

## OPPORTUNITIES TO FINANCE SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES THROUGH THE STOCK EXCHANGE

Mariana Assenova

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

**Abstract:** The purpose of the current report is to characterise the markets of small and medium-sized enterprises on some European exchanges and to outline the specifics of their trading, whilst defining the key features of the newly formed SME market in Bulgaria called „BEAM SME growth market“.

**Keywords:** stock exchange, stock market, BSE-Sofia AD, EURONEXT, SME market, New market, BEAM SME growth market.

## ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА МАЛКИТЕ И СРЕДНИ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРЕЗ ФОНДОВАТА БОРСА

Мариана Асенова

*Висше училище по агробизнес и развитие на регионите, Пловдив, България*

**Резюме:** Целта на настоящия доклад е да характеризира пазарите на малки и средни предприятия на някои европейски борси и да очертае спецификите на търговия на тях като изведе и основните черти на новообразувания пазар на МСП в България наречен „пазар за растеж на МСП BEAM“.

**Ключови думи:** фондова борса, борсов пазар, БФБ-София АД, EURONEXT, пазар на МСП, Нов пазар, пазар за растеж на МСП BEAM.

### Въведение

Един от съвременните начини за финансиране на малките и средни предприятия е чрез емитиране на акции и търговия на фондовата борса. Този начин се използва отдавна в пазарноразвитите икономики в света и тъй като капиталовите пазари са устроени по различен начин самата търговия се осъществява на различни специално обособени пазари и сегменти. В края на 2018 година на БФБ-София АД бе създаден специален сегмент към регулирания пазар, наречен „пазар за растеж на МСП BEAM“.

Целта на настоящия доклад е да характеризира пазарите на малки и средни предприятия на някои европейски борси и да очертае спецификите на търговия на тях като изведе и основните черти на новообразувания пазар на МСП в България. По този начин се представя от една страна философията на изграждане и функциониране на подобни пазари в Европа, а от друга страна се синтезират ползите за допълнителното набиране на капитал при създаването и развитието на компании със среден обхват на действие в страната ни. В теоретичен аспект се представя спецификата на вторичните пазари на ценни книжа и ретроспективното развитие на пазарите на МСП на най-голямата паневропейска фондова борса в Европа – EURONEXT. В практико-приложен аспект се анализира възможността за финансиране на МСП у нас на новоизградения пазар за растеж на МСП BEAM.

### **Специфика на борсовия пазар и мястото на пазара на МСП на него**

Пазарите на МСП в Европа са част от вторичните пазари на ценни книжа на фондовите борси. Европейският пазар на ценни книжа е борсов пазар, т.е. всички видове финансови инструменти се търгуват под егидата на фондовата борса, за разлика от американския пазар на ценни книжа, където има борсово и извънборсово търгуване с финансови ефекти. Този факт има значение единствено от гледна точка на институционализирането на пазарите, но в епохата на глобализация и интернационализация на пазарите едва ли е от съществено значение. Все пак е необходимо да отбележим някои от особеностите на вторичния борсов пазар и да потърсим мястото на пазарите на МСП на него.

Понятието „борсов пазар” няма еднозначно тълкуване в отделните страни. Неговото съдържание може да се анализира от различни позиции в зависимост от: развитостта на пазара на ценни книжа, правната уредба и приетата в страната организационно-управленска структура на фондовата борса, механизма на действие и котирането на ценните книжа и т.н.

По принцип борсовият пазар включва в своя обхват търговията с ценни книжа на фондовата борса в страната. Именно обаче по-широкият или по-тесен обхват на дейност на различните фондови борси в света, довежда до нееднозначното тълкуване на понятието „борсов пазар”.

