



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>

## PROBLEMS OF THE INTRODUCTION OF DERIVATIVE INSTRUMENTS ON THE BULGARIAN STOCK EXCHANGE

Vasil Pavlov

*University of agribusiness and rural development, Plovdiv, Bulgaria*

**Abstract:** The capital market in Bulgaria is significantly behind the EU market. It is characterized by low market capitalization, a small number of listed companies and a scant interest in financing by both institutional investors and individual investors. Of course, this fact can be explained by the insufficient awareness of the population about the opportunities this market offers, and that would be true, but it would not be enough. The crunch in the development of the capital market in Bulgaria leads to a number of important consequences for the economy, perhaps the most significant of which is the strengthening of the role of commercial banks as the most important sources of credit resources. The report monitors the state of the Bulgarian capital market and seeks opportunities for the widespread penetration of derivative instruments that will increase the interest of investors and lead to attracting additional capital to the capital market in the country.

**Keywords:** financial market, stocks, trades, derivative instruments, risk management, hedging, options.

## ПРОБЛЕМИ НА ВЪВЕЖДАНЕТО НА ДЕРИВАТИВНИ ИНСТРУМЕНТИ НА БЪЛГАРСКИЯ ФОНДОВ ПАЗАР

Васил Павлов

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

**Резюме:** Капиталовият пазар в България значително изостава в сравнение с пазарите в ЕС. Характеризира се с ниска пазарна капитализация, малък брой листвани фирми и бегъл интерес към финансиране от него както от страна на институционалните инвеститори, така и на индивидуалните. Разбира се, този факт може да се обясни с

недостатъчната информираност на населението относно възможностите, които този пазар предлага, и това би било вярно, но не би било достатъчно. Рудиментарността в развитието на капиталовия пазар в България води до редица важни за икономиката ни последици, може би най-значимото от които е засилването на ролята на търговските банки като най-важни източници на кредитен ресурс. В доклада се проследява състоянието на българския капиталов пазар и се търсят възможности за широкото навлизане на деривативни инструменти, които да увеличат интереса на инвеститорите и да доведат до привличане на допълнителен капитал към капиталовия пазар в страната.

**Ключови думи:** финансов пазар, акции, сделки, деривативни инструменти, управление на риска, хеджиране, опции.

## **ВЪВЕДЕНИЕ**

От въвеждането на валутния борд до този момент, независимо от политическото си управление, България се развива относително положително. Темповете на ръст на номиналния брутен вътрешен продукт са положителни. Това обуславя и положителното развитие на капиталовия пазар в България. За съжаление темповете не са такива, каквито бихме желали да бъдат. Един от най-сериозните проблеми за това, наред с много други, като липсата на доверие, пропуски в законодателството и т.н., е че на “Българската фондова борса - София” АД липсва така желаната от инвеститорите ликвидност.

Целта на настоящия доклад е да се посочат възможностите за привличане на по-голям брой инвеститори на фондовата борса. В центъра на вниманието са деривативните инструменти и възможностите, които те предоставят за създаване на интерес у инвеститорите за хеджиране на риска.

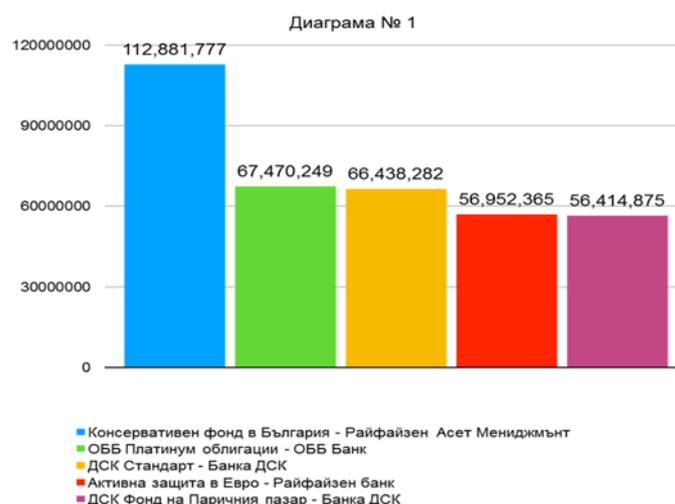
## **СЪСТОЯНИЕ НА ПАЗАРА НА ЦЕННИ КНИЖА**

