



<http://uard.bg>

New Knowledge Journal of Science

Списание за наука „Ново знание“

University of Agribusiness and Rural Development Academic Publishing House
Bulgaria

Академично издателство на Висше училище по агробизнес и развитие на регионите
Пловдив

СЪСТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМИ В ТЪРГОВИЯТА НА БФБ-СОФИЯ АД В УСЛОВИЯТА НА ФИНАНСОВА КРИЗА

Йоана Милева

Висше училище по агробизнес и развитие на регионите

Увод

На фондовата борса се търгува бъдеще - продава се и се купува прогнозата как една компания ще се развива в следващите години. Има три единствени, но задължителни условия за успех - да избереш дружество, което има заложен условия да се развива; да избереш точното време за покупката на акциите; да избереш момента за продажбата на акциите. Тези закони, които важат в целия свят, важат и у нас от началото на съвременната фондова борсова търговия. Има и още нещо общовалидно на този пазар - търговията с акции е рискована винаги, независимо дали е законово уредена или не. Няма и не може да има гаранции, че стойността на избраните от вас ценни книжа непрекъснато ще расте. Обикновено явление в целия свят са борсовите сътресения, водещи до загуби за отделни инвеститори. Обикновено при подобни кризисни ситуации оцеляват и се измъкват от капаните на ценовото движение само онези, които най-добре познават отделните компании и умеят да преценят кога да купуват и кога да продават.

Целта на този материал е да представи някои от важните моменти в живота на фондовата борса в България след приемането на страната в ЕС и да посочи част от проблемите. Това е доста широка тема и затова се спираме на някои пунктове, като осъзнаваме, че има още много важна информация за анализиране, която остава извън нашето ползрение.

1. Търговия на БФБ-София АД след приемането на страната в ЕС

Очакванията, че страната ще влезе в ЕС, както и макроикономическото състояние в периода 2003-2006 г. доведе до невиджат скок в цените на недвижимите имоти у нас, а също така и на финансовите инструменти. В България на БФБ-София АД се развиват предимно инвестициите в акции и по-малко в облигации. В този период пазарът се движи изключително в една посока - акциите постоянно поскъпват. Това в никакъв случай не е само изкуствено вдигане на котировките, а по-скоро следствие на появата на много нови инвеститори - както наши, така и чуждестранни. Свежият финансов ресурс расте непрекъснато, а срещу него не стоят много като количество и качество акции, в които той да бъде вложен. Това прави борбата за наличните ценни книжа остра и води до поскъпването им - всеки иска да придобие от тях, тъй като на каквато и цена да ги купи, в следващите дни и месеци тя ще е надмината. Тази ситуация е желана от всеки инвеститор и положителните очаквания са именно

да купува евтино и да продава скъпо, но специалистите добре знаят, че постоянният растеж на цените рано или късно ще се дискредитира и ще последва спад и консолидация - естествена реакция на свободния пазар.

След приемането на страната в ЕС на българския фондов пазар настъпи оживление. Цените на финансовите инструменти, най-вече на акциите, регистрират постепенен ръст, а притокът на чуждестранни инвестиции се повишава. Непознатите доскоро за българската практика инвестиционни фондове нарастват и в доверителното управление на парични средства активно се включват и банковите институции. Увлечени от непрекъснатия ръст на цените на борсата и печалбите, които за година достигат до 80%, някои инвеститори залагат прекалено големи надежди на родната борса и смятат, че възходът ѝ ще продължи поне още две-три години. През 2007 г. БФБ-София АД постига най-добрите си резултати. Регистриран е оборот от 9,946 млрд. лв, което е повече от три пъти в сравнение с предходната 2006 г., а реализираните сделки са

увеличени с 200%.¹ Очакванията за възходящ тренд на пазара не се оправдават, защото тъмната сянка на кризата хвърля своето отражение и върху България.²