От гледна точка на институционализирането на пазарите в Америка много ясно се разграничава борсовият от извънборсовия пазар, тъй като всеки пазар се свързва с конкретна институция под чиято егида съществува. Така например дълги години Нюйоркската фондова борса е типичният борсов пазар, а NASDAQ е т.нар. извънборсов или ОТС пазар. В Европа обаче процесите не са така ясно обособени и се среща голямо разнообразие в обхвата на борсовия пазар. Тенденцията на „размиване” границите на борсовия и извънборсовия пазар още по-силно се изразява с процесите на поглъщане, обединяване и глобализиране на пазарите на ценни книжа, както и с възникването на нови форми на електронна търговия. Независимо от приближаването на границите между борсовия и извънборсовия пазар, от институционална гледна точка считаме, че всички пазари, които са под егидата на фондовата борса, са борсови пазари. Онези, които са извън нейния обхват, могат да се наричат извънборсови (ОТС – over the counter) пазари или по друг начин – напр. електронни комуникационни връзки (ECN – Electronic Communication Networks), алтернативни търговски системи и др.

От функционална гледна точка и най-вече от позицията на специалното допускане до търговия на ценните книжа, може да се твърди със сигурност, че официалният и т.нар. „околоборсов” пазар са типични борсови пазари. Мястото на МСП обикновено е на „околоборсовия пазар“, който в отделните страни през годините носи различни имена. Така напр. в Амстердам той се нарича „паралелен“ пазар, в Брюксел и Париж – „втори пазар“, „свободен пазар“ и т.н. Целта е да се осигури възможност на новите компании или тези с пониски показатели да имат възможност да котират книжата си. Дълго време вторите пазари бяха средище за търговия на акции на МСП. По-късно се създадоха специални „трети“ пазари, „нови“ пазари, „алтернативни пазари“ и др., които обхващаха доста по-детайлно и специализирано отделните емисии на акции от новообразуваните дружества и тези с по-малък потенциал на нарастване.

В България вторичният пазар на ценни книжа претърпя доста изменения, както по отношение на наименованието на пазарите и сегментите на тях, така и по отношение на условията за допускане до търговия и листване. Изискванията на ЗППЦК доведоха до приемането на нов Правилник на БФБ – София АД като след 2000 г. на пазара на ценни книжа в България настъпиха редица изменения. По-важните от тях, засягащи структурата на пазарите и прилежащите им сегменти на борсата, могат да се обобщят в следните пунктове:

– От 1997 г. до началото на 2000 г. на БФБ – София АД съществуваха два типа пазари – регистрирани и нерегистрирани. Към регистрираните се отнасяха: официалният, паралелният, временният и облигационният пазари, а нерегистриран бе само свободният пазар. Всъщност

това са вторични пазари на акции и облигации, където допускане се осъществяваше само на регистрираните пазари, но основните покупко-продажби ставаха на свободния пазар;

– От 2000 г. правно-икономическият статут на пазарите на ценни книжа на българската фондова борса се измени. ЗППЦК постанови, че търговия с ценни книжа може да се извършва само на регулираните пазари на ценни книжа, които са две големи групи – официален и неофициален пазар. Освен тях на борсата се позволи съществуването на първичен, срочен и приватизационен пазари. На тях имат право да се търгуват всички видове финансови инструменти. Следователно, в по-нови времена регулираните пазари са предимно вторични, но има възможност и за първично публично предлагане, както и за търговия не само с класически, а и с нови финансови инструменти;

– С промените в законите и Правилника за дейността на БФБ-София АД от март 2012 г. на българския капиталов пазар действат следните пазари и пазарни сегменти:

1. *Основен пазар на Българска Фондова Борса (Bulgarian Stock Exchange или BSE)* – Сегмент акции Premium; Сегмент акции Standard; Сегмент за дружества със специална инвестиционна цел; Сегмент за облигации; Сегмент за колективни инвестиционни схеми; Сегмент за компенсаторни инструменти; Сегмент за структурирани продукти; Сегмент за права; Сегмент за приватизация; Сегмент за първично публично предлагане

2. *Алтернативен пазар (Bulgarian Alternative Stock Market или BaSE)* – Сегмент акции; Сегмент за дружества със специална инвестиционна цел