Ако на българския фондов пазар съществуваша деривативни инструменти, освен вариантите, то вероятно големите институционални инвеститори щяха да заемат сериозни позиции в ценни книжа на борсовия ни пазар и щяха да поддържат висока ликвидност. Разбира се не само чуждестранни, но и много български институционални инвеститори, като банки, пенсионни фондове, застрахователни компании и други, биха се възползвали със сигурност от тези възможности, които предлагат подобен тип инструменти за хеджиране на риска. Българинът като цяло е консервативен тип инвеститор, но причината за това по-скоро е, че той има слаба финансова грамотност и култура, която не му дава възможност той да печели от натрупаните през годините спестявания, а напротив - го ограничава да повиши доходността и от спестяванията при приемлив риск. В допълнение трябва да признаем, че българинът се е напатил от измамни схеми и още помни финансовите пирамиди. Необичайно е обаче, когато му се предлага висока лихва без никаква гаранция, той сякаш забравя, че съществува риск, и влива огромни средства в нелицензирани популярни каси. Твърди, че не е запознат, а след това чака държавата в лицето на БНБ и Фондът за гарантиране на влоговете да му върне парите. Пренебрегва за съвет лицензираните от Комисията за финансов надзор инвестиционни консултанти, пренебрегва най-вече представителите на академичната общност по отношение финансовата си култура и грамотност. Нещо, което е напълно недопустимо и неприемливо.

Българският инвеститор познава три “напълно безрискови” инструмента - депозит в банка, недвижим имот и злато. Изначално ги счита за сигурни и че те ще носят само положителен доход през годините. Оттам идват и натрупаните огромни депозитни сметки в банките по данни на БНБ. Само по себе си наличието на

деривативни инструменти не би го накарало да търгува активно на БФБ, но би спомогнало по веригата, която биха задвижили те, той да инвестира пасивно примерно в договорни фондове, предлагани от лицензирани юридически лица, каквито са инвестиционните посредници, и в структурирани продукти, предлагани от банките. Разбира се, трябва да се засили информационната кампания както по отношение на дохода и риска, но така също, че за депозитите се плащат данъци. Проблемът е, че българинът-спестител следи информацията кампанийно и избирателно. В същото време, без да се тръби, че популярните каси не са лицензирани и се управляват без особено квалифицирани управители, той влага парите си от продажба на недвижим имот за обещани 10% до 20% годишна лихва без да се замисля. Т.е. българинът все пак приема риска и то съзнателно, но само ако обещаната доходност е висока, макар и да съзнава, че тя не е реална.

Трябва да се отбележи, че лицензираните от Комисията за финансов надзор юридически лица, като инвестиционни дружества, управляващи дружества, АДСИЦ, свързани с капиталовия пазар у нас, са изключително иновативни както по отношение на услугите, които те предлагат, така и по отношение на фокуса на инвестиционните си цели и предложенията за намаляване на риска чрез дериватно подобни инструменти. За пример: “Депозит микс” на Райфайзен банк, който е комбинация от срочен депозит в Райфайзенбанк (България) и инвестиция в един от договорните фондове, управлявани от Райфайзен Асет Мениджмънт, или в един от фондовете, управлявани от Райфайзен Кепитъл Мениджмънт (Виена) и дистрибутирани от Райфайзен Асет Мениджмънт. В срочен депозит с фиксирана лихва се инвестират 70% от сумата, а останалите 30% са в един или няколко фонда по желание на клиента. Такива продукти притежават ТБ “Първа инвестиционна банка” АД, ТБ “Банка ДСК” АД и вече може би почти всички банки в страната. Тези продукти съчетават сигурността на депозита с възможност за допълнителна доходност от взаимния фонд. На българския финансов пазар има алтернативи за повишаване на доходността и намаляване на риска, но главно място играе желанието на инвеститорите да участват (те не са безразлични) и да се възползват от възможността да използват такива инструменти - това доказва обемът пари инвестиран в такива договорни фондове. На диаграма 1 са предствени някои от най-големите фондове в България<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> Не са предствени всички договорни фондове, тъй като те не са предмет на настоящата публикация, а са само допълнение към хипотезата, че българинът все пак би се интересувал от нови финансови инструменти при поемане на приемлив за него риск.