Ударът, който понесе БФБ-София АД, показва, че глобализацията на финансовите пазари се разраства и кризата засяга също по-затворените, регионални борси. В цифри това отражение най-ярко може да се проследи като се види какви са стойностите на водещите борсови индекси SOFIX и BG-40, както и на пазарната капитализация на борсата. За период от две години - от 2008 до 2010, индексите на борсата се сринаха с 300-350%. През 2010 г. се забелязва известен подем и индексите регистрират покачване. Анализаторите бързат да оповестят, че в края на 2009 г. страната излиза от финансовата криза. Но тази криза не се проявява само в една област затова не може със сигурност да се твърди този факт. Така е, защото редица отрасли на икономиката изпадат в рецесия, а в края на 2011 г. основните борсови индекси отбелязват около 10% спад спрямо предходната година³. Танцът на цените на борсата продължава в стъпките на тангото - две напред и една назад.

Новост е, че в началото на 2011 г. БФБ-София АД получи публичен статут и акциите ѝ бяха качени за продажба на капиталовия ни пазар. Въведен бе нов индекс на пазара - CGIX (Corporate Governance Index), който обхваща само най-добрите акции на дружества с много добро корпоративно управление. Най-голямата промяна в този период обхвана реструктурирането на пазарите на БФБ-София АД. Отпадат съществуващите «официален» и «неофициален» пазари и се обособяват: Premium Market – за най-високия сегмент акции и Standard Market – за основния сегмент акции. Първоначално второстепенният пазар на акции е наречен Bulgarian Second-tier Equity Market (BaSE Market), а впоследствие в Правилника на Борсата името бе променено на Bulgarian Alternative Stock Market, но съкращението се запазва и до сега. Системата за електронно подаване на поръчки COBOS продължава да регистрира спад.

Икономическите и политически събития в България и най-вече в съседна Гърция, както и несигурността в еврозоната, спекулациите за нейното разпадане, протестите в няколко европейски столици, понижените очаквания за развитието на доминиращите световни икономики са определящи за настроението на инвеститорите

¹ Вж. Отчет за дейността на Българска Фондова Борса София АД за 2007 г.

<http://download.bse-sofia.bg/pdf/Report31122007bg.pdf>

² Асенова, М., Ем. Михайлов, Ж. Вџтев, Б. Кръстев, Г. Георгиев. Изследване въздействието на финансовата криза върху банковия сектор в България, Алманах научни изследвания, том 11, Свищов, Академично издателство „Ценов“, 2010

³ Годишен отчет на БФБ-София АД за 2011 г.

през 2012 г. Особено през третото тримесечие оборотът на сегментите за акции на Основния пазар намалява, като спадът е 26,19% за сегмент Standard и 70,79% - за сегмент Premium. Спад има и в като цяло инцидентния оборот на сегмента за търговия на права, като той е с около 90%. Независимо от тези страскащо намаляващи показатели за това тримесечие като цяло на годишна база оборотът на регулиран пазар нараства с 9,36% от 622 987 279,86 лв. за 2011 г. до 681 298 637,26 лв. за 2012 г. Явно е, че спадът за първите три години на кризата – от 2008 до 2010 г. е бил твърде голям, така че равнището на оборотите през 2012 г. не може да бъде с отрицателен знак. Както вече бе посочено, нарастването се дължи на вторичната търговия на акциите на енергоразпределителните дружества, приватизирани през 2012 година. Оборотът с акции на АДСИЦ за 2012 година нараства с над 85% спрямо 2011 г. Оборотът с акции и дялове на колективни инвестиционни схеми на свой ред нараства с 26,44%, а оборотът с компенсаторни инструменти – с 156,36%.⁴

Търговията на борсата през 2013 г. е още по-силна от тази през 2012 г. На годишна база оборотът е 1 549,39 милиона лева, а за предходната 2012 година той е 1 104,29 милиона лева. Най-голямо в относителен дял е нарастването при оборота с акции и дялове на колективни инвестиционни схеми: 256,94%, а в абсолютна стойност нарастването е най-значително при акциите (без акции на АДСИД) – 285,6 милиона лева. Броят сделки нараства с 28,35% от 67451 сделки през 2012 г. до 86 576 през 2013 г. Най-голямо е нарастването при броят сделки с компенсаторни инструменти – повече от два пъти, но в абсолютен размер то е най-значително при сделките с акции (без АДСИЦ) – с повече от 16000 сделки от 50000 сделки през 2012 г. до над 66000 сделки през 2013 г.⁵