В Правилника за дейността на БФБ-София АД, част III Правила за допускане до търговия, в чл.3, ал.1 са направени промени в съществуващите пазари и сегменти за търговия, които влизат в сила от 24.06.2019 г. Два сегмента от съществуващите, а именно: Сегмент за колективни инвестиционни схеми и Сегмент за структурирани продукти са обединени в нов сегмент наречен „Сегмент за борсово търгувани продукти“. Законодателят определя като борсово търгувани продукти „структурирани продукти и борсово търгувани фондове по смисъла на Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране“ /Допълнителни разпоредби, §2, т. 4./ Освен това се въвежда отдавна обсъждания Сегмент за държавни ценни книжа, както и пазар, на който се търгува с чуждестранни финансови инструменти, а именно Пазар BSE International.

Важен момент в реформирането на борсовия пазар в България е създаването на пазар, на който да излизат и да набират капитал МСП. В Европа в края на 90-те години на миналия век започнаха да функционират във всички страни подобни пазари. Във Франция и Германия при създаването си този пазар бе наречен „нов пазар“ (NM – Nouveau Marche, New Market), във Великобритания - „трети пазар“ (Third market) и т.н. Впоследствие в хода на своето развитие и поради редица правно-икономически промени в съответните страни, а и заради обединението и сливането на някои борсови пазари тези специализирани пазари за търговия с акции на МСП, както и за набиране на капитал и улесняване на достъпа до борсата, претърпяха множество промени както по отношение на озаглавяването на пазарите, така и по отношение на техните функционални характеристики. Макар и 30 години след създаването на първите пазари на МСП на борсите в Европа, България има вече законово регистриран сегмент на БФБ-София АД и това е именно „пазар за растеж на МСП ВЕАМ“. Към него са насочени погледите в обозримо бъдеще с надеждата да се стимулират по-малките компании и да се раздвижи доста затворения пазар на ценни книжа в България. Не е тайна, че капиталовият пазар в България е замиращ. Той се оценява на 8% от БВП и проблемът е, че липсата на инвеститори се дължи на липсата на достатъчно добри компании, в които да се инвестира. Както и в много малкия брой компании, които предоставят акции на миноритарни акционери. Не е нормално на най-добрия, елитния сегмент „Premium“ да се котира емисии по-малко от пръстите на двете ръце. „Пазарът за растеж на МСП ВЕАМ“ и предвидената ваучерна програма се опитват да разбият този омагьосан кръг и да предоставят възможност на нови компании да се листват, с което да се привлекат инвеститори.

В заключение може да се обобщи, че борсовият пазар има различен обхват в отделните страни, но с директивите за унификация на борсовата търговия и с глобализацията на фондовите борси в Европа и света той навсякъде е:

- вторичен пазар на ценни книжа;
- организиран от фондовите борси;
- регулиран от държавен или независим орган;
- пазар, на който книжата се допускат до търговия;
- място, където посредниците купуват своите места;
- икономическо пространство за електронна търговия с финансови инструменти;
- глобално борсово обединение на елитните пазари на ценни книжа.

### **Ретроспективен обзор на мястото на пазарите на МСП на EURONEXT**

Малките и средни предприятия са приоритет в търговията с ценни книжа за борсовите пазари в Европа, тъй като е ясно, че от доброто финансиране на тези предприятия зависи развитието на средния бизнес, осигуряващ препитание на милиони хора. Поддържането на платежоспособна средна класа също зависи от доброто функциониране на МСП в страната. Разбирайки добре тази философия на бизнеса пазарноразвитите страни винаги са се стремили да осигурят добри условия за финансиране на МСП през борсата и да дадат възможност на обикновените инвеститори да участват в търговията с ценни книжа.

През годините начинът на организация и функциониране на пазарите на МСП на фондовите борси се променя под влияние на различни вътрешни и външни фактори. Особено влияние оказва глобализацията на фондовите борси и стремежът за по-лесен достъп до борсата както на МСП, така и на инвеститорите.