Българският инвеститор е принципно консервативен, но със сигурност би имал интерес към по-сложни инструменти и стратегии. След въвеждането на деривативни инструменти в България - като опции, суапи и т.н., за развитието им можем да очакваме включването на големи чуждестранни инвеститори, тъй като делът на българските инвестиции в такива инструменти би бил пренебрежимо малък. Деривативните инструменти дават възможност за търговия и сами по себе си, т.е. възможно е да се извлекат печалби от търгуването им като самостоятелен инструмент, без да се очаква те да падежират или да се използват за хеджиране. Именно тук е и надеждата, че появата им ще доведе инвеститори-спекуланти.

За целта на настоящата публикация приемаме, че институционалният инвеститор и инвеститорът-физическо лице действат рационално и очакват да реализират печалби в растящи темпове, като същевременно опитват да намалят риска, свързан с инвестициите или, доколкото е възможно, да го избегнат въобще.

### **ПРОБЛЕМИ НА ВЪВЕЖДАНЕТО НА ДЕРИВАТИВНИ ИНСТРУМЕНТИ НА БЪЛГАРСКИЯ ФОНДОВ ПАЗАР**

Основните проблеми, които се очертават относно въвеждането на деривативни инструменти на българския фондов пазар са няколко. На първо място стои въпросът: къде биха могли да се търгуват опциите. Трябва ли да се създаде отделна борса за търговия с опции или би могло да се използва отделна секция или сегмент на Българска фондова борса - София за тази цел? Решението формално ще се вземе от законодателя. Въпросът е дали една такава отделна хипотетично борса, да я наречем “Българска опционна борса”, би могла да генерира достатъчно интерес и съответно ликвидност. Ако разгледаме опита на една от големите световни борси, и съответно най-старата борса за фючърси в света - Чикагската борса за търговия Chicago Board of Trade (CBOT)<sup>2</sup>, ще видим, че тя създава отделна борса за търговия с опции - Chicago Board Options Exchange (CBOE). Смятаме, че в България една такава отделна от БФБ опционна борса няма да е необходима. Първата причина за това е, че оборотът, от който зависят комисионните и печалбата на БФБ за последните години, не е чак толкова висок - оттук може да заключим, макар и некатегорично, че все пак и на отделната опционна борса оборотът няма да е толкова висок (таблица 1 и диаграма 2) и е възможно тя дори да не може да излезе на печалба дълго време след първоначалните инвестиции, направени за нея. Втората причина е, че инвестиционните посредници, институционалните инвеститори и дребните инвеститори-физически лица ще увеличат своите фиксирани разходи, тъй като ще трябва да станат абонати на две борси.