Много точен и силен показател за състоянието на пазара на ценни книжа е движението на борсовите индекси. Всички индексите на БФБ-София АД нарастват значително през 2013 година. Същата тенденция се наблюдава и през 2012 г., с изключение на BGTR30, чиято стойност отбелязва незначително намаление с около 10 пункта. Стойността на SOFIX нараства с 43% до над 491 пункта, стойността на BG40 нараства с 27,08% до почти 159 пункта, стойността на BGREIT нараства с 11,66% до 88,66 пункта, а тази на BGTR30 – с 35,98% до 349,03 пункта.

Независимо от покачването на показателите работата на БФБ-София АД е далеч под достигнатото през 2007 г., както и далеч под необходимото за един модерен капиталов пазар на

⁴ Годишен отчет на БФБ-София АД за 2012 г.

⁵ Годишен отчет на БФБ-София АД за 2013 г.

Балканите. Част от тези добри резултати се дължат само на някои спорадични и големи сделки, които на базата на сравнително ниския оборот през годините на финансова криза могат да доведат до отклонение в показателите с десетки единици. Ето защо е необходимо да се внимава и да се отчита, че:

- достигане на „реалните“ стойности на акциите. Реалните стойности са твърде субективна категория. В момента SOFIX е около 430 пункта и все още е в пъти под достигнатите почти 2 000 пункта през 2007 г.;
- възможно е да се появят балони на БФБ-София, тоест прекалено високо оценени акции. Това не е изключено, защото спекулантите трудно задържат кеш и обичат да го инвестират на пазара. От една страна „кешът в ръцете им пари“, от друга страна борсовата игра е увличаща и те търсят още и още печалби. Все пак ръст на SOFIX с 48% за година си е червен флаг и е нужно замисляне. Разбира се масово се изважда доводът, че големият ръст идва след големия спад от 2007 г. насам.;
- може да се появят публични предложения на акции, например на привилегирани, каквито намерения имат от Първа инвестиционна банка и Централна кооперативна банка. Възможно е да видим и чисто нови листвания на компании. В края на 2012 г. бяха приватизирани държавните пакети в Енерго-Про и ЧЕЗ и тогава впечатление направи големият интерес. Подадените пазарни поръчки за Енерго-Про бяха за 10,5 млн. лв., или 10,7 пъти повече от тези за ЕВН в края на 2011 г. Ако днес има подобен търг не е изключено да видим търсене в пазарни поръчки за 100 млн. лв. Просто пари в инвеститорите би трябвало да има.

2. Основни проблеми и рискове пред БФБ-София АД

Проблемите пред дейността на БФБ-София АД могат да се обобщат като икономически, политически, организационни и на средата.

Ако започнем отзад напред, то проблемите на макро и микросредата са едни от основополагащите, тъй като липсата на добра демографска, правна, икономическа, техническа, социална и т.н. среда влияе негативно както в количествен, така и в качествен аспект на търговията на борсата. Липсата на прозрачност и недостатъчното разкриване на информация са основните проблеми, които спъват големи инвеститори, включително и чужди, от вложения на БФБ – София АД.

Инвеститорите продължават да изпитват несигурност и риск. Това се държи както на дългочакания, но все още неслучващ се ръст в икономиката, така и на влошената политическа обстановка в страната, недоволството, стачките и работата на Парламента под натиск.

Друг много съществен проблем е качеството на компаниите, които се търгуват на борсата и достъпът на обикновените инвеститори до избор на ценни книжа. Неслучайно в основния български борсов индекс SOFIX има само 15 дружества. Така е, защото не са много компаниите с висок фрий флот, които позволяват на обикновените хора да инвестират. В същото време говорим за повишаване на инвестиционната култура на българина. Как де се случи това, когато дори тези, които имат познания и известно желание да търгуват нямат голям избор.