В ретроспективен план, в края на 90-те година на XX век се създадоха първите пазари на МСП в Европа. Във Франция това бе т.нар. Нов пазар (Nouveau marché), създаден през 1996 г., преди създаването на Euronext, в Германия също бе наименован Нов пазар (Neuer Market), а във Великобритания – Алтернативен инвестиционен пазар (Alternative Investment Market). Целта на тези пазари бе да улесни младите компании да наберат начален капитал, да вложат средствата в бизнес, който след като се разрасне и повиши цената на акциите си на борсата може да бъде продаден с печалба. Това е рисково начинание, но има двуяко значение. От една страна се създава производство и поминък, а от друга страна инвестирайки в такива нови компании, неизвестни на пазара, при добро развитие в бъдеще, могат да се очакват високи печалби. Така инвеститорите могат да направят значителен марж от вложението си, продавайки акциите на новите пазари. Компаниите се допускат само ако са млади и се управляват от предприемачи, които притежават по-голямата част от капитала на дружествата.

Пазарите, на които се търгуват малки и средни предприятия във Франция през годините след създаването на първото успешно борсово обединение, т.е. паневропейската борса EURONEXT, която включва в себе си борсите в Париж, Брюксел, Амстердам и Лисабон, биват многократно реформирани. В ретроспективен план могат да се очертаят следните етапи:

– Един от първите нови пазари е le Nouveau marche във Франция. Той възниква през 1996 г. с цел да обслужва малките и средни предприятия (особено тези в областта на иновациите), които имат ниска капитализация, но са с голям потенциал на нарастване на капитала. Това са фирми, които търсят чрез борсата да открият нови източници за финансиране така, че да ускорят своето развитие. За да улесни достъпа на тези фирми до новия пазар, борсата не предявява към тях високи изисквания, при все че поставя критерии и прагове за допускане до търговия. Тези често наричани „технологични“ дружества трябваше да имат борсова капитализация до 150 милиона евро, 8 милиона евро собствен капитал, 100 хил.бр. акции в обръщение и 20% от капитала трябваше да е притежание на широката публика.

– „Новият пазар“ в Париж просъществува в тази форма до 2005 година. Борсовият пазар в Париж се реформира като традиционните до този момент Първи, Втори и Нов пазар се

трансформират в Eurolist с три сегмента „А“, „В“ и „С“. „Свободният пазар“ (Marche libre), предназначен за котиране на най-малките предприятия остава да съществува. Между регламентирания пазар Eurolist и нерегламентирания Свободен пазар се създава ново място за търговия на МСП, наречено Alternext.

– Alternext се създава на 17 май 2007 г. Този нов пазар е предназначен да съдейства на МСП, желаещи да наберат капитал при по-гъвкави условия, като същевременно гарантира на инвеститора минимална финансова прозрачност и сигурност в случай на промяна на контрола. В случая се осигурява възможност на тези компании, които не могат да качат свои акции на Eurolist, защото на трите сегмента „А“, „В“ и „С“ изискванията за тях са високи. Все пак тези МСП трябва да са съществували 2 години и да имат пазарна капитализация най-малко 2,5 милиона евро.

– Нова реформа на пазарите на борсата в Париж довежда до промяна в търговията на специализирания пазар Alternext, който просъществува в тази форма до 19 юни 2017 г. След това той се преобразува в Euronext Growth. От същата дата нерегламентирания Свободен пазар, който имаше доста слаба защита за инвеститорите, малък обем на сделките се преобразува в Euronext Access.

Краткият ретроспективен анализ на пазарите, на които да стартират и котират книгата си МСП във Франция показва, че независимо от големите възможности, които предлага паневропейската борса EURONEXT, законодателно се предвиждат и прилагат на практика специализирани пазари, на които да излизат и задоволяват потребностите си МСП. Явно е, че поддържането на средния бизнес е от съществено значение за икономиките в еврозоната, затова се прави всичко възможно новите пазари или пазарите на растеж да се стимулират и подпомагат. Днес във Франция това се прави на два пазара - Euronext Growth и Euronext Access.

