират финансови сделки.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В съвременния глобализиран и динамичен свят е немислимо осъществяването на финансовите сделки без института на финансовите посредници. Това е така, тъй като финансовото посредничество осигурява: акумулиране на спестяванията при сравнително ниски разходи, оценяване на инвестиционните проекти на бизнесектора, финансиране, корпоративен контрол, риск мениджмънт.

Финансовите институции намаляват неопределеността при прехвърлянето на средства от спестителите към заемателите чрез участие във формулирането на „правила на играта“, осигуряване на тяхното прилагане и ограничаване на възможностите за избор на икономическите агенти.

Нещо повече, нивото на финансовото посредничество е добър „предсказател“, т.е. барометър, чрез който могат да се прогнозират темповете на икономическия растеж в дългосрочен план. По-конкретно те убедително доказват, че развитието на финансовия сектор предшества, а не следва икономическия ръст. В потвърждение на това са проведените изследвания в последните години (главно под егидата на Световната банка и МВФ), които недвусмислено показват наличието на симбиотична връзка между нивото на развитие и стабилността на финансовите пазари и институции и темповете на икономически растеж, което отрежда ключовата роля на института на финансовите посредници за икономическото развитие в съвременната бизнес среда.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Закон за кредитните институции, приет от XL Народно събрание на 13 юли 2006 г., обнародван в „Държавен вестник“, бр. 59 от 21 юли 2006 г., в сила от деня на влизане в сила на Договора за присъединяване на Република България към Европейския съюз; изм., бр. 105 от 2006 г.; изм., бр. 52, 59 и 109 от 2007 г.; изм., бр. 69 от 2008 г.; изм., бр. 23, 24, 44, 93 и 95 от 2009 г.; изм., бр. 94 и 101 от 2010 г.; изм., бр. 77 и 105 от 2011 г.; изм., бр. 38 и 44 от 2012 г.; изм., бр. 52 от 2013 г.; изм. и доп., бр. 70 от 2013 г.; доп., бр. 109 от 2013 г.; доп., бр. 22 от 2014 г.; изм. и доп., бр. 27, 35 и 53 от 2014 г.; изм. и доп., бр. 14, 22 и 50 от 2015 г.; изм. и доп., бр. 62 от 2015 г., в сила от 14 август 2015 г.; доп., бр. 94 от 2015 г.; изм. и доп., бр. 33 от 2016 г., в сила от 26 април 2016 г.; изм. и доп., бр. 59 от 2016 г.; доп., бр. 62 от 2016 г.; изм., бр. 81 от 2016 г.; изм. и доп., бр. 95 и 98 от 2016 г.

2. Закон за публичното предлагане на ценни книжа, влизащ в сила от 31.01.2000 г., Обн. ДВ. бр. 114 от 30 декември 1999 г., изм. ДВ. бр. 63 от 1 август 2000 г., изм. ДВ. бр. 92 от 10 ноември 2000 г., изм. ДВ. бр. 28 от 19 март 2002 г., изм. ДВ. бр. 61 от 21 юни 2002 г., изм. ДВ. бр. 93 от 1 октомври 2002 г., изм. ДВ. бр. 101 от 29 октомври 2002 г., изм. ДВ. бр. 8 от 28 януари 2003 г., доп. ДВ. бр. 31 от 4 април 2003 г., изм. ДВ. бр. 67 от 29 юли 2003 г., доп. ДВ. бр. 71 от 12 август 2003 г., изм. ДВ. бр. 37 от 4 май 2004 г., изм. ДВ. бр. 19 от 1 март 2005 г., изм. ДВ. бр. 31 от 8 април 2005 г., изм. ДВ. бр. 39 от 10 май 2005 г., изм. ДВ. бр. 103 от 23 декември 2005 г., изм. ДВ. бр. 105 от 29 декември 2005 г., изм. ДВ. бр. 30 от 11 април 2006 г., изм. ДВ. бр. 33 от 21 април 2006 г., изм. ДВ. бр. 34 от 25 април 2006 г., изм. ДВ. бр. 59 от 21 юли 2006 г., изм. ДВ. бр. 63 от 4 август 2006 г., изм. ДВ. бр. 84 от 17 октомври 2006 г., изм. ДВ. бр. 86 от 24 октомври 2006 г., изм. ДВ. бр. 105 от 22 декември 2006 г., изм. ДВ. бр. 25 от 23 март 2007 г., изм. ДВ. бр. 52 от 29 юни 2007 г., изм. ДВ. бр. 109 от 20 декември 2007 г., изм. ДВ. бр. 67 от 29 юли 2008 г., изм. ДВ. бр. 69 от 5 август 2008 г., изм. ДВ. бр. 23 от 27 март 2009 г., изм. ДВ. бр. 24 от 31 март 2009 г., изм. ДВ. бр. 42 от 5 юни 2009 г., изм. ДВ. бр. 93 от 24 ноември 2009 г., изм. ДВ. бр. 43 от 8 юни 2010 г., изм. ДВ. бр. 101 от 28 декември 2010 г., изм. ДВ. бр. 57 от 26 юли 2011 г., изм. ДВ. бр. 77 от 4 октомври 2011 г., изм. и доп. ДВ. бр. 21 от 13 март 2012 г., доп. ДВ. бр. 94 от 30 ноември 2012 г., изм. и доп. ДВ. бр. 103 от 28 декември 2012 г., изм. и доп. ДВ. бр. 109 от 20 декември 2013 г., изм. и доп. ДВ. бр. 34 от 12 май 2015 г., изм. ДВ. бр. 61 от 11 август 2015 г., изм. и доп. ДВ. бр. 62 от 14 август 2015 г., изм. ДВ. бр. 95 от 8 декември 2015 г., изм. ДВ. бр. 102 от 29 декември 2015 г., доп. ДВ. бр. 33 от 26 април 2016 г., изм. и доп. ДВ. бр. 42 от 3 юни 2016 г., доп. ДВ. бр. 62 от 9 август 2016 г., изм. ДВ. бр. 76 от 30 септември 2016 г.

3. Bossone, V., P. Honohan, and M. F. Long. *Policy for Small Financial Systems*. In "Financial Sector Policy for Developing Countries", Edited by G. Caprio, P. Honohan, D. Vitas, A copublication of the World Bank and Oxford University Press, 2002, p. 125

4. Георгиев, Л. Теория на финансовото посредничество. Варна, 2010.

5. Крайнинска, И. Финансовите посредници на българския пазар – състояние, проблеми, перспективи. София: АИ „проф. Марин Дринов“, 2010.

6. Ledgerwood, Joanna. *Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective*. Washington, D.C.: The World Bank, 1999, p. 97.

7. <https://www.fibank.bg/bg/normativna-uredba/page/1992#nov-reglament-mifid>

8. <http://www.referati.org/funkcii-na-finansoviq-posrednik/24021/ref/p4>