Изискването на българския оператор за нивото на прозрачност на дружествата е значително по-ниско от това за компаниите на големите фондови борси. Оттук у инвеститорите се поражда усещане за несигурност и риск. Именно поради тази причина, както и липсата на пълна информация за собствеността на публичните компании кара големи инвеститори да ограничат участието си на борсата. Всичко това поражда рискове от конфликт на интереси.

Липсата на достатъчно интерес към компаниите листвани на българската борса кара някои дружества да правят двойно или дори тройно регистриране на акциите на други борси. Така те се стремят да придобият известност в съседни страни и да имат по-големи шансове за увеличаване на капитала и за разширяване на дейността си. Досега двойно листване са направили общо три български дружества, всичките в Полша – това са "Софарма", "Еврохолд България" и фондът за имоти "Интеркапитал пропърти дивелопмънт", който набра 3.6 млн. лв. от предлагането си на сегмента New Connect за по-малки и наскоро създадени компании. Листване зад граница обмислят още "Монбат", "Енемона" и "Каолин". Освен във Варшава те обаче обсъждат евентуално излизане във Франкфурт или в Букурещ.

Проблемът на БФБ-София АД в момента не е само в компаниите и секторите, а в това че на борсата няма ликвидност. Ако държавата иска да увеличи инвеститорския интерес към страната, трябва да обърне специално внимание на капиталовия пазар. Друг проблем на нашата борса е лошото корпоративно управление на публичните компании. Въпреки че повечето от публичните ни компании са приели Националния кодекс за корпоративно управление, като част от вътрешно-нормативната им уредба, реалното им корпоративно управление е под всякаква критика. Технически погледнато това води до значителен дисконт, в допълнение към този за липса на ликвидност, при оценка на инвестициите в наши акции. Публичните компании у нас не са публични. Те не са достатъчно прозрачни, не разкриват достатъчно информация, дори има много случай на дезинформация на инвеститорите. Правят се фиктивни сделки, манипулират се финансови

отчети, прилага се трансферно ценообразуване, необосновано се разводнява капитала и други. Напоследък изглежда, че избягването на данъчно облагане и заобикалянето на регулациите на пенсионните фондове, с цел финансиране на свързани компании, се превръщат в едни от основните мотиви за листване на БФБ.

Всички нерешени проблеми водят и до възникването и задълбочаването на рисковете пред фондовата борса. Според Правилата за управление на риска на БФБ-София АД могат да се дефинират следните видове рискове, свързани с дейностите, процедурите и системите на дружеството⁶:

1. Вътрешни - свързани с организацията на работа на Борсата, представляващи:

а) Рискове, свързани с процесите;

- рискове, свързани с изпълнението на основните функции на борсата;
- рискове, свързани с предлаганите услуги;
- проектни рискове.

б) Рискове, свързани със системите;

- пълна или частична недостоварност и пропуск в пълнотата на данните;
- липса на прецизност в методите на обработка на данните;
- грешки на софтуерни продукти;
- несъвършенство на използваните технологии;
- срив на системата на регулирания пазар, информационните и комуникационни системи.

в) Рискове, свързани с персонала;

- напускане на ключови служители;
- недобросъвестно поведение от страна на служителите на борсата;
- недостатъчна квалификация и липса на подготовка на лицата, работещи по договор за борсата;
- неблагоприятни изменения в трудовото законодателство;
- неосигурена безопасност на трудовата среда;
- недостатъчна или неадекватна мотивация на служителите;
- честа смяна на зетите служители, водеща до невъзможност за адекватно изпълнение на функциите.

2. Външни - свързани с макроикономически, политически и други фактори, които оказват и/или могат да окажат влияние върху дейността на борсата:

- неблагоприятни промени в нормативната уредба;
- рискове, свързани с прехвърлянето на важни дейности на трета страна – изпълнител;
- политически изменения;
- изменения в данъчната уредба;
- рискове от физическо вмешателство.