Примерът на големите борси в Европа е достатъчен за да даде тласък на изграждането на подобни пазари и в страните от Източна Европа. България вече направи първата крачка със създаването на пазара за растеж на МСП ВЕАМ на БФБ-София АД.

### **Създаване и роля на пазара за растеж на МСП ВЕАМ на БФБ-София АД**

В края на 2018 г. у нас бе създаден нов пазар на фондовата борса в София. Това е **пазарът за растеж на МСП ВЕАМ на БФБ-София АД**. Той се явява едновременно трамплин към регулираните пазари на елитните сегменти на Основния пазар на акции на борсата и свързващо звено между инвеститорите и емитирането на акции от МСП в страната.

Известно е, че всяко акционерно дружество, което котира книга на борсата минава през процедура на допускане до търговия и листване на борсата. Изискванията са тежки за достъп до елитните пазари, а административните процедури се заплащат и понякога са по-дълги във времето. Едно от изискванията е подготвянето на проспект на емисията и утвърждаване от КФН. Малките и средни предприятия нямат нито финансовите възможности, нито капацитета за да отговорят на всички тези необходими условия и изисквания на борсата. Ето защо за да могат повече МСП да направят първите крачки към първоначално набиране на капитал, своя старт на борсата, както и последващо търгуване със своите емисии, те се нуждаят от помощ. От една страна финансова подкрепа за да платят необходимите разноси на борсата, а от друга страна - интелектуална помощ, за да могат да подготвят всички необходими документи за регистрация. За целта се разработва ваучерна схема за листване на борсата, която след няколкогодишни усилия е подкрепена и от Европейската Комисия. Идеята е от оперативна програма "Иновации и конкурентоспособност" с европейски фондове да бъдат финансирани разходи по излизане на борсата (сумата на ваучера е до 50 000 лв.), свързани с изготвяне на проспект, такси и комисиони. Интересът към подобен начин за привличане на нови инвеститори е оправдан, защото бенефициенти по тази схема са не само МСП, но и инвестиционните посредници, които са съветници на кандидатстващите дружества и получават ваучера при успех на IPO.

На 15 октомври 2018 г. е обявено началото на кандидатстването на първите 30 дружества по ваучерната схема. Малки и средни фирми могат да се възползват от ваучерите до 15 октомври 2020 г. Дружествата трябва да имат сключен договор с лицензиран инвестиционен посредник. Допустими кандидати са микро, малки или средни предприятия, които развиват своята основна икономическа дейност в една от групите дейности, определени в Националната стратегия за насърчаване на МСП 2014-2020 като високотехнологични, средно високотехнологични, нискотехнологични и средно нискотехнологични промишлени производства или интензивни на знание услуги

Условията, на които трябва да отговаря емисията, за да бъде изплатен ваучера са:

- да бъде набран капитал, чрез фондовата борса, с минимален размер от 500 000 лв.
- срокът, в който трябва да се извърши успешното листване на борсата, след като е одобрен ваучерът, е общо 9 месеца.;
- средствата от ваучера се изплащат след отчитане на успешното публично предлагане от инвестиционния посредник.

Първият ваучер за 50 хил. лв., с който компания ще може да покрие разходите си по излизане на борсата, е официално връчен на "Биодит". Това е компания, разработваща системи за биометрична сигурност. Процедурата е по набиране на 2.4 млн. лв. от капиталовия пазар чрез емитиране на акции, а очакванията са IPO-то да се пласира като стремежът е то да привлече дребните инвеститори, тъй като това е, което създава ликвидност с акциите на борсата.

Пазарът за растеж на МСП ВЕАМ на БФБ-София АД има значително по-ниски изисквания за допускане до търговия на борсата, отколкото са на Основния пазар.