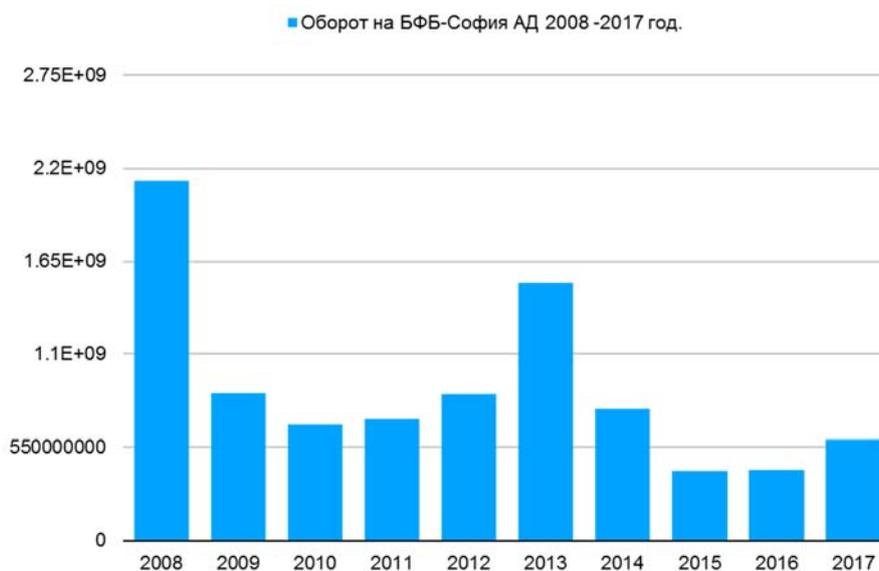
За да повишат качеството на услугите си лицензираните инвестиционни посредници, в т.ч. и банките, получили лиценз за инвестиционни посредници от КФН, ще трябва да назначат още високо квалифициран ИТ и финансов персонал, който да обслужва клиентите им. Трябва да се има предвид, че потребителите на платформите, както на БФБ, а така също и на инвестиционните посредници, са неголямо число – през януари 2011 г. клиентите на COBOS са били 1 212, докато през ноември 2017 година са 195. Причината за намалелите COBOS потребители е разработването от страна на инвестиционните посредници и банките на собствени платформи за търговия с акции<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Недев, Тодор, Борси и борси сделки, София, УИ “Стопанство”, 2008, с. 43.

<sup>3</sup> COBOS е интернет базирано приложение за оторизиран и защитен достъп в реално време до системата за търговия на борсата с цел въвеждане на поръчки за сключване на сделки от клиенти на борсови членове след тяхното потвърждение от борсови посредници. Реално време в случая означава, че приложенията на потребителите на COBOS се обръщат за актуализиране най-малко на всеки петнадесет секунди.

**Таблица 1.** Приходи и печалби на БФБ – София АД 2008 – 2017 г.

Година	Приход в хил.лв.	Печалба в хил.лв.
2008	5,048	545
2009	2,364	-77
2010	1,971	-284
2011	2,389	314
2012	2,790	603
2013	2,980	1,054
2014	2,168	-479
2015	1,632	-338
2016	1,777	64
2017	1,618	127

**Диаграма 2.** Оборот на БФБ – София АД 2008 -2017 г.

Тук е мястото да отбележим, че е важно е да се прави разлика между потребител на платформа, който е активно търгуващ, и акционер в компания, публично търгувана на БФБ-София АД. Защото потребителите на SOBOS и собствените платформи за търговия с акции на БФБ-София АД, на лицензираните инвестиционни посредници по данни от август 2012 година на самите инвестиционни посредници<sup>4</sup> са близо 4 000 - или точното число е 3 740. Оттогава до днес основният индекс на БФБ-София АД се е покачил 322,38 на 667,20 на 1 декември 2017 година (таблица 2). Това е близо двойно увеличение на индекса. Има известна логика в това да търсим корелационна зависимост между ръста на индекса на фондовата борса и броя на активно търгуващите през платформите.