3. Други рискове, свързани с дейността на БФБ-София АД – свързани с предлаганите услуги, неидентифицирани в правилата за управление на риска на борсата

- пазарен риск;
- ценови риск;
- валутен риск;
- лихвен риск;
- ликвиден риск.

4. Общи (систематични) рискове - произтичат от възможни промени в цялостната икономическа система и по-конкретно, промяна на условията на финансовите пазари. Те не могат да се диверсифицират, тъй като на тях са изложени всички стопански субекти в страната.

- кредитен риск;
- икономически растеж и външна задлъжнялост;
- инфлационен риск;
- безработица;
- валутен риск;
- лихвен риск;
- риск при облагане с данъци;
- други системни рискове.

3. Бъдещи очаквания за развитие на пазара

Развитието на българския фондов пазар може да продължи в няколко посоки. Първата насока е по отношение на собствеността на борсата е необходимо да се вземе окончателно решение за приватизация на БФБ-София АД. От това решение ще произтекат и много други. В публичното пространство и в специализираните среди отдавна се лансират няколко версии как трябва да се случи приватизацията на борсата. В обобщен план мненията се разделят на две големи групи. Първите смятат, че БФБ-София АД трябва да попадне в ръцете на голяма европейска борса и по-вероятно това да е Германската фондова борса, тъй като от 2008 г. ние използваме нейната електронна платформа XETRA. Втората група е на мнение, че все още не сме достатъчно развити за да минем под контрола на голям пазарен оператор, който ще ни погълне и претопи. По подобен начин се чувства португалската фондова борса, която стана част от EURONEXT и сега е претопена, а търговията е съсредоточена в Париж. Те предлагат да се работи в посока създаването на балканска фондова борса или такава на регионален принцип.

Втората насока за работа би могла да се определи като развитие на първичния пазар. Все още има много малко IPO-та, а компаниите се нуждаят от ресурс, а инвеститорите от нови възможности за закупуване на акции и игра на борсата. Трябва да се оправи дисбаланса между първичен и вторичен пазар. Според неофициални данни само в договорните фондове има свободни около 200 милиона лева, а акциите, в които да се вложи този ресурс, ги няма. Защо държавата да не използва възможностите на фондовия пазар и да пусне за

⁶ Правилата за управление на риска на БФБ-София АД

продажба миноритарни пакети от големи държавни компании - например "Булгаргаз", НЕК, АЕЦ "Белене"? Защо например не бяха пуснати 10% от електроразпределителните предприятия на борсата, а бяха продадени на цена, за която е трудно да се каже, че е реална? Нима опитът на държавата от продажбата на БТК не беше достатъчен?⁷

Третата насока се отнася до частните публични компании, които са другият възможен ресурс за фондовата борса. Те могат да се възползват от ситуацията на пазара и да започнат да освобождават част от акциите си за продажба на борсата. Защото дали ще контролират 51 или 80% - не е от съществено значение. Това обаче е доста дълъг процес, който ще отнеме месеци - повечето от тях трябва да се реструктурират, да направят проспект за одобрение от КФН. Хубавото е, че вече се забелязва придвижване в тази посока - за следващата година са предвидени около 60 IPO-та. Така може да се поддържа относително равновесие между финансов ресурс и налични акции.

Когато предлагането е по-голямо, могат да се разграничат перспективните от неперспективните компании и покупката на ценни книжа да се прави не на базата на това колко пари имаш, а коя компания има потенциал да се развива и коя - не. Тогава тежката дума ще имат анализаторите, които на базата на публични данни за едно дружество могат да прогнозира неговия ръст през следващите няколко години. Но дори и те могат да сбъркат, защото няма гаранции, че всичко, което се случи на борсата, ще е печелившо.