Според чл. 10, ал.1 на Правила на пазара за растеж на МСП (ВЕАМ) - Многостранна система за търговия, организирана от „Българска Фондова Борса“ АД част III Правила за допускане на финансови инструменти до Пазар ВЕАМ, синтезирани тези изисквания към компаниите са:

- да са регистрирани като акционерни дружества в България или чужбина;
- в устава на дружеството да са предвидени определени текстове във връзка с допускането до търговия на Пазар ВЕАМ - специфични условия с цел защита на инвеститорите, както и изрични правомощия на Общото събрание на акционерите;
- да изготвят Документ за допускане (до търговия) по образец на български или английски език, който да бъде одобрен от БФБ – документът за допускане съдържа подробна информация за дружеството и за неговите управителни и контролни органи;
- като част от документа за допускане дружеството трябва да представи одитиран финансов отчет за предходната финансова година;
- да имат сключен договор със Съветник, одобрен от БФБ, за срок от най-малко 2 години;
- финансовите инструменти, които се регистрират за търговия, да отговарят на следните условия:
  - да са в безналична форма или да са обездвижени;
  - за прехвърлянето им да не са предвидени ограничения или условия;
  - да не са регистрирани за търговия на Основния пазар на БФБ.

Дружествата могат да емитират не само акции, а също облигации, права, варанти, депозитарни разписки и др. За листване на този пазар не се изготвя Проспект, който да бъде одобряван от Комисията за Финансов Надзор. Изготвя се Документ за допускане, който се одобрява от Съветника и Комитет по управление на Пазар ВЕАМ към Борсата. За набиране на капитал до 1 млн. евро не се изготвя Проспект за първично публично предлагане, който да бъде одобряван от Комисията за финансов надзор. За набиране на капитал над 1 млн. евро (до максимум 20 млн. евро) се изготвя Проспект за публично предлагане, който се одобрява от Комисията за финансов надзор, но е с облекчени форма и съдържание. Съществува

задължение за публикуване пред обществеността само на шестмесечни и годишни финансови отчети. Има възможност за листване на Основния пазар на БФБ при облекчени изисквания. Акционерите нямат задължение да разкриват своето дялово участие след преминаването на определен праг и/или придобиването на определен процент от акциите с право на глас на компанията и др.

Важен момент при емитирането и търговията на пазара на растеж у нас е наличието на т.нар. „Съветник“. Според изискванията на Правила на пазара за растеж на МСП (ВЕАМ) най-вече Съветници могат да бъдат юридически лица, имащи опит в консултирането на дружества-емитенти и подпомагането им при листването на борсата. У нас такива до момента са търговските банки и най-вече инвестиционните посредници. Всъщност в правен аспект се позволява Съветник да бъде и друга консултантска компания, отговаряща на изискванията и одобрена от Комисията по управление на борсата. Съветниците са обичайно компании, които извършват някои от следните дейности: инвестиционни услуги; бизнес консултации; одиторски или данъчни услуги; изготвяне на оценки; финансов и правен анализ; консултации по сделки за сливания, придобивания или реструктуриране. Основната задача на Съветниците е да участват активно в подготовката на необходимите документи за допускане до пазар ВЕАМ, така, че компаниите да са в съответствие с правилата на дейността на пазара и с приложимото законодателство. Активното взаимодействие между съветници и дружествата продължава и след самото листване с консултации относно задълженията по разкриване на информация и представяне на финансови отчети.

БФБ-София АД одобри първата компания – съветник за Пазара за растеж на МСП ВЕАМ. Това е инвестиционният посредник Авал Ин. Той ще консултира и подпомага малки и средни компании в процеса им по листване на Пазара за растеж и в живота им като търгувани компании след това.