<sup>4</sup> [https://www.investor.bg/temi/платформи за търговия на БФБ/](https://www.investor.bg/temi/платформи_за_търговия_на_БФБ/)

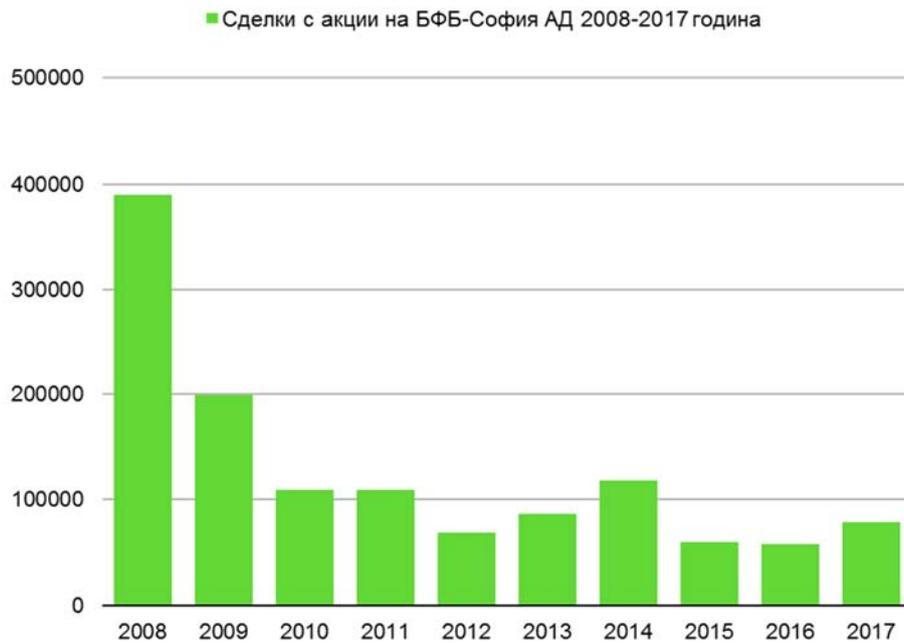
**Таблица 2.** Оборот, брой сделки и величина на СОФИКС за периода 2008-2017г.

Година	Оборот на БФБ в хил. лв.	Сделки на БФБ (брой)	СОФИКС
2008	2 129 126 882	389 589	358 66
2009	867 998 674	199 257	427 27
2010	682 941 581	109 738	362 35
2011	717 023 440	109 260	322 11
2012	864 038 427	68 855	345 46
2013	1 521 771 756	87 069	491 52
2014	774 899 861	118 074	522 1
2015	410 779 043	60 047	460 9
2016	416 003 870	58 442	586 43
2017	595 000 000	73 641	667 02

Ако приемем тази логика, със съответните ограничения разбира се, и без да използваме сложен математически, статистически и вероятностен апарат, можем много грубо да пресметнем, че потребителите към днешна дата биха могли да са два или три пъти повече. Нека приемем че са 10 000, макар че това число би изглеждало голямо. Дори да решим да се съгласим, че всички те са професионални инвеститори и от гледна точка на приходите от комисионни на БФБ, които те са спомогнали да се формират, едва ли би било достатъчно, за да може да имаме втора отделна борса и то само за опции. Една такава борса от една страна би била допълнение към лицензирания единствен фондов оператор към момента, но от гледна точка на приходите би била и конкурент.

В момента, в който търговец закупи опции на опционната борса, неговите пари за инвестиции, които той би бил готов да даде на БФБ-София АД, ще бъдат по-малко, като се отчете сумата, която е заплатил за опциите. И в този момент комисионните, които ще се заплатят на опционната борса, няма да отидат по сметки на оператора, на който се търгуват акции. Нещо повече, колкото по голям е дялът на спекулантите, търгуващи като процентен дял от гореспоменатите 10 000 инвеститори, толкова по-голяма е вероятността те да търгуват и на опционната борса с цел просто да извлекат печалба от разликите в цените на опциите без да купуват базовия актив на първата борса. Изхождайки и от това, че броят на сделките на БФБ-София АД (диаграма 3) е намалял стабилно и се е стабилизирал на едно ниво от около под 100 000 бройки за година, може би по-добрият вариант за опционна борса е тя да бъде част от БФБ-София АД.