Четвъртата насока обхваща колективните инвестиционни схеми. Те привличат вниманието на голяма част от хората със собствени спестявания и стабилни доходи. Кризата в банковия сектор, ниските лихви по влоговете и очакванията за по-висока инфлация следствие на кризата и енергетиката стимулират домакинствата да търсят по-доходни вложения. За едни участието на фондовия пазар е просто инвестиция, за други - хоби, за трети - "професия", а четвърти го приемат като игра. Първата група е най-многобройна и обикновено предпочита взаимни фондове, доверително управление или дългосрочни позиции, открити по съвет на специалист или приятел.

Онези, за които инвестирането е хоби, ползват или брокер, или онлайн системи като COBOS. За тях интернет търговията е улеснение подобно на електронното банкиране, както и изключително удобно средство да наблюдават пазара в реално

време. Освен това онлайн системата им дава възможност да търгуват много по-интензивно и да реагират много по-бързо. Обаче не всеки може да се възползва от това удобство, защото някои професии не позволяват да стоиш в офиса или вкъщи пред компютъра. За хората, които са в движение например, най-удобното средство за търговия е телефонът - обаждаш се на брокера си и той ти изпълнява нарежданията.

Вече и в България има професия инвеститор - това са хора, които управляват собствени активи на борсата и с печалбите издържат семействата си и трупат капитали. Мнозина от тях ползват онлайн системи като COBOS.

Има и други, за които търговията е нещо като електронна игра в мрежа, само че с малко по-голям залог и с реални награди (ако реализират печалба). Те не биха се заинтересували от пазара, ако не го "виждаха" в интернет. Това са предимно младежи, които инвестират неголеми суми, но търгуват много активно, опитвайки се да хванат движенията на акциите и да реализират бързи печалби.

Един от най-големите рискове, които крият онлайн системите, е именно лесният достъп до реалната търговия на хора без никакъв опит и знания за инвестирането. Тези хора се учат на принципа на пробата и грешката, но мнозина губят парите си поради липса на знания.

Заклучение

В заключение може да се обобщи, че финансовата криза доведе до рязък спад на пазара на ценни книжа в България. Борсовите индекси показват спад от около 400 % в периода 2008-2010 г. Анализите показват, че след 2010 г. се наблюдава оттласкване от дъното и лека, колеблива тенденция на повишаване на цените. Силният спад все още не може да се компенсира, но са обнадеждаващи резултатите от последните две години, когато се наблюдава ръст от около 30-40% годишно. Борсите са рискови пазари и на тях могат да инвестират хора, които приемат и добре оценяват икономическата ситуация и рисковете в търговията. На БФБ-София АД се наблюдават и множество проблеми свързани с прозрачността, ликвидността, лошото корпоративно управление, липсата на инвестиционна култура и неясноти около развитието на пазарния оператор. Бъдещето е в ръцете на големите български инвеститори – пенсионни фондове, доверителни фондове и инвестиционни посредници, както и на Министерството на финансите като мажоритерен собственик на борсата.

Използвана литература:

1. Асенова, М., Фондови борси, В. Търново, Фабер, 2012
2. Асенова, М., Ем. Михайлов, Ж. Вътев, Б. Кръстев, Г. Георгиев. Изследване въздействието на

⁷ Нека припомним фактите - мажоритарният пакет на телекома бе продаден на много по-ниска от реалната си стойност, остатъчният държавен дял се изтъргува на фондовата борса почти два пъти по-скъпо, а когато компанията бе препродадена бе постигната цена от 11 лева за акция.

финансовата криза върху банковия сектор в България, Алманах научни изследвания, том 11, Свищов, Академично издателство „Ценов“, 2010

3. Годишен отчет на БФБ-София АД за 2011, 2012 и 2013 г.

4. Закон за публично предлагане на ценни книжа

5. Закон за пазарите на финансови инструменти

6. Правила на БФБ-София АД

7. Правилата за управление на риска на БФБ-София АД

8. www.bse-sofia.bg

9. www.investor.bg

10. www.capital.bg

11. www.infostock.bg