### **Заклучение**

Видно е, че всички страни в Европейския съюз полагат усилия да се стимулира търговията на фондовите борси като се улесни достъпа на МСП на него. В законодателството и пазарната инфраструктура в ЕС са предвидени сериозни промени с цел хармонизиране на правната рамка на капиталовите пазари, а от тук и изграждането на „съюз на капиталовите пазари“ в Европа. Този съюз бе предвиден да се осъществи още през 2000 г., по подобие на единния валутен европейски пазар. Явно е, че изграждането на единен капиталов пазар е трудна задача. Влиянието на много вътрешни и външни фактори, различия в законодателството и механизма на функциониране на борсите, а също и предотвратяване на рисковете и заплахите пред търговските платформи се оказаха този „препъни“ камък. В последните години се извърши хармонизиране на европейското законодателство в сферата на търговията на финансови инструменти (започналото да се прилага MiFID II) и явно е ред да се внесе синхрон и в правилата за достъп на малки, средни и големи емитенти до финансиране на европейските капиталови пазари чрез Регламент (ЕС) 2017/1129 (Регламент относно проспекта). У нас това стана възможно чрез приемането на законодателна рамка и изграждането на пазара за растеж на МСП ВЕАМ. Функционирането на този пазар е в самото начало, но въвеждането му за първи път в структурата на пазарите на БФБ-София АД е онази революционна крачка, която не само, че ни доближава до търговията с емисии на МСП в Европа, но отваря пътя на тези компании към нови хоризонти за финансиране. Проблеми има както по отношение на осмисляне и изпълнение на законодателните разпоредби, така и по отношение на самото осъществяване на емисията и търговията на този пазар. По-същественото е, че на борсата се създаде такава възможност, а от правилното разясняване, използване на ваучерната система, помощта на съветниците, разширяването на инвестиционната култура на инвеститорите зависи неговото бъдеще.

### Литература

1. Асенова, М. Фондови борси, В.Търново, Фабер, 2012.
2. Асенова, М., Правно-икономически аспекти в посредничеството с ценни книжа в България, сп. Ново знание, 2012, кн.4.
3. Кръстев, Б. Финансово посредничество и ролята му за развитието на икономиката, Годишник на ВУАРР, Академично издателство "Талант", Том VI, Пловдив, 2018.
4. Кръстев, Б. Модели на финансово посредничество - сравнителни характеристики, Годишник на ВУАРР, Академично издателство "Талант", Том VII, Пловдив, 2019.
5. Правилник за дейността на БФБ-София АД.
6. Правила на пазара за растеж на МСП (ВЕАМ) - Многостранна система за търговия, организирана от „Българска Фондова Борса“ АД част III Правила за допускане на финансови инструменти до Пазар ВЕАМ.
7. BG16RFOP002-2.015 „Подкрепа за растеж на малките и средни предприятия (МСП) чрез пилотно прилагане на ваучерни схеми от Изпълнителната агенция за насърчаване на малките и средни предприятия (ИАНМСП)“.
8. Assenova, Mariana, Investment and stock intermediation in Bulgaria, X Международная конференция „Инновации в технологиях и образовании“ (КузГТУ) г. Белово, 2017.
9. <https://www.aval-in.com/>
10. <https://www.boursier.com/actualites/news-du-jour>
11. <https://www.boursorama.com/bourse/>
12. <https://www.bse-sofia.bg/bg/beam>
13. <https://www.capital.bg/>
14. [http://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/BEAM/III.Listing\\_Rules\\_BEAM.pdf](http://download.bse-sofia.bg/BSE-Rules/BEAM/III.Listing_Rules_BEAM.pdf)
15. <http://www.infostock.bg/>
16. <http://www.elana.net>
17. [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-3727\\_bg.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3727_bg.htm)
18. <https://www.eufunds.bg/archive2018/index.php/bg/programen-period-2014-2020/operativni-programi-2014-2020/obyavi-za-nabirane-na-proektni-predlozheniya/item/17721-bg16rfop002-2-015-podkrepa-za-rastezh-na-malkite-i-sredni-predpriyatiya-msp-chrez-pilotno-prilagane-na-vaucherni-shemi-ot-izpalnitelnata-agentziya-za-nasarchavane-na-malkite-i-sredni-predpriyatiya-ianmsp>
19. <https://www.lerevenu.com/bourse>
20. <https://www.zonebourse.com/>