Друг важен мотив да се разшири лицензът на БФБ-София АД от Комисията за финансов надзор с издаване на разрешение за операции с опции е това, че инвеститорите биха имали възможността да работят с една платформа за търговия, на която едновременно могат да търгуват акции, деривативни инструменти, а в някакво обозримо бъдеще - и валута. Това ще спести много разходи и различни неудобства на търговците.



Диаграма 3. Сделки с акции на БФБ – София АД 2008 – 2017 г.

Предимствата за инвеститорите в случай, че лиценз за търговия с деривати се даде на сегашния оператор, са по-малко разходи, работа на една платформа, доверие от страна на чуждестранните инвеститори по отношение на модернизацията на БФБ-София АД и по отношение на иновативността ѝ, привличане на повече инвеститори, разширяване броя на инструментите за търговия, възможност за управление на риска, повишаване на имиджа на борсата извън и вътре в страната. Не без значение е и че цената на акциите на борсовия оператор на търгуваните други акции като цяло ще се покачи. При това положение има възможност част от спестяванията по различни канали да започнат да текат, като крайна дестинация, към БФБ-София АД.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

За да имаме развит пазар на деривативни инструменти са налице важни обстоятелства. Към тях се отнасят: наличие на отлично подготвена академична общност в България. Съществуват значителен брой висши учебни заведения, както държавни, така и частни, в които има икономически факултети, където се преподават дисциплини, свързани с управлението на риска и дериватите в частност, и се подготвят отлични специалисти по проблемите на управлението на риска. Всяко едно изчакване би означавало да бъдем по-слабо конкурентни на останалите борси в Централна и Източна Европа и евентуално да бъдем погълнати от друг по-голям и значим пазарен играч; наличие на разработени критерии и правила за емитиране на деривателни инструменти; наличие на борсови индекси.

Деривативните инструменти имат своето безспорно и много значимо място в съвременното управление на риска. Българският пазар определено изостава значително в процеса на развиване на различните форми на деривативни инструменти и търговията с тях. Със сигурност би било добре такива инструменти да бъдат включени в най-скоро време на БФБ, за да може инвеститорите да имат лостове за управление на риска. Това ще привлече допълнителен капитал към фондовата борса и към капиталовия пазар в страната изобщо, което би увеличило интереса и към стоковите борси в страната.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Ангелов, Ив., Световната икономическа криза и България, „Проф. Марин Дринов“, С., 2010.
2. Асенова, М., Ст. Бъкличаров, М. Врачовска, Финансови пазари, „Авангардпринт“, Русе, 2008.
3. Асенова, М., Финансови пазари, „Фабер“, В. Търново, 2012.
4. Асенова, М., Фондови борси, „Фабер“, В. Търново, 2012.
5. Вачков, Ст. и др., Въведение в банковото дело, „Стено“, В. 2009.
6. Вачков, Ст. и др. Решения в корпоративните финанси, Р.И.С., В., 2011.
7. Вачков, Ст. и др. Финансови измерения на икономическата свобода, „Стено“, Варна, 2009.
8. Вътев, Ж., Б. Божинов, Анализ на банковата дейност, Академично издателство „Д.Ап.Ценов“, Свищов, 2013.
9. Вътев, Ж. и др. Финансов мениджмънт на банката, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2007.
10. Георгиев, Г. и кол. Инвестиции, „Макрос 2000“, 2013.
11. Кейнс, Дж.М. Обща теория на заетостта, лихвата и парите, С. 1993.
12. Кръстев, Б. Финансов анализ, „Таланти“ Пловдив, 2013.
13. Кръстев, Б. Проектно финансиране и техники, „Авангард прим“, 2017.
14. Кръстев, Б.и кол. Корпоративни финанси, „Авангард прим“, 2013.
15. Кънев, М. Идеята за прогрес отвъд икономиката. „Изток-Запад“, 2013.
16. Масларов, Св. Международни финанси. НБУ, 2011.
17. Мишкин, Фр. Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари, „Изток-Запад“, 2014.
18. Стоилова, Д. Финанси и финансово управление на фирмата. БОН, Благоевград, 2015.